



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 2/2024



Obsah

Hospodársky, finančný a menový vývoj	2
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	7
2 Hospodárska aktivita	13
3 Ceny a náklady	20
4 Vývoj na finančných trhoch	27
5 Podmienky financovania a úvery	33
6 Fiškálny vývoj	40
Boxy	43
1 Špekulácie s cenami ropy a plynu v časo- ch geopolitických rizík	43
2 Ako geopolitika mení obchod	49
3 Ako domácnosti upravili svoje výdavky a sporenie, aby zvládli infláciu	55
4 Faktory vplývajúce na infláciu cien potravín v eurozóne za posledné dva roky	61
5 Aktuálne informácie o presnosti nedávnych projekcií odborníkov Eurosystému/ECB týkajúcich sa krátkodobej inflácie	67
6 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 1. novembra 2023 do 30. januára 2024	74
7 Euro ako globálna mena z hľadiska platieb	80
8 Plán ECB v oblasti klimatických zmien a prírody na roky 2024 – 2025	84

Hospodársky, finančný a menový vývoj

Prehľad

Rada guvernérov sa na svojom zasadaní 7. marca 2024 rozhodla ponechať tri kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Od jej predchádzajúceho zasadania z 25. januára 2024 inflácia ďalej klesá. V makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2024 bola inflácia revidovaná smerom nadol, najmä na rok 2024, čo je predovšetkým odrazom nižšieho vplyvu cien energií. Inflácia by mala podľa projekcií dosiahnuť v priemere 2,3 % v roku 2024, 2,0 % v roku 2025 a 1,9 % v roku 2026. Znížené boli aj projekcie inflácie bez energií a potravín, ktorá má dosiahnuť v priemere 2,6 % v roku 2024, 2,1 % v roku 2025 a 2,0 % v roku 2026. Hoci takmer všetky ukazovatele základnej inflácie ďalej klesajú, domáce cenové tlaky zostávajú vysoké, čiastočne v dôsledku výrazného rastu miezd. Podmienky financovania sú reštriktívne a predchádzajúce zvýšenia úrokových sadzieb naďalej tlmia dopyt, čo prispieva k tlakom na znižovanie inflácie. Odborníci ECB znížili projekciu hospodárskeho rastu na rok 2024 na 0,6 %, pričom v najbližšom období má hospodárska aktivita zostať tlmená. Neskôr očakávajú jej oživenie s tempom rastu 1,5 % v roku 2025 a 1,6 % v roku 2026, spočiatku za podpory spotreby a následne i investičnej aktivity.

Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť včasný návrat inflácie na cieľovú úroveň 2 % v strednodobom horizonte. Na základe svojho aktuálneho hodnotenia Rada guvernérov usudzuje, že kľúčové úrokové sadzby ECB sú na úrovni, ktorá pri dostatočne dlhom zachovaní podstatným spôsobom prispieje k dosiahnutiu tohto cieľa. Budúce rozhodnutia Rady guvernérov zabezpečia nastavenie jej menovopolitických sadzieb 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. Jej rozhodnutia 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 zostáva slabá. Spotrebitelia naďalej odkladali spotrebné výdavky, investičná aktivita sa spomalila a podniky vykazovali nižší objem vývozu v dôsledku spomalenia zahraničného dopytu a určitých strát konkurencieschopnosti. Prieskumy však poukazujú na postupné oživenie v priebehu roka 2024. Pri klesajúcej inflácii a ďalšom raste miezd dôjde k zotaveniu reálneho príjmu, ktorý by mal podporiť rast. Okrem toho tlmíaci vplyv predchádzajúcich zvýšení úrokových sadzieb postupne pomíne a dopyt po vývoze z eurozóny by mal vzrásť.

Miera nezamestnanosti je na najnižšej úrovni od zavedenia eura. Zamestnanosť v poslednom štvrtroku 2023 vzrástla o 0,3 % a opäť prebehla hospodársku aktivitu. To malo za následok ďalší pokles produkcie na osobu. Zamestnávateľia medzitým inzerujú menej voľných pracovných miest a počet podnikov, ktorých produkcia je obmedzená nedostatkom pracovných síl, klesá.

Podľa projekcií z marca 2024 sa má hospodársky rast počas roka 2024 postupne zrýchliť v dôsledku zvyšovania reálneho disponibilného príjmu v prostredí klesajúcej inflácie, výrazného rastu miezd a zlepšovania obchodných podmienok. Vzhľadom na to, že súčasné narušenie lodnej prepravy v Červenom mori pravdepodobne nespôsobí výrazné obnovenie ponukových obmedzení, sa očakáva, že rast vývozu dobehne stúpajúci zahraničný dopyt. V strednodobom horizonte by malo k oživeniu prispievať aj postupné slabnutie vplyvu sprísňovania menovej politiky ECB. Celkovo sa očakáva, že priemerný ročný rast reálneho HDP v roku 2024 dosiahne 0,6 %, v roku 2025 stúpne na 1,5 % a v roku 2026 na 1,6 %. V porovnaní s projekciami odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2023 bol výhľad rastu HDP na rok 2024 upravený nadol vzhľadom na prenos účinku nečakane negatívnych predchádzajúcich údajov a menej priaznivých nových výhľadových ukazovateľov, na rok 2025 zostáva nezmenený a na rok 2026 bol upravený mierne nahor.

Vlády by mali pokračovať v odvolávaní energetických podporných opatrení a umožniť tak udržateľné pokračovanie procesu dezinflácie. V záujme zvyšovania produktivity a konkurencieschopnosti hospodárstva eurozóny, expanzie ponukovej kapacity a postupnej redukcie vysokej zadlženosti verejnej správy je potrebné zintenzívniť opatrenia rozpočtovej a štrukturálnej politiky. Rýchlejšia realizácia programu Next Generation EU a odhodlanejšia snaha o odstraňovanie národných bariér, ktoré stoja v ceste prehĺbeniu a väčšej integrácii bankových a kapitálových trhov, by mohli prispieť k zvýšeniu investícií do ekologickej a digitálnej transformácie a zníženiu cenových tlakov v strednodobom horizonte. Je potrebné bezodkladne implementovať reformovaný rámec správy ekonomických záležitostí EÚ.

Inflácia

Inflácia v januári mierne klesla na 2,8 % a podľa rýchleho odhadu Eurostatu vo februári zaznamenala ďalší pokles na 2,6 %. Inflácia cien potravín znova klesla – na 5,6 % v januári a 4,0 % vo februári – zatiaľ čo ceny energií sa v oboch mesiacoch medziročne naďalej znižovali, aj keď pomalším tempom než v decembri. V klesajúcom trende pokračovala aj inflácia cien tovarov – v januári sa znížila na 2,0 % a vo februári na 1,6 %. Inflácia cien služieb, ktorá sa tri mesiace po sebe držala na úrovni 4,0 %, vo februári o niečo klesla na 3,9 %.

Väčšina ukazovateľov základnej inflácie v januári zaznamenala ďalší pokles vďaka pokračujúcemu slabnutiu vplyvu predchádzajúcich ponukových šokov a tlmiacemu účinku prísnejšej menovej politiky na dopyt. Domáce cenové tlaky však zostávajú naďalej zvýšené, čiastočne v dôsledku výrazného mzdového rastu a klesajúcej produktivity práce. Zároveň však badať známky počiatočného zmierňovania

mzdového rastu. Navyše vďaka čiastočnej absorpcii rastúcich nákladov práce prostredníctvom ziskov dochádza k redukcii inflačných účinkov.

V nasledujúcich mesiacoch sa očakáva ďalšie pokračovanie klesajúceho trendu inflácie. Neskôr by sa vďaka zmiernovaniu nákladov práce a odznievaniu účinkov predchádzajúcich energetických šokov, ponukových obmedzení a znovuoťvorenia ekonomiky po skončení pandémie mala znížiť na úroveň cieľa Rady guvernérov. Ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní zostávajú viac-menej stabilné a zväčša sa pohybujú v okolí 2 %.

Podľa projekcií z marca 2024 by sa mala inflácia ďalej zmiernovať v dôsledku pokračujúceho uvoľňovania tlakov v cenovom reťazci a vplyvu sprísnenia menovej politiky, aj keď pomalším tempom ako v roku 2023. Tlaky v cenovom reťazci by mali naďalej slabnúť, keďže sa očakáva, že narušenia lodnej prepravy v Červenom mori budú mať len obmedzený vplyv na rast cien. S poklesom cien energií by hlavným faktorom inflácie bez cien energií a potravín mal byť výrazný vývoj nákladov práce. Rast nominálnych miezd by mal zostať zvýšený, a to v dôsledku pretrvávajúceho nedostatku pracovných síl na trhu práce, ale vzhľadom na slabnutie rastových vplyvov inflačnej kompenzácie by sa mal počas sledovaného obdobia postupne znižovať. Oživenie rastu produktivity by malo prispieť k zmierneniu tlakov vyplývajúcich z nákladov práce. Rast ziskov by sa mal počas sledovaného obdobia spomaliť a mal by tmiť účinky nákladov práce. Ročná priemerná celková inflácia HICP má klesnúť z 5,4 % v roku 2023 na 2,3 % v roku 2024, 2,0 % v roku 2025 a 1,9 % v roku 2026. Vzhľadom na slabý výhľad inflácie cien energií sa očakáva, že celková inflácia zostane počas celého sledovaného obdobia pod úrovňou inflácie bez cien energií a potravín. V porovnaní s projekciami z decembra 2023 bola celková inflácia na roky 2024 a 2025 upravená nadol, najmä v dôsledku priamych a nepriamych účinkov nižších predpokladaných cien energetických komodít a nižších tlakov vyplývajúcich z nákladov práce, a na rok 2026 zostáva bez zmeny.

Hodnotenie rizík

Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu zostávajú naklonené na stranu pomalšieho rastu. Rast by mohol byť pomalší, ak sa účinky menovej politiky ukážu byť silnejšie, než sa očakáva. K oslabeniu rastu v eurozóne by tiež mohla viesť slabšia svetová ekonomika alebo ďalšie spomalenie svetovej obchodnej výmeny. Neoprávnená vojna Ruska proti Ukrajine a tragický konflikt na Blízkom východe sú hlavnými zdrojmi geopolitických rizík, ktoré môžu oslabiť dôveru podnikov a domácností v budúcnosť a narušiť svetový obchod. Hospodársky rast by mohol byť rýchlejší, ak by inflácia klesala rýchlejšie, rast reálnych príjmov viedol k vyššiemu nárastu spotreby, alebo svetová ekonomika rástla výraznejšie, než sa očakáva.

Medzi riziká vyššej inflácie patrí zvýšené geopolitické napätie, predovšetkým na Blízkom východe, ktoré by mohlo zapríčiniť nárast cien energií a nákladnej prepravy v krátkodobom horizonte a narušiť svetový obchod. Inflácia by mohla prognózované hodnoty prekročiť i v prípade vyššieho než očakávaného mzdového rastu alebo odolnejších ziskových marží. Inflácia však môže byť aj nižšia, ak tlmiači účinok

menovej politiky na dopyt prekročí očakávania alebo ak dôjde k nepredvídanému zhoršeniu hospodárskeho prostredia vo zvyšku sveta.

Finančné a menové podmienky

Trhové úrokové miery od zasadania Rady guvernérov z 25. januára 2024 stúpili a širšie podmienky financovania zostávajú v dôsledku jej menovej politiky reštriktívne. Sadzby podnikových úverov sa celkovo ustálili, zatiaľ čo sadzby hypotekárnych úverov v decembri a januári klesli. Napriek tomu sadzby úverov zostávajú zvýšené – na úrovni 5,2 % v prípade podnikových úverov a 3,9 % v prípade hypotekárnych úverov.

Rast objemu bankových úverov poskytovaných podnikom v decembri prešiel do kladného pásma a zaznamenal ročný rast o 0,5 %. V januári sa však v dôsledku záporného mesačného toku znížil na 0,2 %. Rast úverov domácnostiam sa naďalej spomaľoval a v januári v ročnom vyjadrení klesol na 0,3 %. Menový agregát M3 zaznamenal obmedzený rast na úrovni 0,1 %.

Rozhodnutia o menovej politike

Úroková sadzba hlavných refinančných operácií a úrokové sadzby jednoduchých refinančných a jednoduchých sterilizačných operácií zostávajú nezmenené na úrovni 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.

Rada guvernérov plánuje pokračovať počas prvého polroka 2024 v reinvestovaní istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) v plnej výške. Počas druhej polovice roka očakáva redukciu portfólia PEPP priemerným tempom 7,5 mld. € za mesiac. Na konci roka 2024 Rada guvernérov mieni reinvestície v rámci programu PEPP ukončiť.

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

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

Záver

Rada guvernérov sa na svojom zasadnutí 7. marca 2024 rozhodla ponechať tri kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť včasný návrat inflácie na cieľovú úroveň 2 % v strednodobom horizonte. Na základe svojho aktuálneho hodnotenia Rada guvernérov usudzuje, že kľúčové úrokové sadzby ECB sú na úrovni, ktorá pri dostatočne dlhom zachovaní podstatným spôsobom prispeje k dosiahnutiu tohto cieľa. 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 svojho mandátu upraviť, aby zabezpečila návrat inflácie na jej cieľovú úroveň 2 % v strednodobom horizonte a naďalej plynulú transmisiu menovej politiky.

1 Vonkajšie prostredie

Globálny rast sa na prelome rokov spomalil v dôsledku prenosu sprísňovania menovej politiky do svetovej ekonomiky. Spomalenie rastu spotreby je čiastočne odrazom doznievania pozitívnych vplyvov vo významných vyspelých ekonomikách, kde sa situácia na trhu práce postupne ochladzuje, hoci relatívny nedostatok pracovných síl pretrváva, a objem nadmerných úspor nahromadených počas pandémie sa vo veľkej miere dočerpáva. V Číne zostávajú spotrebiteľské výdavky vzhľadom na stagnujúci trh s nehnuteľnosťami nízke. Ročné miery rastu svetového hospodárstva by mali v rokoch 2024 až 2026 postupne klesať a očakáva sa, že v strednodobom horizonte zostanú mierne pod úrovňou zaznamenanou v poslednom desaťročí. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2023 bol globálny rast v makroekonomických projekciách odborníkov ECB z marca 2024 na tento rok upravený nahor, najmä vďaka vyšším výsledkom hospodárskeho rastu v Spojených štátoch. Svetový obchod by sa mal tento rok podľa projekcií oživiť a neskôr by mal rásť viac v súlade s vývojom globálnej hospodárskej aktivity. Hoci projekcia svetového obchodu v porovnaní s projekciami z decembra 2023 zostáva celkovo nezmenená, očakáva sa, že svetový obchod zostane počas sledovaného obdobia pod svojím historickým trendom. Podľa projekcií by mala globálna inflácia počas tohto obdobia klesať.

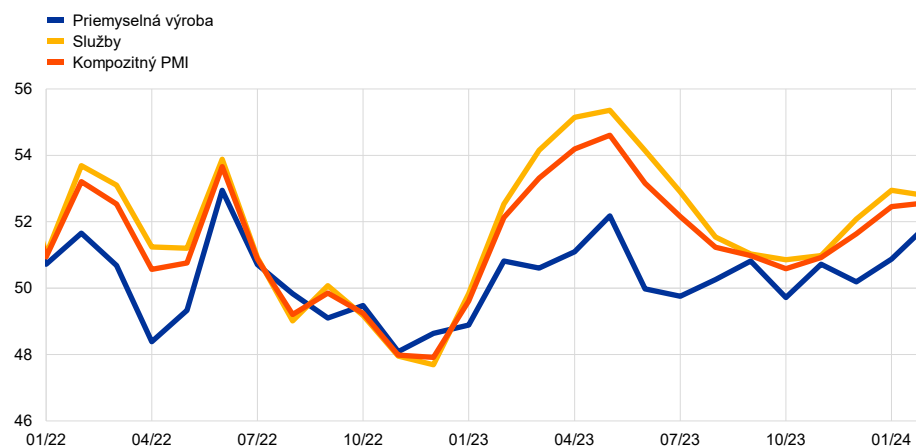
Globálny hospodársky rast sa na prelome rokov spomalil v dôsledku prenosu sprísňovania menovej politiky do svetovej ekonomiky. Rast globálneho reálneho HDP sa podľa odhadov v poslednom štvrtroku spomalil na 0,8 % z 1,0 % v treťom štvrtroku 2023.¹ Celkovo sa odhaduje, že globálna hospodárska aktivita sa v roku 2023 zvýšila o 3,5 %, čo je podobné tempo ako v predchádzajúcom roku a tiež priemerná miera rastu za posledné desaťročie. Zároveň je o 0,2 percentuálneho bodu nad úrovňou globálnej miery rastu predpokladanej v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu z decembra 2023. Prichádzajúce údaje však poukazujú na spomaľovanie rastu globálnej spotreby v dôsledku doznievania priaznivého vývoja spotrebiteľských výdavkov. Situácia na trhu práce sa napriek pretrvávajúcemu relatívnemu napätiu vo významných vyspelých ekonomikách postupne ochladzuje, čo naznačuje znižovanie miery voľných pracovných miest k nezamestnanosti za súčasného postupného klesania rastu nominálnych miezd. Okrem toho sa vo veľkej miere znížil objem nadmerných úspor nahromadených počas pandémie. Vzhľadom na vývoj na trhu s rezidenčnými nehnuteľnosťami zostávajú spotrebiteľské výdavky v Číne nízke. Globálne spotrebiteľské výdavky, ktoré podporovali hospodársku aktivitu v období po pandémii, sú preto naďalej tlmené. Aktuálne sa vo februári mierne zvýšil globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI), čo poukazuje na zrýchlenie aktivity vo výrobnom sektore aj v sektore služieb (graf 1). Tento signál však treba vnímať vo svetle širšieho súboru nových údajov, ktoré naďalej signalizujú celkovo tlmenú globálnu aktivitu.

¹ Vzhľadom na to, že táto časť sa zameriava na vývoj v globálnom prostredí, všetky odkazy na svetové a/alebo globálne agregované ekonomické ukazovatele sú bez eurozóny.

Graf 1

Globálny index PMI pre výrobu

(difúzný index)



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

Podľa projekcií by mal globálny rast počas sledovaného obdobia postupne klesať. Mierne nižší rast v tomto roku je odrazom pokračujúceho doznievania vplyvu uvedených priaznivých faktorov, ktoré v období po pandémii podporovali spotrebiteľské výdavky vo vyspelých ekonomikách. K tomuto vývoju prispeli účinky predchádzajúceho sprísnenia menovej politiky, ako aj zvýšená neistota v dôsledku geopolitického napätia. Celkovo sa predpokladá, že globálny rast reálneho HDP bude tento rok na úrovni 3,4 % a v období rokov 2025 – 2026 sa spomalí na 3,2 %, čo je mierne pod tempom, ktoré sa zaznamenalo v poslednom desaťročí. Globálny hospodársky rast bol na tento rok v porovnaní s projekciami z decembra 2023 upravený nahor, najmä vďaka pretrvávaniu výraznejšieho hospodárskeho rastu v Spojených štátoch.

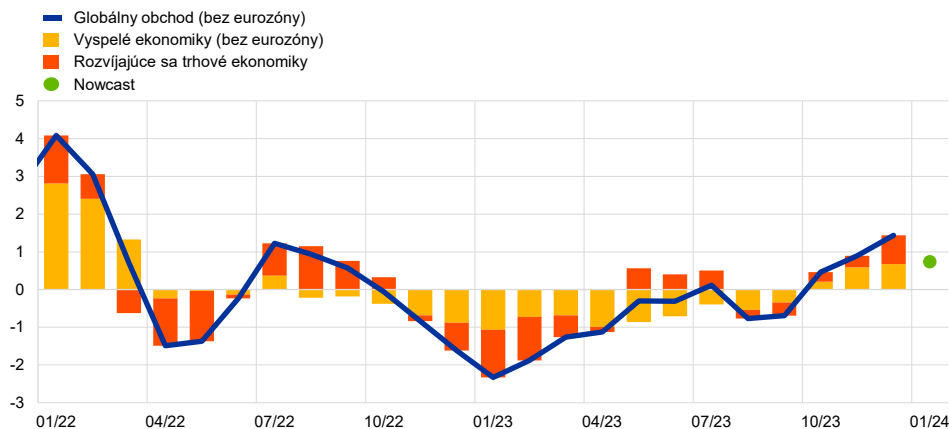
Rast svetového obchodu s tovarom zostáva kladný. Rast svetového obchodu s tovarom sa v poslednom štvrtroku 2023 dostal do kladného pásma a odhaduje sa, že tento trend pretrvá aj v januári 2024 (graf 2). Toto zlepšenie odráža korekciu vývoja, ktorý charakterizuje oživenie po pandémii, ako je vyrovnávanie výdavkov medzi tovarmi a službami a úprava globálnych zásob. Globálny obchod by sa mal naďalej oživovať, keďže sa očakáva postupné odznievanie vplyvu popandemického vývoja a zdá sa, že globálny výrobný cyklus aj súkromné investície sa na začiatku roka 2024 stabilizujú. Zlepšenie globálneho technologického cyklu, čo je včasný ukazovateľ celkového rastu priemyselnej výroby, by malo v krátkodobom horizonte podporiť obchod.²

² Vývoj globálnej výroby technologického tovaru, ako sú počítače, elektronické a elektrické zariadenia, sa pokladajú za náhľad na budúci vývoj v globálnom výrobnom sektore a celkovo v globálnej ekonomike. Viac v boxe s názvom [What the maturing tech cycle signals for the global economy](#), *Economic Bulletin*, ECB, Issue 3, 2019.

Graf 2

Rast obchodu s tovarom

(reálny dovoz, anualizovaná trojmesačná percentuálna zmena, v p. b.)



Zdroj: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, národné zdroje prostredníctvom LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Nowcast zahŕňa najnovšie údaje z prognózy globálnych agregátov a celého radu makroekonomických premenných. V prípade oficiálnych údajov CPB sú posledné údaje z decembra 2023.

Narušenie lodnej dopravy v Červenom mori by mohlo obmedziť oživenie svetového obchodu s tovarom, jeho vplyv sa však zatiaľ považuje za obmedzený.

Objemy tranzitu cez Červené more sa výrazne znížili, keďže lodné spoločnosti sa tejto oblasti vyhýbajú a menia trasy svojich lodí na Mys dobrej nádeje. Globálne ponukové reťazce však zatiaľ zostali celkovo silné – dodacie lehoty na globálnej úrovni sa tento rok predĺžili len mierne. Zostávajú na úrovni historického priemeru, výrazne pod úrovňami zaznamenanými v rokoch 2021 – 2022, keď boli globálne dodávateľské reťazce pod veľkým tlakom. Pôsobí tu viacero zmiernujúcich faktorov. Po prvé, zdá sa, že voľná lodná kapacita je vysoká, keďže globálny dopyt po tovare je relatívne tlmený a celosvetová flotila nákladných lodí sa zvýšila. Po druhé, úroveň preťaženia v globálnych prístavoch zostáva v podstate nezmenený, čo signalizuje schopnosť týchto prístavov vyrovnáť sa s presmerovanými plavidlami. A napokon, veľké zásoby výrobcov pomáhajú zmierniť vplyv dlhších dodacích lehôt na výrobu. Riziká ohrozujúce globálny obchod a infláciu však budú pretrvávať, ak sa výpadky v regióne Červeného mora budú stupňovať a budú pokračovať.³

Svetový obchod by sa podľa projekcií mal tento rok postupne oživiť a neskôr rásť viac v súlade s vývojom globálnej hospodárskej aktivity.

Očakáva sa, že rast globálneho dovozu sa zvýši z 1,2 % v roku 2023 na 2,8 % v tomto roku a následne sa postupne zrýchli na 3,1 % v roku 2025 a 3,2 % v roku 2026, čo je v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami celkovo nezmenené. Napriek projektovanému oživeniu sa v dôsledku vplyvu prebiehajúcich štrukturálnych zmien v obchodných vzťahoch spôsobených rastúcim geopolitickým napätím očakáva, že svetový obchod zostane pod svojím historickým trendom. V porovnaní s predchádzajúcimi projekciami sa očakáva postupnejšie oživenie zahraničného dopytu eurozóny, spomaľované horším rastom dovozu niektorých hlavných obchodných partnerov eurozóny v minulom roku vrátane Spojeného kráľovstva

³ Podrobné hodnotenie prekážok v Červenom mori a ich vplyvu na globálnu ekonomiku a eurozónu je uvedené v boxe 3 v [Makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2024](#), zverejnených na internetovej stránke ECB 7. marca 2024.

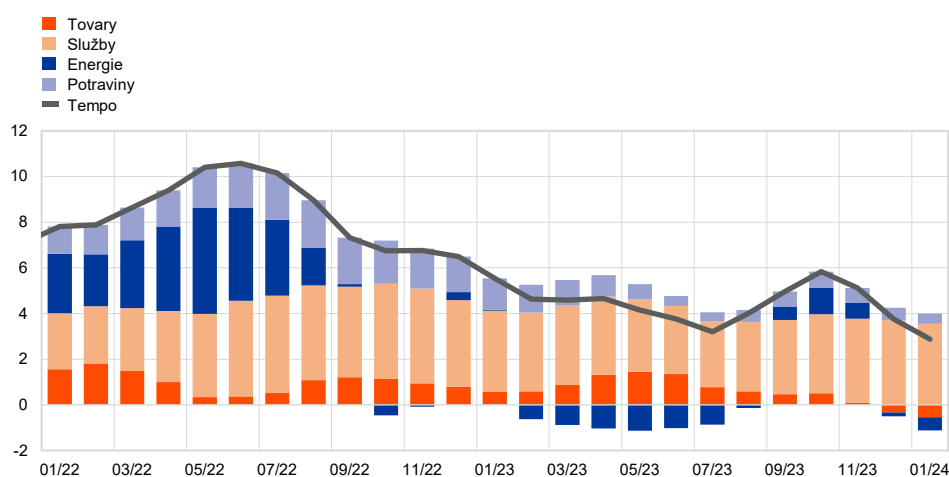
a krajín strednej a východnej Európy. V porovnaní s decembrovými projekciami sa tento slabý vývoj zdĺhavejšie prenáša do oživovania zahraničného dopytu eurozóny v tomto roku.

Trend postupného znižovania inflácie pokračoval. Celková inflácia indexu spotrebiteľských cien (CPI) v členských krajinách Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) klesla v januári na 5,7 % zo 6,0 % v predchádzajúcom mesiaci. Jadrová inflácia (bez potravín a energií) v januári mierne poklesla na 6,6 % zo 6,7 % zaznamenaných v decembri. Dynamika celkovej inflácie spotrebiteľských cien meraná anualizovanou trojmesačnou zmenou naznačuje, že globálny dezinflačný trend bude pravdepodobne pokračovať aj v roku 2024. V porovnaní s minulým rokom sa však očakáva spomalenie tempa znižovania inflácie (graf 3). Potvrdzujú to najnovšie údaje PMI pre ceny vstupov a výstupov, ktoré majú charakter hlavného ukazovateľa globálnej jadrovej inflácie tovarov a služieb. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2024 by mala miera znižovania inflácie k cieľom centrálnych bánk vo vyspelých ekonomikách počas horizontu projekcií postupne pokračovať. V krajinách rozvíjajúcich sa trhov sa očakáva, že sa inflácia tento rok mierne zvýši a následne znova klesne. Tento vývoj odráža projektovanú vyššiu infláciu v niektorých väčších ekonomikách, ako sú Čína, Rusko a Turecko. Rast vývozných cien konkurentov eurozóny by sa mal tento rok vrátiť do kladného pásma a po zvyšok sledovaného obdobia by sa mal pohybovať okolo svojho odhadovaného dlhodobého priemeru. Tento rast bol v roku 2024 v porovnaní s decembrovými projekciami upravený mierne nadol v dôsledku nižších tlakov v cenovom reťazci a nižších cien energetických komodít.

Graf 3

Dynamika celkovej inflácie spotrebiteľských cien v OECD

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



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

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

Od projekciami z decembra 2023 sa ceny ropy v podstate nezmenili, zatiaľ čo európske ceny plynu výrazne klesli. Ceny ropy zostávajú relatívne stabilné napriek zvýšenému geopolitickému riziku na Blízkom východe. Útoky houthských

rebelov na lode v Červenom mori do určitej miery narušil obchodovanie s ropou. Obchod s ropou prostredníctvom omnoho dôležitejšieho Hormuzského prielivu však zostáva zväčša nedotknutý, čo tlmí vplyv týchto útokov na hospodárstvo. Okrem toho sa lodná doprava z Červeného mora presmerovala na Mys dobrej nádeje, čím sa obmedzil tlak na rast cien ropy spôsobený vyššími prepravnými nákladmi, ktoré predstavujú približne len 1 – 2 % ceny ropy. Ceny ropy zásadne neovplyvnilo ani zníženie dodávok, ktoré oznámila organizácia OPEC+ koncom novembra a ktoré bolo platné v prvom štvrťroku 2024 a nedávno sa predĺžilo aj do druhého štvrťroka. Celkovo sa očakáva, že globálny trh s ropou zostane v prvom štvrťroku 2024 vyrovnaný a počas zvyšku roka bude v prebytku vďaka vyšším dodávkam ropy zo Spojených štátov a nižšiemu dopytu po rope vo vyspelých ekonomikách. Európske ceny plynu prudko klesli, najmä v dôsledku slabšieho dopytu, ktorý odráža súbeh faktorov ako mierna zima, znížená spotreba plynu v domácnostiach a slabšia priemyselná aktivita. Nižšie ceny plynu boli podporené aj faktormi na strane ponuky, keďže úroveň zásob plynu je stále vysoká.

V Spojených štátoch zostáva hospodársky rast výrazný, očakáva sa však, že sa tento rok zmierni. Vysokofrekvenčné ukazovatele, ako je spotrebiteľská dôvera a maloobchodný predaj, poskytujú pomerne zmiešané signály o vývoji spotrebiteľských výdavkov na začiatku roka 2024 po ich vysokej výkonnosti v poslednom štvrťroku 2023. Rastúca miera nesplácaných spotrebiteľských úverov naznačuje, že bilancie domácností sa dostávajú pod čoraz väčší tlak, pričom miera úspor domácností je na nízkej úrovni 4 %. Okrem toho na hospodársku aktivitu naďalej nepriaznivo vplyva reštriktívna menová politika Federálneho rezervného systému. Podmienky na trhu práce sa napriek tomu, že z historického hľadiska zostali napäté, postupne ochladzujú a rast miezd sa trocha spomalil, aj keď zostáva stále na vysokej úrovni. Celková inflácia spotrebiteľských cien v januári mierne klesla na 3,1 %, k čomu prispeli ceny energií, zatiaľ čo ročná jadrová inflácia zostala stabilne na úrovni 3,9 %. Ceny základných služieb sa zvýšili, najmä v dôsledku opätovného zrýchlenia komponentov, ktoré sa netýkajú ubytovania. Zo sektorového členenia inflácie výdavkov na osobnú spotrebu vidieť účinnú transmisiu menovej politiky Federálneho rezervného systému počas tohto cyklu sprísňovania, keď sektory citlivé na úrokové sadzby zaznamenali väčší pokles inflácie ako sektory, ktoré nie sú citlivé.

Aktuálne ukazovatele hospodárskej aktivity v Číne poskytujú zmiešané signály uprostred prebiehajúcej korekcie na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie. Zatiaľ čo rast priemyselnej produkcie sa v decembri mierne zvýšil na 6,5 % v ročnom vyjadrení, za prvé mesiace tohto roka prieskumy poskytujú zmiešané signály. Slabý sektor nehnuteľností na bývanie zostáva hlavným faktorom nepriaznivo ovplyvňujúcim hospodársku aktivitu a tlmí najmä rast súkromnej spotreby. Úprava v sektore bývania pokračovala aj v roku 2024, keďže predaj nových nehnuteľností prudko klesol, výstavba začala stagnovať a predaj zostal na veľmi nízkej úrovni. Na pozadí tohto nepriaznivého vývoja zaznamenal akciový trh v poslednom čase výraznú volatilitu, kým spotrebiteľská dôvera sa stabilizovala na historicky nízkej úrovni. Ročná miera celkovej inflácie spotrebiteľských cien klesla v januári na -0,8 % z -0,3 % v predchádzajúcom mesiaci, odrážajúc najmä ďalší pokles cien potravín. Ročná miera jadrovej inflácie spotrebiteľských cien (bez potravín a energií) zostala

kladná na úrovni 0,4 %. Takéto nízke hodnoty jadrovej inflácie sú odrazom veľmi nízkej úrovne spotrebiteľského dopytu.

Reálny HDP Japonska v poslednom štvrtroku 2023 neočakávané klesol.

Hospodárska aktivita sa po revidovanom znížení o 0,8 % v treťom štvrtroku znížila aj v poslednom štvrtroku, o 0,1 %. V tomto výsledku sa odráža nízky domáci dopyt, ktorý bol relatívne celoplošný. Rast sa pravdepodobne začiatkom roka 2024 vráti do kladného pásma, ako to naznačujú aj lepšie výsledky z prieskumov, najmä v sektore služieb, a zvyšujúca sa spotrebiteľská dôvera. Ročná celková inflácia v januári 2024 dosiahla 2,2 %, čo bolo nad trhovými očakávaniami, ale pod úrovňou zaznamenanou koncom minulého roka. Spomalenie celkovej inflácie je najmä odrazom spomaľovania inflácie potravín a klesajúcich cien energií. Jadrová inflácia spotrebiteľských cien v januári taktiež poklesla na 2,6 % z 2,8 % v decembri.

Hospodárska aktivita v Spojenom kráľovstve sa v poslednom štvrtroku opäť znížila.

Reálny HDP v poslednom štvrtroku prekvapil poklesom na -0,3 % oproti -0,1 % v treťom štvrtroku. Tento pokles bol spôsobený znížením čistého obchodu, v ktorom sa odrážal veľký pokles vývozu služieb. Nepriaznivo sa vyvíjala aj súkromná spotreba a verejné výdavky, pričom nesúlad očakávaných a skutočných verejných výdavkov vyplýva z opakujúcich sa štrajkov vo verejnom sektore. Kompozitný index PMI, maloobchodný predaj aj ukazovatele dôvery v januári 2024 ďalej rástli, čo poukazuje na zrýchlenie tempa rastu v Spojenom kráľovstve, keďže nižšie náklady na financovanie, rast reálneho disponibilného príjmu a odolný trh práce podporujú domáci dopyt. Situácia na trhu práce sa postupne ochladzuje, v porovnaní s minulosťou však zostáva napätá. Počet voľných pracovných miest sa znížil, ale nedostatok pracovných síl na trhu práce, meraný ako voľné pracovné miesta na nezamestnaných, zostáva nad historickými priemerami. Najnovšie údaje o súkromných príjmoch naznačujú, že rast nominálnych miezd sa počas troch mesiacov do decembra zmiernil na 6,2 % oproti 6,6 % za tri mesiace do novembra a očakáva sa jeho ďalšie spomalenie. Celková aj jadrová inflácia spotrebiteľských cien v januári zostala stabilná na úrovni 4,0 %, respektíve 5,1 %. V najbližších mesiacoch sa očakáva, že celková inflácia klesne bližšie k cieľu Bank of England na úrovni 2 %, bude to však len dočasné v dôsledku bazických efektov z predchádzajúceho zvýšenia regulovaných cien energií.

Produkcia eurozóny na konci roka 2023 naďalej stagnovala v dôsledku slabého globálneho obchodu, ubúdania zásob a transmisie sprísňovania menovej politiky ECB. Očakáva sa, že hospodárska aktivita zostane v najbližšom období tlmená a neskôr v priebehu roka sa bude postupne zotavovať vďaka klesajúcej inflácii, silnému rastu miezd a zvyšujúcemu sa zahraničnému dopytu. Údaje z prieskumov naďalej poukazujú na malý alebo nulový rast v krátkodobom horizonte, ale väčšina výhľadových ukazovateľov z prieskumov signalizuje určité zlepšenie. Súkromná spotreba je stále slabá, pretože spotrebiteľia sú naďalej citliví na ceny a odkladajú veľké nákupy. Mala by sa však zlepšiť, keď sa zotaví reálny disponibilný príjem. Na krátkodobý výhľad podnikových investícií nepriaznivo vplyvajú vyčerpané nevybavené objednávky a prísna menová politika, hoci zlepšenie dôvery investorov naznačuje, že neskôr v priebehu roka by mohli byť splnené predpoklady na oživenie. Naopak, investície do nehnuteľností na bývanie pravdepodobne zostanú slabé. Hoci sa dopyt po pracovnej sile ďalej spomaľuje, zamestnanosť sa v poslednom štvrtroku 2023 stále zvyšovala v súlade s rastom pracovnej sily. V strednodobom horizonte k oživeniu prispieje aj postupné doznievanie vplyvu prísnej menovej politiky.

Tento výhľad sa odráža v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2024, podľa ktorých by mal ročný rast reálneho HDP v roku 2024 dosiahnuť 0,6 %, kým v roku 2025 by sa mal zrýchliť na 1,5 % a v roku 2026 na 1,6 %. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2023 sa výhľad rastu HDP na rok 2024 upravil nadol, zatiaľ čo na roky 2025 a 2026 zostal celkovo nezmenený.

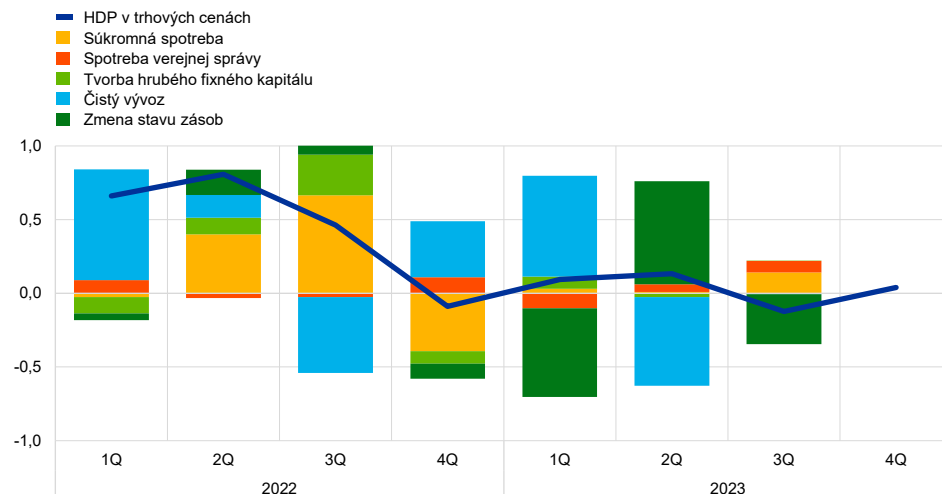
Produkcia eurozóny koncom roka 2023 naďalej stagnovala. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu vykazoval reálny HDP v poslednom štvrtroku 2023 nulový medzištvrtročný rast v dôsledku zvyšujúceho sa vplyvu slabého globálneho obchodu a silnej transmisie menovej politiky (graf 4). Z toho vyplýva, že produkcia zostáva od tretieho štvrtroka 2022 celkovo stabilná.¹

¹ Členenie výdavkov HDP za posledný štvrtrok 2023 bolo zverejnené po uzávierke údajov zahrnutých v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

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 posledný štvrtrok 2023 v prípade HDP a za tretí štvrtrok 2023 v prípade všetkých ostatných položiek.

Očakáva sa, že hospodárska aktivita zostane slabá aj v prvom štvrtroku 2024.

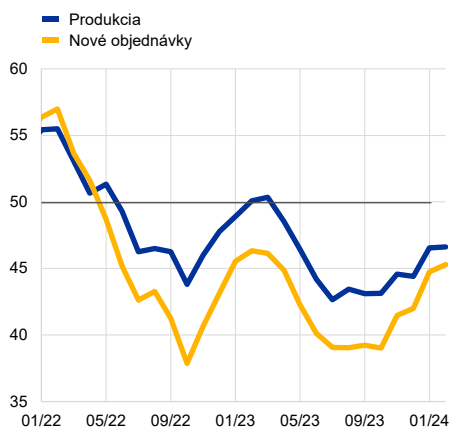
Kompozitný index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) pre výrobu v januári a vo februári dosiahol priemernú hodnotu 48,6 a stúpol zo 47,2 zaznamenaných v poslednom štvrtroku 2023. Hoci sa index jednoznačne zotavil z posledného minima na úrovni 46,5 v októbri 2023, stále je pod hranicou rastu 50. Index PMI pre priemyselnú výrobu zostal vo februári vo všetkých sektoroch v pásme kontrakcie, a to aj napriek stabilnému rastu od leta minulého roka (graf 5, panel a). Index nových objednávok zaznamenal o niečo výraznejšie zlepšenie, čo pravdepodobne súvisí s poklesom počtu nevybavených objednávok. Podniková aktivita v sektore služieb vykazovala v posledných mesiacoch relatívne stabilnú dynamiku na mierne vyššej, ale stále obmedzenej úrovni. Vo februári zaznamenala nárast, čo naznačuje, že pokles pozorovaný od minulého roka sa zastavil (graf 5, panel b).

Graf 5

Ukazovatele PMI v hospodárskych sektoroch

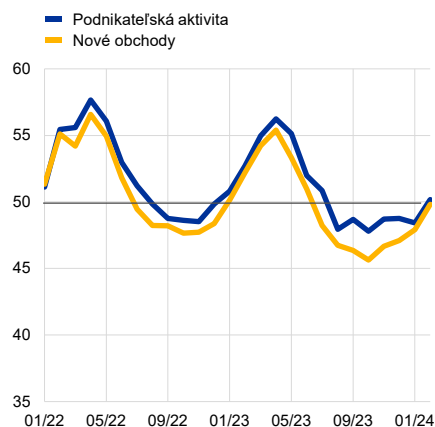
a) Priemyselná výroba

(difúzný index)



b) Služby

(difúzný index)



Zdroj: S&P Global Market Intelligence.
Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2024.

Trh práce zostal v poslednom štvrtroku 2023 celkovo odolný voči oslabovaniu hospodárskej aktivity. Zamestnanosť sa v poslednom štvrtroku zvýšila o 0,3 % (graf 6, panel a) najmä vďaka pokračujúcemu rastu pracovnej sily, ktorá

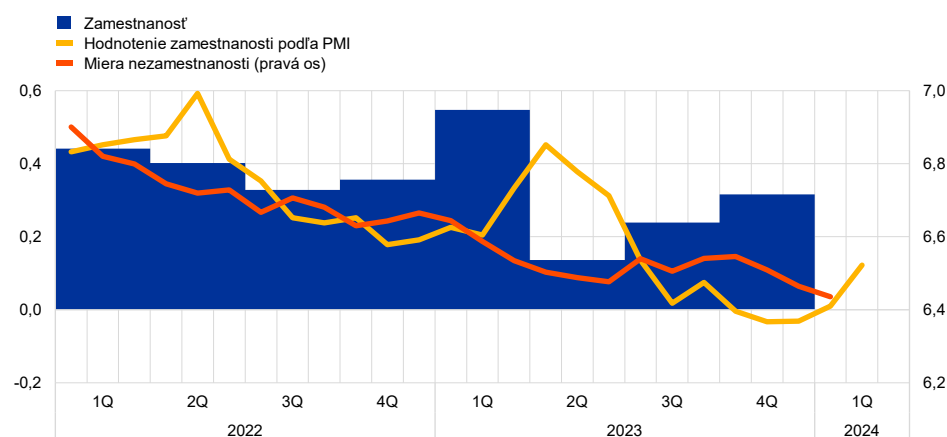
v poslednom štvrtroku 2023 stúpila rovnako o 0,3 %. Naopak, predbežné údaje naznačujú pokles priemerného počtu odpracovaných hodín v poslednom štvrtroku 2023, čo poukazuje na pokračujúce hromadenie pracovnej sily (časť pracovných vstupov, ktoré podnik vo svojom výrobnom procese nevyužíva v plnej miere). Miera nezamestnanosti sa v januári nepatrne znížila na 6,4 % z decembrových 6,5 %, čím dosiahla najnižšiu úroveň od zavedenia eura. Dopyt po pracovnej sile sa oslabil, zostáva však na vysokej úrovni, pričom miera voľných pracovných miest v poslednom štvrtroku 2023 klesla na 2,7 %, čo je o 0,2 percentuálneho bodu menej ako v predchádzajúcom štvrtroku.

Graf 6

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

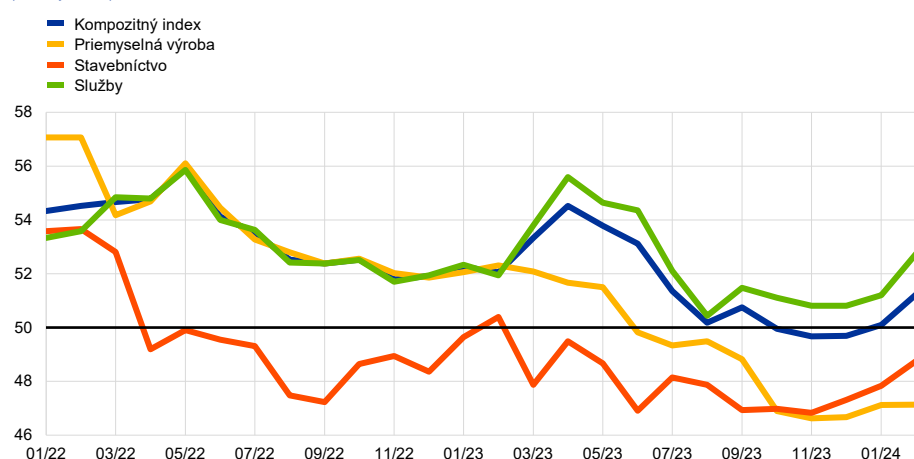
a) Zamestnanosť, hodnotenie miery zamestnanosti a nezamestnanosti podľa PMI

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



b) PMI zamestnanosti podľa sektorov

(difúznym index)



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

Poznámka: V paneli a) dve čiary predstavujú mesačný vývoj, stĺpce zobrazujú štvrtročné údaje. Index PMI je vyjadrený ako odchýlka od 50 vydelená 10. Posledné údaje sú za posledný štvrtrok 2023 v prípade zamestnanosti, z februára 2021 v prípade hodnotenia miery zamestnanosti podľa PMI a z januára 2024 v prípade miery nezamestnanosti. Posledné údaje v paneli b) sú z februára 2024.

Krátkodobé ukazovatele trhu práce naznačujú pokračovanie rastu

zamestnanosti aj v prvom štvrtroku 2024. Mesačný kompozitný ukazovateľ zamestnanosti PMI sa zvýšil z 50,1 v januári na 51,2 vo februári, čo svedčí o ďalšom náraste zamestnanosti. Tento ukazovateľ výrazne klesol v porovnaní so svojím maximom z apríla 2023, ale v posledných dvoch mesiacoch sa opäť zvýšil, k čomu prispel sektor služieb (graf 6, panel b). Ukazovateľ PMI pre služby sa zvýšil z 51,2 v januári na 52,7 vo februári. Ukazovateľ PMI pre priemyselnú výrobu naopak zostal v pásme kontrakcie.

Súkromná spotreba v poslednom štvrtroku 2023 pravdepodobne stagnovala

a dostupné údaje naznačujú naďalej mierny krátkodobý výhľad.

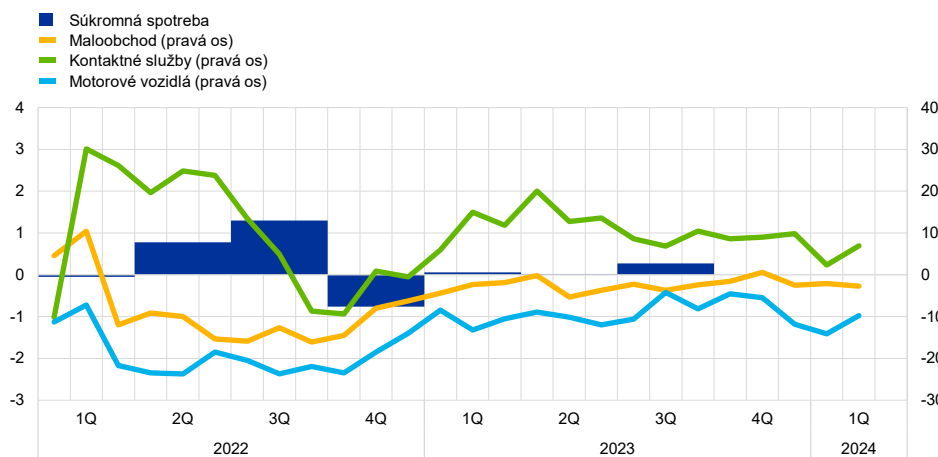
Agregácia dostupných údajov o súkromnej spotrebe za jednotlivé krajiny poukazuje na stagnáciu v poslednom štvrtroku minulého roka, pričom spotreba služieb sa

pravdepodobne mierne zvýšila, čo bolo vykompenzované znížením výdavkov na tovary.² Tento vývoj sa odráža v naďalej slabom obrate maloobchodného predaja a predaja automobilov, ktoré boli na konci roka tlmené a v januári zostali pod priemerom za posledný štvrťrok. Najnovšie údaje z prieskumov navyše stále signalizujú celkovo nízke výdavky na tovary na začiatku roka. Ukazovateľ spotrebiteľskej dôvery Európskej komisie sa vo februári mierne zvýšil, zostáva však mierne pod svojím dlhodobým priemerom. Ukazovatele Komisie týkajúce sa očakávaní podnikov v oblasti maloobchodu zostali v prvých dvoch mesiacoch roka 2024 tlmené a v porovnaní s posledným štvrťrokom 2023 došlo k poklesu očakávaného predaja motorových vozidiel. Očakávania podnikov v prípade kontaktných služieb sa v januári znížili, no vo februári sa obnovili a zostali v pásme rastu (graf 7). Prieskum ECB o spotrebiteľských očakávaniach (Consumer Expectations Survey – CES) za január tiež naznačuje silný očakávaný dopyt po dovolenkových rezerváciách. Pretrvávajúce rozdiely medzi spotrebou tovarov a služieb celkovo potvrdzuje aj analýza CES, ktorá naznačuje, že domácnosti upravili najmä svoju spotrebu tovarov, aby sa vyrovnali s inflačnými tlakmi v posledných rokoch, zatiaľ čo výdavky na rekreáciu a cestovanie naďalej rástli, čo svedčí o zmene spotrebiteľských sklonov.³

Graf 7

Súkromná spotreba a očakávania podnikov v oblasti maloobchodu, služieb a motorových vozidiel

(medzištvrtročná percentuálna zmena; čistý percentuálny zostatok)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

Poznámka: Očakávania podnikov v oblasti maloobchodu (okrem motorových vozidiel), očakávaný dopyt po kontaktných službách a očakávaný predaj motorových vozidiel na nasledujúce tri mesiace sa vzťahujú na čisté percentuálne zostatky; „kontaktné služby“ sa vzťahujú na ubytovacie, cestovné a stravovacie služby. Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2023 v prípade súkromnej spotreby a za február 2024, pokiaľ ide o očakávania podnikov v oblasti maloobchodu, kontaktných služieb a motorových vozidiel.

Podnikové investície sa v poslednom štvrťroku 2023 pravdepodobne prudko znížili a očakáva sa, že v krátkodobom horizonte zostanú slabé. Agregácia dostupných údajov jednotlivých krajín o nestavebných investíciách (bez írskeho nehmotného majetku) v poslednom štvrťroku 2023 poukazuje na medzištvrtročný pokles o 1,6 %, zatiaľ čo priemerná produkcia v sektore kapitálových tovarov

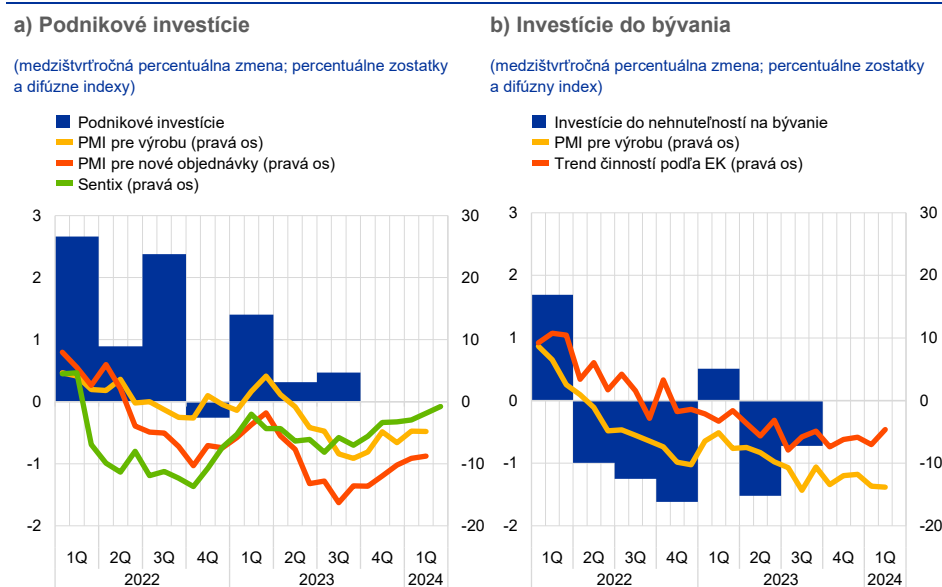
² Pokrytie krajín v členení výdavkov HDP je približne 89 %.

³ Viac v boxe s názvom Ako domácnosti upravili svoje výdavky a sporenie, aby zvládli infláciu, v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

eurozóny (bez Írska), ktorá dodáva investičný tovar firmám v eurozóne i mimo nej, ďalej klesala.⁴ V prostredí vyčerpaných nevybavených objednávok, ktoré v posledných štvrtrokoch podporovali podnikové investície, sa v prudkom poklese v poslednom štvrtroku pravdepodobne odrážala slabá aktivita v dôsledku silnej transmisie menovej politiky. Pokiaľ ide o krátkodobý výhľad, index PMI pre sektor kapitálových tovarov vykazoval v poslednom štvrtroku spomalenie poklesu produkcie a nových objednávok (graf 8, panel a). Výhľadovejšie údaje o širšej ekonomike, ktoré sa odrážajú v podindexe dôvery investorov Sentix na nasledujúcich šesť mesiacov, však naznačujú oživenie od septembra 2023, pričom tento index vzrástol na štvrtročný priemer, aký nebol zaznamenaný od začiatku roka 2022. Z prieskumu bankových úverov v eurozóne z januára 2024 navyše vyplynulo, že dopyt po dlhodobějších úveroch (zvyčajne využívaných na fixné kapitálové investície) by sa mal v prvom štvrtroku 2024 vrátiť do kladných hodnôt. Neskôr sa očakáva, že oneskorené vyplácanie prostriedkov z Európskeho nástroja obnovy pomôže prilákať podnikové investície súvisiace so zelenou a digitálnou transformáciou.

Graf 8

Dynamika reálnych investícií a údaje z prieskumov



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

Poznámka: Čiary označujú mesačný vývoj, stĺpce zobrazujú štvrtročné údaje. Indexy PMI sú vyjadrené odchýlkami od 50. V paneli a) sa podnikové investície merajú nestavebnými investíciami bez írskeho nehmotného majetku. Čiary sa týkajú odpovedí sektora kapitálových tovarov, s výnimkou podindexu Sentix na šesť mesiacov dopredu, ktorý odráža širšiu dôveru investorov v nadchádzajúcom období (časový rad vydelený tromi z dôvodu úpravy stupnice). Posledné údaje o podnikových investíciách sú z tretieho štvrtroka 2023, o indexe Sentix z marca 2024 a o všetkých ostatných položkách z februára 2024. V paneli b) sa čiara ukazovateľa Európskej komisie pre vývoj aktivity týka hodnotenia trendu aktivity v sektore stavebníctva v porovnaní s predchádzajúcimi tromi mesiacmi. Posledné údaje o investíciách do nehnuteľností na bývanie sú z tretieho štvrtroka 2023 a o všetkých ostatných položkách z februára 2024.

Investície do nehnuteľností na bývanie v poslednom štvrtroku 2023

pravdepodobne mierne klesli a v krátkodobom horizonte by sa mali ďalej

znižovať. Z agregácie dostupných údajov národných účtov vyplýva, že investície do nehnuteľností na bývanie v eurozóne v poslednom štvrtroku 2023 v porovnaní

⁴ Údaje, ktoré boli k dispozícii po redakčnej uzávierke údajov v tomto vydaní, tento trend vo všeobecnosti potvrdzujú.

s tretím štvrťrokom klesli o 0,4 %, zatiaľ čo výstavba budov v eurozóne, ako hlavný ukazovateľ investícií do nehnuteľností na bývanie, sa znížila o 0,5 %. Krátkodobé ukazovatele poukazujú na ďalší pokles investícií do nehnuteľností na bývanie v prvom štvrťroku 2024, pričom index PMI pre výstavbu nehnuteľností na bývanie aj ukazovateľ Európskej komisie pre výstavbu budov zostali na začiatku roka v pásme kontrakcie (graf 8, panel b). Pokračujúci klesajúci trend investícií do nehnuteľností na bývanie celkovo odráža výrazný rast úrokových sadzieb hypotekárnych úverov vyplývajúci z prísnejšej menovej politiky a jej negatívny vplyv na cenovú dostupnosť bývania. Pretrvávajúca vysoká úroveň úrokových sadzieb pravdepodobne spôsobí, že dostupnosť bývania zostane nízka a bude ďalej nepriaznivo vplývať na dynamiku investícií do nehnuteľností na bývanie.

Rast vývozu eurozóny zostal na prelome rokov pomalý. Vývoz tovarov z eurozóny sa v decembri medzištvrťročne znížil, keďže ho naďalej brzdil slabý globálny dopyt. Konkrétne, slabá výkonnosť čínskej ekonomiky sa prejavila v nízkom vývoze do Číny, zatiaľ čo vo vývoze do Spojených štátov sa objavili náznaky oživenia. Na vývoz zároveň nepriaznivo vplývali problémy týkajúce sa cenovej konkurencieschopnosti pochádzajúce z vysokých – aj keď klesajúcich – cien energií a predchádzajúceho posilnenia eura. Navyše, dovoz do eurozóny zostal v decembri tlmený v dôsledku stagnácie hospodárskej aktivity v eurozóne. Keďže dovoz naďalej klesá rýchlejším tempom ako vývoz, príspevok čistého vývozu k HDP zostal v poslednom štvrťroku kladný. S oživením globálneho dopytu a uvoľnením vonkajších konkurenčných tlakov na ceny by sa mal vývoz začať zotavovať. V krátkodobom horizonte však ukazovatele z prieskumov poukazujú na stále slabý vývoz z eurozóny, keďže nové vývozné objednávky na priemyselné výrobky aj služby zostávajú v pásme kontrakcie.

Očakáva sa, že v priebehu tohto roka sa v eurozóne začne cyklické oživenie rastu. Pokiaľ nedôjde k ďalším otrasom, oživenie bude spočiatku ťahané rastom reálneho disponibilného príjmu, ktorý potiahne súkromnú spotrebu, v prostredí klesajúcej inflácie a výrazného rastu miezd. V strednodobom horizonte oživenie podporia aj investície, ktoré budú čiastočne odrážať postupné odznievanie vplyvu sprísňovania menovej politiky ECB.

Podľa projekcií odborníkov ECB z marca 2024 by mal ročný rast reálneho HDP v eurozóne dosiahnuť 0,6 % v roku 2024, kým v roku 2025 by sa mal zrýchliť na 1,5 % a v roku 2026 na 1,6 %. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2023 sa výhľad rastu HDP na rok 2024 upravil nadol, zatiaľ čo na roky 2025 a 2026 zostal celkovo nezmenený.⁵

⁵ Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2024, zverejnené na internetovej stránke ECB 7. marca 2024.

3 Ceny a náklady

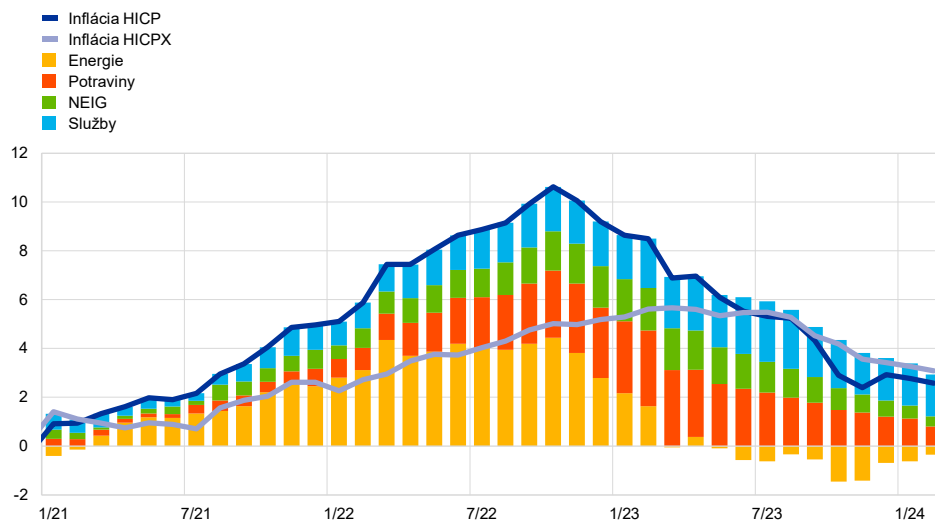
Celková inflácia eurozóny sa vo februári 2024 znížila z januárových 2,8 % na 2,6 %. Väčšina ukazovateľov základnej inflácie v januári ďalej klesala; inflácia HICP bez energií a potravín sa znížila i vo februári. Domáce cenové tlaky však zostávajú naďalej zvýšené, čiastočne v dôsledku výrazného mzdového rastu a klesajúcej produktivity práce. Ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní boli vo februári naďalej viac-menej stabilné a zväčša sa pohybovali v okolí 2 %. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2024 by mala celková inflácia postupne klesať a dosiahnuť v priemere 2,3 % v roku 2024, 2,0 % v roku 2025 a 1,9 % v roku 2026.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu celková inflácia meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP) vo februári klesla z januárových 2,8 % na 2,6 % (graf 9). Pokles bol výsledkom nižších mier inflácie v prípade všetkých hlavných zložiek s výnimkou inflácie cien energií, ktorá vo februári dosiahla menej zápornú hodnotu (-3,7 %, po -6,1 % v januári). Inflácia cien potravín sa ďalej zmiernila – z januárových 5,6 % klesla vo februári na 4,0 %, odrážajúc nižšiu ročnú mieru zmeny cien spracovaných i nespracovaných potravín, ktorá bola z dôvodu záporného základného efektu vývoja v roku 2023 výrazná najmä v prípade nespracovaných potravín. Inflácia HICP bez energií a potravín (HICPX) sa vo februári ďalej znížila na 3,1 % (z 3,3 % v januári) v dôsledku poklesu inflácie cien neenergetických priemyselných tovarov (non-energy industrial goods – NEIG) (1,6 % vo februári, po 2,0 % v januári) a inflácie cien služieb (3,9 % vo februári, po 4,0 % v januári). Klesajúce miery rastu cien spracovaných potravín a NEIG sú odrazom pokračujúceho zmierňovania tlakov v cenovom reťazci, zatiaľ čo odolnejšia inflácia cien služieb súvisí okrem iných faktorov aj s významnejšou úlohou nákladov práce v niektorých jej zložkách.

Graf 9

Celková inflácia a jej hlavné zložky

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2024 (rýchly odhad).

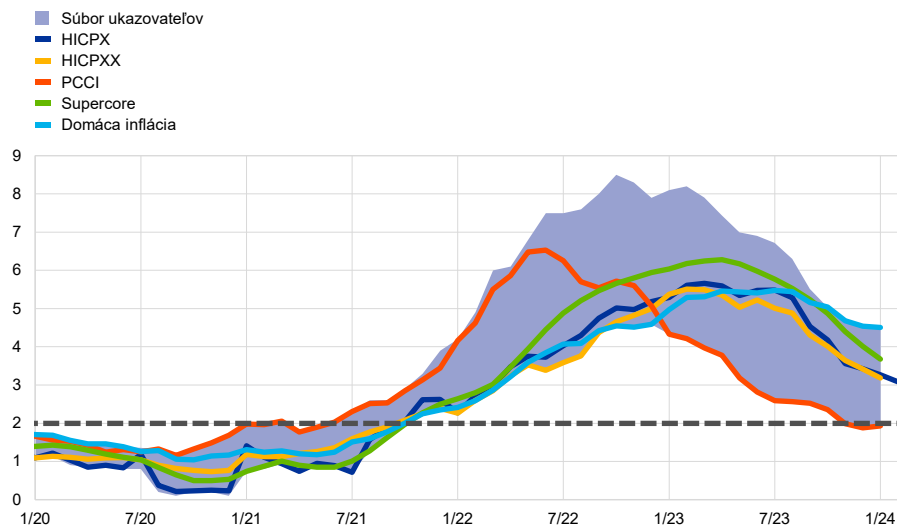
Podľa najnovších dostupných údajov väčšina ukazovateľov základnej inflácie ďalej klesala, odrážajúc slabnúci vplyv predchádzajúcich šokov v nákladoch na energie a narušení dodávateľských reťazcov, ako aj slabší dopyt v prostredí prísnejšej menovej politiky (graf 10). Hodnoty ukazovateľov sa

v januári pohybovali od 1,9 % do 4,5 %, pričom ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) bol v spodnej časti intervalu a ukazovateľ domácej inflácie v jeho hornej časti. Inflácia HICPXX (inflácia HICPX bez položiek súvisiacich s cestovným ruchom, odevov a obuvi) klesla z 3,4 % v decembri na 3,2 % v januári. Ukazovateľ Supercore, ktorý zahŕňa položky HICP citlivé na hospodársky cyklus, klesol zo 4,0 % v decembri na 3,7 % v januári, zatiaľ čo ukazovateľ PCCI založený na modeloch zostal v rovnakom období nezmenený na úrovni 1,9 %. Ukazovateľ domácej inflácie (bez položiek s vysokým podielom dovozu) bol najvyšším a najneústupnejším ukazovateľom – v decembri 2023 a januári 2024 predstavoval 4,5 %, odrážajúc relatívny význam mzdových tlakov.

Graf 10

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Súbor ukazovateľov základnej inflácie zahŕňa: HICP bez energií, HICP bez energií a nespracovaných potravín, HICPX, HICPXX, domácu infláciu, orezaný priemer 10 % a 30 %, PCCI, ukazovateľ Supercore a vážený medián. Šedá prerušovaná čiara predstavuje inflačný cieľ ECB na úrovni 2 % v strednodobom horizonte. V prípade inflácie HICPX sú posledné údaje z februára 2024 (rýchly odhad) a v prípade zostávajúcich položiek z januára 2024.

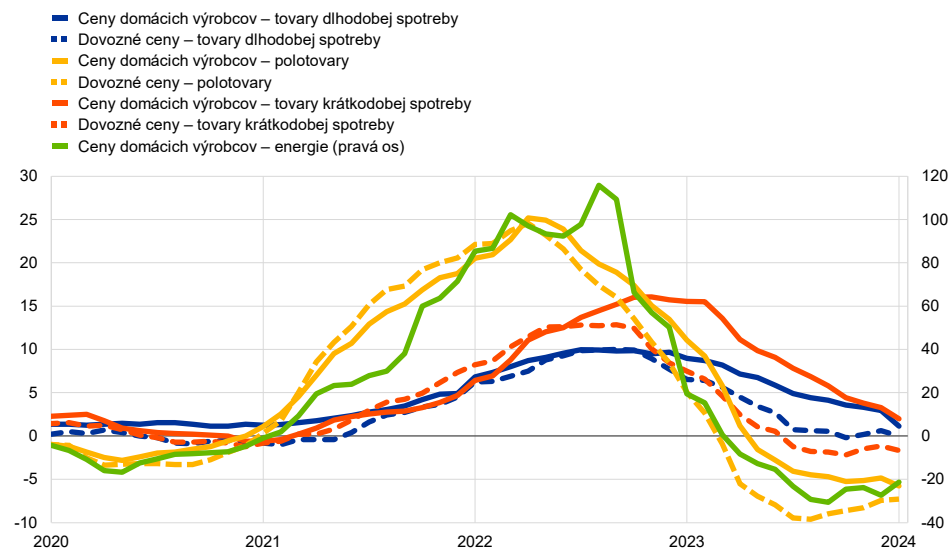
S ďalším oslabovaním kumulatívnych účinkov predchádzajúcich šokov sa tlaky v cenovom reťazci ďalej zmierňovali (graf 11).

V počiatočných fázach cenového reťazca sa inflácia cien výrobcov energií, ktorá je od marca 2023 záporná, v januári mierne zvýšila z decembrových -27,3 % na -21,3 %. V zápornom pásme zostala i ročná miera rastu cien výrobcov pri domácom predaji polotovarov (-5,8 % v januári, oproti -4,8 % v decembri). To isté platí pre infláciu dovozných cien polotovarov (-7,3 % v januári po -7,4 % v decembri). V neskorších fázach cenového reťazca inflácia cien domácich výrobcov tovarov dlhodobej spotreby v januári klesla z decembrových 2,9 % na 1,1 %, pričom zodpovedajúca ročná miera rastu dovozných cien bola po decembrových 0,6 % v januári nulová. Tento vývoj potvrdzuje pokračujúce postupné zmierňovanie naakumulovaných tlakov v cenovom reťazci. Ďalšie zmierňovanie bolo vidieť i v prípade inflácie cien výrobcov tovarov krátkodobej spotreby, ktorá v januári ďalej klesla na 2,0 % – najnižšiu úroveň od mája 2021. Ročná miera rastu dovozných cien tovarov krátkodobej spotreby zostala záporná (-1,7 % v januári, po -1,2 % v decembri). Tovary krátkodobej spotreby zahŕňajú potravinové výrobky, ktoré spočiatku zaznamenali rýchlejší pokles ročných mier zmeny cien výrobcov ako nepotravinové tovary. V poslednom čase sa však v rýchlosti poklesu k nepotravinovým tovarom približovali.

Graf 11

Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z januára 2024.

Najnovšie údaje dostupné v čase hodnotenia naznačujú, že domáce nákladové tlaky merané rastom deflátoru HDP sa začali uvoľňovať. Ročná miera rastu deflátoru HDP sa v treťom štvrtroku 2023 znížila zo 6,1 % v predchádzajúcom štvrtroku na 5,9 %, a to v dôsledku menšieho príspevku jednotkových ziskov (graf 12). Najnovšie údaje tak potvrdili predpokladaný tlmiaci účinok vzhľadom na silnejšie tlaky vyplývajúce z nákladov práce. Mierne rýchlejší ročný rast jednotkových nákladov práce v treťom štvrtroku je odrazom negatívnejšej miery rastu produktivity práce, zakrývajúc skutočnosť, že rast miezd meraný kompenzáciou na zamestnanca alebo na hodinu mierne klesol. Informácie dostupné za veľký počet krajín poukázali na ďalšie oslabenie rastu miezd v eurozóne a určité zmiernenie rastu jednotkových nákladov práce v poslednom štvrtroku 2023.¹ Rast dojednaných miezd sa v poslednom štvrtroku 2023 znížil na 4,5 % (zo 4,7 % v predchádzajúcom štvrtroku), čo potvrdzuje uvoľňovanie mzdových tlakov v neskoršej časti roka. Údaje o najnovších mzdových dohodách poukazujú na pokračujúce postupné uvoľňovanie mzdových tlakov, hoci v nadchádzajúcom období by mali zostať na pomerne vysokej úrovni.²

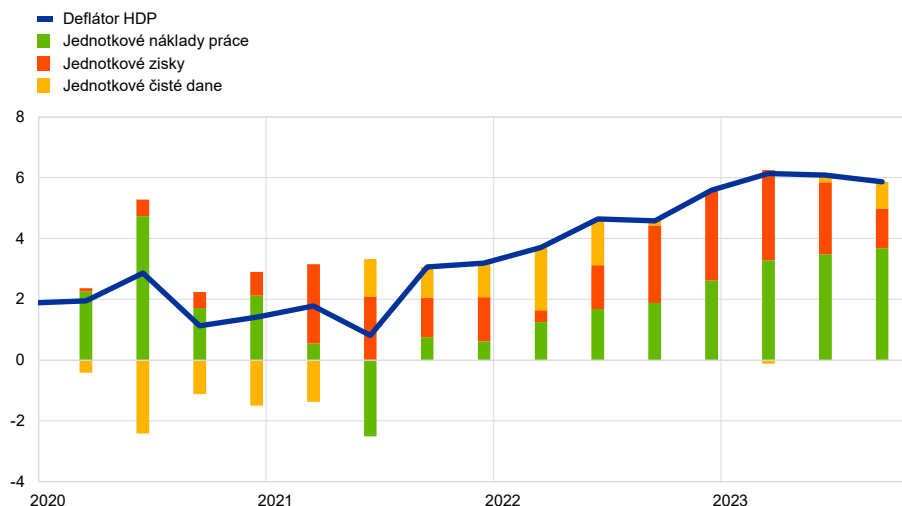
¹ Redakčná uzávierka údajov uvedených v tomto čísle Ekonomického bulletinu bola 6. marca 2024. Z údajov národných účtov zverejnených 8. marca 2024 vyplýva slabší ročný rast kompenzácie na zamestnanca (4,6 %, po 5,1 % v treťom štvrtroku) a jednotkových nákladov práce (5,8 %, po 6,5 % v treťom štvrtroku) v poslednom štvrtroku 2023. Ročná miera rastu deflátoru HDP sa znížila z 5,9 % v treťom štvrtroku 2023 na 5,3 % v poslednom štvrtroku. Zároveň došlo k poklesu rastu jednotkových ziskov zo 4,7 % na 2,8 %.

² Górnicka a Koester (red.), *A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area*, *Occasional Paper Series*, No 338, ECB, February 2024.

Graf 12

Zložky deflátoru HDP

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2023. Príspevok kompenzácie na zamestnanca k zmenám jednotkových nákladov práce je kladný, príspevok produktivity práce záporný.

Ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní odvodené z prieskumov a trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie zostali celkovo nezmenené a zväčša sa pohybovali v blízkosti 2 % (graf 13).

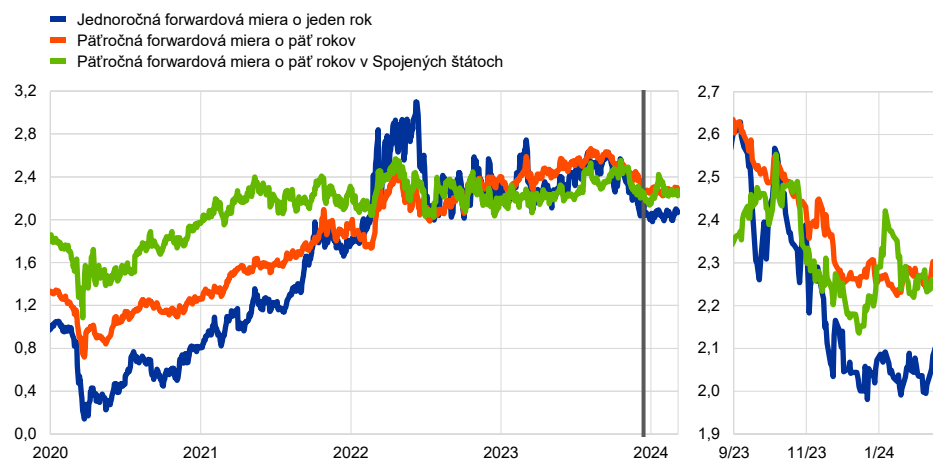
Podľa prieskumu profesionálnych prognostikov (Survey of Professional Forecasters) ECB za prvý štvrťrok 2024 i prieskumu menových analytikov (Survey of Monetary Analysts) ECB za marec 2024 bol priemer dlhodobějších inflačných očakávaní (na rok 2028) na úrovni 2,0 %. Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie (na základe HICP bez tabakových výrobkov) na dlhšom konci krivky boli stabilné. Päťročná forwardová sadzba inflačných swapov o päť rokov klesla z viacročného maxima dosiahnutého začiatkom augusta 2023 na približne 2,3 %. 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. Modelové odhady skutočných inflačných očakávaní bez inflačných rizikových prémie naznačujú inflačné očakávania účastníkov trhu v dlhodobejšom horizonte na úrovni okolo 2 %. Podľa trhových ukazovateľov inflácie eurozóny v krátkodobom horizonte očakávajú investori ďalší pokles inflácie v roku 2024 a jej priemer v druhej polovici roka na úrovni 2 %. Jednoročná forwardová sadzba inflačných swapov o jeden rok sa počas sledovaného obdobia v podstate nezmenila a predstavovala 2,1 %. Pokiaľ ide o spotrebiteľov, prieskum spotrebiteľských očakávaní (Consumer Expectations Survey – CES) ECB z januára 2024 uvádza, že medián očakávaní celkovej inflácie na budúci rok predstavuje 3,3 % (v porovnaní s 3,2 % v decembri), zatiaľ čo inflačné očakávania na obdobie o tri roky zostali na úrovni 2,5 %.

Graf 13

Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie a inflačné očakávania spotrebiteľov

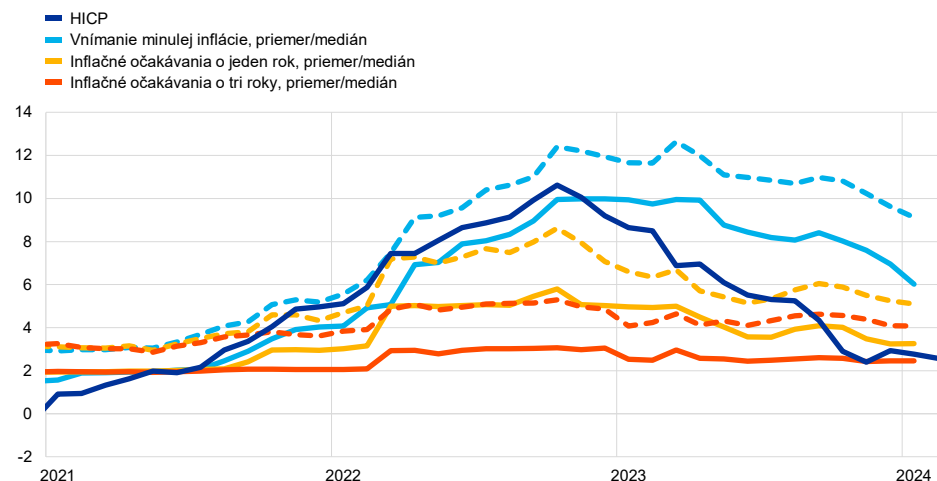
a) Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie

(ročná percentuálna zmena)



b) Celková inflácia a prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB

(ročná percentuálna zmena)



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

Poznámky: Panel a) znázorňuje forwardové sadzby inflačných swapov v rôznych horizontoch za eurozónu a päťročnú forwardovú rovnovážnu mieru inflácie o päť rokov za Spojené štáty. Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 14. decembra 2023. Prerušované čiary v paneli b) predstavujú priemer, neprerušované čiary medián. V prípade forwardových sadzieb sú posledné údaje zo 6. marca 2024, v prípade HICP z februára 2024 (rýchly odhad) a v prípade zostávajúcich položiek z januára 2024.

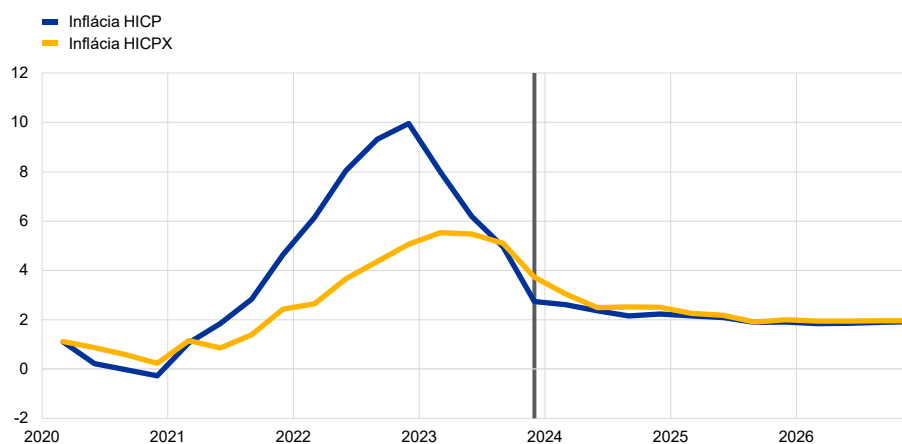
Makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2024 očakávajú ďalšie zmierňovanie celkovej inflácie z 2,3 % v roku 2024 na 2,0 % v roku 2025 a 1,9 % v roku 2026 (graf 14).³ Toto zmierňovanie je odrazom pokračujúceho slabnutia tlakov v cenovom reťazci, ako aj vplyvu sprísňovania menovej politiky. Rast miezd má zostať zvýšený vzhľadom na vysokú infláciu a nedostatok pracovnej sily na trhu. Predpokladá sa však, že rast nominálnych miezd bude postupne klesať, hoci zostane vyšší, a do roku 2025 umožní dobiehanie reálnych miezd na úroveň spred prudkého nárastu inflácie. V porovnaní s projekciami z decembra 2023 boli projekcie celkovej inflácie upravené nadol o 0,4 percentuálneho bodu na rok 2024 a o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2025, a to najmä v dôsledku priamych

³ Viac v [Makroekonomických projekciách odborníkov ECB, marec 2024](#).

a nepriamych účinkov nižších predpokladaných cien energetických komodít a nižších tlakov vyplývajúcich z nákladov práce. Projekcie celkovej inflácie na rok 2026 zostávajú nezmenené. Inflácia HICPX sa má podľa projekcií v nadchádzajúcich rokoch ďalej zmiernovať a dosiahnuť v priemere 2,6 % v roku 2024, 2,1 % v roku 2025 a 2,0 % v roku 2026. V porovnaní s projekciami z decembra 2023 bola inflácia HICPX na celé sledované obdobie upravená nadol, konkrétne o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2024, o 0,2 percentuálneho bodu na rok 2025 a o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2026.

Graf 14 Inflácia HICP a HICPX eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a [makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2024](#).

Poznámky: Zvislá čiara označuje začiatok projektovaného obdobia. Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2023 (skutočné údaje) a štvrtý štvrťrok 2026 (projekcie). Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2024 boli dokončené 21. februára a redakčná uzávierka technických predpokladov bola 9. februára 2024. Historické i skutočné údaje za infláciu HICP a infláciu HICPX majú štvrťročnú periodicitu.

Počas sledovaného obdobia od 14. decembra 2023 do 6. marca 2024 sa finančné trhy eurozóny naďalej zameriavali na načasovanie a rozsah budúceho zníženia sadzieb menovej politiky. Krátkodobé bezrizikové sadzby sa zvýšili, pretože účastníci trhu upravili svoje očakávania týkajúce sa znížovania menovopolitických sadzieb ECB v roku 2024, keď predpokladali menší počet znížení neskôr v priebehu roka. Konkrétne na konci sledovaného obdobia forwardová krivka krátkodobej eurovej sadzby (€STR) takmer úplne zohľadnila počiatočné zníženie sadzby o 25 bázických bodov v druhom štvrtroku 2024 a celkové zníženie o 100 bázických bodov počas roka 2024. Dlhodobejšie bezrizikové sadzby sa po decembrovom zasadnutí najprv znížili, neskôr však došlo k ich obratu, čo bolo tiež v súlade s výraznejším precenením americkej krivky, keďže zverejnené údaje o raste a inflácii v Spojených štátoch poukázali na prekvapivý rast. Výnosy štátnych dlhopisov sa pohybovali približne jedna k jednej s bezrizikovými sadzbami, pričom rozptyl spreadov štátnych dlhopisov oproti sadzbe jednoduchých indexových swapov (overnight index swap – OIS) sa zmenšil a investori v plnej miere absorbovali väčšie objemy emitovaných dlhopisov. Ceny akcií v eurozóne sa mierne zvýšili, boli však nižšie ako v Spojených štátoch, keďže na ne vplývali očakávania ďalšieho zníženia ziskov v eurozóne. Na devízových trhoch sa euro vážené zahraničným obchodom mierne posilnilo, ale voči americkému doláru sa trochu oslabilo.

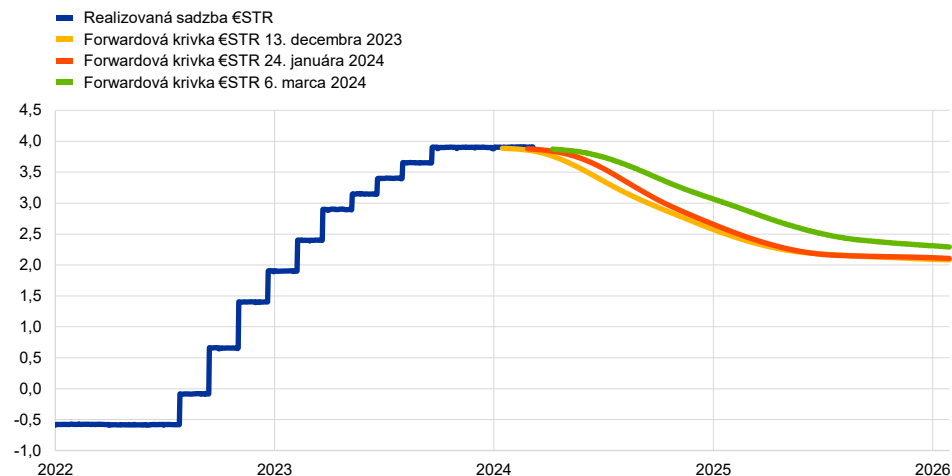
Po decembrovom zasadnutí Rady guvernérov sa forwardová krivka OIS posúvala smerom nahor, keďže účastníci trhu odložili svoje očakávanie prvého zníženia úrokových sadzieb na koniec druhého štvrt'roka 2024 (graf 15).

Referenčná krátkodobá eurová sadzba (€STR) zostala v sledovanom období stabilná na úrovni 3,9 %, čo je odrazom nezmenenej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií, ktorú Rada guvernérov udržiava na úrovni 4 % od menovopolitického zasadnutia v septembri 2023. Nadbytočná likvidita sa znížila približne o 83 mld. € na 3 500 mld. €. Bolo to najmä v dôsledku splatenia tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III) a redukcie portfólia programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP), keďže Eurosystem prestal reinvestovať splátky istiny zo splatných cenných papierov v tomto portfóliu. Forwardové sadzby OIS založené na €STR, ktoré sa vzťahujú na nadchádzajúce zasadnutia Rady guvernérov, sa od decembrového zasadnutia zvýšili. Tento vývoj odráža očakávania účastníkov trhu, že prvé zníženie menovopolitických sadzieb príde neskôr a počet znížení do konca roka bude menší, ako sa pôvodne očakávalo. Konkrétne na konci sledovaného obdobia forwardová krivka takmer úplne zohľadnila počiatočné zníženie sadzieb o 25 bázických bodov v druhom štvrtroku 2024 a celkové zníženie o 100 bázických bodov v priebehu roka 2024.

Graf 15

Forwardové sadzby €STR

(v % p. a.)



Zdroj: Bloomberg a výpočty ECB.

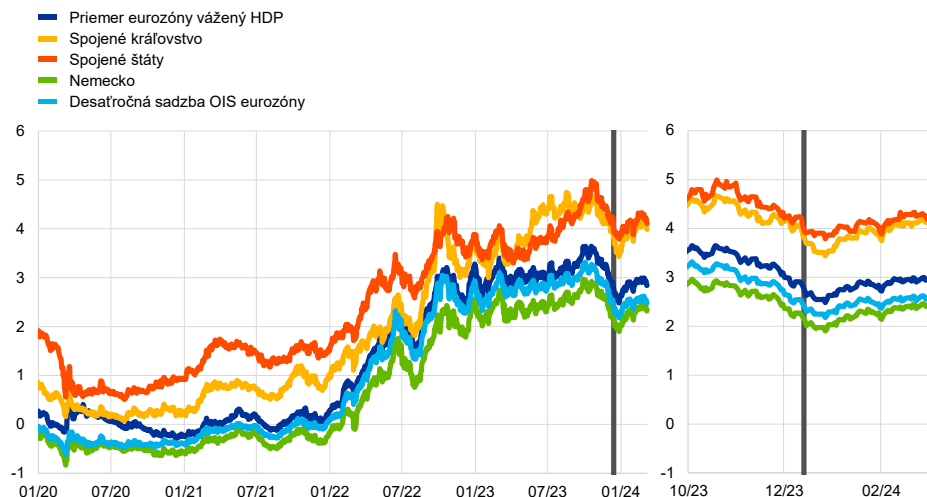
Poznámka: Forwardová krivka sa odhaduje s použitím spotových sadzieb OIS (€STR).

Dlhodobé bezrizikové sadzby eurozóny sa zvýšili na pozadí ešte výraznejšieho precenenia krivky úrokových sadzieb v Spojených štátoch vzhľadom na pretrvávajúcu odolnosť americkej ekonomiky (graf 16). Na začiatku sledovaného obdobia dlhodobé bezrizikové sadzby výrazne klesli, pričom desaťročná sadzba OIS v eurách bola koncom decembra približne o 20 bázických bodov nižšia ako na začiatku sledovaného obdobia. Následne došlo k výraznému obratu vo vývoji dlhodobých bezrizikových sadzieb v eurozóne, ktorý do veľkej miery odrážal výraznejšie posuny vo výnosoch amerických štátnych dlhopisov. Čiastočne k tomu prispeli makroekonomické výsledky Spojených štátov, ktoré boli robustnejšie, ako sa očakávalo, ako aj prehodnotenie menovej politiky na oboch stranách Atlantiku. Desaťročná sadzba OIS v eurách bola nakoniec na úrovni približne 2,5 %, teda o 10 bázických bodov vyššie ako na začiatku sledovaného obdobia. Výnosy desaťročných amerických štátnych dlhopisov vzrástli približne o 19 bázických bodov na 4,1 %, kým výnosy desaťročných štátnych dlhopisov Spojeného kráľovstva stúpili asi o 21 bázických bodov približne na 4 %.

Graf 16

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

(v % p. a.)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

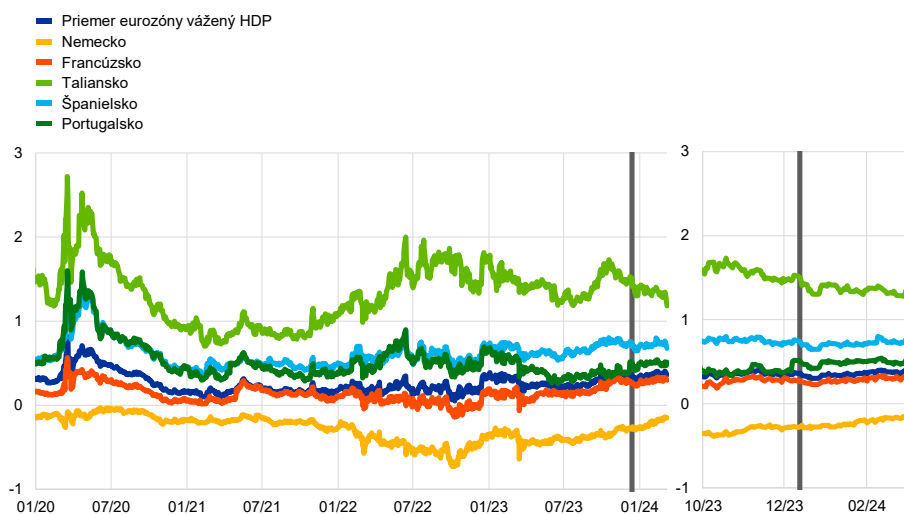
Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 14. decembra 2023. Posledné údaje sú zo 6. marca 2024.

Výnosy štátnych dlhopisov eurozóny sa pohybovali v súlade s bezrizikóvymi sadzbami, takže spready štátnych dlhopisov sa takmer nezmenili (graf 17). Na konci sledovaného obdobia stúpili výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP asi o 11 bázických bodov približne na 2,8 %, čo viedlo len k miernemu zvýšeniu spreadu voči sadzbe OIS založenej na €STR. Spready štátnych dlhopisov sa v jednotlivých krajinách zúžili, keďže pri niektorých štátnych dlhopisoch s vyšším výnosom došlo k poklesu spreadov a výnosy nemeckých štátnych dlhopisov znížili svoj záporný rozdiel oproti OIS. Sledované obdobie sa vyznačovalo odolnosťou na trhu so štátnymi dlhopismi, pričom súkromní investori dobre absorbovali väčšie objemy emitovaných dlhopisov.

Graf 17

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

(v p. b.)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 14. decembra 2023. Posledné údaje sú zo 6. marca 2024.

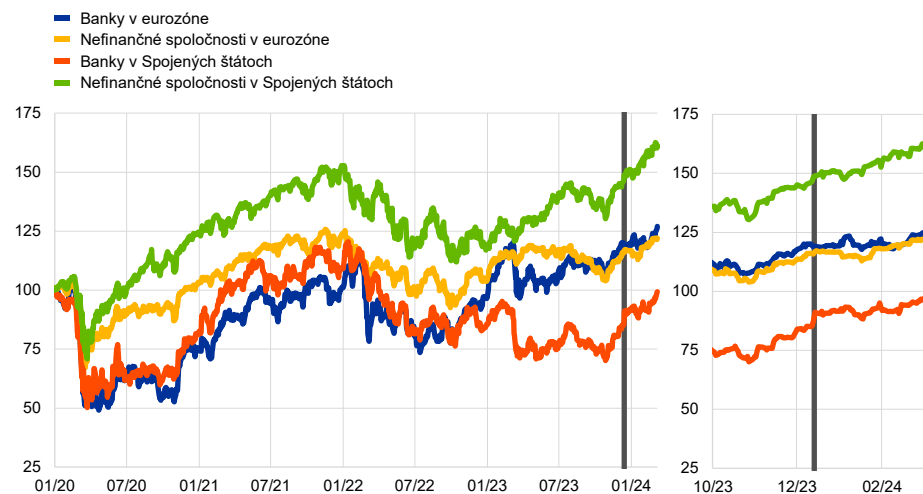
Spready podnikových dlhopisov s vysokým výnosom sa v prostredí priaznivého rizikového sentimentu výrazne zúžili. Počas sledovaného obdobia spready podnikových dlhopisov s vysokým výnosom výrazne klesli, približne o 37 bázických bodov, a to najmä na začiatku nového roka. Pokles bol v prípade finančných spoločností výraznejší ako u nefinančných spoločností. Naopak, spready podnikových dlhopisov investičného stupňa kolísali len mierne a zostali zhruba rovnaké. Z dlhodobejšieho hľadiska sú súčasné úrovne spreadov podnikových dlhopisov v porovnaní s historickými úrovňami naďalej nízke, najmä v prípade dlhopisov s vysokým výnosom, a nachádzajú sa približne 50 bázických bodov pod úrovňami z decembra 2021, pričom v priebehu roka 2022 stúpili približne 250 bázických bodov nad tieto úrovne. Nižšie spready pomohli obmedziť rast nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu v čase výrazného a rýchleho zvyšovania bezrizikových sadzieb.

Ceny akcií v eurozóne sa vďaka priaznivej nálade na trhoch zvýšili, a to aj napriek ďalšiemu zníženiu očakávaných ziskov a mierne vyšším diskontným sadzbám (graf 18). Široký akciový index v eurozóne v sledovanom období vzrástol, aj keď menej ako jeho americký náprotivok. Tieto dva indexy stúpili približne o 6 %, resp. 8 %, pričom sa očakáva, že nominálne zisky v eurozóne budú v priebehu roka 2024 rásť oveľa menej ako v Spojených štátoch. Slabšia výkonnosť v eurozóne nielen počas sledovaného obdobia, ale už od prepadu na konci októbra, bola pomerne celoplošná, pričom trhovú kapitalizácia, ako aj rovnako vážené indexy rástli menej ako v Spojených štátoch. Zatiaľ čo ceny akcií finančných spoločností rástli podobným tempom na oboch stranách Atlantiku, nefinančný sektor eurozóny zaostával za svojim americkým náprotivkom. Ceny akcií v eurozóne boli podporované nižšími rizikovými prirážkami, ktoré viac než vykompenzovali zníženie prognóz zisku a vyššie diskontné sadzby.

Graf 18

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2020 = 100)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 14. decembra 2023. Posledné údaje sú zo 6. marca 2024.

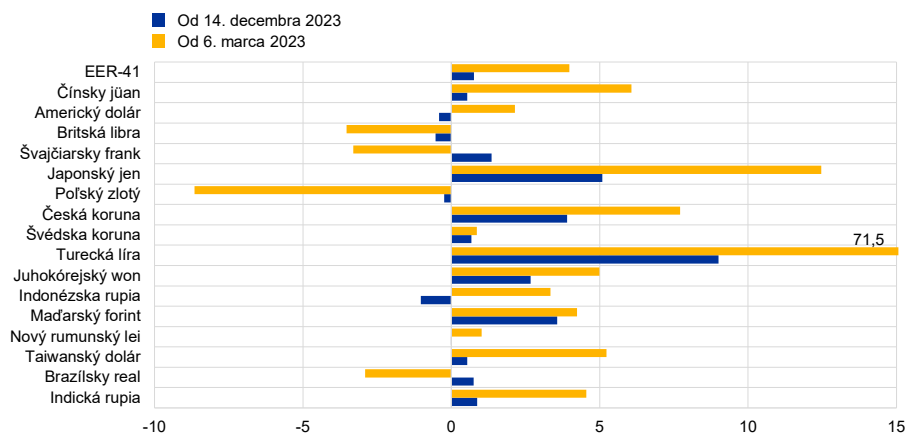
Na devízových trhoch sa euro vážené zahraničným obchodom mierne posilnilo, ale voči americkému doláru sa trochu oslabilo (graf 19).

Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 41 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa počas sledovaného obdobia posilnil o 0,8 %. Mierne posilnenie eura odzrkadľuje zisky voči menám niekoľkých vyspelých ekonomík (napr. nárast o 5 % voči japonskému jenu), rozvíjajúcich sa trhových ekonomík a členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny. Naopak, vplyvom výkyvov v rámci sledovaného obdobia sa euro mierne oslabilo voči americkému doláru (o 0,4 %), čo bolo najmä odrazom zmien v očakávaní účastníkov trhu týkajúcich sa relatívnej hospodárskej sily a menovopolitických sadzieb. Od polovice decembra do prelomu rokov sa euro voči americkému doláru posilnilo, pretože účastníci trhu vnímali decembrové zasadnutie Federálneho výboru pre voľný trh (Federal Open Market Committee – FOMC) ako posun smerom k expanzívnejšej menovej politike, kým zvýšený rizikový apetít investorov vyvíjal tlak na americký dolár. Od začiatku roka 2024 sa euro voči americkému doláru oslabilo, čo bolo odrazom väčšej ekonomickej odolnosti Spojených štátov v porovnaní s eurozónou, pričom účastníci trhu upravili svoje očakávania týkajúce sa blížiaceho sa zníženia sadzieb v Spojených štátoch v dôsledku opatrnejšej komunikácie Federálneho rezervného systému na januárovom zasadnutí FOMC. Túto interpretáciu ešte viac posilnili robustné údaje o americkom trhu práce spolu s vyšším februárovým indexom spotrebiteľských cien v Spojených štátoch, ktorý prekonal očakávania.

Graf 19

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 použitím výmenných kurzov zo 6. marca 2024.

5 Podmienky financovania a úvery

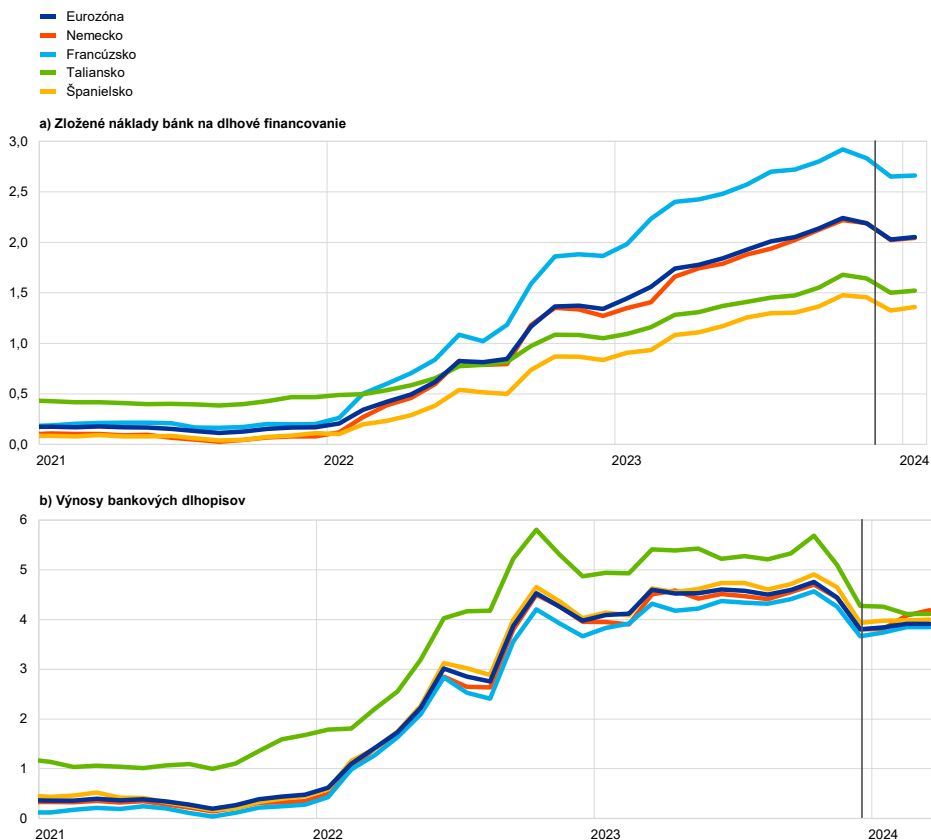
Po poklese v poslednom štvrtroku 2023 sa zložené náklady na financovanie bánk v januári 2024 opäť zvýšili a v historickom porovnaní zostali na vysokej úrovni. Počas sledovaného obdobia od 14. decembra 2023 do 6. marca 2024 sa náklady nefinančných spoločností na dlhové financovanie prostredníctvom trhu čiastočne zvýšili, kým náklady na financovanie prostredníctvom akcií mierne poklesli. Úrokové sadzby bankových úverov podnikom zostali vo všeobecnosti nezmenené, zatiaľ čo úrokové sadzby domácností na kúpu nehnuteľností na bývanie sa o niečo znížili. Ročná miera rastu širokého menového agregátu (M3) zostala takmer nulová, k čomu prispeli vysoké oportunitné náklady, stagnujúce poskytovanie úverov a znižovanie súvahy Eurosystemu.

Náklady na financovanie bánk v eurozóne zostali v historickom porovnaní na vysokej úrovni napriek klesajúcim výnosom dlhopisov. Po poklese z maxima dosiahnutého v októbri 2023 sa kompozitné náklady bánk eurozóny na dlhové financovanie v januári 2024 opäť mierne zvýšili, pričom medzi jednotlivými krajinami boli značné rozdiely (graf 20, panel a). Po výraznom poklese v poslednom štvrtroku 2023 sa výnosy bankových dlhopisov v prvom štvrtroku 2024 zvýšili (graf 20, panel b) odrážajúc podobné zmeny v bezrizikovej krivke (viac v časti 4). V januári 2024 sa (agregované) sadzby vkladov, ktoré tvoria prevažnú časť zložených nákladov na financovanie bánk, vzhľadom na rozdiely medzi jednotlivými nástrojmi a sektormi ďalej zvýšili. Zatiaľ čo úrokové sadzby jednodňových vkladov sa mierne zvýšili, sadzby termínovaných vkladov v januári poklesli, čo viedlo k malému zúženiu veľkých spreadov medzi termínovanými a jednodňovými vkladmi. Intenzívnejšie súťaženie bánk o klientske vklady viedlo k rastu nákladov bánk na financovanie vkladov. Pre retailových veriteľov, ktorí sú vo veľkej miere závislí od financovania vkladov, náklady ďalej rástli v dôsledku trvalého rastového tlaku vyplývajúceho z oslabenia agregovaného objemu vkladov. Naopak banky, ktoré sú závislé od veľkoobchodného financovania, viac profitovali z poklesu výnosov bankových dlhopisov v poslednom štvrtroku 2023, aj keď v počiatočných fázach cyklu sprísňovania zaznamenali aj väčší a rýchlejší rast nákladov na financovanie vkladov. Štruktúra záväzkov bánk sa vo všeobecnosti naďalej presúvala do drahších zdrojov financovania. Okrem toho sa z finančného systému mechanicky odčerpávala likvidita, keďže bilancia Eurosystemu sa naďalej normalizovala.

Graf 20

Zložené náklady bankového financovania vo vybraných krajinách eurozóny

(v % za rok)



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

Poznámka: Zložené náklady bankového financovania predstavujú vážené priemery zložených nákladov na vklady a dlhové financovanie na nezabezpečenom trhu. Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených jednodňovými 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. Zvislá sivá čiara v paneloch a) a b) označuje 31. október 2023. Posledné údaje sú z januára 2024 v prípade zložených nákladov bánk na dlhové financovanie a zo 6. marca 2024 v prípade výnosov bankových dlhopisov.

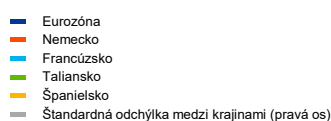
V januári 2024 zostali úrokové sadzby bankových úverov podnikom vo všeobecnosti nezmenené, zatiaľ čo úrokové sadzby domácností na kúpu nehnuteľností na bývanie sa znížili. Sadzby úverov podnikom aj domácnostiam v krajinách eurozóny začali začiatkom roka 2022 prudko rásť, pričom od novembra 2023 vykazujú známky stabilizácie na týchto vysokých úrovniach (graf 21). V januári 2024 úrokové sadzby úverov pre podniky dosiahli 5,22 % (v porovnaní s 5,25 % v decembri 2023), zatiaľ čo úrokové sadzby nových úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie zaznamenali mierny pokles a v januári sa znížili na 3,87 % z 3,97 % v decembri. Tento pokles bol zaznamenaný vo všetkých najväčších krajinách eurozóny a bol výraznejší pri úveroch so strednou a dlhšou dobou fixácie. Rozdiely v rozsahu poklesu pomohli znížiť rozptyl úrokových sadzieb. Súčasne sa v januári ďalej zvyšovali úrokové sadzby nových spotrebiteľských úverov domácnostiam, prečerpaní a spotrebiteľských úverov. Rozptyl úrokových sadzieb úverov podnikom a domácnostiam medzi jednotlivými krajinami zostal na nízkej úrovni (graf 21), čo naznačuje plynulú transmisiu menovej politiky naprieč krajinami eurozóny. Vzhľadom na to, že vyššie úrokové sadzby bankových úverov sa naďalej

premietajú do nesplatených objemov úverov na kúpu nehnuteľností na bývanie, a v dôsledku nárastu nákladov na obsluhu dlhu rastie aj podiel domácností, najmä v prípade kvintilov s nižšími príjmami, ktoré v [prieskume ECB o spotrebiteľských očakávaníach](#) v januári 2024 uviedli, že v priebehu nasledujúcich troch mesiacov budú čeliť ťažkostiam pri realizácii hypotekárnych platieb.

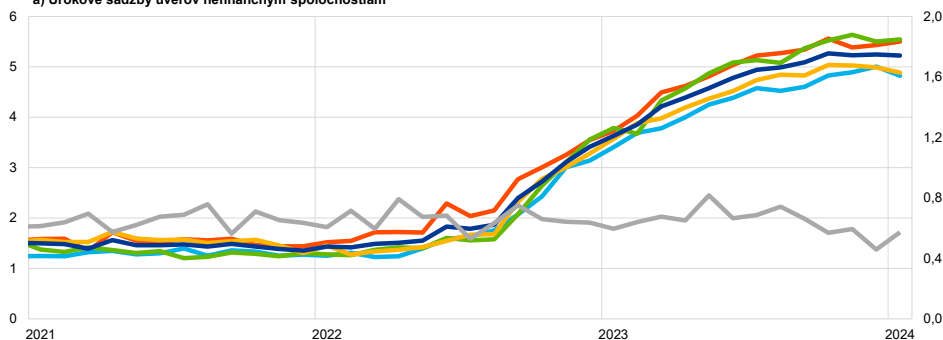
Graf 21

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

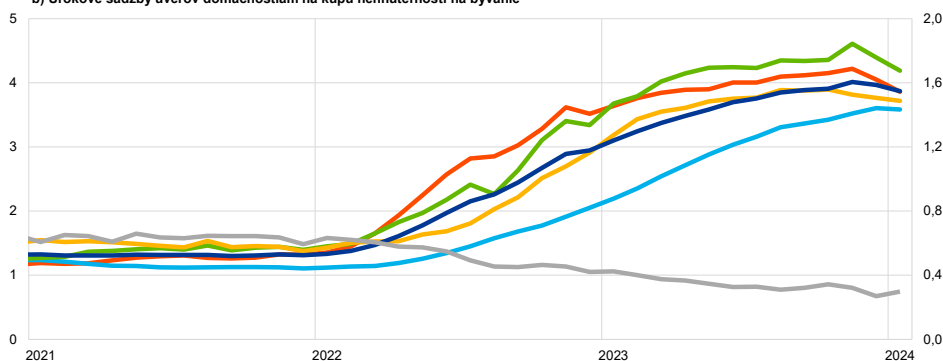
(ročná percentuálna zmena; štandardná odchýlka)



a) Úrokové sadzby úverov nefinančným spoločnostiam



b) Úrokové sadzby úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Zložené úrokové sadzby bankových úverov sa počítajú agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb na základe 24-mesačného klzavého priemeru objemu nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú z januára 2024.

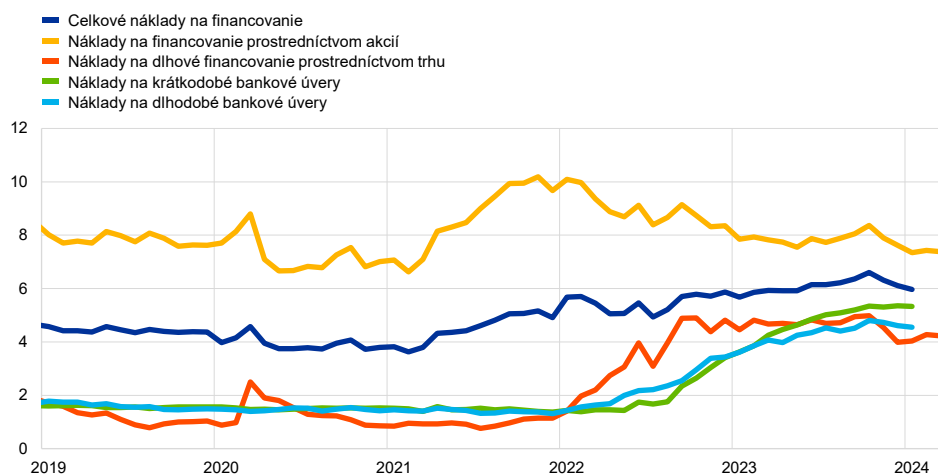
Denné údaje za sledované obdobie od 14. decembra 2023 do 6. marca 2024 poukazujú na mierny nárast nákladov nefinančných spoločností na dlhové financovanie prostredníctvom trhu a nepatrný pokles nákladov na financovanie prostredníctvom akcií. Na základe mesačných údajov celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností – t. j. zložené náklady na bankové úvery, dlhové financovanie prostredníctvom trhu a financovanie prostredníctvom akcií – v januári 2024 výrazne klesli z mnohoročného maxima zaznamenaného v októbri 2023, a dosiahli 6,0 %, teda o 10 bázických bodov menej ako v decembri

(graf 22).¹ Bolo to spôsobené hlavne poklesom nákladov na financovanie prostredníctvom akcií, keďže v ostatných nákladových zložkách nedošlo k žiadnej významnej zmene. Podľa denných údajov sa náklady na dlhové financovanie prostredníctvom trhu v sledovanom období zvýšili v dôsledku zvýšenia bezrizikovej úrokovej miery, ktoré nebolo úplne kompenzované zúžením spreadov dlhopisov nefinančných spoločností v segmentoch s vysokými výnosmi. Zároveň náklady na financovanie prostredníctvom akcií mierne poklesli následkom zníženia rizikovej prémie, ktoré prevážilo uvedené zvýšenie bezrizikovej sadzby (aproximované desaťročnou sadzbou jednodňových indexových swapov) (viac v časti 4).

Graf 22

Nominálne náklady na vonkajšie financovanie nefinančných spoločností eurozóny podľa zložiek

(v % za rok)



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

Poznámka: Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností vychádzajú z mesačných údajov a počítajú sa ako vážený priemer nákladov na bankové úvery (priemerné mesačné údaje), dlhové financovanie prostredníctvom trhu a financovanie prostredníctvom akcií (údaje z konca mesiaca) na základe ich príslušných nesplatených zostatkov. Posledné údaje sú zo 6. marca 2024 v prípade nákladov na dlhové financovanie prostredníctvom trhu a nákladov na financovanie prostredníctvom akcií (denné údaje) a za január 2024 v prípade celkových nákladov na financovanie a nákladov na bankové úvery (mesačné údaje).

V prostredí vysokých úrokových sadzieb, tlmeného dopytu po úveroch a prísnych úverových podmienok sa poskytovanie bankových úverov podnikom a domácnostiam v januári 2024 stabilizovalo na nízkej úrovni. Ročná miera rastu úverov nefinančným spoločnostiam sa v januári 2024 znížila na 0,2 % z 0,5 % zaznamenaných v decembri 2023 (graf 23, panel a), pričom medzi jednotlivými krajinami boli značné rozdiely. Súčasne sa zvyšovala volatilita, čo sa prejavilo výrazným poklesom poskytovania krátkodobých úverov v januári, ktorý kompenzoval nárast v podobnom pomere počas predchádzajúcich dvoch mesiacov. Naďalej slabý rast úverov zostáva celkovo v súlade so stagnujúcou dynamikou poskytovania úverov pozorovanou od začiatku roka 2023 z dôvodu slabého agregovaného dopytu, prísnych úverových podmienok a reštriktívnej menovej politiky. Ročná miera rastu úverov domácnostiam sa v januári 2024 znížila na 0,3 % z 0,4 % v decembri 2023 (graf 23, panel b), pre negatívne vyhliadky na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie, určité sprísnenie úverových podmienok a vysoké

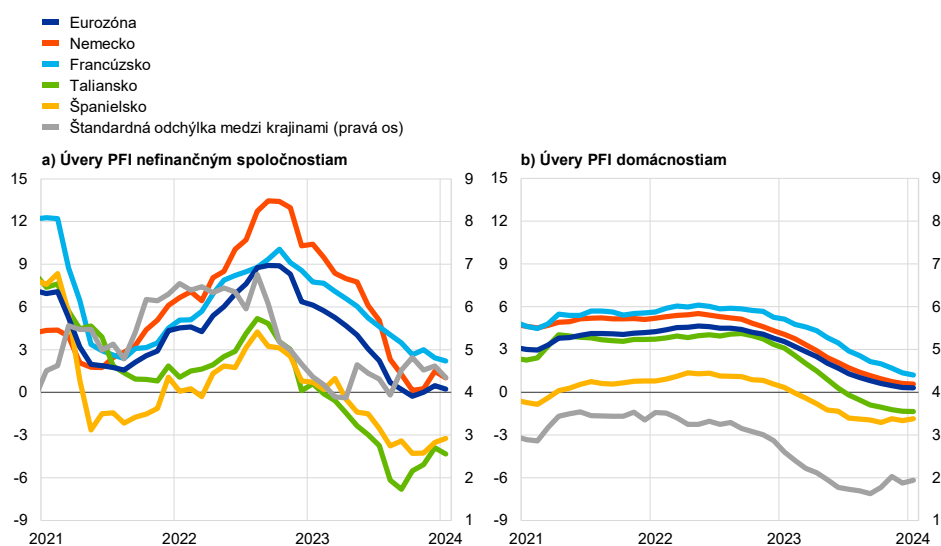
¹ Vzhľadom na oneskorenú dostupnosť údajov o nákladoch na bankové úvery sú údaje o celkových nákladoch nefinančných spoločností na financovanie k dispozícii len do januára 2024.

úrokové sadzby úverov. Na poklese sa podieľali najmä úvery na bývanie a úvery živnostníkom (t. j. malým podnikateľom – fyzickým osobám), zatiaľ čo rast spotrebiteľských úverov zostal stabilný, najmä v dôsledku dopytu v nižších príjmových kvintiloch, čo sa odrazilo tiež v náraste počtu zamietnutých žiadostí o poskytnutie úveru. Výsledky [prieskumu ECB o spotrebiteľských očakávaniach](#) z januára 2024 navyše naznačujú, že vysoký čistý percentuálny podiel respondentov prieskumu považuje podmienky poskytovania úverov za prísne a očakáva, že získanie úveru na kúpu nehnuteľností na bývanie bude v nasledujúcich 12 mesiacoch ťažšie.

Graf 23

Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena; štandardná odchýlka)



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Úvery poskytované peňažnými finančnými inštitúciami (PFI) sú očistené od predaja úverov a sekuritizácie. V prípade nefinančných spoločností sú úvery očistené aj od účelovo vytváraných spoločných účtov (cash pooling). Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú z januára 2024.

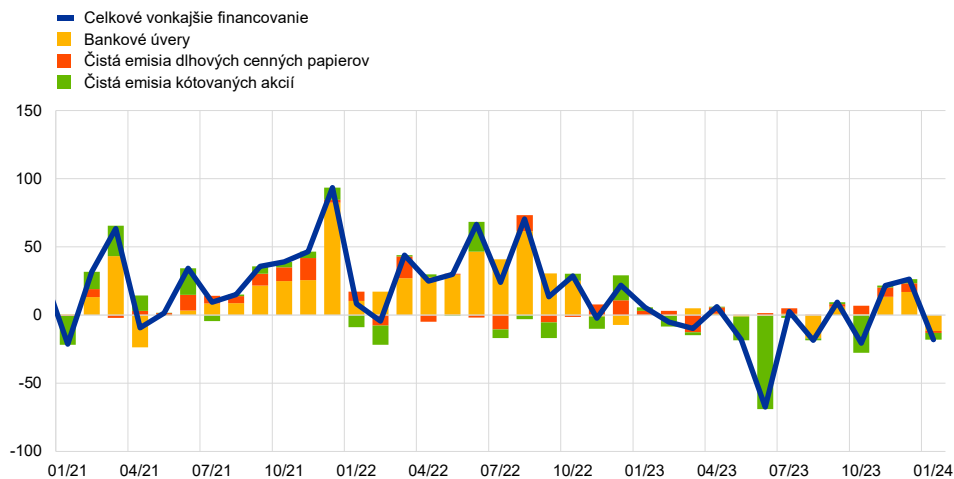
Rast čistého vonkajšieho financovania podnikov v eurozóne zostal v poslednom štvrtroku 2023 a v januári 2024 nízky, čo odrážalo nízku úroveň dlhového financovania.

Zatiaľ čo ročná miera rastu čistého vonkajšieho financovania sa zvýšila z -0,9 % v októbri 2023 na 0,8 % v januári 2024, mesačný tok sa v januári opäť dostal do záporných hodnôt (graf 24). Na rozdiel od predchádzajúcich prípadov slabšej úverovej dynamiky, emisia podnikových dlhopisov nevykompenzovala celkový pokles bankových úverov. V januári sa dopyt podnikov po úveroch orientoval najmä na krátkodobé splatnosti, pričom dlhodobejšie úvery boli nahradené podnikovými dlhopismi. Okrem toho bolo naďalej v útlme aj vydávanie kótovaných akcií.

Graf 24

Čisté toky vonkajšieho financovania nefinančných spoločností v eurozóne

(mesačné toky; v mld. EUR)



Zdroj: ECB, Eurostat, Dealogic a výpočty ECB.

Poznámka: Čisté vonkajšie financovanie je súčtom úverov z bánk (úvery 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 januára 2024.

Podniky a domácnosti v januári 2024 pokračovali v presúvaní zdrojov z jednodňových vkladov do termínovaných vkladov.

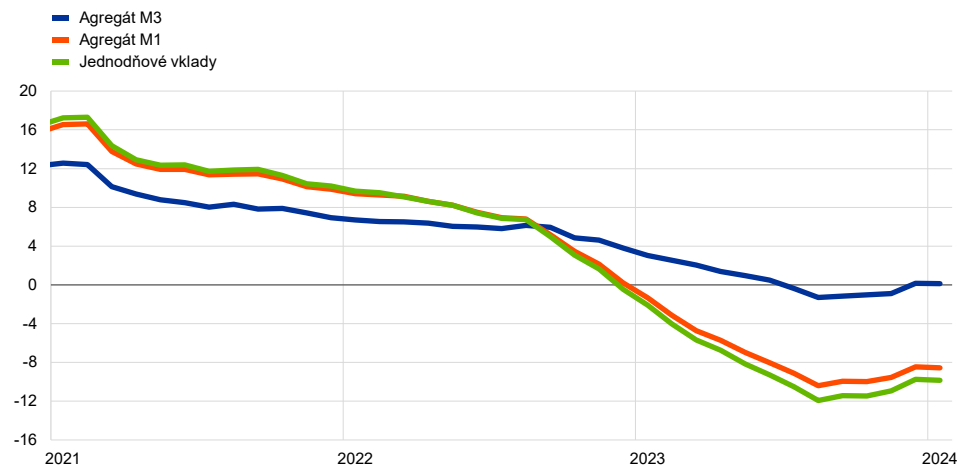
Ročná miera rastu jednodňových vkladov sa ďalej znižovala a v januári 2024 dosiahla -9,9 %, oproti -9,7 % v decembri 2023 (graf 25). Výrazný záujem o termínované vklady možno vysvetliť značným rozpätím medzi sadzbami termínovaných vkladov a sadzbami jednodňových vkladov, čo je odrazom vysokých oportunitných nákladov na držbu vysoko likvidných nástrojov.² V januári sa sadzby ponúkané podnikom na termínovaných vkladoch pohybovali v blízkosti úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií ECB a zostali vyššie ako sadzby pre domácnosti. V prípade domácností došlo k ďalšiemu veľkému mesačnému presunu z jednodňových vkladov do termínovaných vkladov a v prípade podnikov k zrýchleniu tempa (ktoré sa v poslednom štvrtroku 2023 výrazne spomalilo), akým podniky tieto dva nástroje vyvažovali.

² Podobne ako v predchádzajúcich cykloch sprísňovania sa úrokové sadzby jednodňových vkladov prispôbujú zmenám menovopolitických sadzieb pomalšie ako sadzby termínovaných vkladov. Viac v boxe s názvom [Menová dynamika počas cyklu sprísňovania menovej politiky](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2023.

Graf 25

Agregáty M3 a M1 a jednoduché vklady

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z januára 2024.

V januári 2024 zostala ročná miera rastu menového agregátu M3 takmer nulová, k čomu prispeli vysoké oportunitné náklady, stagnujúce poskytovanie úverov a znižovanie súvahy Eurosystemu.

Rast menového agregátu M3 v eurozóne sa mierne znížil z 0,2 % v decembri 2023 na 0,1 % v januári 2024 (graf 25). Ročná miera rastu úzkeho peňažného agregátu (M1), ktorý obsahuje likvidné aktíva agregátu M3, sa v januári mierne znížila na -8,6 % z decembrových -8,5 %. Po relatívne veľkom príleve v poslednom štvrtroku 2023 zaznamenal menový agregát M3 v januári výrazný mesačný odlev v prostredí rastúcej volatility a presunov v skladbe portfólií mimo agregát M3, ktorý prispieval k slabej menovej dynamike. Januárový odlev bol odrazom jednak čiastočného odklonu od nákupu štátnych dlhopisov bankami v decembri, ktorý zodpovedal nárastu štátnych dlhopisov v držbe sektora držby peňazí, jednak obnovenej emisie dlhodobých bankových dlhopisov pred nadchádzajúcim splatením prostriedkov TLTRO v marci 2024. Tento odlev bol čiastočne kompenzovaný väčším prílevom zo zahraničia, ktorý odrážal značný prebytok bežného účtu v prostredí slabého dovozu a zvýšený záujem zahraničných investorov o cenné papiere eurozóny. Okrem toho znižovanie bilancie Eurosystemu malo naďalej tlmiať účinok na tvorbu peňazí popri stagnujúcom poskytovaní úverov súkromnému sektoru.

6 Fiškálny vývoj

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2024 sa deficit verejných financií eurozóny v roku 2024 mierne zlepší na 2,9 % HDP a následne sa minimálne zmení a ustáli na úrovni 2,8 % v rokoch 2025 a 2026. Predpokladá sa, že postupné znižovanie rozpočtového deficitu pozorované od vrcholu pandémie sa teda zastaví, a dokonca dôjde k miernemu zvýšeniu deficitu. Zhruba v súlade s týmto vývojom sa očakáva, že v roku 2024 sa fiškálna pozícia eurozóny výrazne sprísni, no následne zostane takmer bez zmeny. Toto sprísňovanie fiškálnej politiky pramení z očakávaní, že vlády budú pokračovať v obmedzovaní podporných opatrení v oblasti energií. Keďže toto sprísňovanie nemá pokračovať po roku 2024, pomer dlhu k HDP eurozóny má podľa projekcií zostať zvýšený a počas sledovaného obdobia mierne stúpne z odhadovaných 88,3 % v roku 2023 približne na 88,6 % v roku 2026. Dňa 21. februára 2024 Komisia zverejnila Strednodobé hodnotenie Mechanizmu na podporu obnovy a odolnosti. Hoci sa zdôrazňuje určitý pokrok, je naďalej dôležité urýchliť implementáciu Európskeho nástroja obnovy (Next Generation EU – NGEU), aby sa naplno využil jeho potenciál. V nadväznosti na nedávnu predbežnú politickú dohodu medzi Radou ECOFIN a Európskym parlamentom o reforme rámca správy hospodárskych záležitostí EÚ by sa legislatívny proces mal urýchlene ukončiť, aby sa nové pravidlá mohli bezodkladne uplatniť.

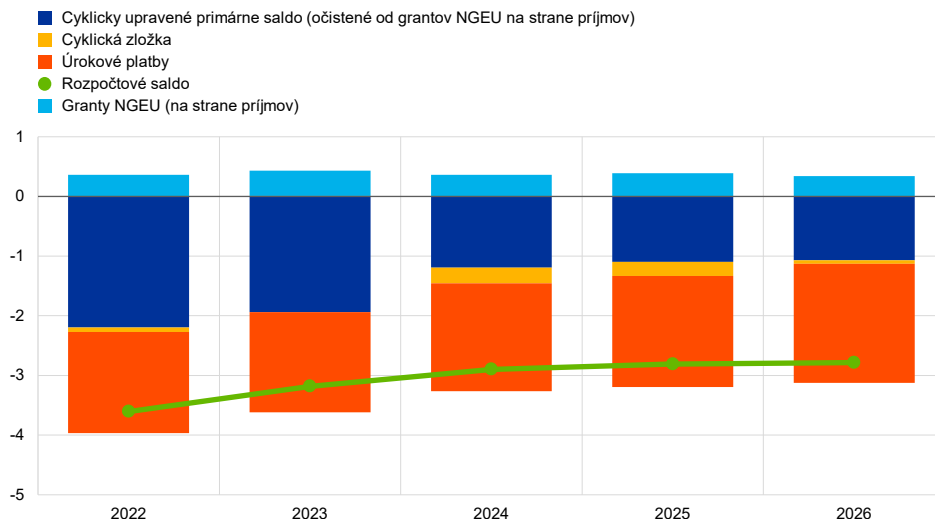
Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2024 sa rozpočtové saldo verejnej správy eurozóny v roku 2024 mierne zlepší, kým v roku 2025 už bude zlepšenie iba nepatrné.¹ Podľa projekcií sa očakáva, že rozpočtový deficit eurozóny klesol z 3,6 % HDP v roku 2022 na 3,2 % HDP v roku 2023 a bude ďalej klesať na 2,9 % HDP v roku 2024 a 2,8 % v roku 2025, kde zostane aj v roku 2026 (graf 26). Projektovaný vývoj odzrkadľuje najmä menej záporné cyklicky upravené primárne saldo v roku 2024 a v malej miere aj v roku 2025. Nižšie primárne deficity sú len čiastočne kompenzované rastúcimi úrokovými výdavkami, keďže prenos minulého zvyšovania úrokových sadzieb bude postupný vzhľadom na dlhé zostatkové splatnosti štátneho dlhu. V súčasnosti je priemerná splatnosť štátneho dlhu v eurozóne necelých 8 rokov, pričom v roku 2015 to bolo 6,5 roka. Pokles cyklicky upraveného primárneho deficitu v roku 2024 je zasa do značnej miery spôsobený obmedzením vládnych opatrení fiškálnej podpory v dôsledku odznievania energetického šoku a vysokej inflácie. V súčasnosti sa odhaduje, že na úrovni eurozóny tieto opatrenia v roku 2023 dosiahli 1,3 % HDP, v roku 2024 výrazne klesnú na 0,4 % HDP a v rokoch 2025 a 2026 sa ďalej znížia približne na 0,2 % HDP.

¹ Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2024, zverejnené na internetovej stránke ECB 7. marca 2024.

Graf 26

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2024.

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

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2023 sa rozpočtové saldo upravilo mierne nadol, ročne o 0,1 percentuálneho bodu v rokoch 2023, 2024 a 2025 a o 0,2 percentuálneho bodu v roku 2026. Tieto úpravy možno pripísať zníženiu cyklickej zložky počas celého sledovaného obdobia (o 0,1 až 0,2 percentuálneho bodu ročne), ktoré je čiastočne kompenzované úpravou úrokových platieb nadol v dôsledku priaznivejších podmienok financovania.

Očakáva sa, že v roku 2024 sa fiškálna pozícia eurozóny výrazne sprísni a následne budú zmeny minimálne.² Ročná zmena cyklicky upraveného primárneho salda očistená od grantov poskytnutých krajinám v rámci nástroja NGEU poukazuje na celkovo výrazné sprísnenie fiškálnych politík v eurozóne v rokoch 2023 a 2024, keďže veľká časť podporných opatrení súvisiacich s energiami a infláciou zavedených v roku 2022 sa postupne ruší. V posledných rokoch sledovaného obdobia, teda 2025 a 2026, sa očakáva, že fiškálna pozícia bude neutrálna. Napriek pokračujúcemu ukončovaniu podporných opatrení v oblasti energií sa predpokladá, že úroveň fiškálnej podpory v eurozóne zostane počas celého sledovaného obdobia prevažne priaznivá. Cyklicky upravené rozpočtové saldo totiž zostáva výrazne nižšie ako pred pandémiou, čo je dôsledkom expanzívnych opatrení prijatých počas krízy, ktoré mali zatiaľ dlhodobý vplyv.

Pomer dlhu verejnej správy k HDP eurozóny má podľa projekcií zostať nad úrovňou spred pandémie a počas sledovaného obdobia sa má dokonca mierne

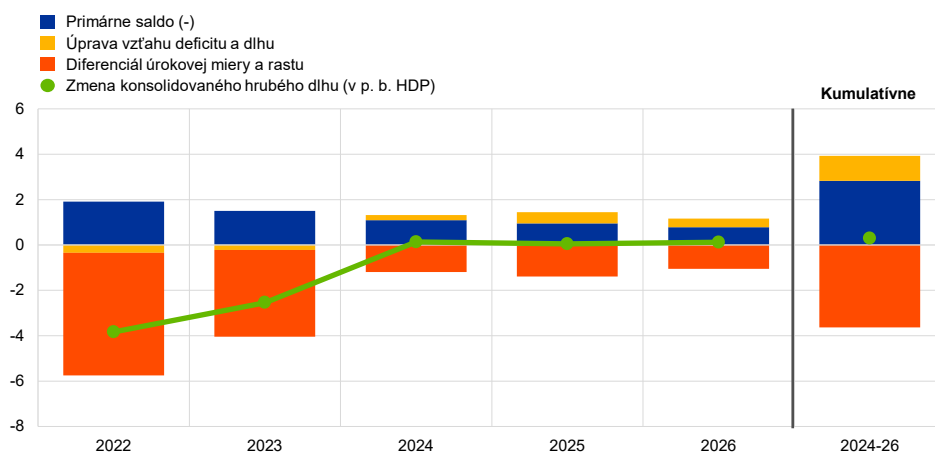
² Fiškálna pozícia odráža smerovanie a veľkosť stimulov fiškálnej politiky do ekonomiky nad rámec automatickej reakcie verejných financií na hospodársky cyklus. Meria sa tu ako zmena pomeru cyklicky upraveného pomeru primárneho salda bez štátnej pomoci finančnému sektoru. Keďže vyššie rozpočtové príjmy súvisiace s grantmi NGEU z rozpočtu EÚ neznižujú dopyt, cyklicky upravené primárne saldo sa v tejto súvislosti od týchto príjmov očisťuje. Konceptia fiškálnej pozície eurozóny sa rozoberá v článku s názvom [The euro area fiscal stance](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

zvýšiť z odhadovaných 88,3 % v roku 2023 na 88,6 % v roku 2026. Počas pandémie sa pomer dlhu k HDP v roku 2020 výrazne zvýšil približne na 97 %, ale odvtedy postupne klesá. Zdá sa však, že tento pozitívny trend sa zastavil, a očakáva sa, že pomer dlhu sa počas sledovaného obdobia mierne zvýši, v dôsledku primárnych deficitov a očakávaných kladných úprav vzťahu deficitu a dlhu, ktoré sú len čiastočne kompenzované stále zápornými diferenciálmi medzi úrokovými mierami a rastom (graf 27).

Graf 27

Faktory zmeny dlhu verejnej správy eurozóny

(v % HDP, ak nie je uvedené inak)



Zdroj: Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2024.

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

Je dôležité, aby vlády dosiahli rýchly pokrok pri implementácii nástroja NGEU aj pri reformovanom rámci správy hospodárskych záležitostí EÚ. Dňa 21. februára 2024 Komisia zverejnila [Strednodobé hodnotenie Mechanizmu na podporu obnovy a odolnosti](#). Hoci v hodnotení sa zdôrazňuje určitý pokrok pri implementácii nástroja NGEU, zároveň sa konštatuje, že pri čerpaní prostriedkov a pri investíciách zatiaľ dochádzalo k meškaniu, čo viedlo k výrazne nižšiemu pozitívnemu vplyvu na rast, ako sa pôvodne očakávalo. V súčasnosti je nevyhnutné urýchliť implementáciu nástroja NGEU, aby sa naplno využil jeho potenciál. V nadväznosti na nedávnu predbežnú politickú dohodu medzi Radou ECOFIN a Európskym parlamentom o reforme rámca správy hospodárskych záležitostí EÚ by sa mal legislatívny proces urýchlene ukončiť, aby sa nové pravidlá mohli bezodkladne uplatniť.

Boxy

1 Špekulácie s cenami ropy a plynu v časoch geopolitických rizík

Livia Chițu, Massimo Ferrari Minesso a Ana-Simona Manu

Výrazné pohyby cien ropy a plynu spolu s vyššou volatilitou cien počas pandémie, vojnou na Ukrajine a rastúcim geopolitickým napätím na Blízkom východe vyvolali otázku, do akej miery sú ceny ropy a plynu ovplyvňované špekuláciami. Ceny ropy a plynu sa od skončenia pandémie výrazne zvýšili, pričom počas oživenia po pandémii sa zaznamenali ich veľké výkyvy. V poslednom čase sa obnovili obavy zo zvýšenej cenovej volatility v dôsledku teroristických útokov v Izraeli a rastúceho napätia v Červenom mori, aj keď v menšej miere ako vo fáze oživenia po pandémii, čo vyvolalo určitý tlak na rast cien ropy Brent (graf A, panel a).¹ V súčasnej situácii je však tlak na rast cien ropy, ktorý vyvolalo geopolitické napätie a obmedzenie ťažby ropy organizáciou OPEC+, kompenzovaný slabým dopytom a vyššou produkciou mimo OPEC. Hoci ceny plynu tiež reagovali na nedávne geopolitické napätie, zostali výrazne nižšie ako v roku 2022. V tejto súvislosti sa pozornosť opäť upriamila na pochopenie faktorov ovplyvňujúcich ceny ropy a plynu. Mimoriadne zaujímavá je otázka, či ceny odrážajú hlavne fundamentálne faktory (teda globálnu ponuku a dopyt po ropy a plyne), alebo viac nefundamentálne faktory súvisiace so špekulatívnymi pozíciami investorov. O tejto téme sa intenzívne diskutuje už viac ako dve desaťročia, pričom niektorí pozorovatelia za hlavné príčiny prudkých nárastov cien ropy považujú špekulácie a financializáciu komoditných trhov. Akademické štúdie však vo všeobecnosti nenachádzajú presvedčivé dôkazy, že by finančné špekulácie zohrávali dôležitú úlohu.²

¹ Odhad reakcie cien ropy na geopolitické šoky sa nachádza v boxe [Geopolitické riziko a ceny ropy](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2023.

² Napríklad Kilian, L.: Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market, *American Economic Review*, Vol. 99, No 3, 2009, s. 1053 – 1069, a Vansteenkiste, I.: [What is driving oil futures prices? Fundamentals versus speculation](#), *Working Paper Series*, No 1371, ECB, 2011.

Graf A

Vývoj cien ropy a plynu a kľúčové udalosti

a) Ceny ropy

(USD/barel)



b) Ceny plynu

(EUR/MWh)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Referenčným bodom pre ceny zemného plynu v Európe je holandský TTF. Sivá oblasť predstavuje detailne zobrazenú časť grafu. Posledné údaje sú z 15. februára 2024.

Trhové ukazovatele vo všeobecnosti naznačujú, že špekulácie zohrávajú obmedzenú rolu nad rámec hedžingových potrieb.

Význam špekulácií sa dá merať vytvorením indexov špekulácií pre trhy s ropou aj plynom pomocou pracovného indexu T. Vychádzajúc z údajov o pozíciách na americkom termínovanom trhu (zo správy Komisie pre obchodovanie s komoditnými futures (Commodity Futures Trading Commission – CFTC) o záväzkoch obchodníkov (Commitments of Traders – COT)), tento index meria špekulácie ako množstvo kontraktov futures držaných nekomerčnými obchodníkmi (ktorí slúžia ako zástupcovia za špekulantov) prevyšujúce rámec toho, čo treba na vyváženie hedžingových pozícií držaných komerčnými obchodníkmi (ktoré meria vykazujúca inštitúcia).³ Hodnoty vyššie ako jeden naznačujú, že obchodníci majú v držbe viac

³ Vykazujúce inštitúcie definujú pozície ako špekulatívne alebo hedžingové na základe podkladovej zmluvy a protistrany. Je dôležité poznamenať, že údaje majú niekoľko obmedzení – napríklad CFTC klasifikuje pozície podľa subjektu (komerčné verus nekomerčné), a nie podľa obchodnej činnosti (špekulácie verus hedžing). Podobné použitie údajov CFTC a aplikácie pracovného indexu T možno nájsť aj vo Vansteenkiste, I., op. cit.

zmlúv, ako treba na zabezpečenie trhového rizika. Špekulácie by mohli zosilniť pohyby (zvyšovanie aj znižovanie) cien v závislosti od pozície investorov. Priemerný vplyv špekulatívnych aktivít vo vzorke sa posudzuje v druhej časti tohto boxu. Ak sa obzrieme späť v čase, ropný index bol stabilný približne do konca roka 2002 s priemerom blízko hodnoty 1. Index potom stabilne rástol približne do roku 2010 – a opäť v roku 2015 – a dosiahol maximum takmer 1,3, ale odvtedy opäť klesal (grafu B, panel a).⁴ Celkovo sa zdá, že korelácia medzi indexom špekulácií a cenou ropy je obmedzená.

Indexy špekulácií na trhu s plynom v Spojených štátoch aj Európe zostali v posledných rokoch celkovo stabilné. Keďže trhy s plynom sú menej globálne integrované ako trhy s ropou, ďalej sa rozlišuje medzi americkým a európskym trhom. Toto rozlíšenie je založené na údajoch CFTC, pokiaľ ide o Spojené štáty, a na informáciách od Európskeho orgánu pre cenné papiere a trhy (ESMA), pokiaľ ide o vývoj v Európe. Z analýzy vyplýva, že špekulácie nad rámec hedžingu sú v Európe historicky vyššie ako v Spojených štátoch (graf B, panel b).⁵ Z európskeho hľadiska sa index špekulácií s plynom zvýšil po ruskej invázii na Ukrajinu, no zostal relatívne stabilný, keď ceny plynu v lete 2022 opäť vzrástli. Korelácia medzi indexom špekulácií a cenou plynu sa celkovo javí ako obmedzená, pričom ich časové rady sa v posledných mesiacoch od seba oddelili.

⁴ Treba uviesť, že hoci index špekulácií sa v roku 2015 zvýšil, ceny ropy klesli v dôsledku nadbytku ponuky po období slabého dopytu, ako aj prudkého nárastu ponuky vyvolaného vysokou produkciou bridlicovej ropy v Spojených štátoch a zrušením vývozných kvót organizáciou OPEC; Baumeister, C. a Kilian, L.: Forty Years of Oil Price Fluctuations: Why the Price of Oil May Still Surprise Us, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 30, No 1, 2016, s. 139 – 160.

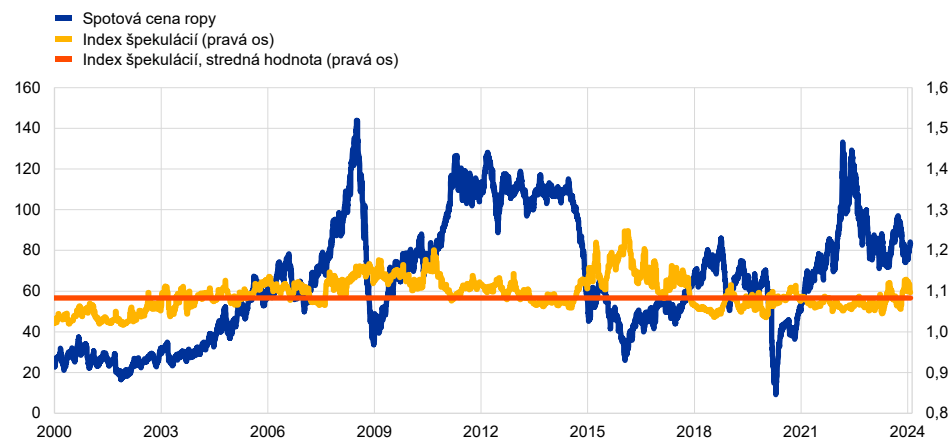
⁵ Údaje ESMA však majú kratší časový rozsah, keďže sa vykazujú až po roku 2018.

Graf B

Indexy špekulácií na trhoch s ropou a plynom

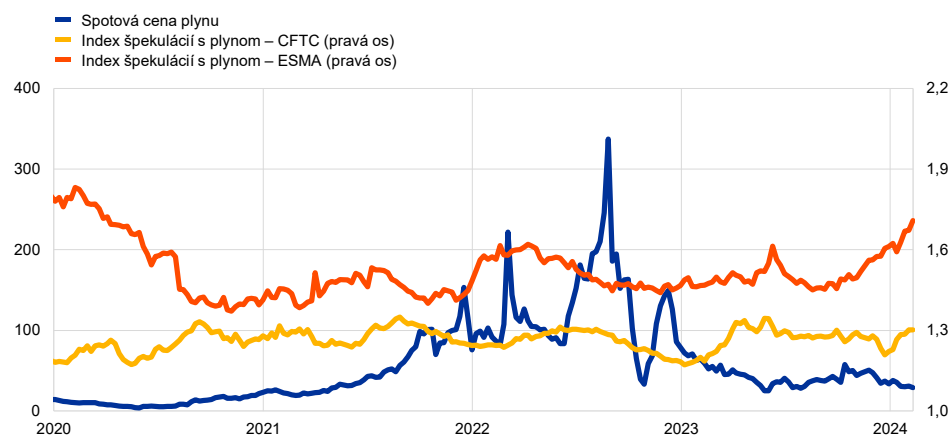
a) Spotová cena ropy a index špekulácií s ropou založený na údajoch CFTC

(ľavá os: USD/barel; pravá os: v %)



b) Spotové ceny plynu a indexy špekulácií s plynom

(ľavá os: EUR/MWh; pravá os: v %)



Zdroj: CFTC, ESMA, LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Panel a): Dolná hranica indexu je nastavená na hodnotu jeden. Väčšie hodnoty naznačujú väčší počet otvorených nekomerčných (teda špekulatívnych) pozícií v porovnaní s komerčnými (teda hedžingovými) pozíciami. Ak pozície nekomerčných subjektov nie sú v rovnováhe s pozíciami komerčných subjektov, veľkosť tohto rozdielu odráža špekulatívne pozície prevyšujúce potreby subjektov vykonávajúcich hedžing. Priemerný index špekulácií sa počíta od roku 1995. Panel b): Index špekulácií s plynom odvodený z údajov CFTC vychádza z údajov za Spojené štáty, kým index založený na údajoch ESMA zachytáva špekulácie na európskom trhu s plynom.

Posledné údaje v paneli a) sú z 15. februára 2024 (denné údaje) a v paneli b) z 9. februára 2024 (týždenné údaje).

Z empirického skúmania súvislosti medzi cenami ropy a špekuláciami

vyplývajú len obmedzené dôkazy o tom, že špekulácie ovplyvňujú prenos

fundamentálnych dopytových alebo ponukových šokov do cien ropy.

Empirické skúmanie vplyvu špekulácií na ceny energií sa zameriava na trh s ropou, pretože ceny plynu sú výraznejšie ovplyvňované regionálnymi faktormi.⁶ Základná koncepcia spočíva v použití štrukturálneho modelu na identifikáciu prekvapivých pohybov cien ropy (teda šokov v cene ropy), ktoré účastníci trhu neočakávajú. Tento prístup môže pomôcť pri posudzovaní, či špekulatívne správanie investorov významne ovplyvňuje

⁶ Použitý empirický rámec je podobný prístupu uvedenému v Altmeyer, P., Boneva, L., Kinston, R., Saha, S. a Stoja, E.: [Yield curve sensitivity to investor positioning around economic shocks](#), *Staff Working Papers*, No 1029, Bank of England, 2023.

vývoj cien ropy v čase výskytu šokov. Napríklad v prípade fundamentálneho šoku, ktorý vedie k nepredvídanému nárastu cien ropy, môžu investori s nadmernou expozíciou voči cenám ropy upraviť svoje portfóliá, čím sa vplyv šoku ešte znásobí. Zároveň sa investori, ktorí by zo svojich pozícií v prípade neočakávaného zvýšenia ceny ropy profitovali, môžu rozhodnúť svoje pozície uzavrieť, aby realizovali zisky, čím sa tlmí účinok fundamentálneho šoku. Túto hypotézu možno otestovať regresnou analýzou korelácie medzi zmenami cien ropy a fundamentálnymi šokmi, pričom sa zohľadní miera angažovanosti investorov na trhoch s ropou (graf C, panel a).⁷ Empirické odhady ukazujú obmedzené rozdiely v reakcii ceny ropy, keď je úroveň špekulácií vyššia.⁸ V prípade spotových cien ropy sa citlivosť na štandardizovaný šok v ponuke ropy zvyšuje z 1,6 – keď je úroveň špekulatívnych kontraktov nízka, približne na 1,8 – keď sú čisté dlhé pozície investorov značné. Tieto odhady sa navzájom štatisticky nelíšia, pretože intervaly spoľahlivosti sa výrazne prekrývajú. Ak uvažujeme o ropných futures, rozdiely sú ešte menšie, keďže v tomto prípade investori s averziou voči riziku, ktorí držia dlhé pozície, dosiahnu zisk, pretože správne očakávali vyššie ceny ropy. Zatvorenie týchto pozícií utlmí účinok fundamentálneho šoku na ceny ropy. Celkovo sa zistilo, že špekulácie nemajú veľký vplyv na zosilnenie prenosu fundamentálnych šokov na spotové ceny ropy ani na ich futures, čo je v súlade s vyššie uvedenými akademickými zisteniami.

⁷ Ceny ropy sa regresne analyzujú vo vzťahu k denným šokom v dodávkach ropy v interakcii s indexom špekulácií s ropou alebo s rozsahom nekomerčných pozícií. Denné ropné šoky sú prevzaté z Gazzani, A., Venditti, F. a Veronese, G.: Oil price shocks in real-time, *Journal of Monetary Economics*, pripravuje sa.

⁸ Výsledky zostávajú robustné aj pri použití pracovného indexu T v interakcii so záporným ponukovým šokom.

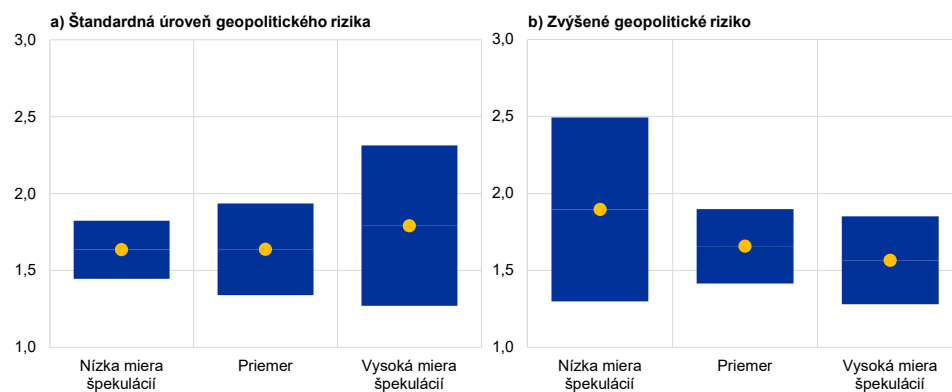
Graf C

Reakcia cien ropy na ponukové šoky v závislosti od rozsahu špekulatívnych pozícií

Odhadovaná reakcia spotových cien ropy

(v %)

■ 25. – 75. percentil
● Medián



Zdroj: LSEG, Caldara a Iacoviello¹⁾, Gazzani a kol.²⁾ a výpočty ECB.

Poznámka: Panel a): Graf využíva štrukturálne ropné šoky identifikované v Gazzani a kol., ktoré sú normalizované tak, aby zvyšovali ceny ropy v čase výskytu šoku. Presnejšie povedané, negatívny ponukový šok bezprostredne zvýši ceny ropy približne o 1,2 % a po týždni o 1,8 %. Graf znázorňuje percentuálnu zmenu ceny ropy pri rovnakom šoku, keď sú čisté otvorené pozície buď na priemernej úrovni vo vzorke (priemer), o jednu štandardnú odchýlku pod priemerom (nízka miera špekulácií), alebo o jednu štandardnú odchýlku nad priemerom (vysoká miera špekulácií). Obdobie vzorky je 2008 – 2022; údaje sú týždenné. Panel b): Graf opakuje rovnakú analýzu, ale zameriava sa výlučne na obdobia vysokej geopolitickej neistoty identifikované ako obdobia, keď je denný index geopolitického rizika, vypočítaný podľa Caldara a Iacoviello, nad dlhodobým priemerom. Obdobie vzorky je 2008 – 2022; údaje sú týždenné.

1) Caldara, D. a Iacoviello, M.: Measuring Geopolitical Risk, *American Economic Review*, Vol. 112, No 4, 2022, s. 1194 – 1225.

2) Gazzani, A., Venditti, F. a Veronese, G.: Oil price shocks in real-time, *Journal of Monetary Economics*, pripravuje sa.

Zistilo sa tiež, že špekulácie nezosilňujú prenos fundamentálnych šokov v obdobiach zvýšeného geopolitického rizika.

Geopolitické napätie môže ovplyvniť ceny ropy prostredníctvom dvoch odlišných, protichodných kanálov. Po prvé, väčšia geopolitická neistota pôsobí ako negatívny globálny dopytový šok tým, že vyvoláva pochybnosti o hospodárskom výhľade s reťazovým účinkom na spotrebu, investície a medzinárodný obchod. Geopolitická neistota cez tento kanál v konečnom dôsledku tlmi globálny dopyt po ropu a jej ceny. Po druhé, geopolitické napätie môže predstavovať riziko pre budúcu ponuku ropy, čo zvýši peňažnú hodnotu držaných ropných kontraktov – známu aj ako dispozičná prémia – a vytvorí tlak na rast cien. Tieto dva kanály tlačia ceny ropy opačným smerom a to, ktorý z nich preváži, je empirická otázka.⁹ Na otestovanie možnosti, či špekulácie môžu zohrávať významnejšiu úlohu pri zosilňovaní pohybov cien ropy v obdobiach geopolitického napätia, opakujeme predchádzajúcu analýzu, ale so zameraním na obdobia zvýšeného geopolitického napätia (identifikované ako obdobia, keď index geopolitického rizika podľa Caldara a Iacovielloa prekračuje svoj historický priemer). Výsledok naznačuje, že citlivosť voči šokom v ponuke ropy zostáva celkovo stabilná, keďže intervaly spoľahlivosti medzi obdobia nízkyh a vysokých špekulácií sa úplne prekrývajú (graf C, panel b). Z týchto výsledkov vyplýva, že špekulácie – merané rozsahom čistej pozície investorov na trhoch s ropou – majú obmedzený vplyv aj pri zosilňovaní reakcií cien na fundamentálne šoky v obdobiach zvýšeného geopolitického napätia.

⁹ Caldara, D. a Iacoviello, M.: Measuring Geopolitical Risk, *American Economic Review*, Vol. 112, No 4, 2022, s. 1194 – 1225.

Costanza Bosone, Ernest Dautović, Michael Fidora a Giovanni Stamato

Rastúce obchodné napätie a séria politík zameraných na otázky národnej bezpečnosti v oblasti obchodných vzťahov vyvolali značné obavy z možných dôsledkov geoeconomickej fragmentácie.¹ Od globálnej finančnej krízy rastie obchod pomalším tempom ako HDP, čo vyústilo do éry tzv. slowbalizácie (graf A, panel a).² Tento jav súvisí s rôznymi faktormi vrátane znižovania marginálnych prínosov integrácie globálnych hodnotových reťazcov, štrukturálneho posunu dopytu od výroby k službám a slabnúcej politickej podpory voľného obchodu. V posledných rokoch skutočne došlo k nárastu opatrení obmedzujúcich obchodovanie.³ Po ruskej invázii na Ukrajinu sa stupňovali obavy týkajúce sa odolnosti obchodu a národnej bezpečnosti, pričom sa čoraz viac diskutovalo o potrebe protekcionizmu, near-shoringu či friend-shoringu. Niektoré aktuálne priemyselné politiky zahŕňajú ustanovenia, ktorých cieľom je poskytovať stimuly domácim výrobcom, najmä v technologicky vyspelých odvetviach – potenciálne na úkor zahraničných výrobcov. Hodnotenia založené na modeloch zároveň ukazujú, že obmedzenia obchodu s medzivstupmi medzi krajinami patriacimi do súperiacich geopolitických blokov by mohli mať významné hospodárske dôsledky vrátane zníženia obchodu a blahobytu, ako aj zvýšenia cien.⁴

¹ Napríklad Aiyar, S., Chen, J., Ebeke, C. H., Garcia-Saltos, R., Gudmundsson, T., Ilyina, A. a Trevino, J. P.: [Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism](#), *Staff Discussion Notes*, No 2023/001, International Monetary Fund, Washington, DC, 2023.

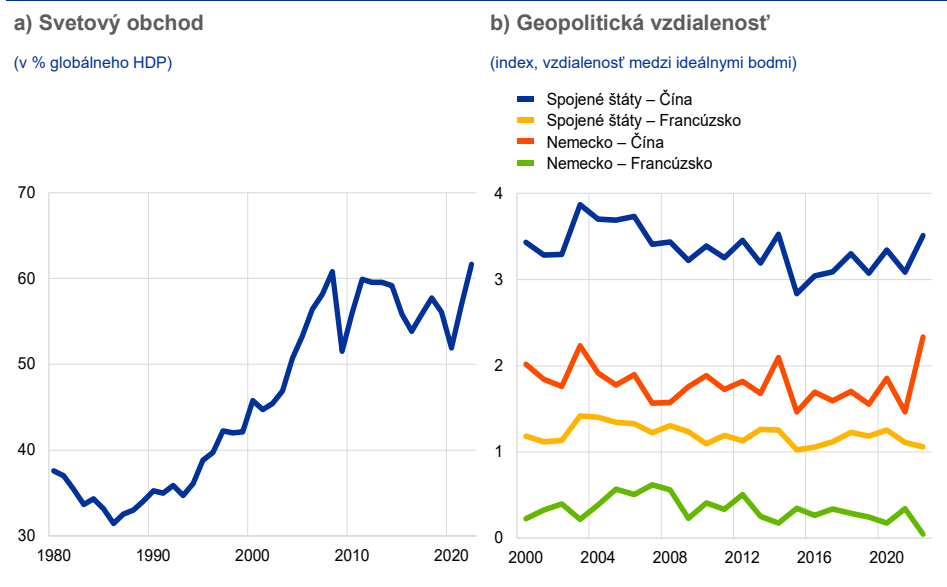
² Antràs, P.: [De-globalisation? Global Value Chains in the Post-COVID-19 Age](#), *Central Banks in a Shifting World: Conference Proceedings – ECB Forum*, 2021.

³ [ICC 2023 Trade Report: A fragmenting world](#), International Chamber of Commerce, ICC, 2023.

⁴ Attinasi, M. G., Boeckelmann, L., a Meunier, B.: [The economic costs of supply chain decoupling](#), *Working Paper Series*, No 2023/2389, ECB, 2023.

Graf A

Vývoj svetového obchodu a geopolitická vzdialenosť medzi vybranými dvojicami krajín



Zdroj: Svetová banka – ukazovatele svetového rozvoja, Bailey a kol. (2017).

Poznámka: Panel a): obchod sa meria ako súčet dovozu a vývozu, posledné údaje sú za rok 2022. Panel b): vzdialenosť medzi ideálnymi bodmi meria pozorovateľné správanie krajín v otázkach zahraničnej politiky, ako sú nesúhlasné hlasovania na Valnom zhromaždení OSN. Vyššie hodnoty znamenajú väčšiu geopolitickú vzdialenosť. Pozri Bailey a kol. (2017), posledné údaje sú za rok 2022.

Kedže doteraz boli k dispozícii len obmedzené empirické dôkazy o tom, že geopolitické obavy už významne ovplyvňujú štruktúru obchodu, v tomto boxe sa skúma vplyv geopolitického napätia na vývoj medzinárodného obchodu v poslednom desaťročí. Pri analýze sa využíva štruktúrny gravitačný model na posúdenie vplyvu geopolitickej vzdialenosti na štruktúru medzinárodného obchodu. Gravitačné modely obchodu vychádzajú z predpokladu, že objem obchodu medzi dvoma krajinami je určený veľkosťou ich hospodárstva a relatívnymi obchodnými spormi, ktoré môžu vyplývať z colných aj necolných obchodných prekážok.⁵ Ako zástupné ukazovatele pre necolné prekážky sa zvyčajne používajú geografická vzdialenosť medzi krajinami a iné charakteristiky, ktoré môžu uľahčovať alebo brzdiť obchod medzi krajinami, napríklad spoločný jazyk či obchodné dohody. Okrem týchto necolných premenných, ktoré sa bežne vyskytujú v literatúre, zavádza táto analýza aj zástupný ukazovateľ pre vplyv geopolitiky. Analýza sa zameriava na výrobu tovarov, a preto nezahŕňa energetické produkty a obchod so službami.

Štandardný gravitačný model medzinárodného obchodu je rozšírený o ukazovateľ geopolitickej vzdialenosti. Táto premenná, ktorá je k dispozícii v priebehu času a pre dvojice krajín, meria nesúlad zahraničnej politiky krajín na základe ich hlasovania na Valnom zhromaždení OSN. Pozorované správanie krajín pri hlasovaní sa pritom prepočíta na ukazovateľ bilaterálnej geopolitickej vzdialenosti, ktorý odzrkadľuje priemerný nesúlad medzi danými dvoma krajinami

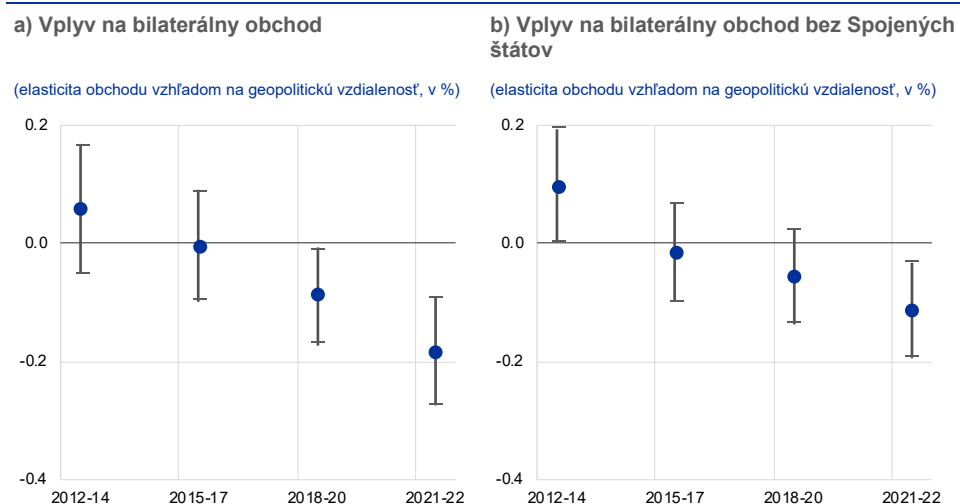
⁵ Anderson, J. a Van Wincoop, E.: *Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle*, *American Economic Review*, Vol. 93(1), 2003, s. 170 – 192.

na Valnom zhromaždení OSN.⁶ V paneli b) grafu A sa na ilustráciu znázorňuje vývoj geopolitickej vzdialenosti medzi štyrmi dvojicami krajín v čase: Spojené štáty – Čína, Spojené štáty – Francúzsko, Nemecko – Čína a Nemecko – Francúzsko. Z grafu vyplýva, že vzdialenosť Spojených štátov aj Nemecka od Číny je trvalo veľká a že v posledných rokoch sa ďalej zväčšuje.

Zistilo sa, že geopolitická vzdialenosť zohráva čoraz dôležitejšiu úlohu pri určovaní globálnych obchodných tokov (graf B, panel a). Odhadovaná elasticita obchodu vzhľadom na geopolitickú vzdialenosť sa stala zápornou a štatisticky významnou od roku 2018, teda približne v čase, keď došlo k eskalácii obchodných sporov medzi Spojenými štátmi a Čínou.⁷ Vplyv geopolitickej vzdialenosti je z hospodárskeho hľadiska významný: napríklad 10-percentný nárast geopolitickej vzdialenosti podľa zistení znižuje bilaterálne obchodné toky približne o 2 %, čo predstavuje asi desatinu obchodného účinku, ktorý možno pripísať dohode o voľnom obchode. Výsledky nevychádzajú výlučne zo štruktúry obchodu Spojených štátov, keďže odhady zostávajú významné aj po vylúčení Spojených štátov zo vzorky (graf B, panel b).

Graf B

Časovo premenlivý vplyv geopolitickej vzdialenosti na bilaterálne obchodné toky



Zdroj: Trade Data Monitor (TDM), IMF, Bailey a kol. (2017), World Integrated Trade Solution (WITS), Eurostat a výpočty ECB.
 Poznámka: Body znázorňujú koeficient geopolitickej vzdialenosti v interakcii s fiktívnou časovou premennou, vypočítaný pomocou trojročných priemerov údajov a na základe gravitačného modelu odhadnutého pre 67 krajín v období rokov 2012 až 2022. Geopolitická vzdialenosť sa meria logaritmom vzdialenosti medzi ideálnymi bodmi, ktorý navrhli Bailey a kol. (2017). Zvislé čiary predstavujú pásma spoľahlivosti 95 %. Závislou premennou je nominálny obchod s priemyselnými tovarmi bez energií. Odhad sa uskutočňuje pomocou Poissonovej metódy pseudomaximálnej vierohodnosti (Poisson pseudo-maximum likelihood – PPML). Odhad zohľadňuje bilaterálne časovo premenlivé kontroly, fixné efekty vývozu/dovozu v danom roku a párové fixné efekty. Štandardné chyby sú zoskupené podľa dvojice krajín a rokov. Odhady v paneli b) sú založené na vzorke 66 krajín, keďže Spojené štáty sú vylúčené.

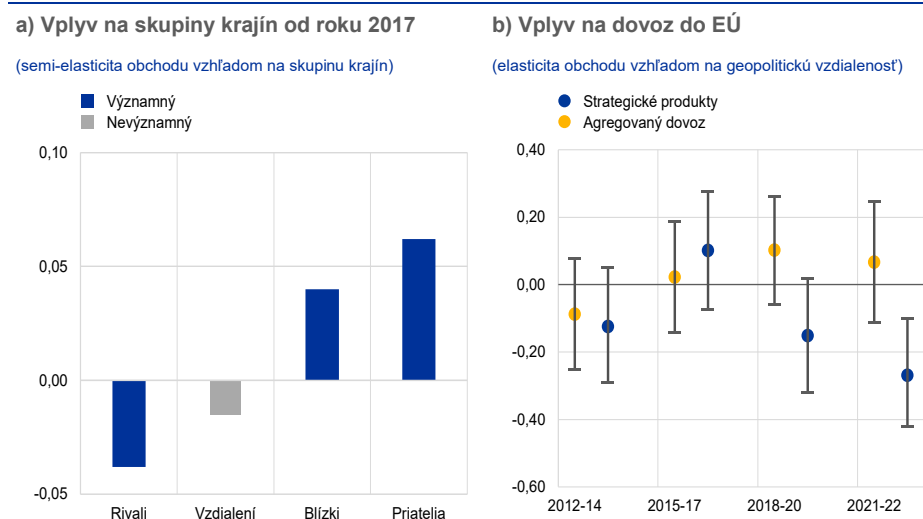
⁶ Bailey, M. A., Strezhnev, A. a Voeten, E.: [Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data](#), *Journal of Conflict Resolution*, Vol. 61(2), 2017, s. 430 – 456.

⁷ Tieto zistenia zostávajú spoľahlivé aj pri zohľadnení všetkých globálnych šokov vrátane pandémie COVID-19, pretože zahrnutie časovo premenlivých hraničných efektov do obchodných nákladov umožňuje zohľadniť vplyv všetkých globálnych nepozorovateľných faktorov ovplyvňujúcich medzinárodný obchod v porovnaní s domácim obchodom (viac v Beverelli, C., Keck, A., Larch, M., a Yotov, Y. V.: [Institutions, trade, and development: identifying the impact of country-specific characteristics on international trade](#), *Oxford Economic Papers*, 2023).

Zdá sa, že geopolitika má heterogénny vplyv na štruktúru obchodu. Na pochopenie heterogénnosti vplyvu geopolitiky sa bilaterálne obchodné toky regresne analyzujú na súbore štyroch fiktívnych premenných, ktoré identifikujú štyri kvartily rozloženia geopolitickej vzdialenosti medzi dvojicami krajín. Aby sa zachytil vplyv rastúceho geopolitického napätia v priebehu času, každá kvartilová fiktívna premenná sa okrem toho kombinuje s časovou fiktívnou premennou, ktorá je v období po roku 2017 nastavená na hodnotu jedna. Geopolitika posilnila obchod medzi „priateľmi“ (t. j. prvý kvartil) v období po roku 2017. Naopak, brzdila obchod medzi „rivalmi“ (t. j. štvrtý kvartil; graf C, panel a). Obchod medzi „rivalmi“ je približne o 4 % nižší, ako by bol, keby sa geopolitické napätie po roku 2017 nezvýšilo, zatiaľ čo obchod medzi „priateľmi“ je približne o 6 % vyšší. Celkovo možno povedať, že hoci geopolitika obmedzuje obchod medzi geopoliticky vzdialenými krajinami, môže tiež posilniť obchodné väzby medzi geopoliticky blízkymi krajinami.

Graf C

Vplyv geopolitickej vzdialenosti na skupiny krajín a na dovoz do EÚ



Zdroj: TDM, MMF, Bailey a kol. (2017), Egger a Larch (2008), WITS, Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.
Poznámka: Výsledky sú založené na štrukturálnom gravitačnom modeli odhadnutom pre 67 krajín na obdobie rokov 2012 až 2022 s použitím ročných údajov. Podrobnosti o odhade sa nachádzajú v grafe B. Panel a): Vplyv na jednotlivé skupiny sa identifikuje na základe fiktívnej premennej pre kvartily rozloženia geopolitickej vzdialenosti medzi dvojicami krajín. Fiktívna premenná nadobudne hodnotu 1 v prípade obchodu medzi dvojicami krajín patriacimi do rovnakého kvartilu od roku 2017. Semi-elastičita β zodpovedá percentuálnej zmene $100 \cdot (\exp(\beta) - 1)$. Panel b): Body predstavujú koeficient geopolitickej vzdialenosti v interakcii s časovou fiktívnou premennou a s fiktívnou premennou pre dovoz do EÚ, pričom sa používajú trojročné priemery údajov. Žlté body označujú odhady založené na bilaterálnom obchode ako závislej premennej, kým modré body označujú odhady založené na bilaterálnom obchode so strategickými produktmi, ako ich definovala Európska komisia. Čiary predstavujú pásma spoľahlivosti 95 %.

Existujú len obmedzené dôkazy o významných trendoch near-shoringu alebo friend-shoringu v celkovom dovoze do EÚ. V rámci toho istého gravitačného modelu sa vplyv časovo premenlivých účinkov geopolitickej vzdialenosti v prípade EÚ izoluje interakciou geopolitickej vzdialenosti s fiktívnou premennou pre dovoz do EÚ. Odhad zohľadňuje účinky súvisiace s vplyvom obchodnej integrácie EÚ v jednotlivých krajinách. Zistilo sa, že geopolitika nemá na dovoz priemyselných tovarov do EÚ významný vplyv (graf C, panel b). Tento výsledok zostáva stabilný aj pri alternatívnych špecifikáciách a môže odrážať vysoký stupeň integrácie EÚ do globálnych dodávateľských reťazcov, vysokú nepružnosť výrobných štruktúr vo vzťahu k zmenám cien prinajmenšom v krátkodobom horizonte a skutočnosť, že táto

nepružnosť je tým vyššia, čím hlbšie sú krajiny integrované do globálnych dodávateľských reťazcov.⁸

Napriek tomu existujú dôkazy o znižovaní rizika v EÚ v strategických odvetviach. Strategické tovary (vojenské vybavenie, suroviny, batérie, high-tech tovary, zdravotnícke tovary atď.) predstavujú približne 9 % celkového dovozu z krajín mimo EÚ a sú zvlášť dôležité pre oblasti, ako je bezpečnosť, verejné zdravie či zelená a digitálna transformácia. Zistilo sa, že keď sa obchod so strategickými výrobkami, ako ich definuje Európska komisia, použije ako závislá premenná, geopolitická vzdialenosť výrazne znižuje dovoz do EÚ (graf C, panel b). Empirické dôkazy naznačujú, že EÚ selektívne znižuje svoju závislosť od geopoliticky vzdialených dodávateľov v strategických odvetviach.

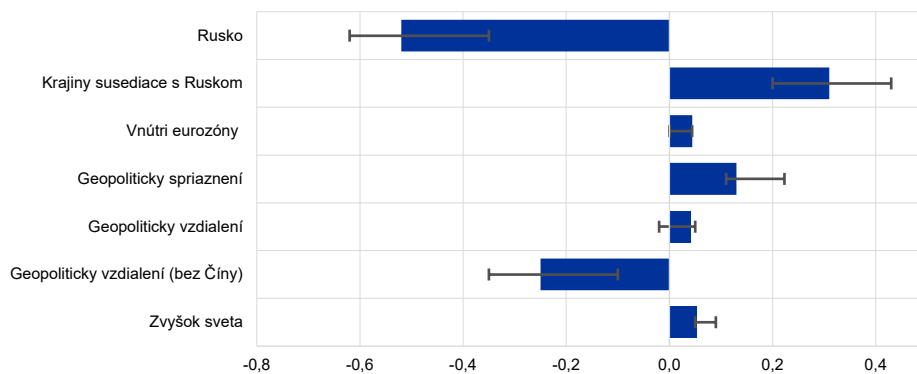
Ruská invázia na Ukrajinu urýchlila preorientovanie vývozu z eurozóny na geopoliticky spriaznené krajiny. Analýza udalostí naznačuje, že ruská invázia na Ukrajinu viedla k zníženiu vývozu z eurozóny do Ruska o viac ako polovicu (graf D). Súčasne došlo k nárastu obchodných tokov do krajín susediacich s Ruskom, čo môže byť odrazom reštrukturalizácie dodávateľských reťazcov. Odhaduje sa, že obchod eurozóny s geopoliticky spriaznenými krajinami sa v dôsledku vojny zvýšil približne o 13 % v porovnaní s opačným scenárom, v ktorom by k vojne nedošlo, k čomu prispel najmä zvýšený obchod so Spojenými štátmi. Zároveň existujú obmedzené dôkazy o near-shoringu, keďže sa odhaduje, že úroveň obchodu v rámci eurozóny sa v reakcii na ruskú inváziu na Ukrajinu v porovnaní s opačným scenárom zvýšila približne o 4 %. Napriek tomu neexistujú žiadne známky presmerovania obchodu mimo Číny, čo by mohlo odrážať trhovú dominanciu Číny v mnohých kľúčových odvetviach. Keď sa však Čína vylúči zo skupiny geopoliticky vzdialených krajín, vplyv ruskej invázie na Ukrajinu na vývoz z eurozóny je veľmi významný a výrazne negatívny.

⁸ Napríklad v Bayoumi, T., Barkema, J. a Cerdeiro, D.: [The Inflexible Structure of Global Supply Chains](#), *IMF Working Papers*, No 2019/193, IMF, 2019.

Graf D

Vplyv ruskej invázie na Ukrajinu na vývoz z eurozóny

(semi-elastická)



Zdroj: TDM, MMF, OSN, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Odhadované koeficienty gravitačného modelu, kvartálne údaje za roky 2012 – 2022. Vzorka zahŕňa 67 vývozcov a 118 dovozcov. Vplyv na úroveň vývozu z eurozóny sa identifikuje fiktívnou premennou v prípade dátumov po ruskej invázii na Ukrajinu. Obchodní partneri zahŕňajú Rusko, krajiny susediace s Ruskom (Arménsko, Kazachstan, Kirgizskú republiku a Gruzínsko), ako aj geopoliticky spriaznené, resp. vzdialené alebo neutrálne krajiny, ktoré sú definované ako krajiny, ktoré hlasovali proti Rusku, resp. za Rusko, alebo sa zdržali hlasovania pri oboch zásadných rezolúciách OSN zo 7. apríla a z 11. októbra 2022. Zahnutý je aj obchod v rámci eurozóny. Odhad sa vykonáva pomocou Poissonovej metódy pseudomaximálnej vierohodnosti (PPML). Odhad zohľadňuje bilaterálne časovo premenlivé kontroly, fixné efekty vývozcov/dovozcov v čase a fixné efekty vývozcov/dovozcov. Štandardné chyby sú zoskupené podľa dvojice krajín a času. Stĺpce znázorňujú priemerné účinky významných koeficientov, kým zvislé čiary označujú minimálne a maximálne koeficienty odhadnuté v rámci rôznych kontrol robustnosti.

Ako domácnosti upravili svoje výdavky a sporenie, aby zvládli infláciu

Alina-Gabriela Bobasu, Evangelos Charalampakis a Omiros Kouvas

Domácnosti čelili v posledných rokoch viacerým šokom a svoje správanie upravili rôznym spôsobom. Epizódu vysokej inflácie v posledných dvoch rokoch vyvolala kombinácia faktorov, vrátane problémov v zásobovaní zapríčinených pandemiou či prudkého rastu cien energií po vstupe Ruska na Ukrajinu. Inflačný šok ovplyvnil správanie spotrebiteľov a negatívne sa odrazil na ich výdavkoch. Spotrebiteľia sa vo všeobecnosti vyrovnávajú s nárastom cien rôznymi stratégiami – od zmien v spotrebe, cez znižovanie úspor, až po zvýšenie svojich príjmov. V tomto boxe sme pomocou údajov z prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB (Consumer Expectations Survey – CES) skúmali, akými rôznymi úpravami domácnosti reagovali na súčasnú inflačnú epizódu.

Údaje z CES naznačujú, že primárnou stratégiou spotrebiteľov na zvládanie inflácie sú zmeny v ich spotrebe (graf A).¹ Respondenti CES odpovedali na otázku, aké kroky podnikli v predchádzajúcich 12 mesiacoch na zvládnutie inflácie. Okrem zníženia spotreby sa spomínali pôžičky, čerpanie úspor, zvýšenie pracovného úväzku, ďalší pracovný pomer alebo požiadanie o zvýšenie platu. V januári 2024 väčšina respondentov CES (69 %) upravila svoju spotrebu, ale za zmienku stoja aj zmeny prostredníctvom úspor/úverov (43 %) a príjmov (31 %).² Prevažujúcou reakciou na zvýšenie cien bolo nakupovanie vo viacerých obchodoch podľa ceny (50 %), po ktorom nasledovala výmena za menej kvalitné druhy výrobkov (33 %) a zníženie nakupovaných množstiev (28 %).³ 35 % respondentov uviedlo, že znížili svoje úspory v prospech spotreby, a pokiaľ ide o príjmy, približne 15% si dohodlo zvýšenie platu a 17 % uviedlo, že si zvýšilo pracovný úväzok alebo si našlo ďalšie zamestnanie. Domácnosti, ktoré čelili rozpočtovým obmedzeniam – definované ako domácnosti s vysokým podielom výdavkov na nevyhnutné potreby v porovnaní s príjmami – častejšie upravovali svoj model nakupovania a sporenia v porovnaní s domácnosťami s neobmedzenými rozpočtami (graf A).⁴ Pokiaľ ide o zmeny v príjme, percentuálne zastúpenie tohto opatrenia bolo v oboch skupinách

¹ Je veľmi dobre zdokumentované, že spotrebiteľia v reakcii na veľké šoky upravujú svoju spotrebu. Viac informácií sa nachádza napríklad v boxoch s názvom [Consumption patterns and inflation measurement issues during the COVID-19 pandemic](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2020, [Inflation measurement in times of economic distress](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2020, a [Váhy HICP na rok 2021 a ich vplyv na meranie inflácie](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2021. Úpravy spotrebiteľského správania môžu zahŕňať zmenu celkovej spotreby alebo zmenu jej zloženia prostredníctvom i) upustenia od daného výrobku a/alebo značky, ii) vyhľadávania lepších cien a propagačných akcií a/alebo iii) prechodu na lacnejšie druhy výrobkov.

² Percentá vyjadrujú priemerný údaj vzhľadom na to, že odpovede sú rozdelené na domácnosti, ktoré čelia rozpočtovým obmedzeniam – definované ako domácnosti s vysokým podielom výdavkov na nevyhnutné potreby v porovnaní s príjmami – a domácnosti bez takýchto obmedzení.

³ Vyhľadávanie cez Google tieto dôkazy potvrdzuje a naznačuje, že od polovice roka 2022 spotrebiteľia aktívne hľadajú predajcov s cenovo výhodnejšími ponukami a prejavujú väčší záujem o akcie, a to najmä na stravu (napríklad „akcie na potraviny“, „jedálne lístky s cenami“, „zlavy na potraviny“).

⁴ Rôzne domácnosti využívajú na zvládnutie inflačných šokov rôzne stratégie v závislosti od ich spotrebiteľského koša, príjmu a charakteristík ich bilancií. Aktuálna analýza dôsledkov energetického cenového šoku v modeloch heterogénnych agentov sa nachádza v článku Auclert, A., Monnery, H., Rognlie, M. a Straub, L.: [Managing an Energy Shock: Fiscal and Monetary Policy](#), *mimeo*, 2023.

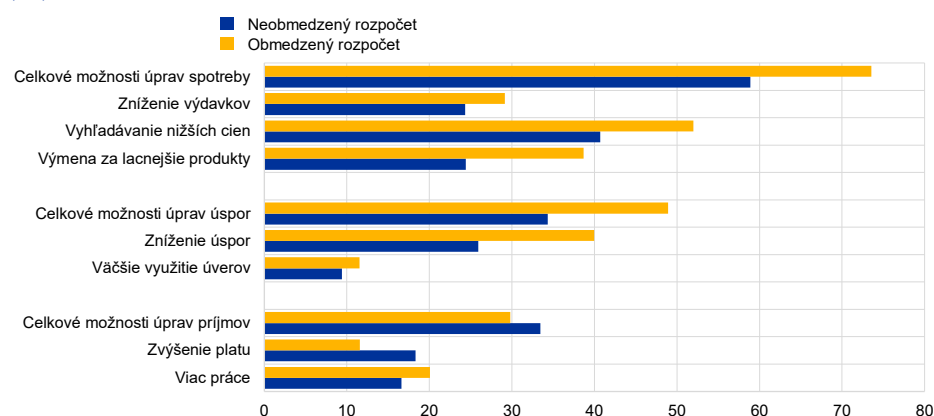
podobné.⁵ Z odpovedí respondentov vyplýva, že v porovnaní s predchádzajúcim obdobím (august 2023), keď odpovedali na rovnakú otázku, bol vo všetkých možnostiach úprav zaznamenaný nárast. Najvýraznejšie sa zvýšil podiel stratégie spotreby (9 percentuálnych bodov), nasledovalo čerpanie úspor (7 percentuálnych bodov) a zvýšenie príjmu (7 percentuálnych bodov).

Graf A

Odpovede spotrebiteľov vo všetkých možnostiach úprav v rámci CES

Odpovede v januári 2024 (za predchádzajúcich 12 mesiacov)

(v %)



Zdroj: CES a výpočty ECB.

Poznámka: Otázka CES je nasledovná: „Zamyslite sa vo všeobecnosti nad svojimi očakávaniami, pokiaľ ide o zmeny cien za posledných 12 mesiacov. Ktoré z nasledujúcich krokov (ak nejaké) ste podnikli za posledných 12 mesiacov v dôsledku týchto zmien cien? Vyberte všetky vyhovujúce možnosti. 1. Urýchlili sme významné nákupy tovarov dlhodobej spotreby. 2. Znížili sme bežné výdavky a odložili sme si viac peňazí. 3. Porovnávali sme ceny vo viacerých obchodoch, aby sme našli rovnaký výrobok za najvýhodnejšiu cenu. 4. Nahradili sme tovar a služby lacnejšími alternatívami. 5. Šetrili sme menej ako obvykle, alebo sme úspory (celé alebo ich časť) použili na financovanie výdavkov. 6. Na financovanie výdavkov sme používali viac úverov ako zvyčajne (napr. zvýšený limit na kreditných kartách alebo iné spotrebiteľské úvery). 7. Zamestnávateľ nám zvýšil plat alebo sme si našli zamestnanie s vyšším platom. 8. Zvýšili sme svoj príjem iným spôsobom (napr. našli sme si druhé zamestnanie, zvýšili sme si pracovný úväzok u súčasného zamestnávateľa). 9. Nič z vyššie uvedeného.“

Zloženie výdavkového koša domácností ukázalo výraznejšie úpravy v kategóriách, ktoré zaznamenali väčší relatívny nárast cien.

V paneli a) grafu B je zobrazené zloženie spotrebiteľského koša v roku 2023 v porovnaní s rokom 2021. V kategóriách s vyšším relatívnym nárastom cien boli za posledné dva roky zaznamenané výraznejšie zmeny v ich podiele na celkových výdavkoch. Zodpovedá to aj literatúre, podľa ktorej domácnosti nahrádzajú výrobky, ktoré sa stanú relatívne drahšími.⁶ Najmä spotreba položiek, ako sú potraviny a zariadenia, zaznamenala v reakcii na väčšie zvýšenie cien výraznú úpravu smerom nadol. Tieto kvantitatívne dôkazy zodpovedajú kvalitatívnym odpovediam v grafe A. Spotrebiteľské správanie domácností však ovplyvnili aj ďalšie šoky. Trvalý rozvoj voľnočasových služieb, ako sú reštaurácie, rekreácia a cestovanie (graf B, panel b), bol spôsobený zmenou preferencií po zrušení sociálnych obmedzení v dôsledku pandémie. Viedlo to k zvýšeniu podielu týchto kategórií na celkových výdavkoch zo 7,4 % v roku 2021 na 12,9 % v roku 2023. Okrem toho na začiatku roka 2022 začal v dôsledku obmedzení

⁵ Podobné percentuálne podiely v oboch skupinách je možné vysvetliť obrátením kauzality, keď domácnosti, ktorým sa podarilo zvýšiť príjmy, sa stali domácnosťami bez obmedzení – keďže podmieňujúcim faktorom pri určovaní skupín a možností úprav je v tomto prípade príjem.

⁶ Argente, D. a Lee, M.: *Cost of living inequality during the Great Recession*, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 19, No 2, 2021, s. 913 – 952, a *Grocery prices in the euro area: findings from the analysis of a disaggregated price dataset*, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2015.

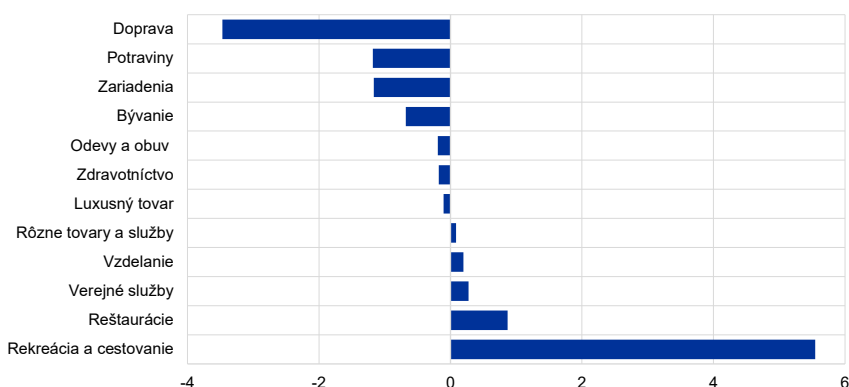
dotykových polovodičov klesá podiel dopravy (vrátane nákupu vozidiel), ktorý sa však v roku 2023 do určitej miery obnovil.

Graf B

Zmeny v spotrebiteľskom koši a dekompozícia spotreby podľa kategórií výdavkov

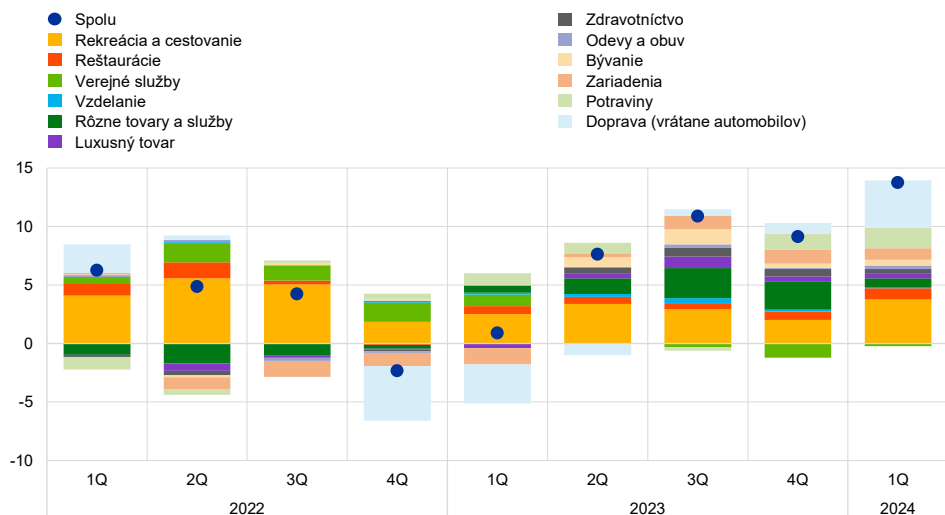
a) Relatívne zmeny vo výdavkoch (porovnanie rokov 2023 a 2021)

(podiel celkových výdavkov, v %)



b) Nominálna spotreba

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



Zdroj: CES a výpočty ECB.

Poznámka: Panel a) zobrazuje relatívne zmeny vo výdavkoch v jednotlivých kategóriách výdavkov (doprava, potraviny, zariadenia, bývanie, odevy a obuv, zdravie, luxusný tovar, rôzne tovary a služby, vzdelávanie, verejné služby, cestovanie, reštaurácie a rekreácia) v roku 2023. Vzorka sa skladá z 11 krajín eurozóny: Belgicko, Nemecko, Írsko, Španielsko, Francúzsko, Taliansko, Luxembursko, Holandsko, Rakúsko, Portugalsko a Fínsko. V paneli b) je dekompozícia založená na nominálnych hodnotách s ročnými mierami rastu prepočítanými na základe podielu jednotlivých položiek na celkových nominálnych výdavkoch na spotrebu. Posledné údaje v paneli a) sú za rok 2023 a v paneli b) za prvý štvrťrok 2024.

Pokiaľ ide o úpravy v úsporách, dôkazy poukazujú na pokles miery úspor

v posledných dvoch rokoch. Kombináciou informácií z CES o spotrebe a príjmoch možno vypočítať mieru úspor na úrovni domácností a štvrťročné agregáty. Pohyby v agregovanej miere úspor (ako podiele na čistom príjme) podľa CES presne kopírujú pohyby pozorované v (sezónne neočistenej) agregovanej miere úspor v štvrťročných sektorových účtoch Eurostatu (graf C, panel a). V rokoch 2022 a 2023 dochádza podľa CES k poklesu miery úspor, ktorý je o niečo výraznejší ako pokles tohto ukazovateľa v štvrťročných sektorových účtoch. V každom prípade, miera

úspor podľa Eurostatu sa v treťom štvrtroku 2023 priblížila k svojmu dlhodobému priemeru.

Dekompozícia miery úspor naznačuje, že pokles bol spôsobený najmä zvýšenými výdavkami na rekreáciu a cestovanie, a nie na nevyhnutné potreby.

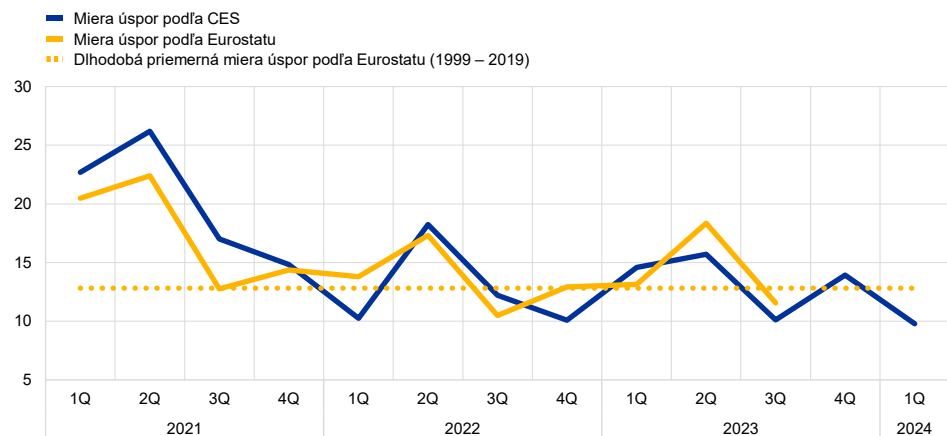
Mikrodáta CES umožňujú podrobne rozčleniť zmeny miery úspor za posledné dva roky z hľadiska kategórií príjmov a spotreby v rôznych príjmových skupinách.

Súčasný pokles miery úspor možno do veľkej miery pripísať zvýšenej preferencii výdavkov domácností na rekreáciu a cestovanie po pandémie, za ktorou stoja najmä domácnosti vo vyšších príjmových skupinách (graf C, panel b). K poklesu miery úspor v roku 2023 prispeli, hoci v menšej miere, aj zvýšené výdavky na tovary dlhodobej spotreby po normalizácii výrobných výpadkov, vynakladané najmä domácnosťami s nižšími príjmami. Naopak, výdavky na základné položky vrátane bývania, potravín a energií mali napriek výraznému nárastu cien pomerne mierny vplyv na pokles úspor domácností v rokoch 2022 a 2023. Tento výsledok odráža zníženie množstva aj kvality nákupov týchto základných potrieb v súlade so zmenami v správaní domácností v oblasti výdavkov.

Graf C Miera úspor v eurozóne

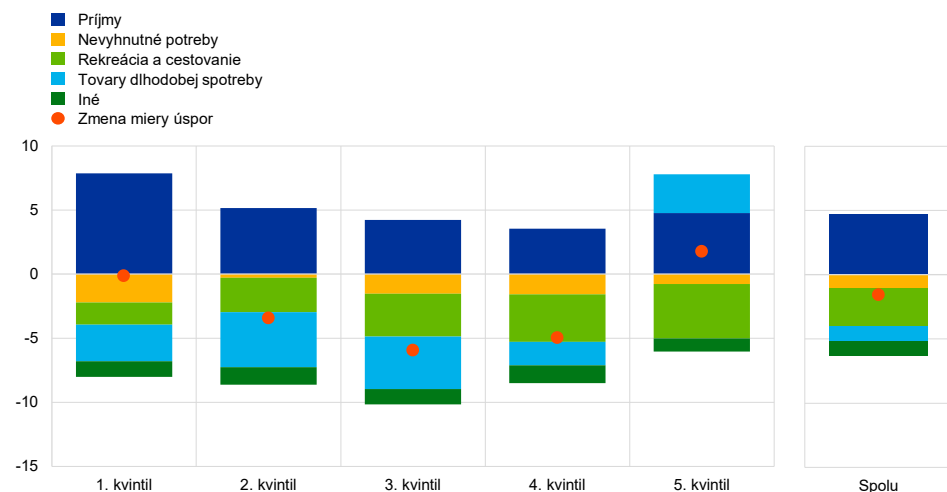
a) Miera úspor domácností

(percentuálny podiel príjmu)



b) Dekompozícia miery úspor podľa príjmového kvintilu a typu spotreby v CES (porovnanie rokov 2023 a 2022)

(zmena v p. b.)



Zdroj: CES, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: V paneli a) je miera úspor podľa CES definovaná ako pomer úspor k čistému príjmu domácností; úspory sa počítajú ako čistý príjem domácností mínus spotreba. Miera úspor podľa Eurostatu sa počíta ako pomer hrubých úspor k hrubému disponibilnému príjmu domácností. Prušovaná čiara sa vzťahuje na dlhodobý priemer za obdobie rokov 1999 – 2019. Všetky rady údajov sú neočistené od sezónnych vplyvov. V paneli b) je na ľavej strane grafu znázornená dekompozícia miery úspor podľa príjmového kvintilu v roku 2023 a na pravej strane dekompozícia agregovanej miery úspor v roku 2023. V prípade údajov CES vzorka zahŕňa 11 krajín eurozóny: Belgicko, Nemecko, Írsko, Španielsko, Francúzsko, Taliansko, Luxembursko, Holandsko, Rakúsko, Portugalsko a Fínsko. Posledné údaje CES sú za prvý štvrťrok 2024, posledné údaje zo štvrťročných sektorových účtov Eurostatu v paneli a) sú za tretí štvrťrok 2023 a v paneli b) za rok 2023.

Pokiaľ ide o úpravy v príjmoch, viac ako polovica respondentov uviedla, že nominálny rast príjmov v roku 2023 je nižší ako inflácia. Kvalitatívne údaje z CES naznačujú, že väčšina spotrebiteľov (54 %) uviedla, že ich príjmy rástli pomalšie ako inflácia, kým 21 % uviedlo, že ich príjmy rástli rýchlejšie ako inflácia, a 25 % uviedlo, že ich príjmy klesli.⁷ Podľa kvantitatívnych dôkazov z dekompozície miery úspor zvýšený príspevok príjmov v roku 2023 do značnej miery vyvažuje zvýšenie výdavkov (graf C, panel b). K úpravám príjmov však zvyčajne dochádza

⁷ Viac v boxe [Východiská merania príjmu domácností](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2023.

ako k posledným, keďže sú v menšej miere pod priamou kontrolou domácností. Pokiaľ ide o distribučné aspekty, najväčší nárast príjmov zaznamenali spotrebitelia v kvintiloch s nižšími príjmami, čo je v súlade so zvyšovaním minimálnej mzdy v krajinách eurozóny v posledných dvoch rokoch.⁸

⁸ Viac v boxe [Minimum wages and their role for euro area wage growth](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2022.

Faktory vplývajúce na infláciu cien potravín v eurozóne za posledné dva roky

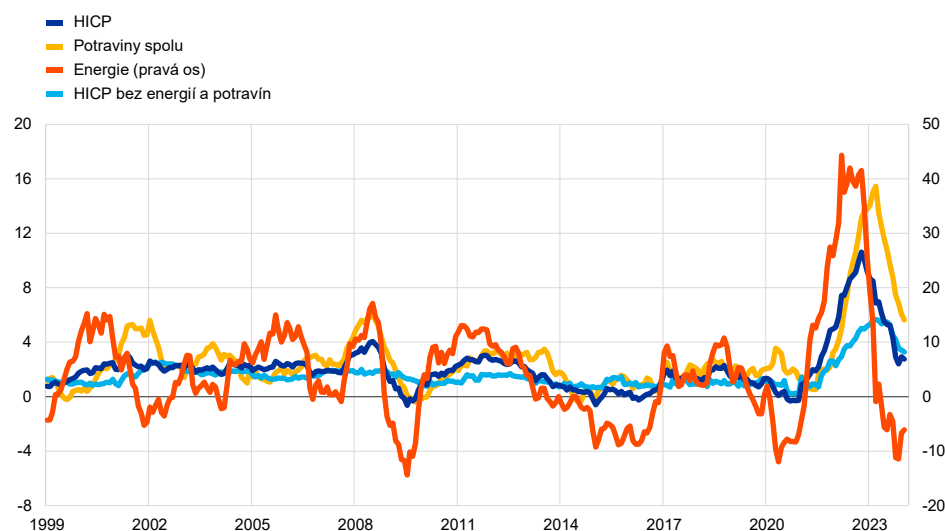
Friderike Kuik, Eliza Magdalena Lis, Joan Paredes a Ieva Rubene

Inflácia cien potravín bola jedným z hlavných faktorov, ktoré prispeli k výraznému rastu celkovej inflácie v eurozóne v roku 2022, a keď začala klesať, prispela aj k následnej dezinflácii. Inflácia potravín stúpla v marci 2023 na rekordnú úroveň približne 15 %, ktorú prekonal len predchádzajúci nárast inflácie cien energií (graf A). Odvtedy sa inflácia potravín znížila a v januári 2024 klesla na 5,7 %, no stále je nad dlhodobým priemerom 2,1 % spred pandémie na.¹ Potraviny tvoria približne 20 % výdavkov v celkovom koši harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP), pričom ide predovšetkým o tovary základnej spotreby. To znamená, že prudký nárast inflácie potravinovej zložky HICP mal vplyv na kúpnu silu domácností a dotýkal sa najmä domácností s nižšími príjmami. V tomto boxe sa skúmajú hlavné faktory, ktoré stoja za nedávnym vývojom cien potravín.

Graf A

Vývoj spotrebiteľských cien potravín v eurozóne

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z januára 2024.

Výrazný nárast inflácie spotrebiteľských cien potravín od polovice roka 2021 do začiatku roka 2023 bol zaznamenaný v oboch hlavných zložkách: spracovaných aj nespracovaných potravinách. Spracované potravinové výrobky

¹ Predchádzajúce prudké zvyšovania ročnej miery inflácie cien potravín odrážali zdravotné obavy spojené s chorobami zvierat (5,6 % na začiatku roka 2002) a nárast svetových cien potravinárskych komodít a hnojív (6,1 % v roku 2008). Prehľad vývoja cien potravín počas pandémie COVID-19 sa nachádza v boxe s názvom [Recent developments in euro area food prices](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2020, a v boxe s názvom [Prudký nárast inflácie cien potravín v eurozóne a vplyv rusko-ukrajinskej vojny](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2022.

tvoria najväčší podiel spotrebiteľských výdavkov na potraviny (75 %), pričom zvyšok pripadá na nespracované potraviny. Podľa tabuliek vstupov a výstupov od Eurostatu je nákladová štruktúra sektorov spracovaných a nespracovaných potravín dosť podobná, existujú však niektoré významné rozdiely. Pri výrobe spracovaných potravín predstavujú priame energetické vstupy približne 2 % iných ako pracovných vstupov, zatiaľ čo v prípade nespracovaných potravín je to približne 7 %. Zároveň plyn a elektrina (na rozdiel od ropy) majú väčší podiel na energetických vstupoch pri spracovaných potravinách (približne 80 %) ako pri nespracovaných potravinách (približne 50 %). Okrem toho, takmer rovnako dôležité ako energetické vstupy sú pri výrobe nespracovaných potravín aj vstupy tvorené hnojivami. Ceny nespracovaných potravín navyše bývajú obvykle silnejšie ovplyvnené sezónnymi faktormi vrátane nepriaznivého počasia. V prípade oboch zložiek predstavujú potravinové medzivstupy veľkú časť iných ako pracovných vstupných nákladov (približne 40 % pri nespracovaných potravinách a 50 % pri spracovaných potravinách), čo znamená, že vývoj cien potravín môže mať významné reťazové účinky v rámci sektora.

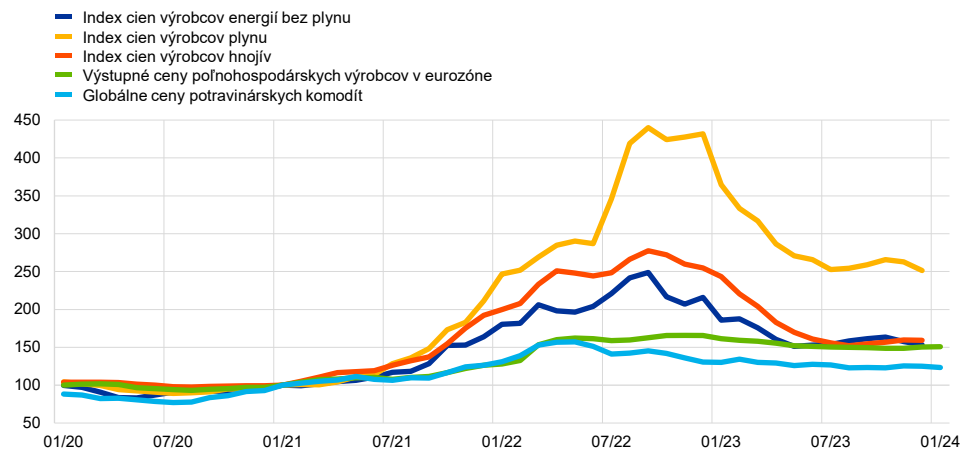
Mimoriadny nárast nákladov na energie bol hlavným faktorom zvýšenia inflácie spotrebiteľských cien potravín v rokoch 2021 a 2022. V priebehu roka 2021 sa ceny ropy výrazne zvýšili, keď sa svetové hospodárstvo začalo zotavovať z účinkov pandémie koronavírusu (COVID-19), zatiaľ čo dodávky ropy boli obmedzené. V lete 2021 okrem toho v Európe prudko stúpili veľkoobchodné ceny plynu v dôsledku kombinácie faktorov na strane ponuky a dopytu. Tento vývoj začiatkom roka 2022 ešte zhoršila ruská invázia na Ukrajinu.² Prudký nárast cien energetických komodít viedol k následnému výraznému zvýšeniu výrobných cien energií a cien hnojív, ktoré úzko súvisia s cenou plynu (graf B). Rozsah tohto nárastu výrobných cien energií bol z historického hľadiska výnimočne veľký. Zvýšenie bolo zvlášť výrazné v prípade plynu a elektriny, pričom veľkoobchodné ceny plynu dosiahli vrchol v septembri 2022, keď boli o 440 % vyššie ako v decembri 2020. Podľa tabuliek vstupov a výstupov Eurostatu za rok 2019 sa odhaduje, že náklady na energie predstavujú približne 3 % celkových iných ako pracovných vstupných nákladov potravinárskeho sektora. Hoci sa tento podiel môže zdať malý, samotný rozsah šoku z cien energií znamenal značné zvýšenie celkových výrobných nákladov. Výrobné ceny energií (ktoré zahŕňajú najmä elektrinu, plyn a klimatizáciu) boli na vrchole takmer o 280 % vyššie ako v decembri 2020. Takýto nárast by znamenal zvýšenie celkových iných ako pracovných vstupných nákladov potravinárskeho sektora približne o 9 % (len v dôsledku tohto konkrétneho šoku vstupných nákladov).

² Podrobnejšia analýza vývoja cien energií v rokoch 2021 – 2022 je uvedená v článku s názvom [Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2022.

Graf B

Vývoj hlavných vstupných nákladov ovplyvňujúcich spotrebiteľské ceny potravín

(index: január 2021 = 100)



Zdroj: Eurostat, Hamburský inštitút medzinárodnej ekonomiky (HWWI), ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Indexy cien výrobcov sa vzťahujú na eurozónu; svetové ceny potravinárskych komodít sú v eurách. Posledné údaje sú z decembra 2023 v prípade indexov cien výrobcov a z januára 2024 v prípade výstupných cien poľnohospodárskych výrobcov v eurozóne a svetových potravinárskych komodít.

Výrazný bol aj príspevok zvýšenia svetových cien potravinárskych komodít a výstupných cien poľnohospodárskych výrobcov v eurozóne, čiastočne v dôsledku nepriamych účinkov vyšších svetových cien energií, ale aj iných faktorov.³ Po poklese na nízke úrovne v počiatočnej fáze pandémie sa svetové

ceny potravinárskych komodít, predovšetkým kukurice, pšenice a sóje, začali v druhej polovici roka 2020 zotavovať a v priebehu roka 2021 ďalej prudko rástli. Tento nárast odrážal oživenie dopytu po krmivách v Číne, výpadok ponuky čiastočne spôsobený poveternostnými podmienkami v Južnej Amerike a rastúce náklady na energiu.⁴ Ceny pšenice prudko stúpili, najmä po vypuknutí vojny Ruska proti Ukrajine, čo vyvolalo globálne obavy o dodávky obilia z týchto dvoch krajín. V dôsledku tohto vývoja, ale aj v dôsledku vývoja svetových potravinárskych komodít a vyšších nákladov na energiu a hnojivá výrazne vzrástli výstupné ceny poľnohospodárskych výrobcov v eurozóne. Najvýraznejšie sa zvýšili ceny obilnín, čo odzrkadľovalo najmä ceny pšenice, a potom mäsa a mliečnych výrobkov, keďže kukurica je dôležitým krmivom pre hospodárske zvieratá. Tento nárast výstupných cien poľnohospodárskych výrobcov v eurozóne prispel k zvýšeniu výrobných cien potravinárskeho priemyslu, ktorý už beztak čelil vyšším priamym nákladom na energiu potrebné na výrobu. Keďže ceny energií a svetových potravinárskych komodít začali v polovici roka 2022 klesať, tlak na ceny vstupov sa zmiernil. Výstupné ceny poľnohospodárskych výrobcov v eurozóne však zostali zvýšené, čo mohlo čiastočne odrážať pretrvávajúce vyššie ceny mäsa, ale aj iné domáce

³ Hlavný rozdiel medzi cenami svetových potravinárskych komodít a výstupnými cenami poľnohospodárskych výrobcov v eurozóne spočíva v tom, že s potravinovými komoditami sa obchoduje na svetových finančných trhoch, kým výstupné ceny poľnohospodárskych výrobcov predstavujú ceny, ktoré sa platia priamo poľnohospodárom v eurozóne, keď ich výrobky opúšťajú brány poľnohospodárskych podnikov. Členské štáty EÚ vykazujú výstupné ceny poľnohospodárskych výrobcov Generálnemu riaditeľstvu Európskej komisie pre poľnohospodárstvo a rozvoj vidieka, pričom ECB ich agreguje za eurozónu.

⁴ [Commodity Markets Outlook: Urbanization and Commodity Demand](#), World Bank Group, Washington, DC, October 2021. Licencia: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO.

faktory.⁵ Ďalší tlak na rast svetových cien potravinárskych komodít a výstupných cien poľnohospodárskych výrobcov v eurozóne bol spôsobený nepriaznivými svetovými a lokálnymi poveternostnými javmi, ktorých frekvencia sa v dôsledku zmeny klímy postupne zvyšuje. Časť tohto tlaku sa následne premietla aj do spotrebiteľských cien.⁶ Zvýšenie spotrebiteľských cien potravín sa vo všeobecnosti týkalo širokej škály tovarov, ale najvýraznejšie sa prejavilo v prípade tých, ktoré sú užšie spojené so vstupmi potravinárskych komodít a s vyššou spotrebou energií.

Dôležitú úlohu nákladov na energie a v menšej miere aj potravinových komodít potvrdzujú tiež výsledky modelu (graf C). Na základe bayesovského vektorového autoregresného modelu (Bayesian vector autoregression – BVAR) sa ukázalo, že významnou príčinou odchýlky inflácie potravín od dlhodobšieho priemeru v posledných dvoch rokoch boli vyššie náklady na energie. Dôležitými faktormi boli aj svetové ceny potravinárskych komodít (v eurách) a výstupné ceny poľnohospodárskych výrobcov v eurozóne.⁷ Model zobrazuje vplyv výstupných cien poľnohospodárskych výrobcov v eurozóne po zohľadnení vplyvu výrobných cien energií. Vplyv výrobných cien v potravinárskom sektore eurozóny podobne poukazuje na príspevok tohto sektora k spotrebiteľským cenám po zohľadnení vplyvov energií, svetových potravinárskych komodít a výstupných cien poľnohospodárskych výrobcov. Znamená to, že príspevok výrobných cien potravinárskeho sektora znázornený v grafe C odráža faktory súvisiace s výrobou zložkou spotrebiteľských cien potravín, ktoré nesúvisia s cenami energií a potravinárskych vstupov. Ak zhrnieme tento príspevok spolu so zvyšným nevysvetleným príspevkom podľa modelu, zostáva značná časť prudkého nárastu inflácie potravín nevysvetlená.⁸ Môže to odrážať aspekty, ktoré nie sú priamo modelované z dôvodu nedostatku vhodných údajov, ako sú napríklad mzdy, zisky a iné domáce faktory. Tieto faktory sú relevantné pre výrobnú zložku i pre distribučnú a maloobchodnú zložku spotrebiteľských cien potravín. Model okrem toho nemusí zachytiť prípadné nelineárne účinky na ceny potravín vyplývajúce zo zvýšenia nákladov na energie.

⁵ Ceny bravčového, hovädzieho a teľacieho mäsa zostali zvýšené v dôsledku klesajúcej domácej ponuky.

⁶ Vplyv extrémneho počasia sa môže čiastočne prejavovať na cenách potravinárskych komodít, najmä ak súvisí s javmi mimo Európy. Existujú napríklad dôkazy, že El Niño v rokoch 2023 – 2024 (prirodzene sa vyskytujúci klimatický jav, ktorý môže mať za následok extrémne počasia) ovplyvňuje globálne ceny potravinárskych komodít (viac informácií je v boxe s názvom [Riziká pre globálne ceny potravinových komodít spôsobené javom El Niño](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2023). Extrémne počasia v Európe však môže mať priamy vplyv aj na spotrebiteľské ceny potravín, najmä v prípade výrobkov bez globálneho trhu. Mohlo by sa to týkať napríklad cien čerstvého ovocia alebo zeleniny. Napríklad extrémne horúčavy v Európe v lete 2022 podľa odhadov zvýšili spotrebiteľské ceny potravín v eurozóne po jednom roku približne o 0,8 percentuálneho bodu (viac v Kuik, F., Modery, W., Nickel, C. a Parker, M.: [The price of inaction: what a hotter climate means for monetary policy](#), *The ECB Blog*, 12 December 2023). Ďalšie dôkazy sú uvedené v boxe s názvom [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2024.

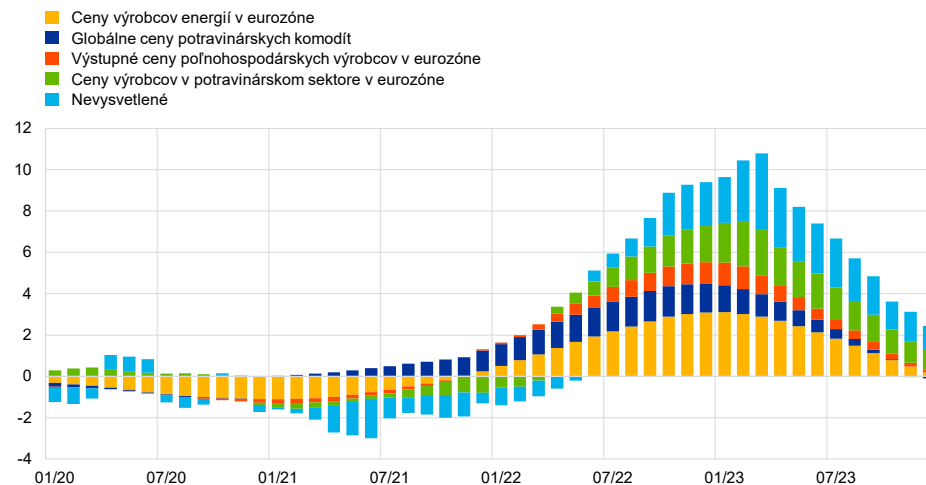
⁷ Príspevok svetových cien potravinárskych komodít však môže čiastočne odrážať aj vyššie svetové ceny energií. Okrem toho, keďže na účely modelovej analýzy sú svetové potravinárske komodity vyjadrené v eurách, ich príspevok môže podľa modelu odrážať aj vplyv výkyvov výmenných kurzov.

⁸ Aj po zohľadnení väčšieho počtu identifikovaných šokov (vrátane cien energií a potravinárskych komodít) sa v nedávnej štúdií zistilo, že veľká časť prudkého nárastu inflácie potravín zostáva nevysvetlená (Bańbura, M., Bobeica, E. a Hernández, C. M.: [What drives core inflation? The role of supply shocks](#), *Working Paper Series*, No 2875, ECB, November 2023).

Graf C

Modelový pohľad na faktory ovplyvňujúce spotrebiteľské ceny potravín v eurozóne

(príspevky v p. b. k odchýlkam od dlhodobého priemeru)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje rozklad faktorov, ktoré prispievajú k odchýlke inflácie potravín v eurozóne od jej dlhodobého priemeru (a počiatočného stavu) na základe BVAR s použitím súboru nástrojov ECB BEAR. Ako zástupný ukazovateľ nákladov na energiu slúži index výrobných cien eurozóny pre sektor energetiky. Údaje o svetových cenách potravinárskych komodít (v eurách) pochádzajú od HWWI; údaje o výstupných cenách poľnohospodárskych výrobcov v eurozóne sú z ECB na základe údajov Európskej komisie. Identifikácia týchto faktorov sa riadi metódou rozkladu podľa Choleského, ako je uvedená 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, March 2012, s. 179 – 218, ktorá stanovuje toto poradie inovácií: svetové ceny potravinárskych komodít, výrobné ceny energií v eurozóne, výstupné ceny poľnohospodárskych výrobcov v eurozóne, výrobné ceny v potravinárskom sektore a spotrebiteľské ceny. Toto poradie je v súlade s predpokladom cenového reťazca. Vzorka odhadu je od decembra 1996 do decembra 2023.

Postupom času sa na zvyšovaní spotrebiteľských cien potravín začali výraznejšie podieľať domáce faktory, napríklad vývoj miezd a ziskov. Modelový rozklad naznačuje, že prudký nárast a pretrvávajúcu vysokú úroveň inflácie spotrebiteľských cien potravín približne od druhej polovice roka 2022 nemožno úplne vysvetliť len cenami energetických vstupov a vstupov súvisiacich s potravinami („nevysvetlená“ časť grafu C). Ako je uvedené vyššie, jedným z pravdepodobných vysvetlení je príspevok domácich faktorov. Napríklad s cieľom kompenzovať straty reálnych príjmov pracovníkov sa mzdy v poľnohospodárstve a vo výrobe potravín v roku 2022 medziročne zvýšili o 6,2 %, resp. 3,5 % a v prvých troch štvrtrokoch 2023 v oboch sektoroch o ďalších viac ako 5 % (graf D).⁹ Podobne aj mzdy v sektore dopravy a skladovania, ktorý je významnou súčasťou potravinárskeho maloobchodného reťazca, vzrástli v roku 2022 o 4,3 % a počas prvých troch štvrtrokov 2023 o 6,3 %. To znamená, že rast miezd v týchto sektoroch, čiastočne odrážajúci zvýšenie minimálnych miezd, bol o niečo vyšší ako rast miezd v celom hospodárstve.¹⁰ Kým údaje z národných účtov ukazujú, že jednotkové zisky v poľnohospodárskom sektore výrazne vzrástli, údaje o ziskoch za sektory výroby potravín a potravinárskeho maloobchodu sú obmedzené. Hoci objem predaja (meraný maloobchodom deflovaným indexom obratu predaja potravín a nápojov) v období vysokej inflácie mierne klesol a na konci roka 2023 bol len o 1 % nižšie ako

⁹ Je to porovnateľné s priemerným ročným nárastom miezd a plátov v sektore poľnohospodárstva o 1,6 % a v sektore potravinárskej výroby o 1,9 % medzi rokmi 2009 a 2019. Výpočty vychádzajú z údajov Eurostatu.

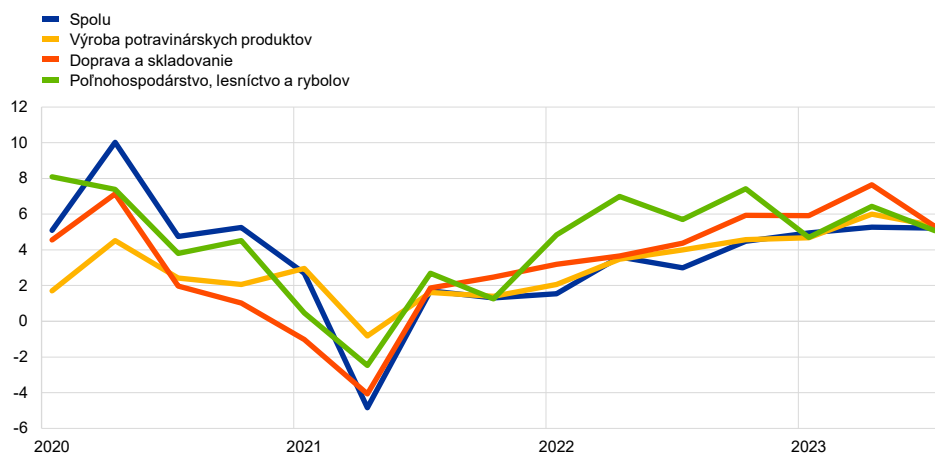
¹⁰ V roku 2022 a najmä v roku 2023 sa minimálne mzdy v mnohých krajinách eurozóny zvýšili a prispeli k celkovému rastu miezd. Viac v boxe s názvom [Minimum wages and their role for euro area wage growth](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2022.

v roku 2019. No úroveň cien bola v priemere o 26 % vyššia ako v roku 2019. To by mohlo naznačovať pomalú reakciu dopytu na zmeny cien v potravinárskom sektore.

Graf D

Vývoj miezd vo vybraných odvetviach relevantných pre spotrebiteľské ceny potravín

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2023. Údaje za sektory výroby, dopravy a skladovania sa vzťahujú na hrubé mzdy a platy za odpracovanú hodinu (z krátkodobých štatistík Eurostatu), zatiaľ čo celkové údaje a údaje za poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov sa vzťahujú na kompenzácie za odpracovanú hodinu (z národných účtov).

Celkovo možno konštatovať, že inflácia potravín v eurozóne spočiatku prudko vzrástla v dôsledku vysokých cien energií a potravinárskych komodít, kým v poslednom období sa na jej udržaní podieľali domáce faktory. Keďže výnimočné, prevažne externe vyvolané šoky v cenách energií a potravinárskych komodít slabnú, v priebehu tohto roka by mala inflácia potravín spomaliť. Očakáva sa, že toto spomalenie bude vzhľadom na silný rast miezd, a najmä minimálnych miezd, postupné.

Aktuálne informácie o presnosti nedávnych projekcií odborníkov Eurosystému/ECB týkajúcich sa krátkodobej inflácie

Mohammed Chahad, Anna Hofmann-Drahonsky, Catalina Martínez Hernández a Adrian Page

Vzhľadom na veľké šoky, ktoré zasiahli ekonomiku eurozóny, bolo prognózovanie inflácie v posledných rokoch mimoriadne náročné. Mimoriadna séria šokov zaznamenaných po roku 2019 – vrátane pandémie koronavírusu (COVID-19) a vojny medzi Ruskom a Ukrajinou – viedla k prudkému nárastu inflácie. Pre výnimočnú povahu a veľký rozsah týchto šokov bolo veľmi náročné odhadnúť ich prenos do ekonomiky a spotrebiteľských cien v reálnom čase. Viaceré z týchto šokov sa navyše vymykali historickým parametrom, čo výrazne obmedzovalo extrapoláciu z minulých trendov. S cieľom lepšie zohľadniť túto neistotu sa v projekciách odborníkov Eurosystému/ECB v tomto období začali uvádzať alternatívne scenáre.¹

Chyby v projekciách odborníkov týkajúce sa krátkodobej inflácie sa zvýšili od druhého polroka 2021, no v roku 2023 výrazne klesli. V roku 2022 zverejnila ECB analýzu dôvodov, ktoré stáli za zhoršením presnosti inflačných projekcií odborníkov pozorovaným od polovice roka 2021.² V roku 2023 sa vykonala ďalšia analýza s cieľom posúdiť vplyv vojny na Ukrajine a následných šokov v dodávkach energií na presnosť projekcií v roku 2022.³ Tieto analýzy poukázali na existenciu veľkých a celoplošných chýb v projekciách inflácie, nielen v prípade prognostikov, ale aj naprieč ekonomikami. Zdôraznilo to dominantnú úlohu, ktorú zohrávajú globálne faktory v kontexte bezprecedentného prudkého nárastu cien komodít (najmä energií). Podiel celkových chýb projekcií vyplývajúcich z cien energetických komodít alebo iných podmienených predpokladov (kvantifikovaných štandardnými nástrojmi Eurosystému/ECB) sa v priebehu roka 2022 znížil. Zvýraznil sa tým význam ďalších mimoriadnych otrasov, ako sú šoky prameniace z opätovného otvorenia ekonomiky po pandémie a z problémov v globálnych dodávateľských reťazcoch, ktoré ovplyvnili najmä infláciu HICP bez potravín a energií (HICPX). V tomto boxe sa uvedené analýzy aktualizujú so zameraním na posledné obdobie. V grafe A sú znázornené chyby za jeden štvrťrok dopredu pre infláciu HICP aj HICPX (vypočítané ako výsledok za daný štvrťrok mínus príslušná projekcia). Z grafu vyplýva, že prudké

¹ V rokoch 2020 a 2021 každé vydanie štvrťročných projekcií odborníkov zahŕňalo analýzy scenárov vychádzajúce z alternatívnych predpokladov budúceho vývoja pandémie COVID-19 a jej hospodárskych dôsledkov. V roku 2022 sa alternatívne scenáre zameriavali na ekonomické následky vojny na Ukrajine, najmä pokiaľ ide o neistotu týkajúcu sa dodávok energií. V poslednom čase bola analýza scenárov zameraná na konkrétnejšie riziká, ako sú spomalenie čínskej ekonomiky či potenciálna eskalácia konfliktu v oblasti Červeného mora.

² Viac v boxe s názvom [What explains recent errors in the inflation projections of Eurosystem and ECB staff?](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2022. Pozri tiež článok s názvom [The performance of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections since the financial crisis](#), *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2019. Okrem toho je prostredníctvom databázy ECB Data Portal verejne dostupná [úplná databáza predchádzajúcich makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému/ECB](#), čo výskumníkom umožňuje jednoducho zhodnotiť presnosť týchto projekcií. Postupy a nástroje používané na tvorbu projekcií odborníkov sú opísané v [príručke](#) na internetovej stránke ECB.

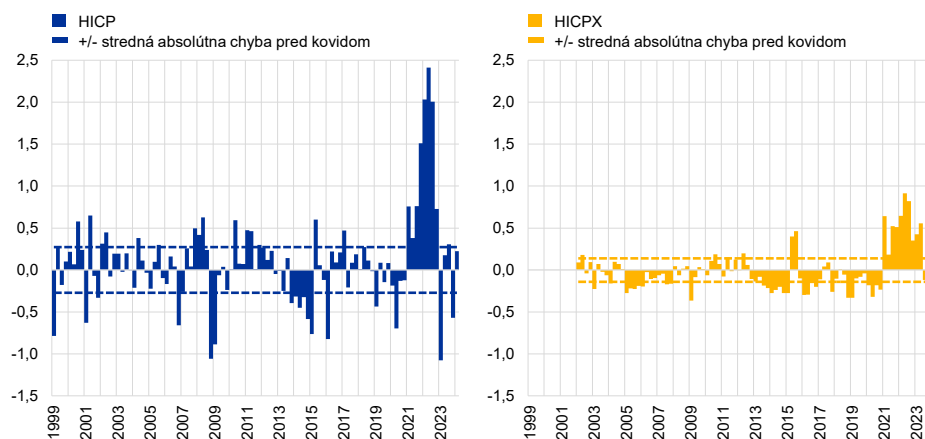
³ Viac v boxe s názvom [An updated assessment of short-term inflation projections by Eurosystem and ECB staff](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2023.

zhoršenie výkonnosti prognóz trvalo od polovice roka 2021 do začiatku roka 2023. Odvtedy sa presnosť projekcií odborníkov vo všeobecnosti vrátila na úroveň pred pandémie COVID, najmä pokiaľ ide o infláciu HICP.⁴ V prípade inflácie HICPX boli chyby zaznamenané v roku 2023 menšie, ale stále o niečo vyššie v porovnaní s historickými štandardmi. Ak – vzhľadom na dostupné údaje za prvé dva mesiace roka 2024 – predpokladáme, že inflácia zostane v marci 2024 nezmenená, prognóza inflácie HICP za prvý štvrťrok 2024 bude vykazovať chybu na úrovni -0,2 percentuálneho bodu, zatiaľ čo výsledok vývoja inflácie HICPX bude v súlade s projekciami odborníkov Eurosystemu/ECB.

Graf A

Chyby v projekciách inflácie odborníkov Eurosystemu/ECB na jeden štvrťrok dopredu

(v p. b.)



Zdroj: Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu/ECB pre eurozónu a Eurostat.

Poznámka: Chyba je definovaná ako výsledok za určitý štvrťrok mínus projekcia na rovnaký štvrťrok vypracovaná v predchádzajúcom štvrťroku (napríklad výsledok za posledný štvrťrok 2022 mínus údaj predpokladaný na rovnaký štvrťrok v makroekonomických projekciách odborníkov ECB zo septembra 2022). Údaje za prvý štvrťrok 2024 predstavujú priemerné chyby na základe dostupných zverejnených údajov (ktoré pokrývajú len január a február 2024) a predpokladajú, že miera inflácie zostane v marci 2024 nezmenená.

Presnosť prognóz inflácie v eurozóne vypracovaných inými medzinárodnými inštitúciami a súkromnými prognostikmi sa v priebehu posledného roka takisto zlepšila.

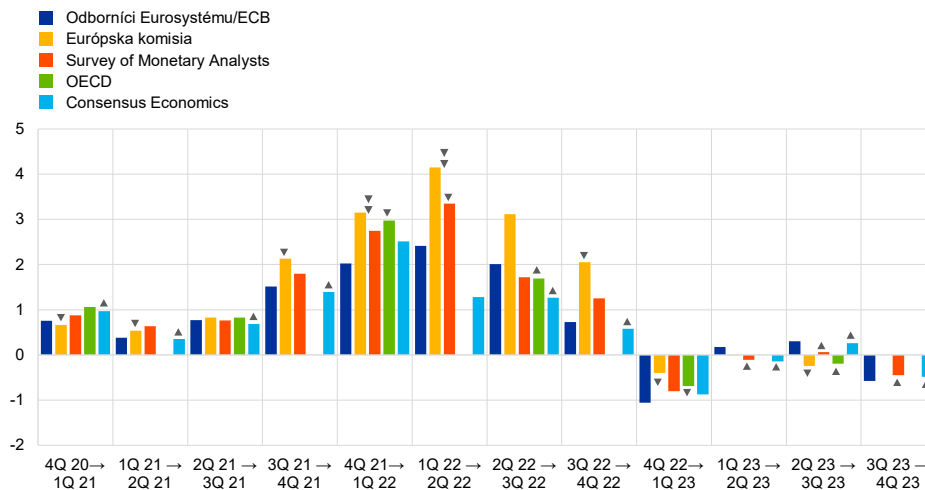
Projekcie odborníkov Eurosystemu/ECB a iných prognostikov boli veľmi podobné, pokiaľ ide o znamienko aj rozsah chýb v prognózach krátkodobej inflácie (graf B). Pri porovnávaní takýchto projekcií je dôležité zohľadniť rozdiely v dátumoch zverejnenia rôznych prognóz (z čoho vyplývajú rozdiely v súboroch informácií, ktoré majú prognostici k dispozícii), ako je znázornené šípkami v grafe B. Všetci hlavní prognostici výrazne podhodnotili prudký nárast inflácie v rokoch 2021 – 2022 a potom ich prekvapila rýchlosť jej poklesu v prvom štvrťroku 2023, pričom odvtedy boli zaznamenané podstatne menšie a menej systematické chyby.

⁴ Podobný vývoj možno pozorovať v horizonte štyroch štvrťrokov dopredu. Úroveň chýb pri inflácii HICP – a v menšej miere aj pri HICPX – na štyri štvrťroky dopredu sa v roku 2023 tiež znížila a v súčasnosti sa pohybuje blízko predpandemických úrovní.

Graf B

Chyby rôznych prognostikov v projekciách inflácie HICP na jeden štvrťrok dopredu

(v p. b.)



Zdroj: Projekcie odborníkov Eurosystému/ECB, Consensus Economics, prieskum menových analytikov (Survey of Monetary Analysts – SMA), Európska komisia, OECD a Eurostat.

Poznámka: Chyby sa vypočítajú ako výsledok mínus projekcia. Na horizontálnej osi sa označuje štvrťrok, v ktorom boli projekcie zverejnené, a štvrťrok, na ktorý sa vzťahujú (teda 4Q 20 → 1Q 21 označuje projekcie na prvý štvrťrok 2021, ktoré boli zverejnené v poslednom štvrťroku 2020). V prípade prognostikov iných ako odborníci Eurosystému/ECB sa vykazujú chyby v publikáciách s dátumom uzávierky blízky dátum uzávierky relevantných projekcií odborníkov Eurosystému/ECB. V prípade SMA predstavujú údaje medián odpovedí respondentov prieskumu, v prípade Consensus Economics ide o strednú hodnotu. Šípky nad/pod stĺpcami označujú rozdiely v počte mesiacov, za ktoré sú dostupné údaje o HICP ku dňu uzávierky jednotlivých zverejnených údajov v porovnaní s projekciami odborníkov Eurosystému/ECB: jedna šípka nahor označuje údaje za jeden mesiac navyše, jedna šípka nadol znamená o mesiac menej a dve šípky nadol znamenajú o dva mesiace menej. Štvrťročné projekcie OECD sú k dispozícii len dvakrát ročne, takže v prvom a treťom štvrťroku sa nevykazujú žiadne chyby. Pokiaľ ide o prognózy na posledný štvrťrok 2023, Európska komisia vo svojej prognóze z leta 2023 nezverejnila štvrťročné projekcie, takže za daný štvrťrok sa neuvádza žiadna chyba. Redakčná uzávierka projekcií odborníkov ECB zo septembra 2023 bola 30. augusta 2023. Hoci to bolo deň pred zverejnením rýchleho odhadu inflácie HICP eurozóny v auguste 2023, zahrnuli sa rýchle odhady za päť krajín eurozóny (predstavujúce 45 % celkovej inflácie HICP eurozóny), takže použitý údaj sa v konečnom dôsledku neodchyľoval od rýchleho odhadu Eurostatu o celkovej inflácii HICP.

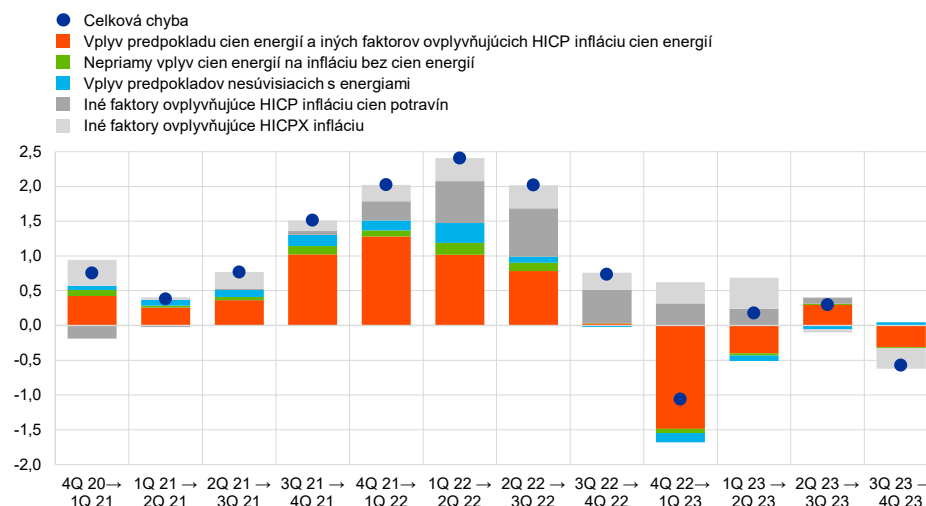
Príčiny chýb projekcií sa časom menili. Graf C rozdeľuje chyby projekcií inflácie HICP podľa ich príčin. Ceny energií boli zodpovedné za väčšinu chýb až do začiatku roka 2022. V tom čase začal hrať dôležitú úlohu aj neočakávaný nárast cien potravín (ako znázorňujú tmavosivé stĺpce, ktoré, na základe štandardnej elasticity, predstavujú príspevok chýb v inflácii potravinovej zložky HICP nevysvetlených chybami v predpokladoch).⁵ Až do druhého štvrťroka 2023 mali značný vplyv tiež chyby v inflácii HICPX. V roku 2023 začali výrazné chyby spôsobovať opäť ceny energií, ale tentoraz to bola neočakávaná rýchlosť ich poklesu.

⁵ Viac v boxe s názvom Faktory vplyvajúce na infláciu cien potravín v eurozóne za posledné dva roky, v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

Graf C

Rozklad nedávnych chýb inflácie HICP na jeden štvrťrok dopredu v projekciách odborníkov Eurosystemu/ECB

(v p. b.)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: „Celková chyba“ je výsledok mínus projekcia. Na horizontálnej osi sa označuje štvrťrok, v ktorom boli projekcie zverejnené, a štvrťrok, na ktorý sa vzťahujú (teda 4Q 20 → 1Q 21 označuje projekcie na prvý štvrťrok 2021, ktoré boli zverejnené v poslednom štvrťroku 2020). „Nepriamy vplyv cien energií na infláciu bez cien energií“ je súčet nepriamych účinkov cien ropy, plynu a elektrickej energie. V prípade ropy sa vychádza z elasticít odvodených z makroekonomických modelov odborníkov Eurosystemu a v prípade plynu a elektriny sa predpokladá elasticita úmerná cenovému šoku ropy. „Vplyv predpokladov nesúvisiacich s energiami“ sa týka predpokladov krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb, cien na akciových trhoch, zahraničného dopytu, vývozných cien konkurentov, cien potravín a výmenného kurzu.

Väčšina chýb v energetickej zložke HICP sa spočiatku dala vysvetliť chybami v predpokladoch týkajúcich sa cien komodít, neskôr však začal mať väčší vplyv čoraz zložitejší charakter prenosu cien energií.

Pri tvorbe projekcií odborníkov ECB sa ako podmieňujúce predpoklady používajú trhové očakávania viacerých kľúčových premenných (vrátane tých, ktoré sú obsiahnuté v cenách futures na energetické komodity). V menej výnimočných časoch sa týmito „technickými predpokladmi“ (najmä predpokladmi týkajúcimi sa cien ropy) dá vysvetliť veľká väčšina chýb zaznamenaných pri prognózovaní inflácie cien energií.⁶ Keďže ceny plynu sa čoraz viac oddeľovali od cien ropy, modely projekcií odborníkov Eurosystemu sa aktualizovali tak, aby zahŕňali ceny plynu ako samostatný kanál oddelený od cien ropy. V grafe D je znázornené členenie chýb v projekciách inflácie cien energií (odrážajúce červené stĺpce zobrazené v grafe C) na základe týchto upravených modelov. Na rozdiel od predchádzajúcich období hrali ceny ropy v posledných rokoch pri vysvetľovaní chýb pomerne obmedzenú úlohu, kým chyby v podmieňujúcich predpokladoch cien plynu boli značné. Z grafu D však tiež vyplýva, že aj pri dokonalom predvídaní vývoja cien ropných a plynových komodít by modely výrazne podhodnotili infláciu cien energií v roku 2022 a výrazne by ju nadhodnotili v prvom štvrťroku 2023 (ako ukazujú modré stĺpce, ktoré pokrývajú všetky chyby nevysvetlené technickými predpokladmi). Pravdepodobne to odráža zložitosť stanovovania spotrebiteľských cien plynu a elektriny v krajinách

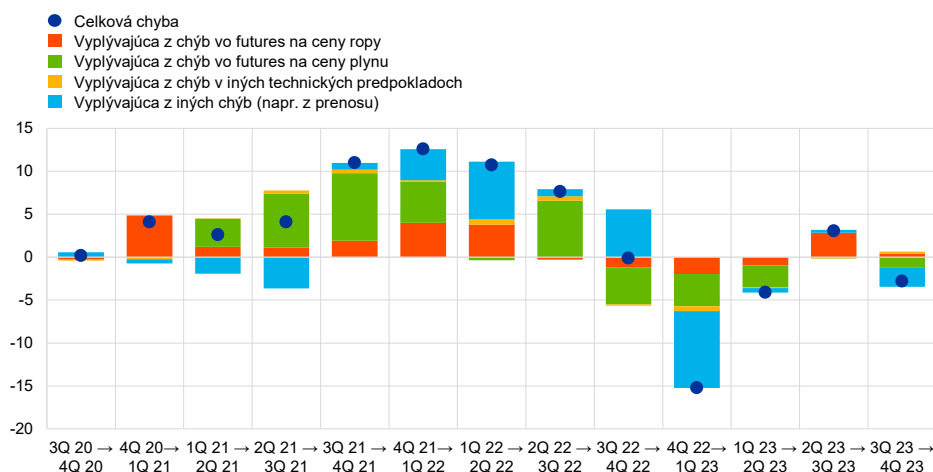
⁶ Od posledného štvrťroka 2001 do posledného štvrťroka 2019 (teda pred pandémiou COVID) predstavoval mediánový podiel celkových chýb projekcií inflácie energetickej zložky HICP na jeden štvrťrok dopredu, vysvetľovaný chybami v predpokladoch o cenách ropy, približne 90 %. Od prvého štvrťroka 2020 do posledného štvrťroka 2023 sa tento mediánový podiel znížil približne na 40 %.

eurozóny, ktorú ešte znásobili rozsiahle opatrenia fiškálnej politiky zamerané na obmedzenie vplyvu šokov v cenách energií.⁷ Môže to tiež odrážať nelineárnosť pri prenose z cien komodít do spotrebiteľských cien, ktorá mohla byť počas tohto obdobia značná.

Graf D

Rozklad nedávnych chýb v inflácii energetickej zložky HICP na jeden štvrťrok dopredu v projekciách odborníkov Eurosystemu/ECB

(v p. b.)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: „Celková chyba“ je výsledok mínus projekcia. Na horizontálnej osi sa označuje štvrťrok, v ktorom boli projekcie zverejnené, a štvrťrok, na ktorý sa vzťahujú (teda 4Q 20 → 1Q 21 označuje projekcie na prvý štvrťrok 2021, ktoré boli zverejnené v poslednom štvrťroku 2020). Rozklad vychádza z aktualizovaných elasticít odvodených z modelov makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu ku koncu roka 2023.

Historický rozklad inflácie HICPX potvrdzuje veľký príspevok nepriamych účinkov prudkých nárastov cien energií po pandémie a naznačuje bezprecedentný prenos týchto mimoriadne veľkých šokov.

Vzhľadom na nedávny neočakávané výrazný nárast inflácie HICPX vyvinuli odborníci ECB rozsiahly štrukturálny model BVAR, ktorý identifikuje širokú škálu dopytových a ponukových šokov.⁸ Historický rozklad založený na tomto modeli ukazuje, že nárast inflácie HICPX po pandémie bol dôsledkom kombinácie viacerých šokov (graf E). K nárastu inflácie HICPX po pandémie prispeli najmä šoky na strane ponuky – hlavne nepriame dôsledky vyplývajúce z mimoriadneho zvýšenia cien plynu a z narušenia globálnych dodávateľských reťazcov. Významnú úlohu pri formovaní popandemickej dynamiky však zohrali aj dopytové šoky, a to v dôsledku oživenia domáceho a globálneho dopytu po opätovnom otvorení ekonomiky, hoci až od roku 2022. V nadväznosti na menovopolitické opatrenia ECB začal príspevok agregovaných dopytových šokov v roku 2023 klesať, čo podporilo dezinflačný proces. Ako je zrejme z grafu E, podiel celkovej dynamiky inflácie HICPX, ktorý sa

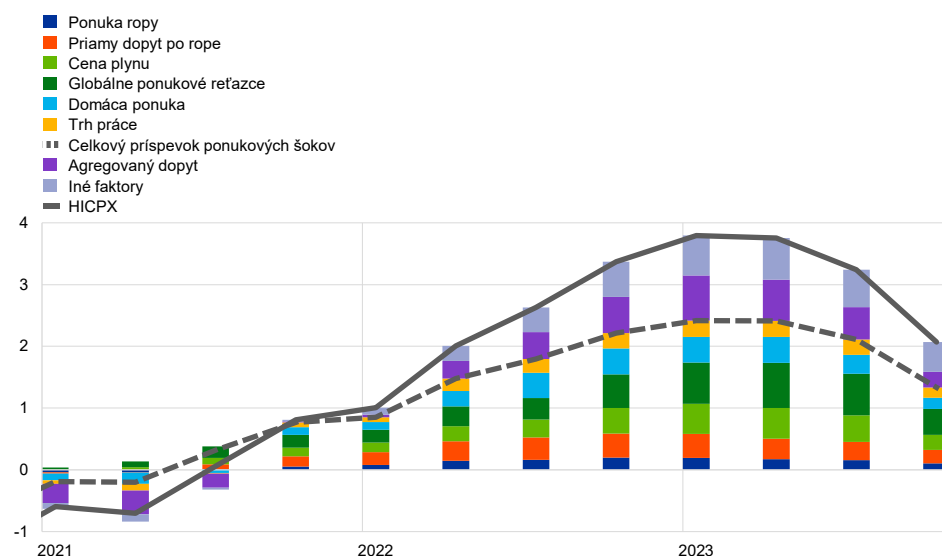
⁷ Viac v článku s názvom [Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2022, v boxe s názvom [Climate-related policies in the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections for the euro area and the macroeconomic impact of green fiscal measures](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2023, a v boxe s názvom [Fiscal policy measures in response to the energy and inflation shock and climate change](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2024.

⁸ Bańbura, M., Bobeica, E. a Martínez Hernández, C.: [What drives core inflation? The role of supply shocks](#), *Working Paper Series*, No 2875, ECB, 2023.

nedá vysvetliť modelom (označený ako „Iné faktory“), sa výrazne zvyšuje od roku 2022. To by potenciálne mohlo poukazovať na nelineárny prenos veľkých šokov zaznamenaných v roku 2021, ktoré nemožno zachytiť štandardnými lineárnymi modelmi. Dôkazy z tohto modelu potvrdzujú význam zahrnutia ukazovateľov globálnych dodávateľských reťazcov a cien plynu do modelovania a prognózovania inflácie v eurozóne, ako aj zvažovania alternatívnych prístupov k modelovaniu.

Graf E Modelový rozklad inflácie HICPX

(ročná percentuálna zmena; odchýlky od priemeru vyplývajúceho z modelu)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Tento graf znázorňuje bodový priemer posteriórnej distribúcie historického rozkladu inflácie HICPX na základe rozsiahleho štruktúrného modelu BVAR, v ktorom sú šoky identifikované pomocou znamienkovej a nulovej reštrikcie. Posledné údaje v členení sú zo štvrtého štvrťroka 2023.

Hoci sa chyby v projekciách inflácie v súčasnosti vrátili na normálnejšiu úroveň, odborníci naďalej zdokonaľujú svoje prognostické nástroje a uskutočňujú ďalšie analýzy, ktoré môžu poskytnúť informácie pre prognózy v časoch vysokej neistoty. Odborníci ďalej pracujú na tom, aby ich prognostické nástroje držali krok s najmodernejšími technikami, a vyvíjajú rôzne súbory modelov. Tento proces podporujú pravidelné výmeny v rámci technických fór Eurosystemu a diskusie s akademickou obcou. Jedným z takýchto príkladov je prepracovanejšie modelovanie cien plynu a globálnych dodávateľských reťazcov, o ktorom sa hovorí vyššie. Ďalším je vývoj modelov strojového učenia, ktoré sa snažia zachytiť niektoré zo spomínaných nelineárností, pričom jeden takýto model je zahrnutý do súboru nástrojov, ktoré odborníci používajú na pravidelné krížové kontroly základných projekcií.⁹ Okrem toho odborníci pokračujú vo vývoji nástrojov na posudzovanie rizík spojených so základnými scenármi pomocou širokej škály analýz citlivosti a alternatívnych scenárov. Od marca 2023 sa prognózy zamestnancov zobrazujú pomocou vejárových grafov, ktoré zdôrazňujú neistotu prítomnú najmä v prípade dlhších časových horizontov.¹⁰ Táto dodatočná analýza slúži ako dôležitý podklad

⁹ Lenza, M., Moutachaker, I. a Paredes, J.: [Density forecasts of inflation: a quantile regression forest approach](#), *Working Paper Series*, No 2830, ECB, 2023.

¹⁰ Viac napríklad v grafe 4 [Makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu](#), marec 2024.

pre menovopolitické rozhodnutia ECB a dopĺňa základné projekcie a ďalšie analýzy odborníkov.

6 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 1. novembra 2023 do 30. januára 2024

Nikolaus Solonar a María González da Silva

V tomto boxe sa opisuje stav likvidity a menovopolitické operácie Eurosystému počas siedmeho a ôsmeho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2023. Tieto dve udržiavacie obdobia trvali spoločne od 1. novembra 2023 do 30. januára 2024 (sledované obdobie).

Nadbytočná likvidita v bankovom systéme eurozóny sa počas sledovaného obdobia ďalej znižovala. Dôvodom bola splatnosť šiestej operácie tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III.6) a predčasné splatenie prostriedkov z iných TLTRO bankami k 20. decembru 2023. Znížila sa aj tvorba likvidity, čo bolo spôsobené nižšími držbami aktív v programe nákupu aktív (asset purchase programme – APP) po ukončení reinvestícií v rámci APP začiatkom júla 2023. Zníženie poskytovania likvidity bolo čiastočne kompenzované pokračujúcim poklesom čistých autonómnych faktorov – najmä v dôsledku nižších vkladov verejnej správy – zaznamenaným potom, čo sa menovopolitické sadzby ECB v júli 2022 dostali nad záporné pásmo.

Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového sektora, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy, sa v sledovanom období znížila o 104,1 mld. € na 1 630,9 mld. €. Tento pokles bol takmer výlučne spôsobený znížením čistých autonómnych faktorov o 102,3 mld. € na 1 467,7 mld. € (časť tabuľky A s názvom Ostatné informácie o likvidite), čo bolo vyvolané poklesom autonómnych faktorov absorbujúcich likviditu a nárastom autonómnych faktorov poskytujúcich likviditu. Povinné minimálne rezervy sa znížili o 1,8 mld. € na 163,2 mld. €.

Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa v sledovanom období znížili o 67,1 mld. € na 2 653,5 mld. €, a to najmä v dôsledku poklesu vládnych vkladov a ostatných autonómnych faktorov. Vládne vklady (časť tabuľky A s názvom Pasíva) počas sledovaného obdobia klesli v priemere o 40,3 mld. € na 182,3 mld. €. Je to odrazom pokračujúcej normalizácie celkového objemu hotovostných rezerv v držbe štátnych pokladníc a ich väčšieho sklonu umiestňovať tieto rezervy na trhu v reakcii na zmeny úročenia vládnych vkladov vedených v Eurosystéme, ako aj nižších vládnych vkladov, ktoré na konci roka zvyčajne klesajú. Atraktivnosť trhových investícií na úkor vkladov v Eurosystéme zvýšila aj normalizácia podmienok na repo trhu a vyššie repo sadzby v porovnaní s krátkodobou eurovou sadzbou (€STR). Priemerná hodnota bankoviek v obehu sa v sledovanom období znížila o 6,1 mld. € na 1 553,7 mld. €, čo je odrazom pokračujúceho znižovania držby bankoviek pozorovaného od júla 2022, keď sa menovopolitické sadzby ECB dostali nad záporné pásmo.

Autonómne faktory poskytujúce likviditu vzrástli o 35,4 mld. € na 1 186,2 mld. € (časť tabuľky A s názvom Aktíva).¹ Čisté aktíva denominované v eurách sa počas sledovaného obdobia zvýšili o 18,1 mld. €. Do značnej miery to bolo spôsobené pokračujúcim poklesom záväzkov voči nerezidentom eurozóny denominovaných v eurách. Tento pokles je zas odrazom zmien v stratégiách riadenia hotovosti klientov využívajúcich služby Eurosystemu v oblasti správy rezerv (Eurosystem Reserve Management Services – ERMS), keďže úročenie vkladov v rámci ERMS sa k 1. máju 2023 upravilo smerom nadol. Čisté zahraničné aktíva sa v dôsledku presunu vlastných aktív niektorých národných centrálnych bánk do devízových rezerv zvýšili o 17,3 mld. €.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosysteme

Pasíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 1. november 2023 – 30. január 2024						Predchádzajúce sledované obdobie: 2. august – 31. október 2023	
	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie: 1. november – 19. december 2023		Ôsme udržiavacie obdobie: 20. december 2023 – 30. január 2024		Piate a šieste udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory absorbujúce likviditu	2 653,5	(-67,1)	2 656,2	(-47,1)	2 650,3	(-5,8)	2 720,6	(-83,0)
Bankovky v obehu	1 553,7	(-6,1)	1 551,1	(-3,6)	1 556,7	(+5,6)	1 559,8	(-5,5)
Vládne vklady	182,3	(-40,3)	194,1	(-28,6)	168,4	(-25,7)	222,6	(-32,8)
Ostatné autonómne faktory (čisté) ¹	917,5	(-20,7)	910,9	(-14,9)	925,1	(+14,2)	938,2	(-44,7)
Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy	8,1	(-1,4)	8,1	(-1,9)	8,1	(+0,0)	9,5	(-5,1)
Povinné minimálne rezervy²	163,2	(-1,8)	163,9	(-0,7)	162,3	(-1,6)	165,0	(-0,0)
Jednodňové sterilizačné operácie	3 520,5	(-94,6)	3 548,8	(-28,6)	3 487,4	(-61,4)	3 615,1	(-300,3)
Dolaďovacie operácie absorbujúce likviditu	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Zdroj: ECB.

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

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

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

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

Aktíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 1. november 2023 – 30. január 2024						Predchádzajúce sledované obdobie: 2. august – 31. október 2023	
	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie: 1. november – 19. december 2023		Ôsme udržiavacie obdobie: 20. december 2023 – 30. január 2024		Piate a šieste udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory poskytujúce likviditu	1 186,2	(+35,4)	1 159,2	(-4,8)	1 217,7	(+58,4)	1 150,8	(+18,0)
Čisté zahraničné aktíva	944,8	(+17,3)	933,3	(+2,0)	958,3	(+25,1)	927,5	(-10,5)
Čisté aktíva v eurách	241,4	(+18,1)	226,0	(-6,8)	259,3	(+33,4)	223,3	(+28,5)
Nástroje menovej politiky	5 159,4	(-200,0)	5 218,2	(-73,2)	5 091,0	(-127,3)	5 359,5	(-406,7)
Operácie na voľnom trhu	5 159,4	(-200,0)	5 218,2	(-73,2)	5 090,9	(-127,3)	5 359,4	(-406,7)
Úverové operácie	457,4	(-110,8)	503,2	(-20,4)	404,1	(-99,0)	568,2	(-329,3)
Hlavné refinančné operácie	7,6	(+0,8)	7,3	(-0,9)	7,9	(+0,6)	6,8	(+0,5)
Trojmesačné LTRO	4,4	(-3,8)	4,7	(-2,7)	4,0	(-0,7)	8,2	(+4,3)
TLTRO III	445,5	(-107,8)	491,2	(-16,8)	392,3	(-98,9)	553,3	(-334,2)
Portfóliá priamych nákupov ¹	4 702,0	(-89,3)	4 715,0	(-53,0)	4 686,8	(-28,2)	4 791,2	(-77,3)
Jednodňové refinančné operácie	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Zdroj: ECB.

Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokrúhlené na najbližších 0,1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcemu sledovanému alebo udržiavaciemu obdobiu. MRO označuje hlavné refinančné operácie, LTRO označuje dlhodobejšie refinančné operácie a TLTRO III označuje tretiu sériu cieľných dlhodobějších refinančných operácií.

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

Ostatné informácie o likvidite

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 1. november 2023 – 30. január 2024						Predchádzajúce sledované obdobie: 2. august – 31. október 2023	
	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie: 1. november – 19. december 2023		Ôsme udržiavacie obdobie: 20. december 2023 – 30. január 2024		Piate a šieste udržiavacie obdobie	
Celková spotreba likvidity ¹	1 630,9	(-104,1)	1 661,2	(-42,9)	1 595,5	(-65,8)	1 735,0	(-101,3)
Čisté autonómne faktory ²	1 467,7	(-102,3)	1 497,3	(-42,2)	1 433,1	(-64,2)	1 570,0	(-101,3)
Nadbytočná likvidita ³	3 528,5	(-96,0)	3 556,9	(-30,5)	3 495,4	(-61,5)	3 624,5	(-305,3)

Zdroj: ECB.

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

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

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

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

Vývoj úrokových sadziieb

(priemerné hodnoty; v % a p. b.)

	Aktuálne sledované obdobie: 1. november 2023 – 30. január 2024				Predchádzajúce sledované obdobie: 2. august – 31. október 2023			
	Siedme udržiavacie obdobie: 1. november – 19. december 2023		Ôsme udržiavacie obdobie: 20. december – 30. január 2024		Piate udržiavacie obdobie		Šieste udržiavacie obdobie	
Hlavné refinančné operácie	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,25	(+0,25)	4,50	(+0,25)
Jednodňové refinančné operácie	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,50	(+0,25)	4,75	(+0,25)
Jednodňové sterilizačné operácie	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)
€STR	3,903	(+0,002)	3,901	(-0,002)	3,652	(+0,250)	3,900	(+0,248)
RepoFunds Rate Euro	3,945	(+0,019)	3,905	(-0,040)	3,687	(+0,286)	3,926	(+0,239)

Zdroj: ECB, CME Group a Bloomberg.

Poznámka: Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcemu sledovanému alebo udržiavaciemu obdobiu. MRO znamená hlavné refinančné operácie a €STR krátkodobú eurovú sadzbu.

Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky v sledovanom období klesol o 200 mld. € na 5 159,4 mld. € (graf A).

Tento pokles možno pripísať zníženiu objemu likvidity poskytovanej prostredníctvom úverových operácií a redukcii menovopolitických portfólií.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období znížil o 110,8 mld. € na 457,4 mld. €.

Tento pokles je do značnej miery odrazom zníženia nesplatených súm TLTRO III v dôsledku splatnosti operácií TLTRO III.6 (37,3 mld. €) spolu s predčasným splatením ďalších prostriedkov TLTRO (61,7 mld. €) k 20. decembru 2023, teda na začiatku ôsmeho udržiavacieho obdobia. Zároveň mierne klesol celkový nesplatený objem štandardných refinančných operácií Eurosystemu – hlavných refinančných operácií (MRO) a trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií (LTRO). Tento pokles možno pripísať najmä tomu, že v porovnaní s piatym a šiestym udržiavacím obdobím v roku 2023 klesli nesplatené sumy trojmesačných LTRO v priemere o 3,8 mld. €, kým nesplatené sumy MRO zostali zhruba nezmenené na úrovni 7,6 mld. €. Obmedzená účasť bánk na týchto operáciách spolu s ich schopnosťou splatiť značné objemy prostriedkov TLTRO bez prechodu na štandardné refinančné operácie poukazujú na ich celkovo dobrú likviditnú pozíciu a dostupnosť alternatívnych zdrojov financovania za atraktívne sadzby.

Priemerný objem likvidity poskytovanej prostredníctvom držby priamych portfólií sa v sledovanom období znížil o 89,3 mld. €.

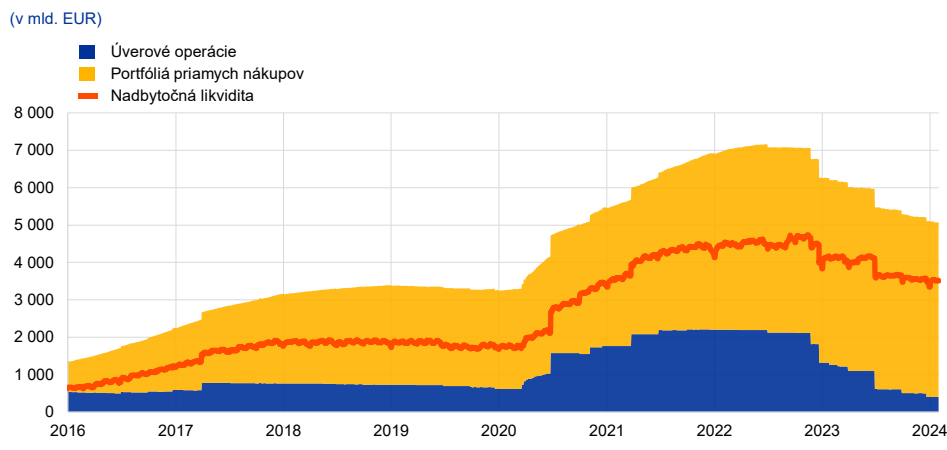
Tento pokles bol spôsobený ukončením reinvestícií splátok istiny zo splatných cenných papierov v rámci programu APP k 1. júlu 2023. V rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív sa splátky istiny zo splatných cenných papierov po ukončení čistých nákupov na konci marca 2022 v plnej miere reinvestovali.² V decembri 2023 Rada

² 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.

guvernérov oznámila, že úplné reinvestovanie splátok istiny sa ukončí v druhej polovici roka 2024.

Graf A

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 30. januára 2024.

Nadbytočná likvidita

Priemerná nadbytočná likvidita sa v sledovanom období znížila o 96 mld. € na 3 528,5 mld. € (graf A). Nadbytočná likvidita je súčet rezerv, ktoré banky držia nad rámec svojich povinných minimálnych rezerv, a rozdielu objemu ich jednodňových sterilizačných a jednodňových refinančných operácií. Odráža rozdiel medzi celkovou likviditou poskytnutou bankovému sektoru a likviditnými potrebami bánk na splnenie požiadaviek na povinné minimálne rezervy. Priemerná nadbytočná likvidita po dosiahnutí vrcholu v novembri 2022 na úrovni 4 748 mld. € stabilne klesala, a to najmä v dôsledku splácania a predčasného splácania operácií TLTRO III, k čomu od júla 2023 prispelo aj ukončenie reinvestícií v rámci programu APP.

Vývoj úrokových sadzieb

Rada guvernérov ponechala tri kľúčové úrokové sadzby ECB v sledovanom období na nezmenenej úrovni. Sadzba jednodňových sterilizačných operácií zostala na úrovni 4,00 %, sadzba hlavných refinančných operácií na úrovni 4,50 % a sadzba jednodňových refinančných operácií na úrovni 4,75 %.

Priemerná sadzba €STR zostala počas sledovaného obdobia zhruba rovnaká a udržiavala si stabilný rozdiel oproti kľúčovým úrokovým sadzbám ECB.

Sadzba €STR sa počas celého sledovaného obdobia obchodovala v priemere o 10,2 bázičného bodu pod sadzbou jednodňových sterilizačných operácií, čo je blízko priemeru 9,9 bázičného bodu za udržiavacie obdobia povinných minimálnych rezerv v roku 2023. Nižšia nadbytočná likvidita preto zatiaľ nemala žiadny vplyv na rast

sadzby €STR. Koncoročný pokles sadzby €STR o 1,8 bázického bodu bol len o niečo výraznejší ako na konci roka 2022 (-1,5 bázického bodu).

Priemerná repo sadzba eurozóny meraná indexom RepoFunds Rate Euro sa s výnimkou obdobia okolo konca roka naďalej obchodovala bližšie k sadzbe jednodňových sterilizačných operácií. Repo sadzba bola v sledovanom období v priemere o 7,3 bázického bodu nižšia ako sadzba jednodňových sterilizačných operácií. Pokles o 25,5 bázického bodu na konci roka 2023 bol výrazne menší ako pokles o 226,8 bázického bodu zaznamenaný na konci roka 2022. Svedčí to o riadnom fungovaní repo trhu, na ktoré mali vplyv rôzne faktory vrátane vyššej čistej emisie od začiatku roka, uvoľnenia mobilizovaného kolaterálu v dôsledku splatných TLTRO, zmeny trhovej pozície, ktorá viedla k nižšiemu dopytu po cenných papieroch na repo trhu, a poklesu držby nesplatených aktív v rámci programu APP.

Oana Furtuna, Patrick Papsdorf, Livia Polo Friz a Sara Testi

ECB monitoruje vývoj medzinárodnej úlohy eura a získané informácie pravidelne zverejňuje.

Najnovšia správa ECB s touto témou (publikovaná v júni 2023) ukázala, že v roku 2022 sa medzinárodná úloha eura v porovnaní s rokom 2021 výrazne nezmenila, pričom podiel eura v celkovom medzinárodnom používaní mien sa v rôznych ukazovateľoch pohyboval v priemere na úrovni takmer 20 %, čo je v súlade s predchádzajúcim rokom.¹ Správa potvrdzuje, že euro naďalej zohráva dôležitú úlohu v medzinárodnom menovom systéme, keďže zostalo druhou najdôležitejšou menou v rôznych segmentoch trhu, ako je oficiálna držba devízových rezerv či emisie medzinárodných dlhopisov.

Mieru globálneho používania meny indikujú aj platby. Takýto ukazovateľ pre konkrétnu menu možno vypočítať ako hodnotu cezhraničných platieb medzi bankami v tejto mene v pomere k celkovým platbám medzi bankami vo všetkých menách.² Platby medzi bankami prebiehajú prostredníctvom rôznych mechanizmov – napr. na základe multilaterálnych dohôd (t. j. platobnými systémami), bilaterálnych dohôd (t. j. využívaním korešpondenčných bánk) alebo ich kombinácie.³ Tieto platby sa zvyčajne vykonávajú pomocou výmeny štandardizovaných správ prostredníctvom siete Swift.⁴

Viacere platobné systémy na celom svete (vrátane platobných systémov pre platby veľkej hodnoty v eurách, ako je T2) používajú Swift ako komunikačnú sieť pre svojich účastníkov.⁵ T2 – podobne ako jeho predchodca TARGET2 – je systém Eurosystemu pre hrubé vyrovnanie platieb denominovaných v eurách v reálnom čase, ktorý spracúva a vyrovnáva platby v peniazoch centrálnej banky. V roku 2023 cezeň prešlo z hľadiska hodnoty 92 % všetkých platieb denominovaných v eurách vyrovnaných systémami pre platby veľkej hodnoty a 70 % z hľadiska ich objemu. Množstvo operácií v T2 je preto kľúčovým faktorom určujúcim celkovú hodnotu eurových platieb spracovaných systémami pre platby veľkej hodnoty – a je teda aj hlavnou zložkou celkovej hodnoty eurových platobných správ, ktoré sa vymieňajú a zaznamenávajú v sieti Swift.

Podiel eura na celkových platobných správach v rámci Swift zaznamenal po marci 2023 pokles z hľadiska hodnoty. Swift pre najpoužívanejšie meny na svete (skupina, do ktorej patrí aj euro) zverejňuje mesačný ukazovateľ, ktorý zobrazuje

¹ [The international role of the euro](#), ECB, 2023.

² V tomto boxe sa pod pojmom „platby medzi bankami“ rozumejú tak platby klientov (t. j. platby, ktoré banky vykonávajú v mene svojich klientov), ako aj medzibankové platby (t. j. platby, ktoré banky vykonávajú v rámci vlastnej činnosti).

³ Platby na základe dohôd korešpondenčných bánk sa vyrovnávajú bilaterálne medzi bankami alebo prostredníctvom platobných systémov. Ďalšie informácie sú uvedené v prieskume [Eleventh survey on correspondent banking in euro](#), ECB, 2020.

⁴ Swift je popredným svetovým poskytovateľom služieb bezpečného zasielania finančných správ, ktorý využíva viac ako 11 000 finančných inštitúcií na celom svete. Umožňuje štandardizovanú, bezpečnú a efektívnu komunikáciu.

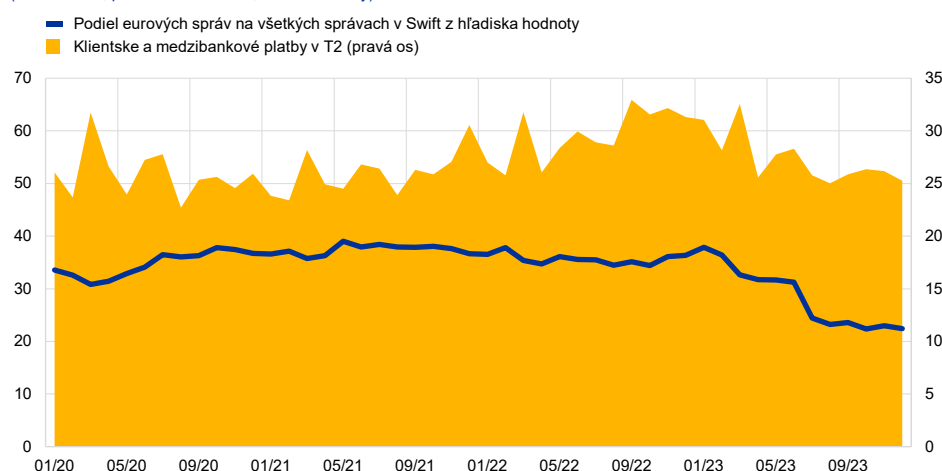
⁵ T2 využíva ako poskytovateľov sieťových služieb Swift aj Nexi.

používanie každej meny v globálnych platbách merané hodnotou platobných správ posielaných finančnými inštitúciami prostredníctvom tejto siete.⁶ Podľa tohto ukazovateľa platobné správy denominované v eurách vymieňané prostredníctvom systému Swift od januára 2020 do februára 2023 predstavovali priemerne 36,0 % všetkých správ vo všetkých menách (Graf A). V marci 2023 tento podiel klesol na 32,6 % a v apríli 2023 na 31,7 %. Do posledného štvrťroka 2023 sa podiel eura stabilizoval na nižšej úrovni, v priemere 22,6 %.⁷

Graf A

Podiel eura na celkovom objeme platieb spracovaných prostredníctvom Swift z hľadiska hodnoty a množstva operácií T2

(ľavá os: v %; pravá os: v bil. EUR; mesačné súčty)



Zdroj: Swift, TARGET2, T2 a výpočty ECB.

Poznámka: Posledný údaj sa vzťahuje na december 2023. Ukazovateľ Swift zachytáva správy vymieňané prostredníctvom Swift ako živé a doručené na základe typov správ MT103 a MT202 (klientske, resp. medzibankové platby) a ich ekvivalentov v ISO. Štatistika T2 môže podliehať revíziám z dôvodu zmien v metodológii v súvislosti so spustením konsolidovanej platformy T2-T2S.

Zjavný pokles podielu eura na celkovom počte platobných správ zaslaných prostredníctvom systému Swift súvisel s významnou zmenou infraštruktúry v Európe a s prechodom na nový štandard správ Swift. Eurosystem 20. marca 2023 spustil svoju konsolidovanú platformu T2-T2S – novú základnú infraštruktúru pre euro prevádzkovanú centrálnymi bankami, ktorá zvýšila efektívnosť riadenia likvidity a platobných postupov a umožnila účastníkom zefektívniť ich platobné aktivity.⁸ Finančné inštitúcie na eurovom trhu zároveň prešli v sieti Swift zo staršieho štandardu správ (MT) na nový štandard správ ISO 20022 (pacs). Tento prechod podporuje vyššiu interoperabilitu, priamejšie spracovanie a podrobnejšiu klasifikáciu finančných údajov.

Obe zmeny mali vplyv na platobné správy denominované v eurách vymieňané prostredníctvom systému Swift, a teda, ceteris paribus, ovplyvnili podiel eura na celkovom počte správ spracovaných prostredníctvom systému Swift. Nové

⁶ Tento ukazovateľ (vychádzajúci z podskupiny všetkých platobných správ vymieňaných prostredníctvom Swift) sa zverejňuje v mesačnej správe Swift [RMB Tracker](#).

⁷ Údaje za mesiace marec, apríl, máj a jún 2023 nezahŕňajú opravu ex post, ktorú Swift použil v júli 2023 a o ktorej informoval vo svojom operačnom spravodajcovi.

⁸ Viac v [tlačovej správe ECB z 21. marca 2023](#). V analýze uvedenej v tomto boxe sa používajú údaje T2 k 20. marcu 2023 a údaje TARGET2 pred týmto dátumom.

nastavenie v rámci konsolidovanej platformy T2-T2S a nový štandard správ zmenili spôsob realizácie platieb v eurách a riadenia likvidity v eurách, pričom mimoriadne významný vplyv mali na oblasť riadenia likvidity v rámci vnútrobankových a medzibankových tokov. Niektoré transakcie vykonávané v súčasnosti v novom štandarde správ, ktoré majú typicky veľkú hodnotu, sa pri výpočte ukazovateľa Swift nezohľadňujú, čo je dôvodom poklesu ukazovateľa po marci 2023.⁹

Toto technické vysvetlenie poklesu podielu eura na celkovom počte platobných správ spracovaných prostredníctvom Swift je podporené aj vývojom hodnoty eurových platieb zúčtovaných medzi bankami v systéme T2, ktorý vykazuje odlišnú dynamiku (Graf A). Priemerná mesačná hodnota klientskych a medzibankových platieb denominovaných v eurách zúčtovaných v T2 vzrástla v roku 2023 na viac ako 27,3 bil. € v porovnaní s 25,9 bil. € v systéme TARGET2 v roku 2020. Okrem toho, tieto hodnoty zaznamenali v dôsledku nových opatrení na riadenie likvidity v marci 2023 len miernu úpravu, a nie úplnú zmenu úrovne. Podobný trend možno pozorovať aj v priemernom mesačnom objeme klientskych a medzibankových platieb spracovaných prostredníctvom T2, ktorý v roku 2023 vzrástol na 7,8 milióna transakcií (v porovnaní so 6,3 milióna transakcií v TARGET2 v roku 2020).¹⁰

Ďalším ukazovateľom úlohy eura ako globálnej meny je percentuálny podiel eurových platieb v T2 (v hodnotovom vyjadrení), pri ktorých sa banka príkazcu a/alebo banka príjemcu nachádza mimo eurozóny. T2 – podobne ako jeho predchodca TARGET2 – umožňuje bankám na celom svete vykonávať cezhraničné platby v eurách, pričom banky mimo eurozóny sú v tomto smere spravidla odkázané na korešpondenčné banky s priamym prístupom do platobných systémov eurozóny.¹¹

Uvedený ukazovateľ globálnych platieb v eurách v T2 nezaznamenal po marci 2023 zlom, čo potvrdzuje, že platby v eurách zahŕňajúce aspoň jednu banku so sídlom mimo eurozóny zostali stabilné. Mesačná hodnota takýchto globálnych klientskych a medzibankových platieb v T2 dosiahla v období od marca do decembra 2023 v priemere 11,6 bil. €, čo zodpovedá stavu v predchádzajúcich rokoch. Tieto platby predstavovali 43,0 % všetkých platieb medzi bankami v T2 v danom období, pričom po marci 2023 nevykazovali žiadny pokles (graf B).

⁹ Pred migráciou na ISO 20022, boli medzibankové platby zasielané ako správy MT202 a platby v mene klientov ako správy MT103. Teraz sa zasielajú ako správy pacs.009 a pacs.008. Prechodom na normu ISO 20022 sa navyše niektoré správy MT týkajúce sa prevodov likvidity, riadenia hotovosti a vykazovania zmenili na správy camt. Ukazovateľ Swift zachytáva len správy MT202, MT103 a ich ekvivalenty pacs, zatiaľ čo správy camt nezohľadňuje.

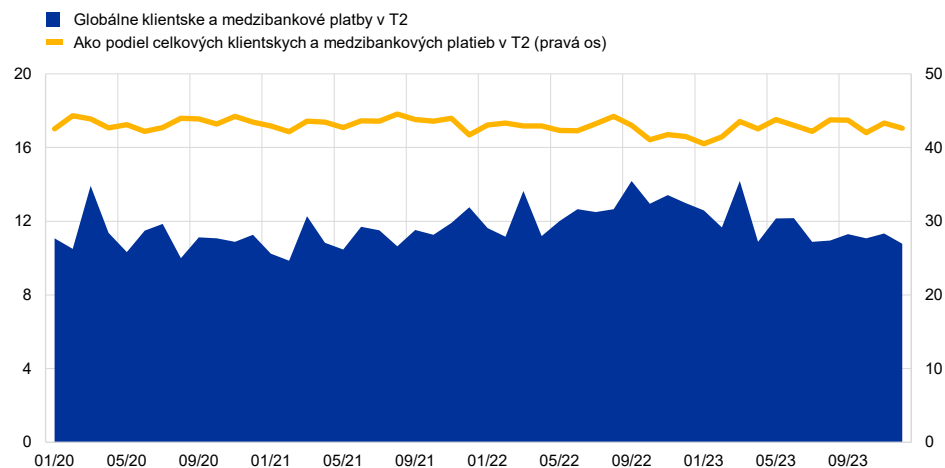
¹⁰ Viac v štatistike o množstve operácií vyrovnaných v službách TARGET.

¹¹ Tieto platby sa vyrovnávajú na účet priameho účastníka T2. Ďalšie informácie sú uvedené v prieskume [Eleventh survey on correspondent banking in euro](#), ECB, 2020.

Graf B

Globálne klientske a medzibankové platby v T2

(ľavá os: v bil. EUR, pravá os. v %, mesačné súčty)



Zdroj: TARGET2, T2 a výpočty ECB.

Poznámka: Posledný údaj sa vzťahuje na december 2023. „Globálne“ platby sú platby, pri ktorých sa banka príkazcu a/alebo banka príjemcu nachádza mimo eurozóny. Štatistika T2 môže podliehať revízií z dôvodu zmien v metodológii v súvislosti so spustením konsolidovanej platformy T2-T2S.

Záverom možno konštatovať, že zjavný pokles podielu eura na celkovom počte správ v systéme Swift po marci 2023 nevyplýva z poklesu hodnoty platieb realizovaných prostredníctvom T2 ani zo zníženia jeho globálneho dosahu. T2 ako základná infraštruktúra finančného trhu pre euro naďalej predstavuje významnú zložku celkových platieb v eurách spracovaných prostredníctvom systému Swift v hodnotovom vyjadrení. Pokles podielu eura na celkovom počte správ v systéme Swift v hodnotovom vyjadrení zrejme odráža zavedenie konsolidovanej platformy T2-T2S a prechod trhu na nový štandard správ ISO 20022. Viedlo to k zmene v postupoch riadenia likvidity bánk a v používaných typoch správ, pričom niektoré platby boli vylúčené z výpočtu ukazovateľa Swift. Pri monitorovaní globálnej úlohy eura je preto potrebné jednotlivé ukazovatele založené na platobných operáciách interpretovať obozretne.

Plán ECB v oblasti klimatických zmien a prírody na roky 2024 – 2025

Sara Skjeggestad Meyer a Carolin Nerlich

ECB 30. januára 2024 zverejnila svoj plán v oblasti klimatických zmien a prírody na roky 2024 – 2025. Stanovila v ňom tri nové priority, ktoré budú určovať smerovanie jej klimatických opatrení počas nasledujúcich dvoch rokov. V tomto boxe sa vysvetľujú ekonomické dôvody, ktoré stoja za rozhodnutím ECB pokročiť v týchto troch oblastiach.¹

Klimatické zmeny čoraz viac ovplyvňujú ekonomiku eurozóny. Svet výrazne zaostáva, pokiaľ ide o plnenie klimatických cieľov v súlade s Parížskou dohodou z roku 2015.² Rok 2023 bol najteplejším zaznamenaným rokom v histórii a viacero extrémnych poveternostných udalostí spôsobilo hospodárske škody v Európe aj vo svete. Paralelne prebiehajúci zrýchlený úbytok biodiverzity a degradácia biotopov prispievajú k rýchlo sa rozvíjajúcej kríze prírody, čiastočne v dôsledku neoddeliteľného prepojenia medzi klímou a prírodou. Klimatické zmeny a súvisiaca potreba podpory zeleného prechodu čoraz výraznejšie zasahujú ekonomiku a finančný systém. To môže ovplyvniť cenovú stabilitu, finančnú stabilitu a transmisiu menovej politiky. Zmena klímy ovplyvňuje aj hodnotu a rizikový profil aktív v súvahe Eurosystemu. Aby mohla ECB plniť svoj hlavný cieľ, ktorým je cenová stabilita, je nevyhnutné, aby tieto vplyvy zohľadňovala.

Od roku 2021 ECB rozšírila svoj záväzok začleniť aspekty klimatických zmien do svojich činností. V nadväznosti na revíziu stratégie menovej politiky ECB v roku 2021 oznámila svoj prvý akčný plán v oblasti klimatických zmien, v ktorom sa zaviazala zahrnúť aspekty zmeny klímy do činností súvisiacich s vykonávaním menovej politiky, s makroekonomickou analýzou a so štatistikou.³ V roku 2022 bol rozsah plánu rozšírený o klimatické aktivity v ďalších oblastiach činnosti banky vrátane finančnej stability a bankového dohľadu.⁴ Po ukončení hĺbkového hodnotenia svojich klimatických aktivít ECB v januári 2024 publikovala aktualizovaný plán na roky 2024 – 2025. Po prvýkrát vôbec plán zahŕňa záväzok analyzovať záležitosti súvisiace s prírodou. Stanovuje tri prioritné oblasti, ktorými sa budú riadiť klimatické aktivity ECB počas nasledujúcich dvoch rokov (tabuľka A).

¹ [Plán ECB v oblasti klimatických zmien a prírody na roky 2024 – 2025](#), ECB, január 2024.




² V Parížskej dohode podpísanej v roku 2015 sa 196 krajín zaviazalo, že sa budú usilovať udržať nárast priemernej globálnej teploty na úrovni výrazne nižšej ako 2 °C nad predindustriálnou úrovňou a budú vyvíjať úsilie, aby obmedzili rast teploty na 1,5 °C. Európa sa zaviazala znížiť svoje emisie uhlíka na nulovú čistú hodnotu do roku 2050 a o 55 % do roku 2030 v porovnaní s úrovňami z roku 1990. Na dosiahnutie cieľa pre rok 2030 Európska únia prijala Zelenú dohodu a balík opatrení na zmiernenie zmeny klímy, známy aj ako balík „Fit for 55“. Napriek tomuto úsiliu odhady naznačujú, že globálne otepľovanie pri súčasných stanovených národných príspevkoch dosiahne 2,9 °C. Ďalšie informácie sú uvedené v správe programu OSN pre životné prostredie, [Emissions Gap Report 2023](#), November 2023.

³ [Tlačová správa ECB z 8. júla 2021: ECB predstavila akčný plán integrácie aspektov klimatických zmien do svojej stratégie menovej politiky.](#)

⁴ [Klimatická agenda ECB 2022](#), ECB, 4. júl 2022.

Tabuľka A

Priority plánu ECB v oblasti klimatických zmien a prírody na roky 2024 – 2025

Tri prioritné oblasti	Čo budeme robiť?
 1. Podpora prechodu na zelené hospodárstvo	<ul style="list-style-type: none">• Posudzovať potreby zelených investícií a ich financovania• Analyzovať štrukturálne dôsledky vyplývajúce z transformácie• Analyzovať vplyv financovania transformácie a transformačných rizík na transmisný mechanizmus menovej politiky• Zdokonaľovať rámec makroekonomického modelovania so zameraním na klimatické aspekty
 2. Riešenie rastúceho fyzického vplyvu klimatických zmien	<ul style="list-style-type: none">• Prijat' ďalšie kroky na integráciu vplyvov klimatických zmien do klimatických scenárov a analytického rámca používaného na makroekonomické prognózy• Skúmať vplyv adaptácie na klimatické zmeny vrátane nedostatku poistnej ochrany• Zlepšovať dostupnosť údajov na podporu analýzy fyzických rizík
 3. Pokrok v práci v oblasti rizík súvisiacich s prírodou	<ul style="list-style-type: none">• Podrobnejšie skúmať hospodárske a finančné dôsledky straty biodiverzity a degradácie prírody

Zdroj: ECB.

Prvá oblasť sa zameriava na výzvy spojené s prechodom na zelené

hospodárstvo. Aby Európa splnila svoj cieľ nulovej bilancie emisií uhlíka do roku 2050, bude musieť do roku 2030 zaviesť osobitné politické opatrenia motivujúce k prechodu na energeticky efektívne výrobné procesy a modely spotreby a k nahradeniu fosílnych palív obnoviteľnými zdrojmi energie.⁵ Prechod bude mať za následok hlboké štrukturálne zmeny v hospodárstve eurozóny, ktoré sa premietnu do zamestnanosti a kvalifikačných požiadaviek. Môže zapríčiniť relokáciu kapitálu s nejasnými dlhodobými účinkami na potenciálny rast.⁶ Prechod na ekologické hospodárstvo ovplyvní obchodné aj kapitálové toky v hospodárstve eurozóny a bude predstavovať riziko pre jej vonkajšiu konkurencieschopnosť. Eurozóna môže byť zraniteľnejšia voči rizikám dodávateľského reťazca a narušeniam dodávok kritických nerastných látok potrebných na transformáciu. Z tohto dôvodu je nesmierne dôležité, aby ECB dôkladne rozumela týmto štrukturálnym zmenám a výzvam, ako aj spôsobom, akým môžu ovplyvniť makroekonomický výhľad eurozóny. Na tento účel je potrebné zodpovedajúcim spôsobom upraviť makroekonomické modely.

Kľúčom k prechodu na nízkouhlíkové hospodárstvo sú zelené investície, technologické inovácie a zelené financovanie. Odhady rôznych inštitúcií o tom, koľko zelených investícií je potrebných na dosiahnutie klimatických cieľov, sa značne líšia. Napríklad podľa Európskej komisie, aby EÚ dosiahla svoj cieľ znížiť emisie o 55 %, na transformáciu budú potrebné dodatočné ročné investície do roku 2030 vo výške 620 mld. €. ⁷ ECB podrobnejšie preskúma rôzne dostupné odhady, aby lepšie pochopila východiskové predpoklady a hnacie faktory vrátane úlohy politik v oblasti

⁵ Prehľad sa nachádza v boxe s názvom [Assessing the macroeconomic effects of climate change transition policies](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2024.

⁶ Viac v článku s názvom [How climate change affects potential output](#), *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2023.

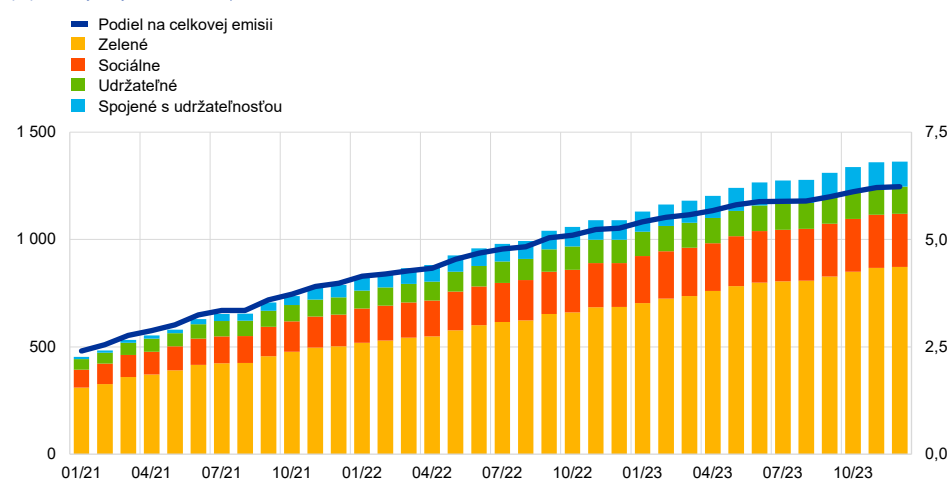
⁷ [Udržateľnosť a blahobyt ľudí ako ústredné prvky otvorenej strategickej autonómie Európy](#), *oznámenie Komisie Európskemu parlamentu a Rade*, Európska komisia, 6. júl 2023.

klimatických zmien. Bude sa zaoberať rámcovými podmienkami potrebnými na uľahčenie nevyhnutných investícií, vrátane potreby podporovať prostredie vytvárajúce priestor pre špičkový výskum a vývoj či inovačné kapacity, ako aj trhovou infraštruktúrou, ktorá podporuje podstupovanie rizika. Veľkú pozornosť bude venovať otázkam financovania zelených investičných potrieb. Hoci v posledných rokoch došlo k výraznému nárastu zelených finančných nástrojov, stále tvoria len malý podiel na celkových dlhových cenných papieroch emitovaných v eurozóne (graf A). ECB sa vo svojich analýzach zameria špecificky na to, či ponuka financovania zodpovedá dopytu, s akým úverovými podmienkami sa stretávajú firmy pri zelených investičných projektoch a ako môžu verejné politiky pomôcť mobilizovať viac súkromného financovania, a to aj prostredníctvom lepších požiadaviek na zverejňovanie informácií. Všetky tieto otázky sú relevantné pre menovú politiku a jej transmisný mechanizmus.

Graf A

Emisie udržateľných dlhových cenných papierov v eurozóne

(ľavá os: v mld. EUR, nesplatené sumy v nominálnej hodnote; pravá os: percentuálny podiel na celkovom objeme dlhových cenných papierov vydaných v eurozóne)



Zdroj: Centralizovaná databáza cenných papierov a výpočty ECB.

Poznámky: Graf zobrazuje emisie dlhových cenných papierov v oblasti životného prostredia, sociálnych vecí a riadenia (ESG) v eurozóne pre všetky úrovne zabezpečenia. „Podiel na celkovej emisii“ predstavuje objem všetkých udržateľných cenných papierov ako podiel na všetkých dlhových cenných papieroch emitovaných v eurozóne.

Druhá oblasť sa zameriava na riešenie rastúceho fyzického vplyvu

klimatických zmien. Extrémne výkyvy počasia sú čoraz častejšie a ich cena je čoraz viditeľnejšia.⁸ Spolu so zmenami počasia rôznymi spôsobmi ovplyvňujú makroekonomiku aj finančný sektor. Klimatické zmeny ovplyvňujú najmä poľnohospodárstvo, cestovný ruch a prostredníctvom cien potravín aj maloobchod a gastrosektor. Odhaduje sa, že po vlne horúčav v lete 2022 inflácia cien potravín v Európe o rok neskôr vzrástla o 0,67 percentuálneho bodu.⁹ Zvýšené globálne otepľovanie má podľa zistení nelineárne účinky na ceny potravín, čo predstavuje riziko zvýšenej dynamiky inflácie v budúcnosti. Podľa empirických analýz zvýšenie

⁸ Diffenbaugh, N. S.: Verification of extreme event attribution: Using out-of-sample observations to assess changes in probabilities of unprecedented events, *Science Advances*, Vol. 6(12), No 2368, 2020.

⁹ Kotz, M., Kuik, F., Lis, E. a Nickel, C.: *The impact of global warming on inflation: averages, seasonality and extremes*, *Working Paper Series*, No 2821, ECB, 2023.

teploty nad určitú hranicu znižuje produktivitu práce a hospodársky rast.¹⁰ ECB musí nevyhnutne zlepšiť svoje hodnotenie vplyvu klimatických zmien na infláciu a hospodárstvo. Okrem prístupu k vysokokvalitným údajom si to bude vyžadovať aj ďalšie skúmanie spôsobu integrácie fyzických vplyvov klimatických zmien do klimatických scenárov a analytického rámca používaného na makroekonomické prognózy.

Významnou oblasťou nového výskumu bude financovanie adaptácie. Náklady spojené s fyzickým vplyvom klimatických zmien predstavujú finančné a daňové riziká, napriek tomu je poistená len štvrtina strát zo živelných pohrôm súvisiacich s klímou.¹¹ Investície do adaptácie na obmedzenie expozícií voči fyzickým klimatickým rizikám však spôsobia presmerovanie zdrojov z produktívnejších investičných príležitostí.¹² ECB preskúma hospodárske a finančné dôsledky opatrení na adaptáciu na klimatické zmeny, ako aj súvisiace potrebné financovanie na zvýšenie odolnosti hospodárstva proti meniacej sa klíme.

Tretia oblasť skúma riziká súvisiace s prírodou. Existuje čoraz viac dôkazov o tom, že klimatické zmeny nepriaznivo vplyvajú na prírodu, pričom degradácia prírody v podobe intenzívneho využívania pôdy, znečistenia a nadmerného využívania zdrojov klimatickú krízu ešte prehľbuje. Degradácia prírody znižuje schopnosť zadržiavať a ukladať uhlík a zhoršuje odolnosť pôdy voči vplyvom extrémnych poveternostných udalostí a meniacej sa klímy. Viac než 80 % habitatov v Európe je už dnes vo veľmi zlom stave.¹³ Strata prírody predstavuje pre ľudstvo vážne riziko, pretože ohrozuje životne dôležité funkcie, ako je zásobovanie potravinami a liekmi.

Degradácia prírody ovplyvňuje hospodárstvo a prináša finančné riziká. Podľa prieskumu o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE) až 48 % podnikov v eurozóne veľmi znepokojujú dôsledky zhoršovania životného prostredia na ich podnikanie.¹⁴ Tento výsledok zodpovedá aj nedávnomu výskumu, podľa ktorého je 72 % nefinančných spoločností v eurozóne výrazne závislých aspoň od jednej ekosystémovej služby, ako je zdravá pôda, čistá voda či ochrana pred povodňami. Keďže tieto podniky predstavujú 75 % podnikových úverových expozícií v bankách eurozóny, riziká súvisiace s prírodou predstavujú pre banky jednoznačné riziko (graf B). ECB bude skúmať dôsledky úbytku prírody a biodiverzity na hospodárstvo, ich vzájomné prepojenie s klimatickými zmenami a to, ako môžu ovplyvniť makroekonomické premenné relevantné z hľadiska jej mandátu.

¹⁰ Napríklad [Climate change and climate policy: analytical requirements and options from a central bank perspective](#), *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, January 2022, s. 33.

¹¹ [Policy options to reduce the climate insurance protection gap](#), *Discussion Paper*, EIOPA-ECB, April 2023.

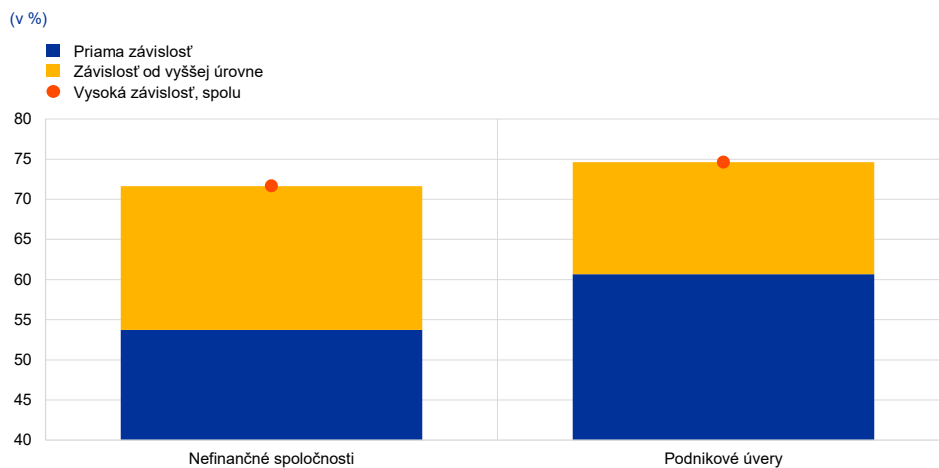
¹² [The price of inaction: what a hotter climate means for monetary policy](#), *The ECB Blog*, ECB, 18 December 2023.

¹³ [Conservation status of habitats under the EU Habitats Directive](#), European Environmental Agency, 18 November 2021.

¹⁴ Box s názvom [Klimatické zmeny a zelené investície a financovanie podnikov v eurozóne – výsledky prieskumu SAFE](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2023.

Graf B

Závislosť nefinančných spoločností a úverových portfólií eurozóny od ekosystémových služieb



Zdroj: ENCORE, EXIOBASE, AnaCredit a výpočty ECB.

Poznámka: Podiel nefinančných spoločností v eurozóne s vysokou celkovou závislosťou so skóre vyšším ako 0,7 od aspoň jednej ekosystémovej služby a podiel portfólií podnikových úverov bánk v eurozóne na týchto ekosystémových službách. Úver je označený ako vysoko závislý, ak má nefinančná spoločnosť, ktorá si požičiava, dostatočne vysoké skóre závislosti. V grafe B sú znázornené priemery skóre závislosti nefinančných spoločností eurozóny a portfólií podnikových úverov bánk eurozóny. Zobrazuje aj priame závislosti nefinančných spoločností od ekosystémových služieb a ich závislosti od vyššej úrovne, t. j. závislosti od ich dodávateľov. Posledné dostupné údaje sú z decembra 2021. Ďalšie informácie sa nachádzajú v Boldrini, S., Ceglar, A., Lelli, C., Parisi, L. a Heemskerck, I.: *Living in a world of disappearing nature: Physical risk and the implications for financial stability*, *Occasional Paper Series*, No 333, ECB, 2023.

© Európska centrálna banka 2024

Poštová adresa 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefón +49 69 1344 0
Internetová stránka www.ecb.europa.eu

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

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

Uzavierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 6. marca 2024.

PDF ISSN 2363-3549, QB-BP-24-002-SK-N