



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 6/2022



Obsah

Hospodársky, finančný a menový vývoj	2
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	9
2 Hospodárska aktivita	16
3 Ceny a náklady	23
4 Vývoj na finančných trhoch	31
5 Podmienky financovania a úvery	36
6 Fiškálny vývoj	45
Boxy	49
1 Úloha zamestnanosti vo verejnom sektore počas krízy spôsobenej pandémiou COVID19	49
2 COVID-19 a rozhodovanie starších pracovníkov v eurozóne o odchode do dôchodku	55
3 Vrtí chvost psom? Bližší pohľad na nedávne pohyby v distribúcii inflačných očakávaní	61
4 Vplyv rastúcich úrokových sadzieb hypotekárnych úverov na trh s nehnuteľnosťami na bývanie v eurozóne	66
5 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 20. apríla do 26. júla 2022	71
6 Jednotné minimálne štandardy začleňovania klimatických rizík do interných systémov hodnotenia úverov v Eurosysteme	77

Hospodársky, finančný a menový vývoj

Prehľad

Dňa 8. septembra 2022 sa Rada guvernérov rozhodla zvýšiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 75 bázických bodov. Tento významný krok znamená rýchlejší začiatok prechodu zo súčasnej vysoko akomodačnej úrovne menovopolitických sadzieb na úroveň, ktorá zabezpečí včasný návrat inflácie k strednodobému cieľu Rady guvernérov na úrovni 2 %. Rada guvernérov na základe svojho aktuálneho hodnotenia očakáva, že v priebehu niekoľkých nasledujúcich zasadnutí bude v zvyšovaní úrokových sadzieb pokračovať s cieľom tlmieť dopyt a predísť riziku trvalého nárastu inflačných očakávaní. Rada guvernérov bude trajektóriu menovej politiky pravidelne prehodnocovať na základe nových informácií a vývoja inflačného výhľadu. Jej budúce rozhodnutia o menovopolitických sadzbách budú i naďalej vychádzať z konkrétnych údajov a budú prijímané priebežne, zo zasadania na zasadanie.

Dôvodom rozhodnutia Rady guvernérov a očakávaní ďalšieho zvyšovania úrokových sadzieb je naďalej príliš vysoká inflácia, ktorá pravdepodobne zostane nad úrovňou jej cieľa po dlhšiu dobu. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu inflácia v auguste dosiahla 9,1 %. Prudko rastúce ceny energií a potravín, dopytové tlaky v niektorých sektoroch po znovuoživení ekonomiky a ponukové obmedzenia vyvolávajú ďalší rast inflácie. Dochádza k ďalšiemu zintenzívňovaniu cenových tlakov a ich šíreniu v celom hospodárstve, pričom v najbližšom období môže inflácia ďalej stúpať. S postupným slabnutím vplyvu súčasných príčin inflácie a premietaním normalizácie menovej politiky do ekonomiky a cenotvorby inflácia klesne. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, odborníci ECB výrazne upravili svoje inflačné projekcie a v tejto fáze očakávajú, že inflácia dosiahne v priemere 8,1 % v roku 2022, 5,5 % v roku 2023 a 2,3 % v roku 2024.

Po oživení v prvej polovici roka 2022 aktuálne údaje poukazujú na podstatné spomalenie hospodárskeho rastu v eurozóne, s očakávanou stagnáciou hospodárstva v neskoršom priebehu roka a v prvom štvrtroku 2023. Veľmi vysoké ceny energií znižujú kúpnu silu príjmov obyvateľstva a ponukové obmedzenia napriek postupnému slabnutiu naďalej brzdia hospodársku aktivitu. Okrem toho nepriaznivá geopolitická situácia, predovšetkým neoprávnená ruská agresia voči Ukrajine, dolieha na dôveru podnikov i spotrebiteľov. Tento výhľad sa odráža aj v najnovších projekciách hospodárskeho rastu odborníkov ECB, ktoré boli výrazne znížené na zvyšok tohto roka i na celý rok 2023. Podľa uvedených projekcií má rast ekonomiky dosiahnuť 3,1 % v roku 2022, 0,9 % v roku 2023 a 1,9 % v roku 2024.

Pretrvávajúca zraniteľnosť spôsobená pandémiou naďalej predstavuje riziko ohrozujúce plynulú transmisiu menovej politiky. Rada guvernérov bude preto naďalej pružne reinvestovať prostriedky zo splatených cenných papierov v rámci portfólia núdzového pandemického programu nákupu aktív na potlačenie rizík súvisiacich s pandémiou ohrozujúcich fungovanie transmisného mechanizmu.

Hospodárska aktivita

Vysoká inflácia, prísnejšie podmienky financovania a pretrvávajúce ťažkosti spojené s výpadkami dodávok si vyberajú svoju daň na hospodárskej aktivite v celom svete. Výsledky prieskumov signalizujú plošné spomaľovanie tempa hospodárskej aktivity. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2022 je výhľad svetového hospodárskeho rastu tlmený, s predpokladaným tempom rastu svetového reálneho HDP (bez eurozóny) na úrovni 2,9 % v roku 2022, 3,0 % v roku 2023 a 3,4 % v roku 2024. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2022 je tento výhľad slabší a znamená, že vzhľadom na spomaľovanie hospodárskej aktivity v rozvinutých i rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách má svetové hospodárstvo v tomto i v budúcom roku rásť o niečo pomalšie, než je dlhodobý priemer. Slabší výhľad vývoja dopytu a zlepšenie ponuky pomáhajú zmierňovať tlaky v dodávateľskom reťazci, ktoré však stále pretrvávajú. V súlade s výhľadom svetového rastu v porovnaní s júnovými projekciami došlo i k zhoršeniu výhľadu svetového obchodu a zahraničného dopytu po produkcii eurozóny. V dôsledku prudkého rastu cien komodít, pretrvávajúcich ponukových obmedzení, stále pomerne silného dopytu a nedostatku pracovných síl pretrvávajú rozsiahle a zvýšené globálne inflačné tlaky, ktoré však majú so stabilizáciou komoditných trhov a oslabením rastu klesať. V prostredí vysokej neistoty sú riziká spojené so základným scenárom vývoja naklonené na stranu pomalšieho svetového hospodárskeho rastu a vyššej globálnej inflácie.

Hospodárstvo eurozóny v druhom štvrtroku 2022 vzrástlo o 0,8 %, najmä vďaka výrazným spotrebným výdavkom na služby s intenzívnym osobným kontaktom po zrušení pandemických obmedzení. Z intenzívnejšieho cestovania v letnom období profitovali najmä krajiny s veľkými sektormi cestovného ruchu. Podniky však zároveň čelili vysokým nákladom na energie a pretrvávajúcim výpadkom v dodávateľských reťazcoch, napriek ich postupnému odstraňovaniu. Zatiaľ čo v treťom štvrtroku hospodársky rast ťažil z intenzívneho cestovného ruchu, počas zvyšku roka Rada guvernérov očakáva podstatné spomalenie ekonomiky, a to zo štyroch hlavných dôvodov. Po prvé, vysoká inflácia tlmí spotrebu a produkciu v celom hospodárstve a narušené dodávky zemného plynu tieto ťažkosti ešte prehľbujú. Po druhé, výrazné oživenie dopytu po službách v nadväznosti na znovuočvorení ekonomiky v nasledujúcich mesiacoch stratí na dynamike. Po tretie, pokles svetového dopytu, i v kontexte sprísnenia menovej politiky v mnohých hlavných ekonomikách, a zhoršovanie obchodných podmienok bude znamenať menšiu podporu pre hospodárstvo eurozóny. Po štvrté, naďalej panuje vysoká neistota a dôvera prudko klesá. Trh práce však odoláva a hospodársku aktivitu podporuje. Počet zamestnaných v druhom štvrtroku 2022 vzrástol o viac ako 600 000 osôb a miera nezamestnanosti v júli dosiahla historické minimum 6,6 %. Celkový počet odpracovaných hodín sa v druhom štvrtroku opäť zvýšil (o 0,6 %) a predstihol svoju úroveň pred pandémiou. V nasledujúcom období spomaľovanie hospodárskej aktivity pravdepodobne vyvolá určitý nárast miery nezamestnanosti.

Základný scenár vývoja v eurozóne podľa projekcií odborníkov ECB zo septembra 2022 vychádza z predpokladu, že dopyt po plyne bude tlmený vysokými cenami a preventívnymi opatreniami na úsporu energie (v nadväznosti na nedávnu dohodu

EÚ o znížení dopytu po plyne v rozsahu do 15 %) a že nebude potrebné vo väčšom rozsahu zaviesť dodávky plynu na prídel. V krajinách vysoko závislých od dovozu zemného plynu z Ruska a ohrozených rizikom výpadku dodávok sa však napriek tomu počíta s nevyhnutnosťou určitého obmedzenia produkcie počas zimy. Hoci v nedávnom období dochádza k o niečo rýchlejšiemu uvoľňovaniu ponukových obmedzení, než sa očakávalo, tieto aj naďalej tlmia hospodársku aktivitu a predpokladá sa, že budú ustupovať len pozvoľna. V strednodobom horizonte sa s ustálením energetického trhu, poklesom neistoty, odstránením ponukových obmedzení a zlepšením reálnych príjmov očakáva oživenie rastu, i napriek menej priaznivým podmienkam financovania. V reakcii na spomalenie hospodárskej aktivity sa očakáva oslabenie trhu práce, ktorý však má zostať celkovo pomerne odolný. Celkovo sa podľa projekcií odborníkov ECB zo septembra 2022 očakáva, že priemerný ročný rast reálneho HDP v roku 2022 dosiahne 3,1 %, v roku 2023 sa výrazne spomalí na 0,9 % a v roku 2024 sa zvýši na 1,9 %. V porovnaní s projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2022 bol výhľad rastu HDP na rok 2022 vzhľadom na nečakane pozitívne údaje za prvý polrok 2022 upravený nahor o 0,3 percentuálneho bodu, na rok 2023 bol upravený nadol o 1,2 percentuálneho bodu a na rok 2024 nadol o 0,2 percentuálneho bodu, a to najmä v dôsledku narušení dodávok energií, vyššej inflácie a súvisiaceho poklesu dôvery.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2022 sa má rozpočtové saldo eurozóny v období do roku 2024 rovnomerne zlepšovať, hoci v menšej miere než podľa júnových projekcií. Rozpočtové projekcie sú však naďalej spojené s vysokou mierou neistoty, najmä v súvislosti s vojnou na Ukrajine a vývojom na energetických trhoch, ktoré by mohli vlády viesť k prijatiu ďalších rozpočtových stimulov. Takéto podporné rozpočtové opatrenia sú doteraz prevažne zamerané na kompenzovanie rastúcich životných nákladov spotrebiteľov, najmä na energie. Svoju úlohu hrá i financovanie nových obranných kapacít a podpora utečencov pred ruskou vojnou na Ukrajine. Projekcie napriek tomu počítajú s pokračujúcim znižovaním deficitu verejnej správy eurozóny – z 5,1 % HDP v roku 2021 na 3,8 % v roku 2022 a až na 2,7 % do konca sledovaného obdobia. Po výraznom uvoľňovaní v reakcii na krízu vyvolanú pandemiou koronavírusu (COVID-19) v roku 2020 sa nastavenie rozpočtovej politiky minulý rok sprísnilo, v čom má podľa projekcií ešte do určitej miery pokračovať, najmä v roku 2023, zatiaľ čo v roku 2024 má byť neutrálne. V prostredí zvýšenej neistoty a rizík zhoršenia hospodárskeho výhľadu v dôsledku vojny na Ukrajine, ako aj rastu cien energií a pretrvávajúcich výpadkov v dodávateľských reťazcoch Európska komisia 23. mája 2022 odporučila predĺženie platnosti všeobecnej únikovej doložky Paktu stability a rastu do konca roka 2023. Jednotlivé krajiny by tak v prípade potreby mohli svoju rozpočtovú politiku prispôsobiť meniacim sa okolnostiam. Keďže však rozpočtová nerovnováha naďalej prekračuje svoju predpandemickú úroveň a inflácia je mimoriadne vysoká, rozpočtová politika musí byť v čoraz väčšej miere selektívna a cieleňá, aby nezintenzívňovala strednodobé inflačné tlaky a zároveň zabezpečovala udržateľnosť verejných financií v strednodobom horizonte.

Rozpočtové podporné opatrenia na zmierňovanie účinkov vyšších cien energií by mali byť dočasné a zamerané na najviac zraniteľné domácnosti a podniky v záujme obmedzenia rizika zintenzívnenia inflačných tlakov, zefektívnenia verejných

výdavkov a zachovania udržateľnosti dlhu. Štrukturálne opatrenia by sa mali zameriavať na zvyšovanie rastového potenciálu a odolnosti eurozóny.

Inflácia

Inflácia v auguste ďalej vzrástla na 9,1 %. Inflácia cien energií bola naďalej na mimoriadne vysokej úrovni (38,3 %) a znova tvorila najväčšiu zložku celkovej inflácie. Trhové ukazovatele naznačujú zmiernenie cien ropy v krátkodobom horizonte, zatiaľ čo veľkoobchodné ceny zemného plynu podľa nich zostanú mimoriadne vysoké. Inflácia cien potravín v auguste tiež stúpila (na 10,6 %), čiastočne v dôsledku vyšších vstupných nákladov na energie, narušenia obchodu s potravinovými komoditami a nepriaznivých poveternostných podmienok. Hoci ponukové obmedzenia ustupujú, i naďalej sa postupne premietajú do spotrebiteľských cien a rovnako ako oživovanie dopytu v sektore služieb vyvíjajú tlak na rast inflácie. K stupňovaniu inflačných tlakov prispieva i znehodnocovanie eura. Cenové tlaky sa šíria do čoraz väčšieho počtu sektorov, čiastočne v dôsledku vplyvu vysokých nákladov na energie pôsobiaceho v celom hospodárstve. Ukazovatele základnej inflácie tak zostávajú na zvýšenej úrovni a podľa najnovších projekcií odborníkov ECB má inflácia bez cien potravín a energií dosiahnuť 3,9 % v roku 2022, 3,4 % v roku 2023 a 2,3 % v roku 2024. Odolnosť trhu práce a určité dobiehanie v rámci kompenzácie vyššej inflácie zrejme podporia mzdový rast. Aktuálne údaje a mzdové dohody však zároveň poukazujú na naďalej celkovo obmedzenú dynamiku mzdového vývoja. Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa v súčasnosti pohybuje na približne dvojpercentnej úrovni, hoci nedávne revízie niektorých ukazovateľov nad úroveň cieľovej hladiny je naďalej potrebné monitorovať.

Inflácia naďalej prudko rastie v dôsledku ďalších rozsiahlych ponukových šokov, ktoré sa premietajú do spotrebiteľských cien rýchlejšie než v minulosti. Makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2022 očakávajú, že celková inflácia HICP zostane po zvyšok roka 2022 nad úrovňou 9 % v dôsledku mimoriadne vysokých cien energií a potravinových komodít, ako aj vzhľadom na rastové tlaky súvisiace so znovuotváraním ekonomiky, ponukovými obmedzeniami a nedostatkom pracovných síl. Očakávaný pokles inflácie z priemerných 8,1 % v roku 2022 na 5,5 % v roku 2023 a 2,3 % v roku 2024 je predovšetkým odrazom prudkého poklesu inflácie cien energií a potravín v dôsledku záporných bazických efektov a predpokladaného poklesu cien komodít v súlade s cenami futures. Inflácia HICP bez energií a potravín má zostať na bezprecedentne vysokej úrovni až do polovice roka 2023, no neskôr sa očakáva jej pokles vzhľadom na oslabovanie účinkov znovuotvárania ekonomiky a zmiernenie ponukových obmedzení a nákladových tlakov spojených s energetickými vstupmi. Očakáva sa, že v roku 2024 bude celková inflácia naďalej prekračovať cieľ ECB vo výške 2 %. Príčinou sú oneskorené účinky vysokých cien energií na neenergetické zložky inflácie, nedávne oslabovanie eura, stabilné trhy práce a určité vplyvy kompenzácií za vyššiu infláciu na mzdy, ktorých rast má výrazne presiahnuť historický priemer. V porovnaní s projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2022 bola celková inflácia na roky 2022 a 2023 výrazne upravená nahor (o 1,3 percentuálneho bodu

a 2,0 percentuálneho bodu) a na rok 2024 mierne nahor (o 0,2 percentuálneho bodu), a to vzhľadom na nedávne nečakane vysoké hodnoty, dramatický nárast predpokladaných veľkoobchodných cien plynu a elektriny, výraznejší rast miezd a nedávne oslabovanie eura. Tieto účinky prevážili tlmiaci účinok nedávneho poklesu cien potravinových komodít, menej závažných než pôvodne očakávaných ponukových obmedzení a slabších vyhládok hospodárskeho rastu.

Hodnotenie rizík

V kontexte spomaľovania svetovej ekonomiky prevažujú riziká pomalšieho tempa rastu, najmä v krátkodobom horizonte. Ako ukazuje menej priaznivý scenár projekcií odborníkov ECB, dlhšia vojna na Ukrajine zostáva podstatným rizikom pre rast, najmä ak by podniky a domácnosti čelili dodávkam energií na prídel. V takej situácii by mohlo nastať ďalšie zhoršovanie dôvery a prehlbovanie ponukových obmedzení. Ceny energií a potravín by tiež mohli zostať dlhodobo vyššie, než sa očakáva. Ďalšie zhoršovanie výhľadu vývoja svetového hospodárstva by mohlo dodatočne spomaliť zahraničný dopyt po produkcii eurozóny.

Riziká týkajúce sa vývoja inflácie sú najmä na strane rýchlejšieho rastu. Podobne ako v prípade hospodárskeho rastu je hlavným rizikom z krátkodobého hľadiska ďalšie narušenie dodávok energií. V strednodobom horizonte môže inflácia súčasne očakávania prekročiť v dôsledku trvalejšieho zhoršenia výrobných kapacít hospodárstva eurozóny, ďalšieho zvyšovania cien energií a potravín, nárastu inflačných očakávaní nad úroveň cieľa Rady guvernérov alebo vyššieho než očakávaného mzdového rastu. Ak by však v strednodobom horizonte došlo k poklesu cien energií alebo oslabeniu dopytu, klesli by aj tlaky na rast cien.

Finančné a menové podmienky

Trhové úrokové miery rastú v očakávaní pokračovania normalizácie menovej politiky v reakcii na výhľad vývoja inflácie. Podnikové úvery v posledných mesiacoch zdraželi a sadzby bankových úverov pre domácnosti sa dnes nachádzajú na najvyššej úrovni za posledných viac než päť rokov. V objemovom vyjadrení sú bankové úvery podnikom zatiaľ stabilné, čiastočne v dôsledku potrieb financovania vysokých výrobných nákladov a tvorby zásob. Dynamika hypotekárnych úverov domácnostiam sa zmierňuje v dôsledku sprísňovania úverových podmienok, rastúcich nákladov úverovania a nízkej dôvery spotrebiteľov.

Rozhodnutia o menovej politike

Rada guvernérov sa na základe svojho aktuálneho hodnotenia rozhodla zvýšiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 75 bázických bodov. Úroková sadzba hlavných refinančných operácií a úrokové sadzby jednoduchých refinančných a jednoduchých sterilizačných operácií tak boli zvýšené na 1,25 %, 1,50 % a 0,75 %, a to s účinnosťou od 14. septembra 2022. Tento významný krok znamená rýchlejší

začiatok prechodu zo súčasnej vysoko akomodačnej úrovne menovopolitických sadziieb na úroveň, ktorá podporí včasný návrat inflácie k strednodobému cieľu Rady guvernérov na úrovni 2 %. Dôvodom rozhodnutia Rady guvernérov a očakávaní ďalšieho zvyšovania úrokových sadziieb je naďalej príliš vysoká inflácia, ktorá pravdepodobne zostane nad úrovňou jej cieľa po dlhšiu dobu. Budúce rozhodnutia o menovopolitických sadzbách budú i naďalej vychádzať z konkrétnych údajov a budú prijímané priebežne, zo zasadania na zasadanie.

Vzhľadom na zvýšenie sadzby jednodňových sterilizačných operácií nad nulu už dvojestupňový systém úročenia nadbytočných rezerv nie je potrebný. Rada guvernérov sa ho preto na svojom zasadaní 8. septembra 2022 rozhodla pozastaviť nastavením multiplikátora na nulu.

Rada guvernérov má v úmysle pokračovať v reinvestovaní plnej výšky istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív ešte po dlhšiu dobu od chvíle, keď začala zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB, v každom prípade však dovtedy, kým to bude potrebné na zachovanie vysokého stavu likvidity a primeraného nastavenia menovej politiky. Pokiaľ ide o núdzový pandemický program nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP), Rada guvernérov má reinvestovať istinu zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci tohto programu minimálne do konca roka 2024. Redukcia portfólia PEPP v budúcnosti bude v každom prípade prebiehať riadeným spôsobom, aby nenarúšala primerané nastavenie menovej politiky. Splatené cenné papiere v rámci portfólia PEPP sa reinvestujú pružne, s cieľom zmierňovať riziká súvisiace s pandémiou ohrozujúce mechanizmus transmisie menovej politiky.

Rada guvernérov bude aj naďalej sledovať podmienky financovania bánk a zabezpečiť, aby splácanie operácií v rámci tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III) nebránilo plynulej transmisii jej menovej politiky. Zároveň bude pravidelne posudzovať úlohu cielených úverových operácií v nastavení jej menovej politiky.

V záujme zachovania účinnosti transmisie menovej politiky a zabezpečenia riadneho fungovania trhu sa Rada guvernérov na svojom zasadaní 8. septembra 2022 rozhodla dočasne zrušiť hornú hraničnú sadzbu úročenia vládnych vkladov na úrovni 0 %. Hraničná sadzba bude dočasne buď na úrovni sadzby jednodňových sterilizačných operácií Eurosystemu (aj v prípade jej kladnej úrovne), alebo krátkodobej eurovej sadzby €STR, podľa toho, ktorá sadzba je nižšia. Cieľom tohto opatrenia, ktoré má platiť do 30. apríla 2023, je zabrániť náhlemu odlevu vkladov na trh v čase, keď niektoré segmenty repo trhu v eurozóne vykazujú známky nedostatku kolaterálu. Zároveň umožní podrobnú analýzu adaptácie peňažných trhov na návrat kladných úrokových mier.

Rada guvernérov je pripravená všetky svoje nástroje v medziach svojho mandátu upraviť, aby zabezpečila stabilizáciu inflácie na jej cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte. Nástroj na ochranu transmisie menovej politiky umožňuje zasiahnuť proti neopodstatnenému, nesystematickému vývoju na trhu predstavujúcemu vážnu hrozbu pre transmisiu menovej politiky v jednotlivých

krajinách eurozóny a Rade guvernérov tak umožňuje účinnejšie plniť jej mandát cenovej stability.

1 Vonkajšie prostredie

Vysoká inflácia, prísnejšie finančné podmienky a pokračujúce výpadky v dodávkach nepriaznivo ovplyvňujú globálnu hospodársku aktivitu, ktorá sa spomaľuje. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2022 je výhľad globálneho hospodárskeho rastu tlmený, pričom globálny reálny HDP (bez eurozóny) by mal podľa projekcií vzrásť o 2,9 % v roku 2022, o 3,0 % v roku 2023 a o 3,4 % v roku 2024. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z júna 2022 sa tento výhľad zhoršil, čo naznačuje, že vzhľadom na spomaľovanie hospodárskej aktivity vo vyspelých a rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách sa v tomto a budúcom roku očakáva rast globálneho hospodárstva mierne pod dlhodobým priemerom. Slabší výhľad v oblasti dopytu a zlepšená ponuka pomohli zmierniť tlaky v ponukovom reťazci, hoci sú stále prítomné. V porovnaní s júnovými projekciami sa zhoršil aj výhľad vývoja globálneho obchodu a zahraničného dopytu eurozóny. Globálne cenové tlaky sú naďalej rozsiahle a zvýšené, a to v dôsledku prudkého rastu cien komodít, pretrvávajúcich ponukových obmedzení, stále pomerne silného dopytu a nedostatku pracovných síl. Po stabilizácii situácie na komoditných trhoch a spomalení rastu sa však očakáva ich oslabenie. V prostredí vysokej miery neistoty je bilancia rizík spojených so základnými projekciami naklonená k pomalšiemu globálnemu hospodárskemu rastu a k silnejším globálnym cenovým tlakom.

Rast globálneho hospodárstva sa spomaľuje, keďže hospodársku aktivitu nepriaznivo ovplyvňuje vysoká inflácia, prísnejšie finančné podmienky a pretrvávajúce ponukové obmedzenia. Vojna na Ukrajine vytlačila ceny energetických komodít nahor a narušila globálne potravinové dodávateľské reťazce, čo prispelo k posilneniu inflačných tlakov na celom svete a vzbudilo obavy v súvislosti s globálnou potravinovou bezpečnosťou. Hospodárske oživenie v Číne po jarných lockdownoch v najdôležitejších provinciách sa nedávno zastavilo. Dôvodom bol slabší dopyt v dôsledku zavedenia prísnych opatrení proti šíreniu koronavírusu (COVID-19) v reakcii na vznik menších ohnísk nákazy, obmedzenia výroby v niektorých energeticky náročných odvetviach a prehlbujúca sa recesia v sektore nehnuteľností na bývanie. Trvalé uvoľňovanie pandemických obmedzení v hlavných vyspelých ekonomikách od jari pomohlo podporiť spotrebu v sektoroch cestovného ruchu a pohostinnosti. Mimoriadne silné inflačné tlaky, ktoré prinútili centrálné banky sprísniť menovú politiku, však nepriaznivo ovplyvňujú disponibilný príjem a úspory naakumulované počas pandémie.

Údaje z prieskumov poukazujú na rozsiahle spomaľovanie hospodárskej aktivity. Priemyselná produkcia vo vyspelých a rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách pokračovala v auguste 2022 v poklese (graf 1). Podobný vývoj možno pozorovať aj v sektore služieb, a to najmä vo vyspelých ekonomikách. Systém sledovania globálneho reálneho HDP (bez eurozóny), ktorý vychádza zo širokého súboru ukazovateľov, potvrdzuje údaje z prieskumov a poukazuje na pokračovanie oslabovania hospodárskej aktivity v auguste. Tento vývoj je v súlade s odhadovaným poklesom hospodárskej aktivity v druhom štvrťroku 2022, keďže rast globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) dosiahol úroveň $-0,6\%$. Tento horší výsledok je

odrazom slabšieho rastu v Číne, Japonsku, Spojenom kráľovstve a Spojených štátoch, než sa pôvodne predpokladalo v júnových projekciách.

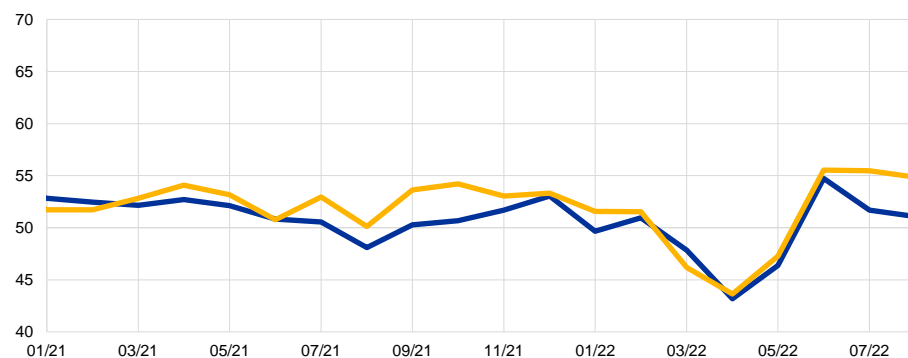
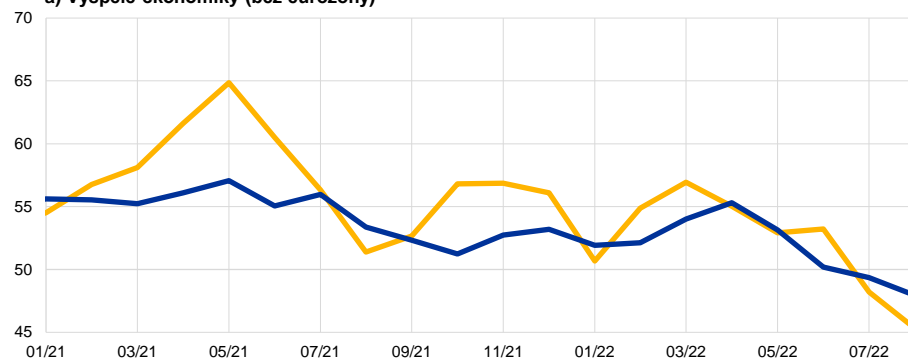
Graf 1

Index PMI pre produkciu podľa sektora a druhu ekonomiky

(difúznny index)

— Služby
— Priemyselná výroba

a) Vyspelé ekonomiky (bez eurozóny)



Zdroj: S&P Global a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za august 2022.

Výhľad globálneho hospodárskeho rastu je tlmený, pričom globálny reálny HDP (bez eurozóny) by mal podľa projekcií vzrásť o 2,9 % v roku 2022, o 3,0 % v roku 2023 a o 3,4 % v roku 2024.

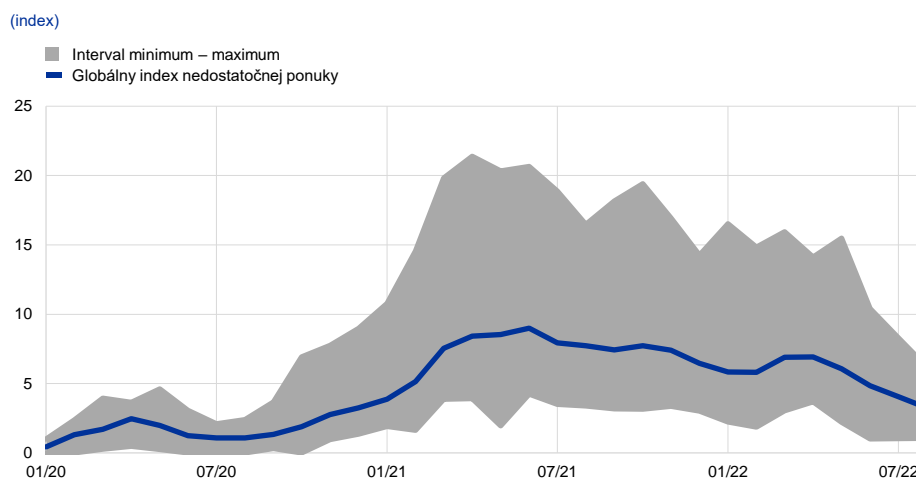
Vzhľadom na spomaľovanie hospodárskej aktivity vo vyspelých a rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách sa v tomto a budúcom roku celkovo očakáva rast globálneho hospodárstva mierne pod dlhodobým priemerom. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2022 bolo tempo rastu globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) upravené smerom nadol o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2022, o 0,4 percentuálneho bodu na rok 2023 a o 0,2 percentuálneho bodu na rok 2024. K revízii očakávaného tempa hospodárskeho rastu smerom nadol počas horizontu projekcií došlo najmä v dôsledku zhoršujúcich sa vyhlíadok pre Čínu a Spojené štáty. Očakáva sa, že prudký rast cien energií v Spojenom kráľovstve bude mať výrazný nepriaznivý vplyv na hospodársku aktivitu, ktorá by mala na prelome rokov začať klesať. Revíziu rastu smerom nadol na tento rok čiastočne kompenzovala o niečo miernejšia ako pôvodne očakávaná recesia v Rusku, ktoré doteraz vykazovalo vyššiu mieru odolnosti voči hospodárskym sankciám, než sa pôvodne očakávalo, a silnejšia než pôvodne

očakávaná hospodárska aktivita v niektorých veľkých rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, ako je Brazília, Mexiko a Turecko.

Slabšia globálna aktivita v sektore priemyselnej výroby nepriaznivo ovplyvňuje obchod, ktorý sa začal oslabovať už na jar tohto roka. Napriek výpadkom v dodávkach spôsobeným prísnyimi lockdownmi v najdôležitejších čínskych provinciách na jar tohto roka sa v globálnom obchode s tovarmi jasne prejavuje strata dynamiky obchodu, keďže súkromný dopyt po tovaroch vo vyspelých ekonomikách sa postupne normalizuje z vysokých úrovní. Vyhliadky globálneho obchodu s tovarmi sa navyše ďalej zhoršujú, o čom svedčia ukazovatele nových vývozných objednávok v sektore priemyselnej výroby, ktoré sa v auguste už druhý mesiac po sebe pohybovali v zápornom pásme. Hoci sa dodacie lehoty dodávateľov skrátili, v niektorých hlavných ekonomikách vrátane Spojeného kráľovstva a Spojených štátov stále zostávajú nad úrovňami zaznamenanými v minulosti. V mnohých položkách výrobného sektora sa zároveň zlepšila situácia spojená s nedostatočnou ponukou, čo spolu s klesajúcim dopytom pomohlo čiastočne zmierniť niektoré tlaky na strane globálnej ponuky (graf 2). Aj napriek tomu však naďalej dochádza k určitým výpadkom dodávok.

Graf 2

Globálny index nedostatočnej ponuky



Zdroj: S&P Global a výpočty ECB.

Poznámka: Globálny index nedostatočnej ponuky meria, pri koľkých z vybraných položiek bola zaznamenaná nedostatočná ponuka v porovnaní s dlhodobým priemerom za každý mesiac. Dlhodobý priemer predstavuje v rámci indexu hodnotu 1. Tieňovaný interval minimum – maximum predstavuje 5. – 95. percentil v prípade 20 položiek. Posledné údaje sú za august 2022.

Zhoršil sa aj výhľad vývoja globálneho obchodu. Globálny dovoz (bez eurozóny) by mal podľa očakávaní vzrásť o 4,6 % v roku 2022, o 2,7 % v roku 2023 a o 3,4 % v roku 2024, zatiaľ čo zahraničný dopyt eurozóny by mal byť o niečo slabší, a to najmä v roku 2023. V porovnaní s júnovými projekciami bol výhľad vývoja globálneho obchodu a zahraničného dopytu eurozóny upravený smerom nadol na neskoršie roky horizontu projekcií. Na tento rok však boli oba faktory upravené smerom nahor v dôsledku výraznejšej dynamiky obchodu vo vyspelých ekonomikách začiatkom roka 2022, a to najmä v Spojenom kráľovstve a v európskych krajinách nepatriacich do eurozóny.

Globálne cenové tlaky sú naďalej rozsiahle a zvýšené. Odrážajú prudký rast cien komodít, pretrvávajúce ponukové obmedzenia, stále pomerne vysoký dopyt a nedostatok pracovných síl. V dôsledku stabilizácie komoditných trhov a oslabenia hospodárskeho rastu sa však očakáva, že inflačné tlaky budú postupne slabnúť. Ročná celková inflácia v krajinách OECD (bez Turecka) mierne klesla z júnových 8,1 % na 8,0 % v júli, k čomu prispela skutočnosť, že nárast jadrovej inflácie bol viac ako vykompenzovaný nižším príspevkom inflácie cien energií a potravín.¹ Tempo rastu cien je pritom naďalej výrazné a vysoko prekračuje úroveň zaznamenanú v polovici roka 2021, keď opätovné otváranie ekonomík prinieslo silný rast dopytu (graf 3).

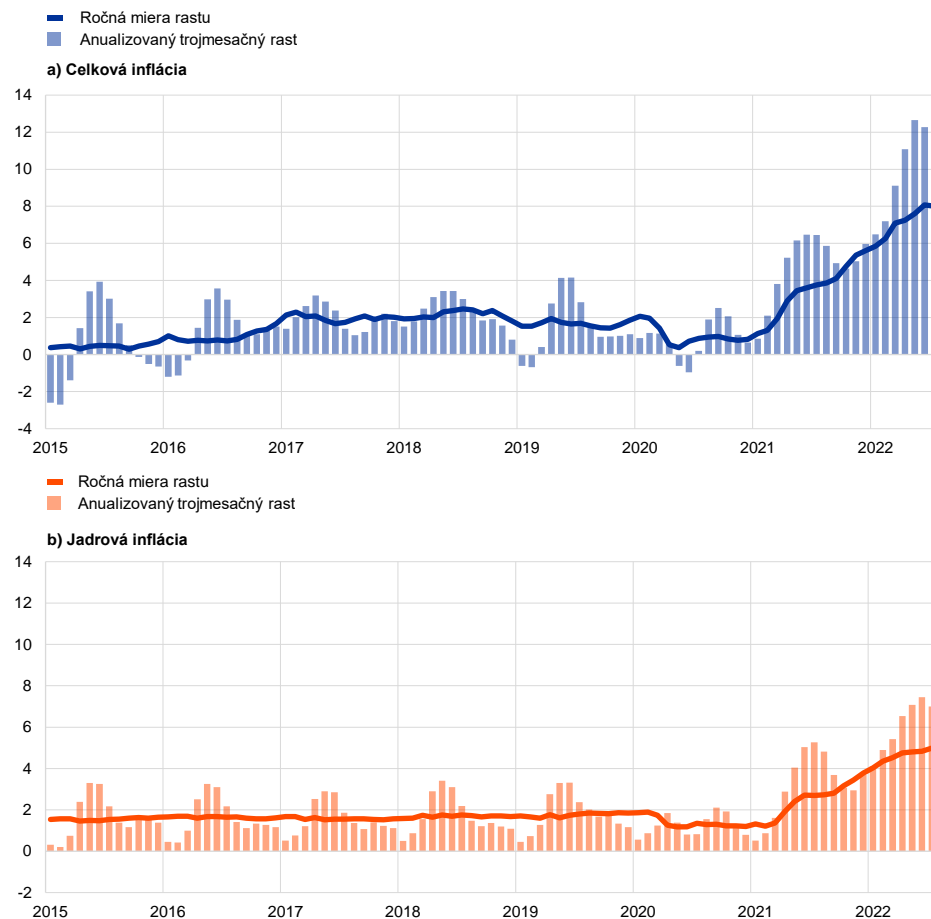
Silnejúce inflačné tlaky potvrdzujú aj zvyšujúce sa vývozné ceny konkurentov eurozóny. Tieto ceny (v národných menách) boli v porovnaní s júnovými projekciami upravené smerom nahor, keďže vplyv mierne nižších predpokladaných cien ropy a neenergetických komodít prevažujú intenzívnejšie domáce a globálne cenové tlaky. Pokles cien komodít očakávaný na základe vývoja ich futures spolu so zhoršením globálneho rastu by však mali v strednodobom horizonte priniesť zmiernenie inflačných tlakov.

¹ Údaje o inflácii v krajinách OECD sa vykazujú bez Turecka, keďže túto krajinu je možné vzhľadom na jej ročnú mieru celkovej inflácie spotrebiteľských cien v júli na úrovni 79,6 % považovať za extrémny prípad spomedzi krajín OECD.

Graf 3

Inflácia spotrebiteľských cien v OECD

(medziročná percentuálna zmena a anualizovaná trojmesačná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Agregáty za OECD uvedené v jednotlivých častiach sú vypočítané bez Turecka. Ročná miera celkovej a jadrovej inflácie v Turecku dosiahla 79,6 % a 63,8 %. Ročná miera celkovej a jadrovej inflácie v krajinách OECD vrátane Turecka (v grafoch sa neuvádza) dosiahla 10,2 % a 6,8 %, v porovnaní s 10,3 % a 6,5 % v júni. Jadrová inflácia nezahŕňa ceny energií a potravín. Posledné údaje sú za júl 2022.

Ceny ropy a neenergetických komodít sa v porovnaní s júnovými projekciami znížili, zatiaľ čo európske ceny plynu opäť prudko vzrástli.

Plak na znižovanie cien ropy súvisel s perspektívou oslabenia dopytu po rope v dôsledku zhoršenia globálneho hospodárskeho výhľadu a zvýšenia svetovej produkcie tejto suroviny. V júli dosiahla svetová produkcia ropy najvyššiu úroveň od januára 2020. Dodávky ruskej ropy zatiaľ vykazujú vyššiu mieru odolnosti, než sa očakávalo; do veľkej miery je to spôsobené tým, že Rusko dokázalo presmerovať svoj vývoz ropy do Indie, Turecka a Číny. Zatiaľ čo ceny ropy v poslednom čase klesali, ceny plynu ďalej rástli, a to najmä v dôsledku zníženia dodávok zo strany Ruska. Obavy z úplného prerušenia dodávok ruského plynu do západnej Európy sa zvýšili najmä po júlovom znížení dodávok plynu o 80 % do Nemecka cez plynovod Nord Stream 1 a po nedávnom oznámení, že tok plynu do západnej Európy môže byť opäť prerušený na neurčito. Ceny priemyselných kovov klesli z dôvodu obáv súvisiacich s čínskym dopytom a vo všeobecnosti so zhoršujúcimi sa vyhládkami globálneho hospodárstva. Klesli aj ceny potravín, a to najmä v dôsledku trojstranných dohôd

uzatvorených medzi Tureckom a Organizáciou Spojených národov a Ruskom a Ukrajinou o vytvorení bezpečného koridoru pre ukrajinské zásielky obilia.

Vývoj globálnych finančných podmienok bol od predchádzajúcich projekcií zmiešaný. Finančné podmienky sa spočiatku sprísňovali. Vysoká a rastúca inflácia viedla k rýchlejšej normalizácii menovej politiky, než sa pôvodne očakávalo, k vyšším výnosom z dlhopisov a ku korekcii na strane rizikových aktív. Po oslabení výhľadu hospodárskeho rastu však nedávno došlo k výraznému obratu, a to najmä v rozvíjajúcich sa trhovými ekonomikách a v menšej miere v Spojených štátoch a iných vyspelých ekonomikách. Toto uvoľňovanie pôsobí proti niektorým vplyvom opatrení prijatých centrálnymi bankami, hoci vo všeobecnosti signalizuje, že na zníženie rekordne vysokej inflácie je potrebné urobiť ešte veľa práce. Vzhľadom na závislosť menovej politiky od údajov zostávajú finančné podmienky citlivé na nový vývoj inflácie a makroekonomického prostredia.

V Spojených štátoch sa reálny HDP aj v druhom štvrtroku 2022 znížil, a to v dôsledku poklesu výdavkov domácností a investícií. Zvyšujúce sa úrokové sadzby hypotekárnych úverov a vysoké nákladové tlaky viedli k poklesu investícií do nehnuteľností na bývanie, pri pokračujúcom poklese nových projektov v rezidenčnom sektore. Rast súkromnej spotreby sa spomalil v dôsledku zhoršujúcej sa spotrebiteľskej dôvery a klesajúceho reálneho disponibilného príjmu z dôvodu vysokej inflácie. Očakáva sa, že v treťom štvrtroku sa rast reálneho HDP vráti do kladného pásma, hoci naďalej by mal zostať celkovo tlmený. Po júnovom zrýchlení sa miera celkovej inflácie v júli znížila viac, než sa očakávalo. Ročná miera celkovej inflácie spotrebiteľských cien klesla v júli v dôsledku pomalšieho rastu cien energií na 8,5 %, zatiaľ čo jadrová inflácia sa nezmenila a zostala na úrovni 5,9 %.

Čínske hospodárstvo zaznamenalo v júni 2022 oživenie, ktoré sa však v júli zastavilo. Hospodárska aktivita sa v druhom štvrtroku 2022 prudko spomalila v dôsledku prísnych opatrení proti šíreniu nákazy zavedených v rámci čínskej stratégie nulovej tolerancie COVID-19 v reakcii na vypuknutie nákazy v najdôležitejších provinciách. V druhej polovici tohto roka by sa malo hospodárstvo vrátiť k rastu, za predpokladu výraznejšej politickej podpory a obmedzeného výskytu nákazy COVID-19. V porovnaní s júnovými projekciami bol výhľad hospodárskeho rastu Číny upravený výrazne smerom nadol na tento rok a o niečo menej na zvyšok horizontu projekcií. Tlaky na rast spotrebiteľských cien v Číne však zostávajú mierne.

V Japonsku sa obnovilo oživenie hospodárskej aktivity, k čomu prispelo opätovné otvorenie ekonomiky. Po poklese v prvom štvrtroku 2022 sa hospodárske oživenie v druhom štvrtroku opäť obnovilo, pod čo sa podpísal rast domáceho dopytu po zmiernení obmedzení súvisiacich s pandémiou COVID-19. Očakáva sa, že hospodárstvo krajiny sa bude aj naďalej oživovať miernym tempom. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien by mala tento rok zostať nad úrovňou cieľa japonskej centrálnej banky (2 %) a neskôr by mala klesnúť pod túto úroveň.

V Spojenom kráľovstve sa očakáva ďalšie oslabenie dynamiky rastu, keďže pokles disponibilného príjmu domácností nepriaznivo ovplyvňuje spotrebiteľské výdavky. Rast reálneho HDP sa v druhom štvrtroku 2022 spomalil

a v nasledujúcich štvrtrokoch by malo jeho tempo ďalej klesať. Vzhľadom na prudký nárast inflácie, ktorý sa má podľa projekcií ďalej zvyšovať, sa očakáva, že hospodárska aktivita začne na prelome rokov klesať. Situácia na trhu práce zostáva napätá, pričom rozsiahle mzdové tlaky prispievajú k pretrvávajúcej vysokej domácej inflácii. K rastu spotrebiteľských cien by mali počas zvyšku tohto roka prispievať aj vysoké ceny komodít.

Najnovšie údaje z Ruska signalizujú nástup recesie, ktorá bude pravdepodobne menej výrazná, než sa pôvodne očakávalo. V druhom štvrtroku 2022 sa reálny HDP v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom znížil o 5,8 %, čo naznačuje, že prognózovaná recesia v tomto roku bude pravdepodobne menej výrazná, než sa predpokladalo v projekciách odborníkov Eurosystemu z júna 2022. Očakáva sa však výrazný pokles hospodárskej aktivity, keďže na domáci dopyt aj medzinárodný obchod čoraz viac vplývajú bezprecedentné medzinárodné sankcie. Tieto sankcie viedli k vyšším dovozným cenám a výpadkom v dodávkach, ktoré vyvíjajú tlak na rast inflácie. Časť tohto tlaku však v poslednom čase vykompenzoval silnejší rubel a slabší spotrebiteľský dopyt.

2 Hospodárska aktivita

Hospodárstvo eurozóny vzrástlo v druhom štvrťroku 2022 o 0,8 %. Tento výsledok bol predovšetkým odrazom dynamiky v sektore služieb, keď zrušenie pandemických obmedzení podporilo spotrebiteľské výdavky v oblasti služieb s intenzívnym osobným kontaktom. Zvýšil sa záujem o cestovanie, čo pomohlo najmä krajinám s veľkým sektorom cestovného ruchu. Naopak, sektor priemyselnej výroby zaťažovali vysoké náklady na energie, zníženie dodávok plynu a pokračujúce, aj keď klesajúce výpadky v dodávkach. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, hospodárske dôsledky vojny na Ukrajine sa naďalej rozvíjajú a zastierajú výhľad eurozóny. V treťom štvrťroku sa očakáva výrazné spomalenie hospodárskej aktivity. Hoci dynamický sektor cestovného ruchu v letných mesiacoch naďalej podporoval hospodársky rast v eurozóne, posilňujúci účinok opätovného otvárania ekonomiky postupne slabne. Všetky odvetvia hospodárstva navyše nepriaznivo ovplyvňuje vysoká inflácia a pretrvávajúca neistota, ktorá súvisí najmä s prerušením dodávok plynu a širšími geopolitickými dôsledkami dlhotrvajúcej vojny. Očakáva sa, že tie isté faktory budú ovplyvňovať hospodársku aktivitu v eurozóne aj v zime 2022/23. Na druhej strane, hospodársku aktivitu by mali pomôcť podporiť fiškálne opatrenia zamerané na zmiernenie vplyvu vyšších cien energií, celkovo odolný trh práce a naakumulované úspory. V dlhodobejšom horizonte sa očakáva, že po obnovení rovnováhy na energetickom trhu, po poklese neistoty, vyriešení ponukových obmedzení a zvýšení reálnych príjmov dôjde k postupnému oživeniu hospodárskeho rastu v eurozóne.

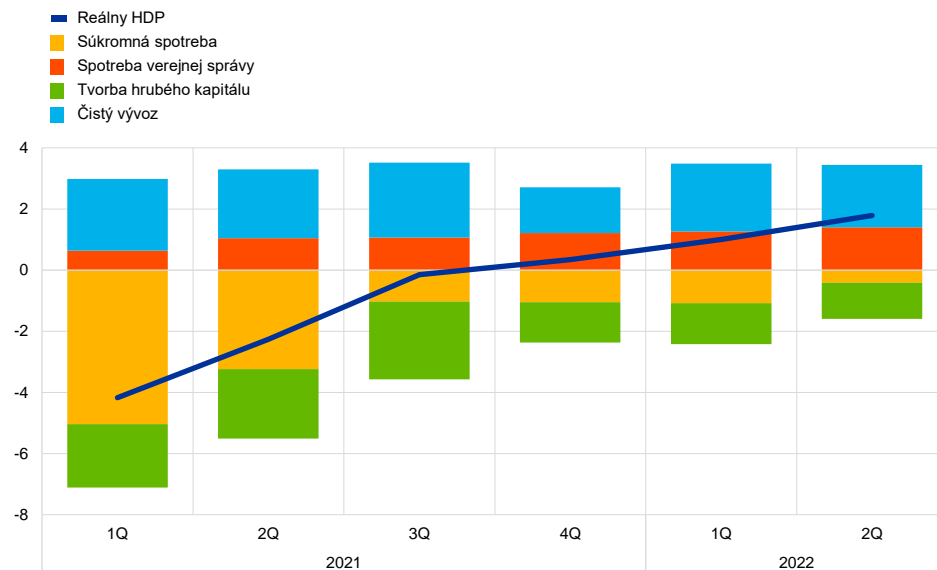
Toto hodnotenie sa v zásade odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2022, podľa ktorých má ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 3,1 %, v roku 2022, 0,9 % v roku 2023 a 1,9 % v roku 2024. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2022 bol tento výhľad upravený smerom nahor na rok 2022 a smerom nadol na roky 2023 a 2024.

Hospodárska aktivita v eurozóne ťažila v druhom štvrťroku 2022 z opätovného otvárania ekonomiky. Reálny HDP sa zvýšil medzištvrťročne o 0,8 %, a to vďaka kladnému príspevku domáceho dopytu, zatiaľ čo čistý obchod mal malý záporný vplyv. Súkromná spotreba a investície sa v druhom štvrťroku výrazne zvýšili, zatiaľ čo spotreba verejnej správy zaznamenala miernejší nárast (graf 4). Pod nečakane silný rast v druhom štvrťroku sa v prevažnej miere podpísala výrazná aktivita v sektore služieb po zrušení väčšiny pandemických obmedzení. Dostupné údaje za jednotlivé krajiny a krátkodobé ukazovatele naznačujú posun súkromnej spotreby od tovarov k službám, a to najmä pokiaľ ide o služby s najintenzívnejším osobným kontaktom. Spotrebiteľské výdavky na služby v oblasti cestovného ruchu a pohostinnosti boli mimoriadne vysoké už na jar, z čoho ťažili najmä krajiny s veľkým sektorom cestovného ruchu, ako sú Španielsko, Taliansko a Francúzsko.

Graf 4

Reálny HDP eurozóny a jeho zložky

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2022.

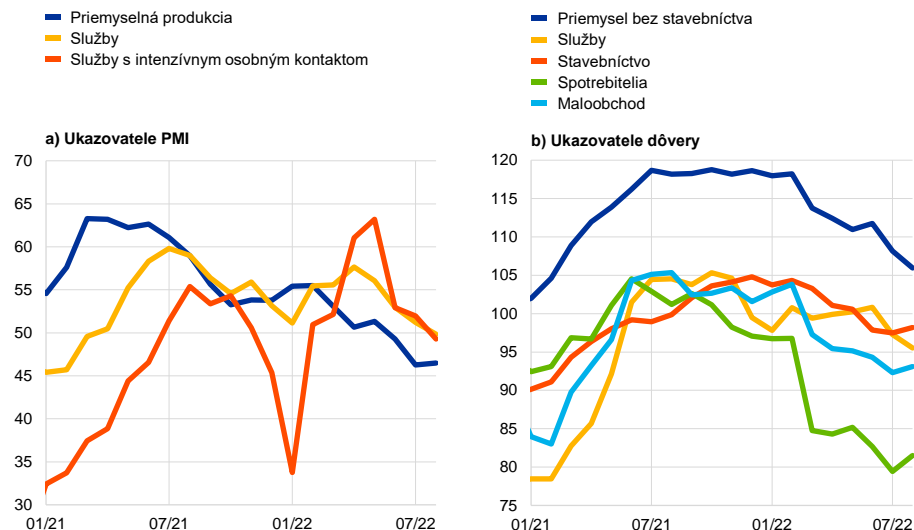
Čo sa týka budúceho vývoja, existujú jasné náznaky pokračujúceho spomaľovania hospodárskej aktivity v prostredí vysokej inflácie a pretrvávajúcej neistoty súvisiacej s vojnou na Ukrajine a s vývojom v energetickej oblasti.

Najnovšie údaje z prieskumov poukazujú na klesajúcu dynamiku rastu, ktorá sa v treťom štvrťroku 2022 prejaví vo všetkých sektoroch hospodárstva. Kompozitný index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) klesol v auguste na 18-mesačné minimum a už druhý mesiac po sebe sa nachádzal v pásme poklesu. Aj za týmto poklesom stál výrobný sektor, ktorý zaťažovali vysoké náklady na energie, pokračujúce, aj keď klesajúce výpadky v dodávkach a slabnúci dopyt (graf 5, časť a). Index PMI pre služby v auguste klesol na úroveň signalizujúcu stagnáciu aktivity. To naznačuje, že priaznivé účinky oživenia spotrebiteľských výdavkov v sektore služieb po pandémie slabnú, keďže ich tlmia tlaky zo strany rastúcich životných nákladov, a to aj napriek stále priaznivému vplyvu aktivity v cestovnom ruchu v letných mesiacoch. V sektore služieb sa navyše výrazne prehĺbil nedostatok pracovných síl. Najnovšie ukazovatele dôvery tiež poukazujú na spomaľovanie dynamiky rastu v jednotlivých sektoroch v treťom štvrťroku. Ďalší pokles ukazovateľa ekonomického sentimentu Európskej komisie (Economic Sentiment Indicator – ESI) v auguste bol do značnej miery spôsobený výrazným oslabením dôvery v priemysle a v menšej miere aj v sektore služieb (graf 5, časť b). Po dosiahnutí rekordne nízkej úrovne v júli sa spotrebiteľská dôvera v auguste mierne zlepšila. Napriek tomu zostáva pod svojou predchádzajúcou najnižšou hodnotou zaznamenanou na začiatku krízy spôsobenej pandemiou COVID-19. Tento najnovší vývoj odráža pretrvávajúce obavy domácností z vysokých cien energií a potravín v prostredí zvýšenej neistoty spojenej s dosahom vojny na Ukrajine.

Graf 5

Ukazovatele z prieskumov v jednotlivých sektoroch hospodárstva

[časť a): percentuálne saldá; časť b): percentuálne saldá, február 2020 = 100]



Zdroj: S&P Global (časť a), Európska komisia a výpočty ECB (časť b).

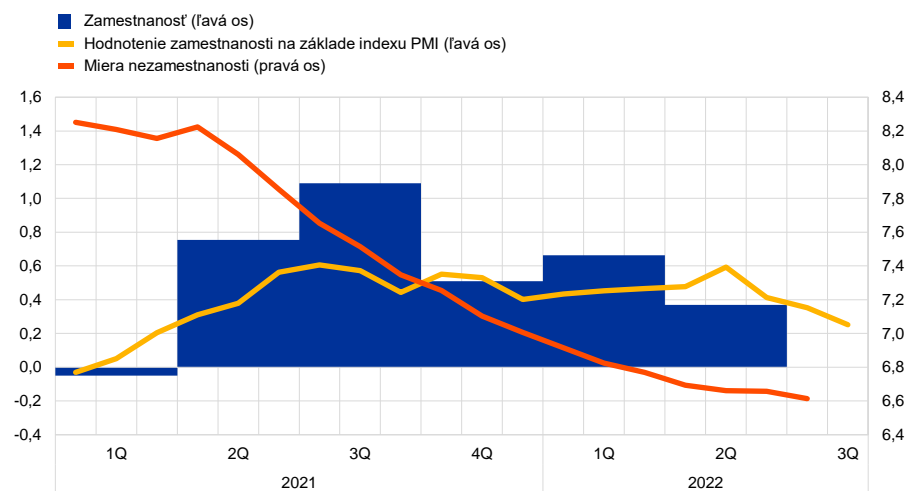
Poznámka: Položka služby s intenzívnym osobným kontaktom predstavuje služby spojené s ubytovaním, stravovaním a nápojmi. Posledné údaje sú za august 2022.

Trh práce bol aj naďalej výrazný a podporoval hospodársku aktivitu. Po náraste o 0,7 % v prvom štvrtroku 2022 sa celková zamestnanosť zvýšila v druhom štvrtroku medzištvrtročne o 0,4 %. Počet zamestnaných sa tak v období od posledného štvrtroka 2019 do druhého štvrtroka 2022 zvýšil o 2,7 milióna osôb. Celková zamestnanosť v súčasnosti dosahuje úroveň predpokladanú na základe jej historického vzťahu k reálnemu HDP. Počet odpracovaných hodín sa v druhom štvrtroku 2022 zvýšil o 0,6 % a aktuálne je o 0,6 % vyšší ako pred pandemiou v poslednom štvrtroku 2019. Miera nezamestnanosti dosiahla v júli 2022 úroveň 6,6 %, čo bolo o niečo (0,1 percentuálneho bodu) menej ako v júni a približne o 0,8 percentuálneho bodu menej ako pred pandemiou vo februári 2020 (graf 6). Ďalej klesalo aj využívanie schém na udržanie pracovných miest, pričom podľa odhadov bolo do nich v druhom štvrtroku 2022 zapojených 0,9 % pracovnej sily, v porovnaní s 1,4 % v prvom štvrtroku. Na porovnanie, v druhom štvrtroku 2020 využívalo schémy na udržanie pracovných miest viac ako 15 % pracovnej sily. Trh práce eurozóny sa od nástupu pandémie výrazne posilnil. Kým v prvom štvrtroku 2022 pripadali na jedno voľné pracovné miesto traja nezamestnaní, v júli 2022 už vyše 33 % podnikov v eurozóne uviedlo, že ich produkciu obmedzuje nedostatok pracovných síl. Tento vývoj bol zaznamenaný vo všetkých sektoroch.

Graf 6

Zamestnanosť v eurozóne, ukazovateľ zamestnanosti PMI a miera nezamestnanosti

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



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

Poznámka: Dve čiary predstavujú mesačný vývoj; stĺpce zobrazujú štvrtročné údaje. Index PMI je vyjadrený ako odchýlka od 50 vydelená 10. Posledné údaje sú za druhý štvrtrok 2022 v prípade zamestnanosti, za august 2022 v prípade indexu PMI a za júl 2022 v prípade miery nezamestnanosti.

Krátkodobé ukazovatele trhu práce poukazujú na pokračovanie rastu zamestnanosti, a to aj napriek určitým náznakom oslabovania.

Mesačný kompozitný ukazovateľ zamestnanosti PMI dosiahol v auguste hodnotu 52,5 a hoci v porovnaní s júlom ide o pokles o jeden percentuálny bod, naďalej zotrúva nad prahovou úroveň 50, ktorá predstavuje rast zamestnanosti. Ukazovateľ zamestnanosti PMI sa od februára 2021 nachádza v rastovom pásme. Pokiaľ ide o vývoj v jednotlivých sektoroch, ukazovateľ zamestnanosti PMI poukazuje na pokračujúci, hoci slabší rast zamestnanosti v priemysle a v sektore služieb, ako aj na pokles zamestnanosti v stavebníctve.

Po oživení v druhom štvrtroku čelí súkromná spotreba výrazným nepriaznivým vplyvom vysokej inflácie a zvýšenej neistoty.

Súkromná spotreba sa v druhom štvrtroku zvýšila o 1,3 %, k čomu prispelo opätovné otváranie sektorov s intenzívnym osobným kontaktom. Spotreba tovarov však zostala nízka, keďže ju naďalej ovplyvňovala vysoká inflácia a ponukové obmedzenia. Po poklese o 0,6 % v prvom štvrtroku 2022 sa maloobchodný predaj v druhom štvrtroku tohto roka znížil o 0,8 %. Počet registrácií nových automobilov zostal v druhom štvrtroku výrazne (31,4 %) pod úrovňou pred pandémie. Keďže maloobchodný predaj bol v júli o 0,2 % nižší ako mesačný priemer v druhom štvrtroku, spotreba tovarov zostane pravdepodobne nízka aj v treťom štvrtroku. Spotrebiteľská dôvera v treťom štvrtroku ďalej klesala, čo odrážalo pretrvávajúce obavy domácností, pokiaľ ide o vývoj hospodárstva. Na rozdiel od tovarov boli výdavky na služby v druhom štvrtroku vysoké, a to vzhľadom na zmierňovanie pandemických obmedzení a opätovné otváranie sektorov s intenzívnym osobným kontaktom vrátane cestovného ruchu. Zdá sa však, že pozitívny vplyv opätovného otvárania ekonomiky na rast súkromnej spotreby slabne. Podľa najnovších spotrebiteľských a podnikateľských prieskumov Európskej komisie by mal dopyt po ubytovacích a stravovacích službách a službách v oblasti cestovného ruchu v treťom štvrtroku rásť pomalšie.

Úspory domácností pomáhajú čiastočne zmierniť vplyv veľmi vysokej inflácie.

Do prvého štvrťroka 2022 naakumulované úspory presahujúce predpandemickú úroveň predstavovali približne 850 mld. €. V kontexte klesajúcich reálnych príjmov by mali tieto úspory do určitej miery pomôcť podporiť spotrebu. Domácnosti v nižších príjmových skupinách však naakumulovali pomerne malé úspory, a je preto možné, že budú musieť znížiť svoju súčasnú mieru úspor alebo zo svojich úspor ukrojiť. Napriek fiškálnym opatreniam na podporu príjmov sú tieto domácnosti výrazne vystavené energetickému a potravinovému cenovému šoku. Domácnosti so strednými až vysokými príjmami naopak môžu svoje naakumulované úspory použiť na výdavky. Prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB z júla však naznačuje, že domácnosti výrazne prehodnotili svoje vnímanie potreby preventívnej rezervy vo forme úspor. Zvýšená inflácia by navyše mala spôsobiť rýchlejšie znižovanie naakumulovaného objemu úspor v reálnom vyjadrení.

Po silnom raste v druhom štvrťroku 2022, spôsobenom zložkou dopravných zariadení, sa očakáva spomalenie rastu podnikových investícií.

Nestavebné investície sa v druhom štvrťroku zvýšili medzištvrtročne o 1,8 %, keď sa výroba motorových vozidiel zotavila vďaka postupnému zmenšovaniu výpadkov v dodávkach. Nestavebné investície sa v druhom štvrťroku zvýšili vo všetkých veľkých krajinách eurozóny okrem Španielska. Napriek nedávnomu miernemu poklesu výrobcovia investičného tovaru v eurozóne stále držia veľký objem nevybavených objednávok, ako naznačujú ukazovatele nových objednávok a nedokončených obchodov Európskej komisie, ktoré boli až do augusta výrazne nadpriemerné. Údaje z prieskumov Európskej komisie naznačujú, že hlavným faktorom obmedzujúcim výrobu zostáva i napriek určitému nedávnomu zlepšeniu nedostatok materiálu a/alebo vybavenia, zatiaľ čo dopyt sa nepovažuje za obmedzujúci faktor. Neistota súvisiaca s vojnou na Ukrajine, vyššie ceny energií, zvýšené náklady na financovanie a riziko obmedzeného prístupu k plynu však predstavujú náznaky výrazného spomalenia v treťom štvrťroku 2022. Index PMI pre výrobný sektor a ukazovateľ PMI pre nové objednávky (t. j. tok nových objednávok) v oblasti investičných tovarov pokračovali v júli v poklese a boli pevne usadené v pásme poklesu. Napriek naďalej priaznivým podmienkam financovania úverové náklady podnikov od začiatku vojny na Ukrajine výrazne vzrástli. Očakáva sa, že podnikové investície sa v priebehu roka 2023 vrátia k dynamickému rastu, čiastočne aj vďaka prostriedkom z programu Next Generation EU (NGEU).

Investície do nehnuteľností na bývanie v druhom štvrťroku 2022 mierne poklesli a je pravdepodobné, že v najbližšom období zstanú nízke.

Investície do nehnuteľností na bývanie sa v druhom štvrťroku 2022 znížili o 0,4 %, v porovnaní s prvým štvrťrokom, keď zaznamenali medzištvrtročný nárast o 2,8 %. V porovnaní s druhým štvrťrokom pokračoval priemerný ukazovateľ najnovšej stavebnej činnosti Európskej komisie v júli a auguste v poklese, zatiaľ čo index PMI pre oblasť výstavby nehnuteľností na bývanie sa posunul ešte hlbšie do pásma poklesu. Ako naznačujú výsledky prieskumu Európskej komisie za obdobie do augusta, podniky majú dostatočne naplnené knihy objednávok, čo by v nasledujúcich mesiacoch malo podporiť stavebnú činnosť. Podniky však i naďalej výrazne ťaží nedostatočná ponuka; vnímané výrobné obmedzenia spôsobené nedostatkom pracovných síl dosiahli v auguste nové historické maximum, zatiaľ čo nedostatok vybavenia

a materiálov sa znížil len mierne. Krátkodobé zámery domácností renovovať a kúpiť alebo postaviť nehnuteľnosť na bývanie navyše v treťom štvrtroku opäť poklesli, čo signalizuje nižší dopyt. Odráža sa to aj v ďalšom zvýšení podielu podnikov, ktoré uvádzajú nedostatočný dopyt ako faktor obmedzujúci produkciu, spolu s pokračujúcim poklesom nových objednávok, ako naznačuje index PMI pre stavebníctvo. K oslabovaniu dopytu dochádza v prostredí zvýšenej neistoty, výrazne vyšších stavebných nákladov, klesajúcich reálnych príjmov a prísnejších podmienok financovania (box 4), z ktorých všetky by mali v budúcnosti čoraz väčšmi ovplyvňovať investície do nehnuteľností na bývanie.

V dôsledku oslabenia vývozu z eurozóny prišiel zahraničný obchod eurozóny o časť svojej dynamiky, zatiaľ čo výhľad poukazuje na tlmený obchod v dôsledku oslabeného dopytu po vývoze zo sektorov priemyselnej výroby a služieb.

Po výraznom raste v predchádzajúcom mesiaci sa nominálny vývoz tovarov z eurozóny v júni znížil, pričom rast dovozu z krajín mimo eurozóny sa v oboch uvedených mesiacoch spomalil. Deficit obchodu eurozóny s tovarmi sa stabilizoval, zatiaľ čo bežný účet očistený od sezónnych vplyvov sa vrátil k prebytku, k čomu prispelo zvýšenie obchodnej bilancie služieb. Výrazná výkonnosť vývozu v máji a spomalenie v júni boli spôsobené najmä vývozom chemikálií do Spojených štátov, čo pravdepodobne súviselo s dočasným dopĺňaním zásob zo strany dovozcov do Spojených štátov. Krátkodobé ukazovatele prepravy a súvisiace údaje z prieskumov naznačujú, že ponukové obmedzenia by sa mohli zmierňovať, hoci stále zostávajú na zvýšenej úrovni. Krátkodobý výhľad však i napriek tomu poukazuje na ďalšie zhoršenie obchodu eurozóny v dôsledku súčasného poklesu dopytu po vývoze zo sektorov priemyselnej výroby a služieb, ako naznačuje index PMI pre nové vývozné objednávky, ktorý sa v júli a auguste pri oboch sektoroch nachádzal v pásme poklesu. Tempo oživenia obchodu so službami sa aj napriek pokračujúcej podpore zo strany silnej turistickej sezóny spomalilo, a to v dôsledku výraznejšieho vplyvu chýbajúcich pracovných síl a klesajúcich reálnych príjmov na hospodársku aktivitu.

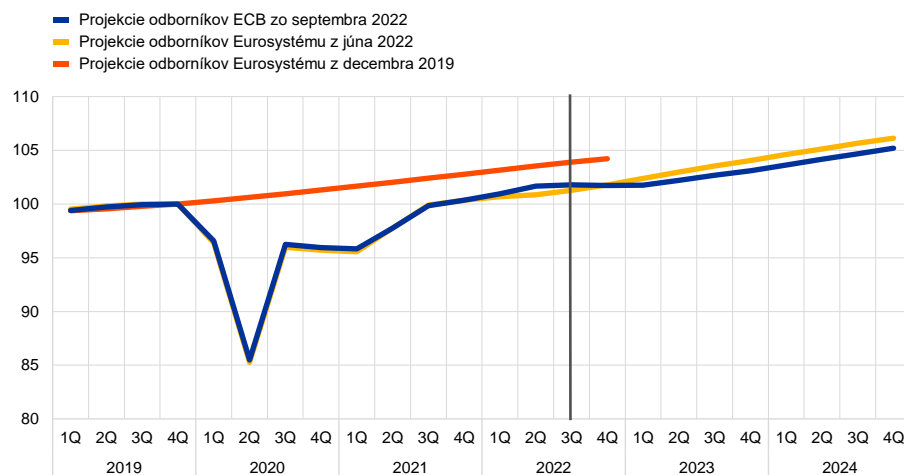
V dlhodobejšom horizonte sa očakáva, že hospodársky rast eurozóny bude po odznení nepriaznivých vplyvov na hospodársku aktivitu v zime 2022/23 postupne rásť.

S týmto výhľadom je však naďalej spojená veľká neistota. Makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2022 predpokladajú ročný rast reálneho HDP na úrovni 3,1 % v roku 2022, 0,9 % v roku 2023 a 1,9 % v roku 2024 (graf 7). V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2022 bol tento výhľad upravený smerom nahor na rok 2022 a smerom nadol na roky 2023 a 2024. Štvrtročný medziročný rast reálneho HDP má byť podľa projekcií 1,4 % v poslednom štvrtroku 2022, 1,4 % v poslednom štvrtroku 2023 a 2 % v poslednom štvrtroku 2024. Z toho vyplýva, že predpokladaná priemerná miera rastu reálneho HDP na rok 2022 je výrazne ovplyvnená pozitívnymi prenosovými účinkami z dynamickej prvej polovice roka, zatiaľ čo predpokladaná priemerná miera rastu reálneho HDP na rok 2023 je výrazne ovplyvnená očakávaným spomalením v druhej polovici roka 2022.

Graf 7

Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

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



Zdroj: Eurostat a článok s názvom [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2022](#) zverejnený 8. septembra 2022 na internetovej stránke ECB.

Poznámka: Vertikálna čiara predstavuje začiatok makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2022.

3 Ceny a náklady

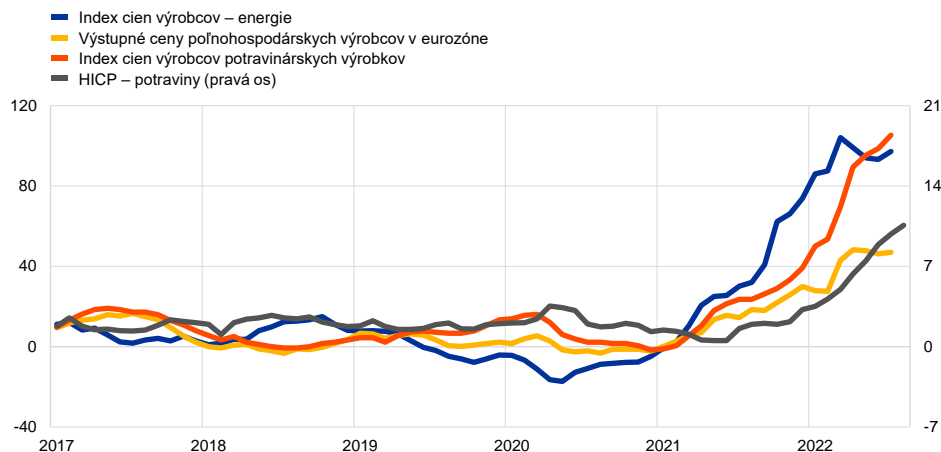
Inflácia v auguste ďalej vzrástla na 9,1 %, pričom dominantnou zložkou celkovej inflácie bola naďalej inflácia cien energií. Prudko rastúce ceny energií a potravín, ponukové obmedzenia a dopytové tlaky v niektorých sektoroch po znovuotvorení ekonomiky vyvolávajú ďalší rast inflácie. Dochádza k ďalšiemu zintenzívňovaniu cenových tlakov a ich šíreniu v celom hospodárstve, pričom v najbližšom období môže inflácia ďalej stúpať. S postupným slabnutím vplyvu súčasných príčin inflácie a premietaním normalizácie menovej politiky do ekonomiky a cenotvorby inflácia klesne. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, v projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2022 bola projekcia inflácie upravená výrazne nahor: očakáva sa, že inflácia dosiahne v priemere 8,1 % v roku 2022, 5,5 % v roku 2023 a 2,3 % v roku 2024. Inflácia bez energií a potravín by mala dosiahnuť 3,9 % v roku 2022, 3,4 % v roku 2023 a 2,3 % v roku 2024. Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa v súčasnosti pohybuje na približne dvojpercentnej úrovni, hoci nedávne revízie niektorých ukazovateľov nad úroveň cieľovej hladiny je naďalej potrebné monitorovať.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu za august inflácia HICP pokračovala v raste a z júlových 8,9 % sa zvýšila na 9,1 %. Príčinou rastu v auguste bolo najmä ďalšie zvýšenie inflácie cien potravín a inflácie bez energií a potravín. Ročná miera zmeny inflácie energetickej zložky HICP mierne klesla, no na úrovni 38,3 % bola aj naďalej výnimočne vysoká. Táto zložka koša HICP mala na celkovej inflácii stále takmer polovičný podiel. Inflácia cien energií zostala na zvýšenej úrovni v dôsledku vysokých cien ropy, plynu a elektriny, ako aj abnormálne vysokých rafinérskych marží v prípade ropy a distribučných marží v prípade pohonných hmôt pre súkromnú dopravu. Trhové ukazovatele naznačujú zmierňovanie cien ropy v krátkodobom horizonte, zatiaľ čo veľkoobchodné ceny zemného plynu podľa nich zostanú mimoriadne vysoké. Inflácia cien potravín vzhľadom na vysoké globálne ceny potravinových komodít a výstupné ceny poľnohospodárskych výrobcov v eurozóne výrazne vzrástla z 9,8% v júli na 10,6 % v auguste. K tlakom na rast cien potravín čoraz viac prispievajú vyššie vstupné náklady na energie a hnojivá, ako vyplýva aj z dynamiky cien výrobcov (graf 8), ako aj narušenia obchodu s potravinovými komoditami a nepriaznivé poveternostné podmienky.

Graf 8

Tlaky na vstupné náklady vyplývajúce z cien energií a potravín

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat.

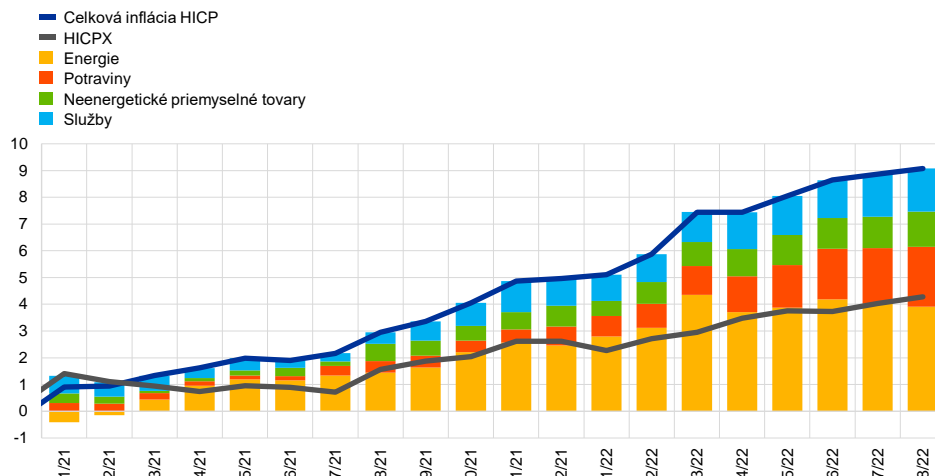
Poznámka: V prípade potravinovej zložky HICP sú posledné údaje z augusta 2022 (rýchly odhad) a v prípade ostatných ukazovateľov z júla 2022.

Inflácia HICP bez energií a potravín (HICPX) v auguste ďalej vzrástla na 4,3 %, odrážajúc rýchlejší rast cien neenergetických priemyselných tovarov (NEIG) i služieb (graf 9). I v tomto prípade sú stále hlavným faktorom rastu vyššie vstupné náklady spôsobené prudkým nárastom cien energií. Inflácia NEIG dosiahla nové historické maximum, pričom čiastočne naďalej odráža pretrvávajúce globálne ponukové obmedzenia. Vzrástla aj inflácia cien služieb, keď sa k vplyvu cien energií na položky ako doprava pridáva vplyv prudko rastúcich cien potravín na položky ako stravovacie služby a vplyv znovuotvárania ekonomiky na položky ako ubytovacie služby. Tieto účinky prevážili dočasný tlmivý vplyv vládnych opatrení, ako napríklad 9-eurového lístka na verejnú hromadnú dopravu v Nemecku (ktorého platnosť vypršala v auguste).

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 augusta 2022 (rýchly odhad).

Miery základnej inflácie zostávajú na zvýšenej úrovni (graf 10). Je to odrazom šírenia cenových tlakov do čoraz väčšieho počtu sektorov a zložiek HICP, čiastočne v dôsledku vplyvu vysokých nákladov na energie v celom hospodárstve. V rámci širokého spektra ukazovateľov väčšina z nich založená na štatistickom vylúčení pokračovala v raste. Inflácia HICPX vzrástla zo 4,0 % v júli 2022 na 4,3 % v auguste. Ostatné ukazovatele sú k dispozícii len do júla. Inflácia HICPXX (HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom, odevov a obuvi) po júnovom poklese v júli mierne vzrástla na 3,6 %. Ukazovateľ Supercore, ktorý zahŕňa cyklicky citlivé zložky HICP, sa z júnových 4,5 % v júli zvýšil na 4,9 %, zatiaľ čo ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) vychádzajúci z modelov pokračoval v poklese a v júli predstavoval 5,3 %. Medzimesačné miery PCCI sa pohybujú prevažne horizontálne. Neustále vysoké miery PCCI však naďalej poukazujú na silné tempo rastu základnej inflácie do júla. Ukazovateľ domácej inflácie, ktorý vyjadruje cenový vývoj zložiek HICP s nižšou dovoznou náročnosťou, ďalej vzrástol a v júli prekročil 4 %.² Je pravdepodobné, že dočasný 9-eurový lístok na verejnú dopravu v Nemecku mal na ukazovatele základnej inflácie ako HICPX od júna do augusta tlmiaci účinok, pričom možno očakávať, že v septembri tento vplyv pomínie. Dĺžka trvania zvýšenej úrovne týchto rôznych ukazovateľov je zároveň naďalej neistá. Značnú časť nárastu dynamiky základnej inflácie možno pripísať nepriamym účinkom prudkého rastu cien energií a potravín a mimoriadneho vývoja rovnováhy medzi ponukou a dopytom v súvislosti s pandemiou a ruskou inváziou na Ukrajinu.

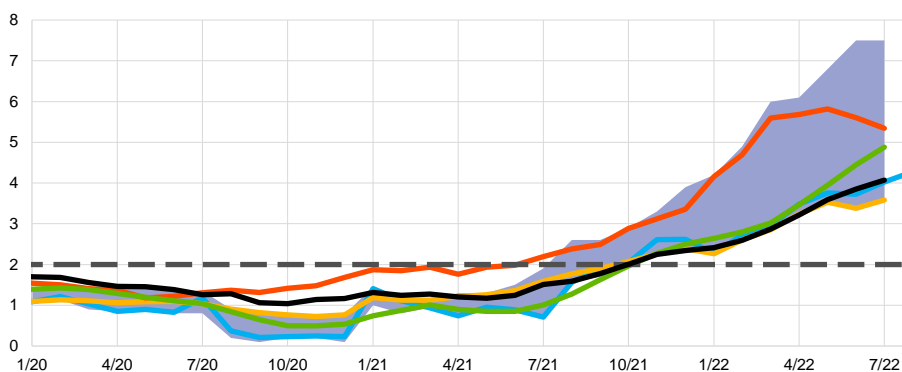
² Viac informácií v boxe [Nový ukazovateľ domácej inflácie v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, č. 4, ECB, 2022.

Graf 10

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)

■ Súbor základných ukazovateľov
■ HICPX
■ HICPXX
■ PCCI
■ Supercore
■ HICP zahŕňajúci len položky s nízkou dovoznou náročnosťou



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Súbor ukazovateľov základnej inflácie zahŕňa: HICP bez energií, HICP bez energií a nespracovaných potravín, HICPX (HICP bez energií a potravín), HICPXX (HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom, odevov a obuvi), orezaný priemer 10 % a 30 % a vážený medián. V prípade inflácie HICPX sú posledné údaje z augusta 2022 (rýchly odhad) a v prípade ostatných ukazovateľov z júla 2022.

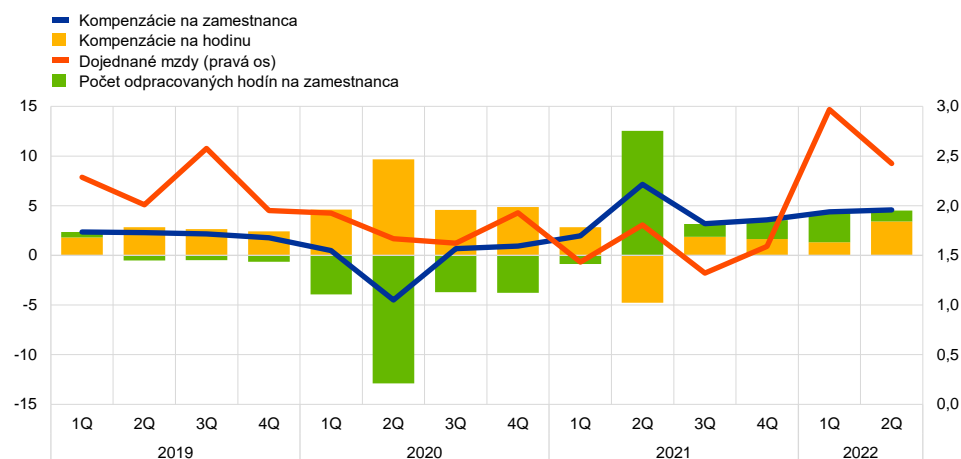
Najnovšie údaje o dojednaných mzdách naďalej poukazujú na pomerne miernu mzdovú dynamiku (graf 11).

Rast dojednaných miezd sa v druhom štvrtroku 2022 spomalil na 2,4 % (oproti 3,0 % v predchádzajúcom štvrtroku). Tento pokles však v plnej miere nevyjadruje základnú dynamiku, keďže mzdové dohody zahŕňajú aj jednorazové platby, ktoré môžu viesť k výraznej volatilité ročných mier rastu. Spomalenie rastu dojednaných miezd v druhom štvrtroku bolo zapríčinené predovšetkým vývojom v Nemecku a bázickými efektmi vysokých jednorazových platieb z júna 2021. Aktuálnejšie informácie o mzdových dohodách uzavretých od začiatku roka 2022 poukazujú na určité posilnenie mzdovej dynamiky, hoci v porovnaní s terajšími mierami inflácie zostáva mzdový rast obmedzený. Skutočný mzdový vývoj meraný na základe kompenzácií na zamestnanca zaznamenal v druhom štvrtroku 2022 ďalší rast: zo 4,4 % v predchádzajúcom štvrtroku sa zvýšil na 4,6 %. Príčinou bol výrazný nárast ročnej miery rastu kompenzácií na hodinu, ktorá po 1,3 % v prvom štvrtroku 2022 dosahovala 3,4 % v druhom štvrtroku (v dôsledku bázických efektov). K rastu kompenzácie na zamestnanca naďalej prispieval rast priemerného počtu odpracovaných hodín. Vzhľadom na pokračujúce oslabovanie účinkov vládnych opatrení súvisiacich s programami na záchranu pracovných miest klesá aj skreslenie týchto ukazovateľov spôsobené pandemiou.

Graf 11

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

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2022.

Tlaky v cenovom reťazci v prípade inflácie NEIG sú naďalej výrazné

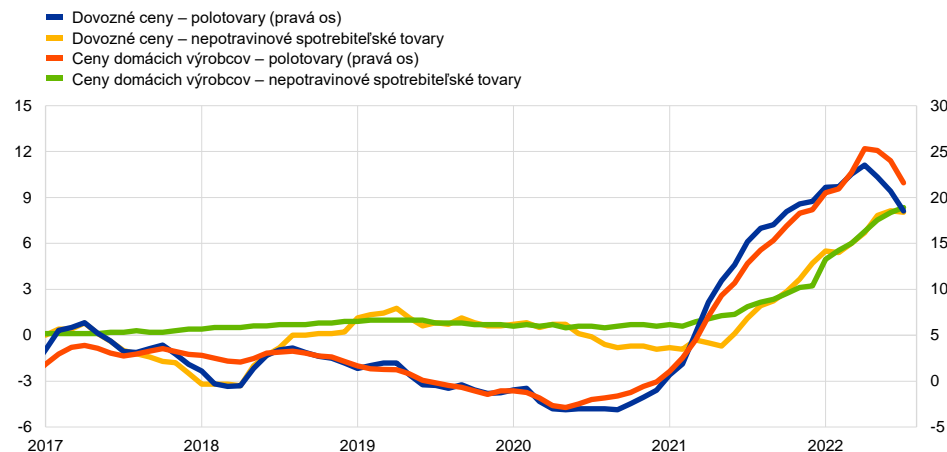
a premietanie nákladov do cien sa pravdepodobne zrýchli (graf 12). Z údajov za júl vyplýva, že tlaky v skorších fázach cenového reťazca v prípade inflácie NEIG sa zmiernili, zatiaľ čo v neskorších fázach znova vzrástli. Ročná miera rastu dovozných cien polotovarov klesla druhýkrát za sebou od polovice roka 2020 z 20,7 % v júni 2022 na 18,5 % v júli. Ročná miera rastu cien výrobcov pri domácom predaji polotovarov v júli 2022 znova klesla z júnových 23,8 % na 21,6 %. Z mier rastu dovozných cien a cien domácich výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov vyplývali do určitej miery zmiešané signály: dovozné ceny v júli mierne klesli na 8,0 %, zatiaľ čo ceny výrobcov sa zvýšili na 8,3 %. V porovnaní s priemernou ročnou mierou 0,5 % za obdobie od roku 2001 do roku 2019 ide o naďalej výnimočne vysokú úroveň. Dynamika dovozných cien zostáva zvýšená, čiastočne v dôsledku rastu inflačných tlakov spôsobených oslabovaním eura. Z aktualizovanej analýzy premietania vplyvu cien výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov vyplýva, že v porovnaní s minulosťou došlo k zrýchleniu, a že tento rok možno čakať ďalšie tlaky na rast inflácie NEIG.³ Tento záver je v súlade s údajmi o očakávaných predajných cenách spotrebiteľských tovarov, ktoré sú napriek určitému zmierneniu za posledné štyri mesiace aj naďalej zvýšené.

³ Ďalšie informácie: [Recent developments in pipeline pressures for non-energy industrial goods inflation in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2021.

Graf 12

Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú za júl 2022.

Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa v súčasnosti pohybuje na približne dvojpercentnej úrovni, hoci nedávne revízie niektorých ukazovateľov nad úroveň cieľovej hladiny je naďalej potrebné monitorovať. Ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní odvodené z výsledkov prieskumov pokračovali v postupnom raste na úroveň blízku alebo mierne prekračujúcu 2 %, zatiaľ čo trhové ukazovatele v horizonte prekračujúcom veľmi krátkodobé splatnosti klesli, a to v kontexte značnej volatility (graf 13).

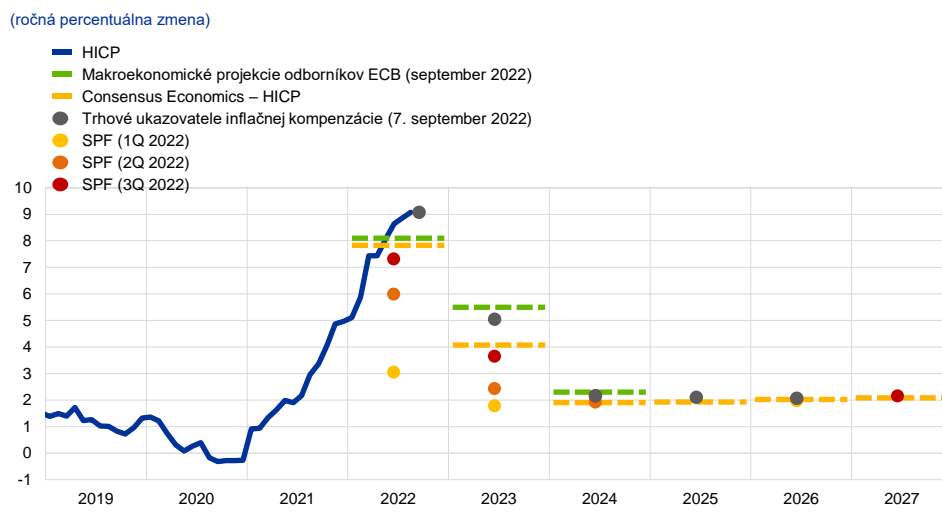
Podľa prieskumu profesionálnych prognostikov ECB (ECB's Survey of Professional Forecasters – SPF) z júla 2022 sa dlhodobější inflačné očakávania (za rok 2026) ďalej zvýšili na 2,2 %, zatiaľ čo podľa výsledkov prieskumu Consensus Economics dosiahli v júli 2,1 % (oproti 1,9 % v predchádzajúcom štvrtroku). Stredná hodnota i modus očakávaní v prieskume SPF pritom zostali na úrovni 2,0 %. V najnovšom prieskume menových analytikov ECB zostali strednodobé až dlhodobé inflačné očakávania v júli nezmenené na úrovni 2,0 %. Prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB ukázal, že dlhodobější inflačné očakávania domácností (o tri roky) sa v júli ďalej zvýšili.⁴ Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie (na základe HICP bez tabaku) počas sledovaného obdobia napokon v horizonte prekračujúcom veľmi krátkodobé splatnosti klesli, a to vzhľadom na čoraz pevnejšie očakávania pokračujúcej normalizácie menovej politiky a obavy z nadchádzajúceho spomalenia hospodárskeho rastu. Za poklesom ukazovateľov inflačnej kompenzácie sa skrýva značná volatility v priebehu sledovaného obdobia. Volatilitu vykazovali predovšetkým krátkodobé splatnosti – ich prudký nárast v dôsledku výrazného rastu nákladov na elektrinu bol nasledovaný opätovným pádom v reakcii na správy o politických iniciatívach EÚ na riešenie energetickej krízy. Podľa týchto trhových ukazovateľov sa v súčasnosti očakáva návrat inflácie na úroveň okolo 2 % v priebehu roka 2024 a jej následné zotrvanie v blízkosti tejto úrovne, pričom päťročná forwardová sadzba inflačných swapov o päť rokov predstavuje 2,2 %. Je dôležité poznamenať, že

⁴ Podrobnejšie informácie: [ECB Consumer Expectations Survey results – July 2022](#), tlačová správa, 2. september 2022.

trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie nie sú priamym meradlom skutočných inflačných očakávaní účastníkov trhu, keďže zahŕňajú inflačné rizikové prémie na kompenzáciu neistoty spojenej s infláciou. Relatívna stabilita ukazovateľov dlhodobých inflačných očakávaní odvodených z výsledkov prieskumov, ktoré nezahŕňajú inflačné rizikové prémie, poukazuje na skutočnosť, že súčasná volatilita dlhodobých trhových ukazovateľov odráža predovšetkým variácie v inflačných rizikových premiách.

Graf 13

Ukazovatele inflačných očakávaní odvodené z výsledkov prieskumov a trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie



Zdroj: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Survey of Professional Forecasters (SPF), Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu a výpočty ECB.

Poznámky: Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie vychádzajú z jednoročnej spotovej miery inflácie a jednoročnej forwardovej miery o jeden rok, jednoročnej forwardovej miery o dva roky, jednoročnej forwardovej miery o tri roky a jednoročnej forwardovej miery o štyri roky. Posledné údaje v prípade trhových ukazovateľov inflačnej kompenzácie sú zo 7. septembra 2022. Prieskum SPF za tretí štvrtrok 2022 prebiehal od 1. do 5. júla 2022. Redakčná uzávierka údajov v dlhodobých prognózach Consensus Economics na roky 2024, 2025, 2026 a 2027 bola v júli 2022; na roky 2022 a 2023 v auguste 2022. Redakčná uzávierka údajov uvedených v makroekonomických projekciách odborníkov ECB bola 25. augusta 2022. Posledné údaje HICP sú z augusta 2022 (rýchly odhad).

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2022 má celková inflácia zostať v krátkodobom horizonte na zvýšenej úrovni a následne má klesnúť na priemerných 5,5 % v roku 2023 a 2,3 % v roku 2024 (graf 14).

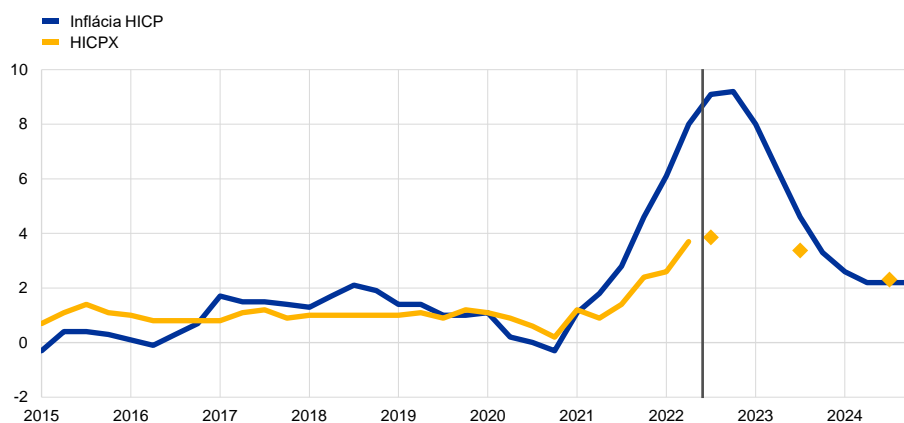
Ročná miera rastu inflácie má na základe jej hodnoty za posledný štvrtrok dosiahnuť 9,2 % v roku 2022, 3,3 % v roku 2023 a 2,2 % v roku 2024. Inflácia naďalej prudko rastie v dôsledku ďalších rozsiahlych ponukových šokov, ktoré sa premietajú do spotrebiteľských cien rýchlejšie než v minulosti. Očakáva sa, že celková inflácia HICP zostane po zvyšok roka 2022 nad úrovňou 9 % v dôsledku mimoriadne vysokých cien energií a potravinových komodít, ako aj vzhľadom na rastové tlaky súvisiace so zvonuotváraním ekonomiky, ponukovými obmedzeniami a nedostatkom pracovných síl. Očakávaný pokles inflácie z priemerných 8,1 % v roku 2022 na 5,5 % v roku 2023 a 2,3 % v roku 2024 je predovšetkým odrazom prudkého poklesu inflácie cien energií a potravín v dôsledku záporných základných efektov a predpokladaného poklesu cien komodít v súlade s cenami futures. Inflácia HICP bez energií a potravín má zostať na bezprecedentne vysokej úrovni až do polovice roka 2023. Neskôr sa očakáva jej pokles vzhľadom na oslabovanie účinkov zvonuotvárania ekonomiky a zmierňovanie ponukových

obmedzení a nákladových tlakov spojených s energetickými vstupmi. Očakáva sa, že v roku 2024 bude celková inflácia naďalej prekračovať cieľ ECB vo výške 2 %. Príčinou sú oneskorené účinky vysokých cien energií na neenergetické zložky inflácie, nedávne oslabovanie eura, stabilné trhy práce a určité vplyvy kompenzácií za vyššiu infláciu na mzdy, ktorých rast má výrazne presiahnuť historický priemer. V porovnaní s projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2022 bola celková inflácia na roky 2022 a 2023 výrazne upravená nahor (o 1,3 percentuálneho bodu a 2,0 percentuálneho bodu) a na rok 2024 mierne nahor (o 0,2 percentuálneho bodu), a to vzhľadom na nedávne nečakane vysoké hodnoty, dramatický nárast predpokladaných veľkoobchodných cien plynu a elektriny, výraznejší rast miezd a nedávne oslabovanie eura. Tieto účinky prevažujú tlmiaci účinok nedávneho poklesu cien potravinových komodít, menej závažných než pôvodne očakávaných ponukových obmedzení a slabších vyhládok hospodárskeho rastu.

Graf 14

Inflácia HICP a HICPX eurozóny (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu (september 2022).

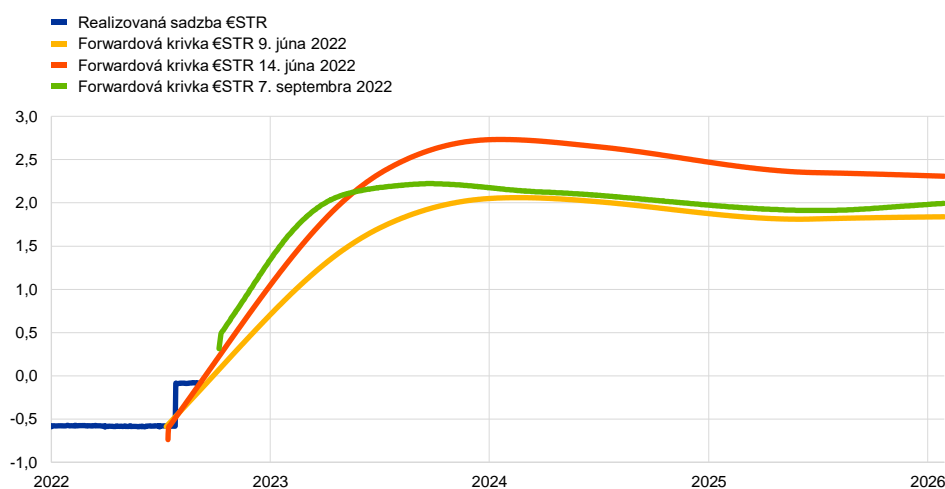
Poznámky: Zvislá čiara označuje začiatok projektovaného obdobia. Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2022 (údaje) a štvrtý štvrťrok 2024 (projekcie). Redakčná uzávierka údajov uvedených v projekciách bola 25. augusta 2022. Historické údaje za infláciu HICP a infláciu HICPX majú štvrťročnú periodicitu. Pokiaľ ide o údaje prognóz, údaje za infláciu HICP majú štvrťročnú a údaje za HICPX ročnú periodicitu.

Počas sledovaného obdobia (od 9. júna do 7. septembra 2022) boli ceny aktív eurozóny volatilné, keďže účastníci trhu skúmali dôsledky silných inflačných tlakov a rizika recesie na očakávaný budúci vývoj politiky úrokových sadzieb centrálnych bánk. Bezrizikové sadzby v eurozóne sa nakoniec zvýšili po tom, čo účastníci trhu upravili svoje očakávania smerom k rýchlejšiemu a výraznejšiemu sprísňovaniu menovej politiky. Zvýšili sa aj dlhodobé bezrizikové sadzby. Výnosy štátnych dlhopisov rástli a kopírovali vývoj bezrizikových sadzieb, keď spready štátnych dlhopisov zaznamenali iba malú zmenu a vo vybraných krajinách vykazovali istú mieru volatility. Vyššie úrokové sadzby a zhoršujúci sa výhľad hospodárskeho rastu mali nepriaznivý vplyv na rizikové aktíva podnikov; celkovo boli spready európskych podnikových dlhopisov väčšie a ceny akcií nižšie. V dôsledku obáv týkajúcich sa hospodárskeho rastu v eurozóne sa euro vážené zahraničným obchodom ďalej oslabovalo, pričom výmenný kurz EUR/USD bol mierne pod paritou.

Krátkodobé bezrizikové sadzby v eurozóne sa od júnového zasadnutia Rady guvernérov zvyšovali, keď účastníci trhu upravili svoje očakávania smerom k rýchlejšiemu a výraznejšiemu sprísňovaniu menovej politiky. Sadzba €STR dosahovala počas sledovaného obdobia v priemere –34 bázických bodov a nadbytočná likvidita sa znížila približne o 39 mld. € na 4 578 mld. €. Forwardová krivka jednotňových indexových swapov (overnight index swap – OIS) založená na referenčnej sadzbe €STR vykazovala volatilný vývoj. Keďže obavy z inflácie prevádzili nad rastúcim rizikom recesie, forwardová krivka OIS čoraz zreteľnejšie poukazovala na očakávania rýchlejšieho a výraznejšieho sprísňovania politiky úrokových sadzieb ECB (graf 15). Na konci sledovaného obdobia forwardová krivka OIS zahŕňala kumulatívny nárast sadzieb približne o 150 bázických bodov do konca roka 2022, pričom na konci roka 2023 by mali vrcholiť približne na úrovni 2,2 %.

Graf 15
Forwardové sadzby €STR

(v % p. a.)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.

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

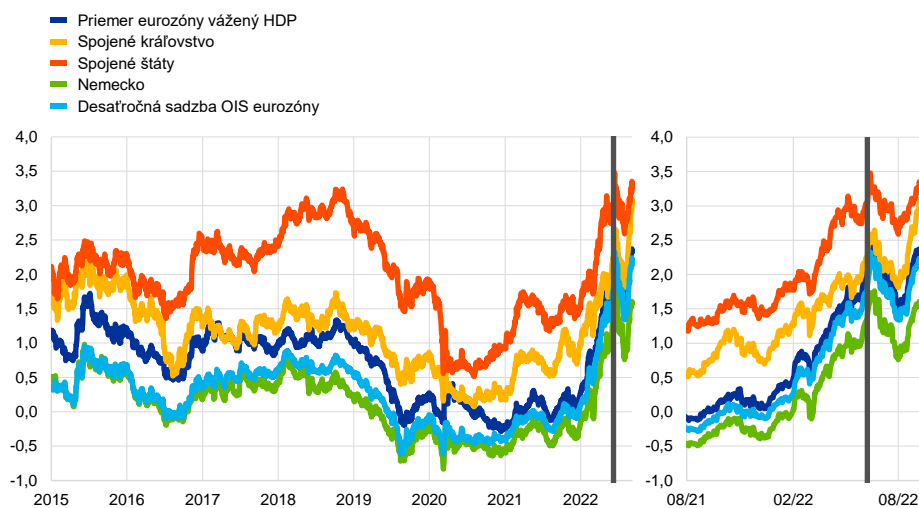
Výnosy dlhodobých dlhopisov sa zvýšili v reakcii na prehodnotenie očakávaní trhu, pokiaľ ide o budúci vývoj menovej politiky (graf 16).

Globálne výnosy dlhodobejších dlhopisov počas sledovaného obdobia výrazne kolísali, keďže účastníci trhu v reakcii na akékoľvek správy o inflácii a výhľade hospodárskeho rastu nepretržite prehodnocovali svoje očakávania týkajúce sa politiky centrálnych bánk. Výnosy dlhodobých dlhopisov eurozóny sa celkovo mierne zvýšili: priemerný výnos desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážený HDP sa zvýšil približne na 2,3 %, čo je o 16 bázických bodov viac ako v čase júnového zasadnutia Rady guvernérov. Zvýšili sa aj výnosy desaťročných štátnych dlhopisov Spojených štátov, Spojeného kráľovstva a Nemecka, a to o 22, 71 a 14 bázických bodov na 3,3 %, 3,0 % a 1,6 %.

Graf 16

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

(v % p. a.)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (9. júna 2022). Posledné údaje sú zo 7. septembra 2022.

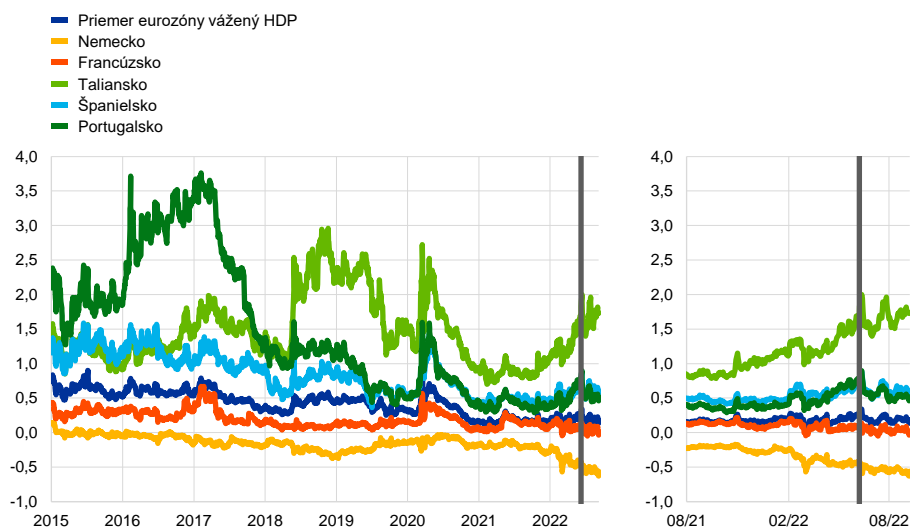
Vývoj výnosov štátnych dlhopisov eurozóny v podstate zodpovedal vývoju bezrizikových sadzieb a spready štátnych dlhopisov zostali takmer bez zmeny (graf 17).

Zatiaľ čo bezrizikové sadzby počas sledovaného obdobia výrazne kolísali, spread výnosov desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážených HDP voči sadzbe OIS zostal pomerne stabilný, keď sa znížil o 12 bázických bodov. Na konci sledovaného obdobia sa zmeny spreadov štátnych dlhopisov v jednotlivých krajinách mierne líšili. Napríklad spready talianskych a portugalských desaťročných štátnych dlhopisov sa znížili o 10 a 29 bázických bodov, zatiaľ čo spread desaťročných nemeckých štátnych dlhopisov sa znížil o ďalších 14 bázických bodov. Spready talianskych dlhopisov zároveň v čase eskalácie vnútornej politickej krízy vykazovali volatilný vývoj, jeho presah na dlhopisy iných štátov však bol iba obmedzený.

Graf 17

Spready výnosov desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny voči desaťročnej sadzbe OIS založenej na €STR

(v p. b.)



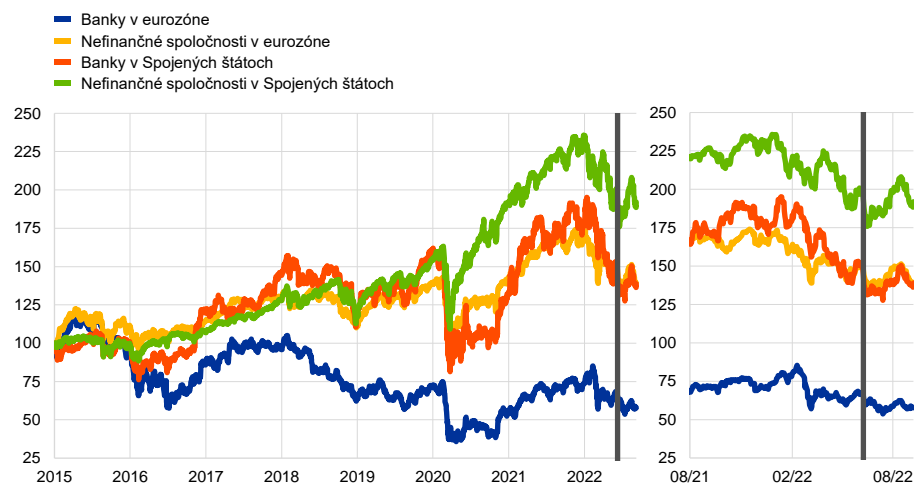
Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (9. júna 2022). Posledné údaje sú zo 7. septembra 2022.

Graf 18

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2015 = 100)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (9. júna 2022). Posledné údaje sú zo 7. septembra 2022.

Rastúce obavy týkajúce sa výhľadu hospodárskeho vývoja a sprísňovanie menovej politiky naďalej nepriaznivo vplývali na spready podnikových dlhopisov v eurozóne, ktoré sa počas sledovaného obdobia celkovo zvýšili.

Obavy zo spomalenia hospodárskeho rastu, určité zníženia očakávaných ziskov a očakávané sprísňovanie menovej politiky viedli počas sledovaného obdobia k o niečo väčšiemu spreadu. Spready podnikových dlhopisov s vysokým výnosom sa celkovo zvýšili o 18 bázických bodov, zatiaľ čo spready podnikových dlhopisov

investičného stupňa vykazali istú mieru odolnosti a na konci sledovaného obdobia boli vyššie o 2 bazické body.

Európske akciové trhy zaznamenali v sledovanom období pokles, k čomu prispeli podobné faktory ako v prípade trhov s podnikovými dlhopismi

(graf 18). Európske akciové trhy počas celého sledovaného obdobia kolísali, keďže trhy citlivo reagovali na akékoľvek správy o inflácii a výhľade hospodárskeho rastu alebo o ich vplyve na politiku úrokových sadzieb centrálnych bánk na celom svete. Pokiaľ ide o akciové trhy v eurozóne, počas sledovaného obdobia vykazovali celkový pokles v dôsledku určitého mierneho zhoršenia dlhodobých očakávaní ziskov a vyšších bezrizikových sadzieb. Konkrétne, ceny akcií nefinančných spoločností a bánk v eurozóne klesli o 5,7 % a 11,3 %. Ceny akcií boli nepriaznivo ovplyvnené úpravami očakávaných ziskov mierne nadol, výrazným znížením očakávaného rastu reálneho HDP eurozóny, ktoré sa pravdepodobne ešte v plnej miere nepremietlo do očakávaní ziskov, a vyššou úrovňou dlhodobých úrokových sadzieb. Tento pokles cien akcií nefinančných spoločností a bánk zmiernilo zníženie rizikovej prémie akcií (viac v časti 5). Aj v Spojených štátoch viedli vyššie úrokové sadzby a obavy z recesie k poklesu cien akcií bánk o 3,1 %, zatiaľ čo ceny akcií nefinančných spoločností vykazovali väčšiu odolnosť a klesli len o 0,8 %.

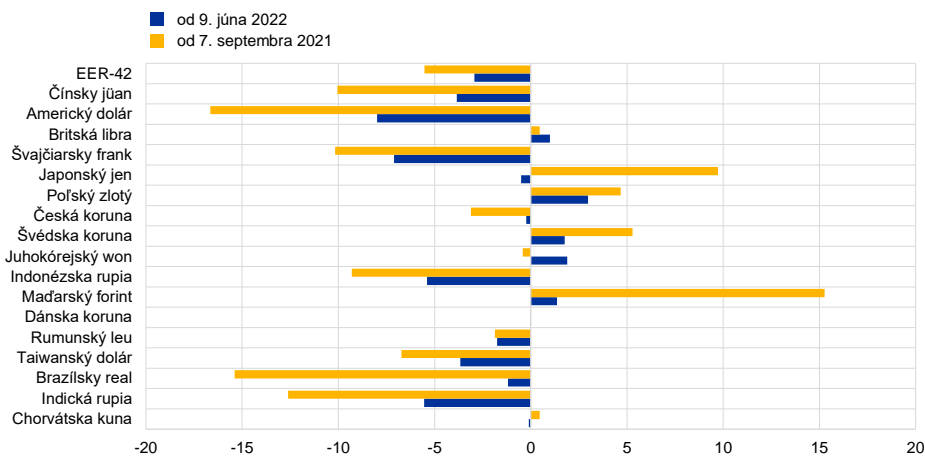
Na devízových trhoch euro vážené zahraničným obchodom pokračovalo v oslabovaní (graf 19).

Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 42 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa počas sledovaného obdobia oslabil celkovo o 2,9 %. Všeobecné oslabenie eura sa odrazilo aj v jeho znehodnotení voči americkému doláru o 8 % (na konci sledovaného obdobia sa euro obchodovalo mierne pod paritou), a to v dôsledku silnejúcich obáv týkajúcich sa výhľadu hospodárskeho rastu v eurozóne a rýchlejšieho sprísňovania menovej politiky v Spojených štátoch. Euro sa oslabilo aj voči švajčiarskemu franku (o 7,1 %) a japonskému jenu (o 0,5 %), voči britskej libe sa však posilnilo o 1 %. Euro sa tiež oslabilo voči menám väčšiny rozvíjajúcich sa trhových ekonomík vrátane indickej rupie (o 5,5 %) a čínskeho jüanu (o 3,8 %).

Graf 19

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálna zmena)



Zdroj: ECB.

Poznámka: EER-42 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 42 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny. Kladná (záporná) zmena znamená posilnenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané použitím výmenných kurzov zo 7. septembra 2022.

5 Podmienky financovania a úvery

Od konca mája sa s pokračujúcou normalizáciou menovej politiky zvyšovali úrokové sadzby bankových úverov a sprísňovali podmienky bankového financovania. Nominálna miera rastu podnikových úverov bola vysoká a objem úverov poskytnutých domácnostiam bol stabilný, hoci s určitými počítačnými náznakmi spomaľovania. V období od 9. júna do 7. septembra sa podnikom výrazne znížili náklady na financovanie prostredníctvom akcií, zatiaľ čo ich náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu sa zvýšili. Celkový objem financovania podnikov z vonkajších zdrojov sa zvýšil, a to najmä v dôsledku vyššieho objemu bankových úverov. Rast širokej peňažnej zásoby pokračoval v klesajúcom trende, čo odrážalo ukončenie čistých nákupov aktív Eurosystemom v júli a vyššie účty domácností a podnikov v eurozóne za energie, ktoré znižujú ich disponibilný príjem.

Náklady bánk eurozóny na financovanie boli v posledných mesiacoch v dôsledku pokračujúcej normalizácie menovej politiky celkovo vyššie.

Trend prudkého rastu zložených nákladov bánk v eurozóne na dlhové financovanie pozorovaný na začiatku roka 2022 sa v júli prerušil (graf 20, časť a). Rast bezrizikových sadzieb od začiatku roka 2022 viedol k zvyšovaniu výnosov bankových dlhopisov nad úroveň zaznamenanú pred začiatkom programu nákupu aktív v roku 2015, a to aj napriek určitej volatilitě po júnovom zasadnutí Rady guvernérov (graf 20, časť b). Zvýšením úrokových sadzieb v júli 2022 ECB ukončila osemročné obdobie záporných sadzieb. Väčšina bánk začala zvyšovať úročenie klientskych vkladov, ktoré predstavujú významný zdroj financovania bánk v eurozóne.

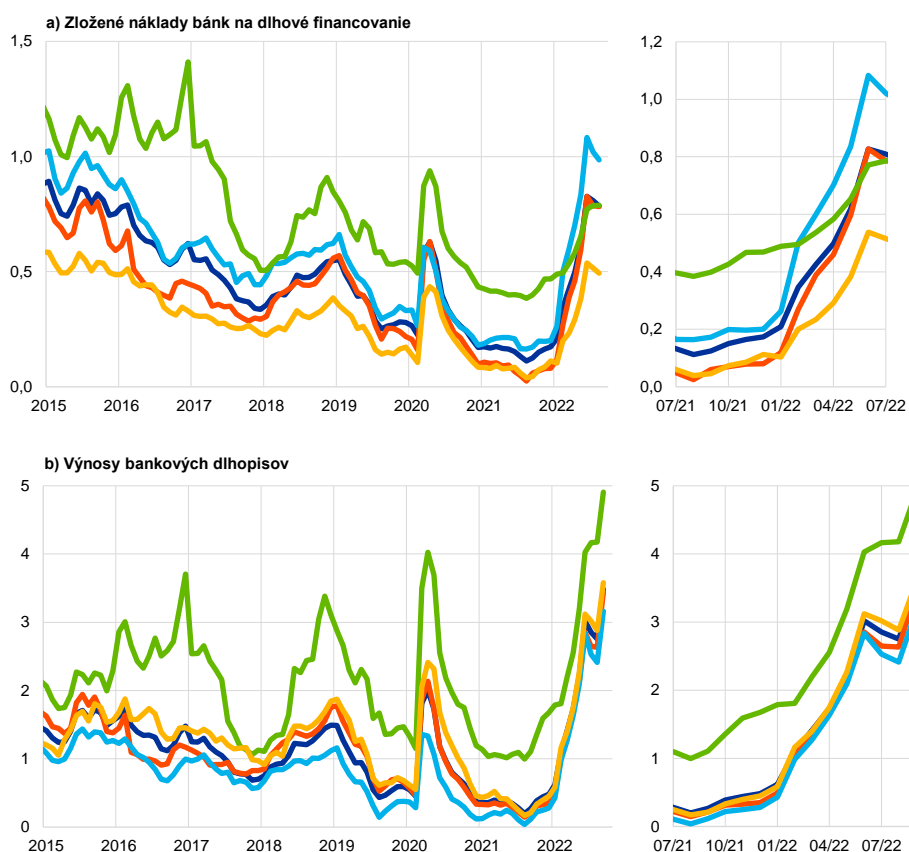
Súvahy bánk boli celkovo stabilné, hoci začínali odrážať zhoršujúce sa hospodárske prostredie.

Kapitálové koeficienty bánk sa vrátili na nižšie úrovne pred pandémie. Pri pokračujúcej normalizácii menovej politiky je ziskovosť bánk podporovaná vyššími čistými úrokovými výnosmi. Hoci banky dosiahli ďalší pokrok v znižovaní pomeru problémových úverov, niektoré ukazovatele kvality aktív sa zhoršili. Nedávny pokles pomeru trhovej ceny bánk k ich účtovej hodnote naznačuje určité zhoršenie výhľadu vývoja bánk v prostredí zhoršujúcej sa hospodárskej perspektívy a zvyšujúceho sa kreditného rizika.

Graf 20**Zložené úrokové sadzby bankového financovania vo vybraných krajinách eurozóny**

(v % za rok)

- Eurozóna
- Nemecko
- Francúzsko
- Taliansko
- Španielsko



Zdroj: ECB, indexy IHS Markit iBoxx a výpočty ECB.

Poznámka: Zložené úrokové sadzby bankového financovania predstavujú vážené priemery nákladov na vklady a financovanie dlhu 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. Posledné údaje sú za júl 2022 v prípade zložených sadzieb bankového financovania a zo 7. septembra 2022 v prípade výnosov bankových dlhopisov.

Sadzby bankových úverov podnikom a domácnostiam sa od konca mája ďalej zvyšovali, keďže banky obmedzili ponuku úverov. Prudký nárast bezrizikových

sadzieb a výnosov štátnych dlhopisov eurozóny od začiatku roka 2022 viedol k zvýšeniu úrokových sadzieb úverov, a to najmä úverov domácnostiam na nákup nehnuteľností na bývanie (graf 21). Zložené úrokové sadzby bankových úverov domácnostiam na nákup nehnuteľností na bývanie v júli opäť výrazne vzrástli a dosiahli 2,15 %. Mesačný nárast sadzieb hypotekárnych úverov o 18 bázických bodov spôsobil ich zvýšenie od začiatku roka o kumulovaných 84 bázických bodov. Na druhej strane sadzby bankových úverov nefinančným spoločnostiam boli volatilnejšie a v júli mierne klesli o 6 bázických bodov na 1,77 %, pričom od začiatku roka 2022 sa zvýšili o 41 bázických bodov. Dostupné údaje signalizujú ďalší rast úrokových sadzieb podnikových úverov v nasledujúcich mesiacoch, čo zodpovedá

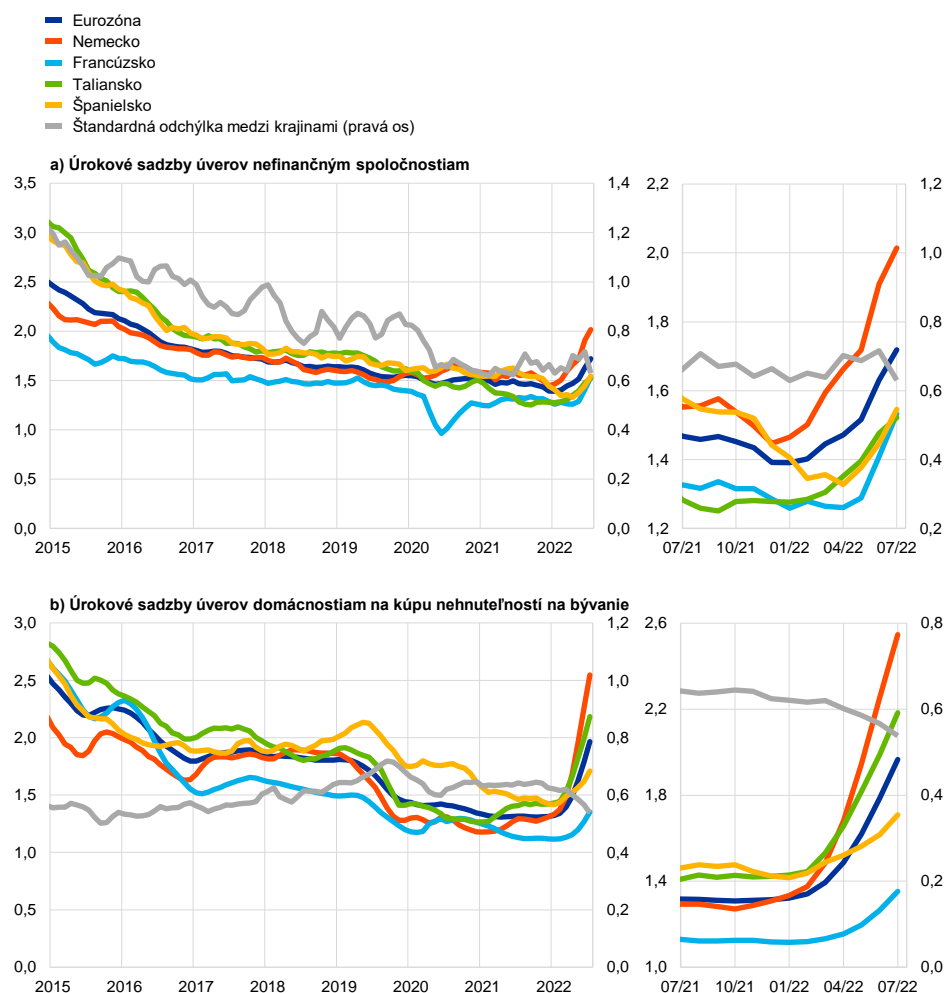
výrazným zvýšeniam zaznamenaným pomocou difúzných indexov.⁵ Ako vyplýva z júlového [prieskumu úverovej aktivity bánk v eurozóne](#), vývoj úrokových sadzieb úverov odráža sprísňovanie podmienok poskytovania úverov podnikom a domácnostiam. Dôvodom sú rastúce riziká zhoršenia výhľadu hospodárskeho vývoja a pokračujúca normalizácia menovej politiky. Pokiaľ ide o dopyt, vyššie ceny energií viedli k zvýšeniu potrieb financovania podnikov a nepriaznivo ovplyvnili rozpočty domácností, najmä tých s nízkymi príjmami. Podľa [prieskumu spotrebiteľských očakávaní](#) spotrebiteľia znížili svoje očakávania týkajúce sa hospodárskeho rastu a zvýšili svoje očakávania týkajúce sa straty zamestnania. Spread medzi úrokovými sadzbami veľmi malých bankových úverov a veľkých bankových úverov bol blízko predkrízovej úrovne, čo naznačuje, že podmienky bankového financovania pre malé a stredné podniky zostali v relatívnom vyjadrení priaznivé. Navyše, rozptyl úrokových sadzieb úverov podnikom a domácnostiam v jednotlivých krajinách zostal obmedzený (graf 21, obe časti).

⁵ Tieto indexy, ktoré sa vypočítavajú na základe mikroúdajov, vyjadrujú čistý počet bánk, ktoré zvyšujú úrokové sadzby úverov podnikom, a zvyknú mať parametre hlavného ukazovateľa.

Graf 21

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

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



Zdroj: ECB.

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

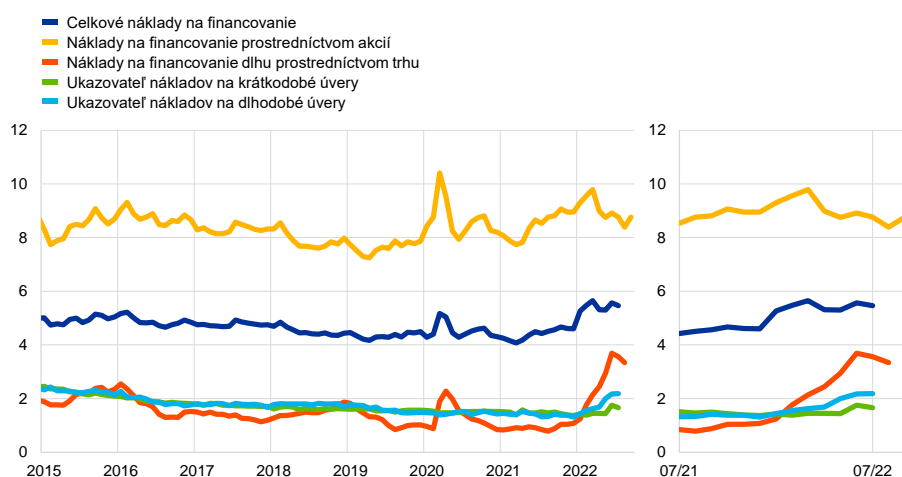
V období od 9. júna do 7. septembra 2022 sa nefinančným spoločnostiam výrazne znížili náklady na financovanie prostredníctvom akcií, zatiaľ čo ich náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu sa zvýšili. Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností, ktoré zahŕňajú náklady na bankové úvery, náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a náklady na financovanie prostredníctvom akcií, možno v dôsledku neskoršej dostupnosti údajov týkajúcich sa nákladov na bankové úvery vypočítať len do júla 2022, keď sa zvýšili na 5,5 % z májových 5,3 %. Bolo to spôsobené najmä výrazným zvýšením nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu, pričom k nárastu celkových nákladov na financovanie prispeli aj náklady na bankové úvery (graf 22), aj keď v menšej miere. Náklady na financovanie prostredníctvom akcií sa do júla 2022 prakticky nezmenili. Údaje z júla 2022 sa naďalej pohybovali v blízkosti maxima zaznamenaného na začiatku roka a výrazne prekročovali úrovne z predchádzajúcich dvoch rokov.

V období od 9. júna do 7. septembra náklady na financovanie prostredníctvom akcií poklesli približne o 15 bázických bodov, zatiaľ čo náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu sa približne v rovnakej miere zvýšili. Mierny pokles nákladov na financovanie prostredníctvom akcií možno vysvetliť znížením rizikovej prémie akcií, ktorá viac ako kompenzovala vplyv vyššej bezrizikovej sadzby na náklady na financovanie prostredníctvom akcií. Zvýšenie bezrizikovej sadzby tiež prispelo k zvýšeniu nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu. Spready dlhopisov vydaných nefinančnými spoločnosťami mierne poklesli v segmente dlhopisov investičného stupňa, zatiaľ čo v segmente dlhopisov s vysokým výnosom sa výrazne zvýšili.

Graf 22

Nominálne náklady na financovanie nefinančných spoločností eurozóny z vonkajších zdrojov podľa zložiek

(v % za rok)



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

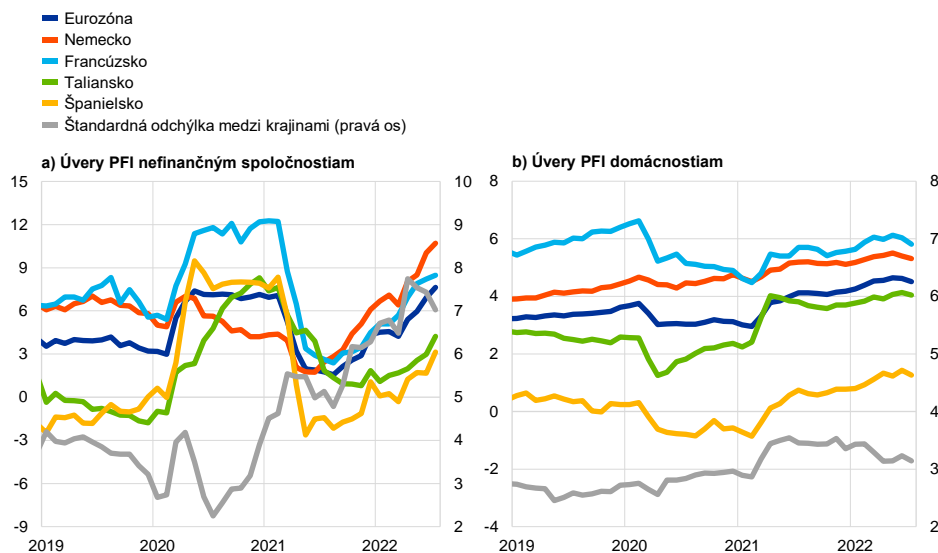
Poznámka: Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností sa vypočítavajú ako vážený priemer nákladov na bankové úvery, nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a nákladov na financovanie prostredníctvom akcií, na základe príslušných nesplatených objemov. Posledné údaje sú zo 7. septembra 2022 v prípade nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu (mesačný priemer denných údajov), z 2. septembra 2022 v prípade nákladov na financovanie prostredníctvom akcií (týždenné údaje) a za júl 2022 v prípade celkových nákladov na financovanie a nákladov na bankové úvery (mesačné údaje).

Úvery podnikom rástli v júli výrazným tempom, zatiaľ čo poskytovanie úverov domácnostiam sa spomalilo. Ročná miera rastu úverov nefinančným spoločnostiam sa v júli zvýšila na 7,7 %, z júnových 6,9 % a májových 6,0 % (graf 23, časť a). Tento vývoj bol opäť odrazom silného bázického efektu, ktorý súvisel najmä s dlhšími splatnosťami. Výrazný príspevok opäť zaznamenali krátkodobejšie úvery, a to vzhľadom na pretrvávajúce obmedzenia v dodávateľských reťazcoch, vyššie vstupné náklady a zvýšenú neistotu, teda faktory, ktoré podnikom zvyšujú potrebu prevádzkového kapitálu. Odolný rast úverov do istej miery odráža aj odklon od vydávania dlhových cenných papierov, keďže podmienky financovania prostredníctvom trhu sa zhoršili výraznejšie ako podmienky bankového financovania. Ročná miera rastu úverov domácnostiam sa v júli mierne spomalila na 4,5 %, po troch mesiacoch stabilného rastu na úrovni 4,6 % (graf 23, časť b). Prispel k tomu najmä pokles objemu úverov domácnostiam na nákup nehnuteľností na bývanie a na spotrebu.

Graf 23

Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena; štandardná odchýlka)



Zdroj: ECB.

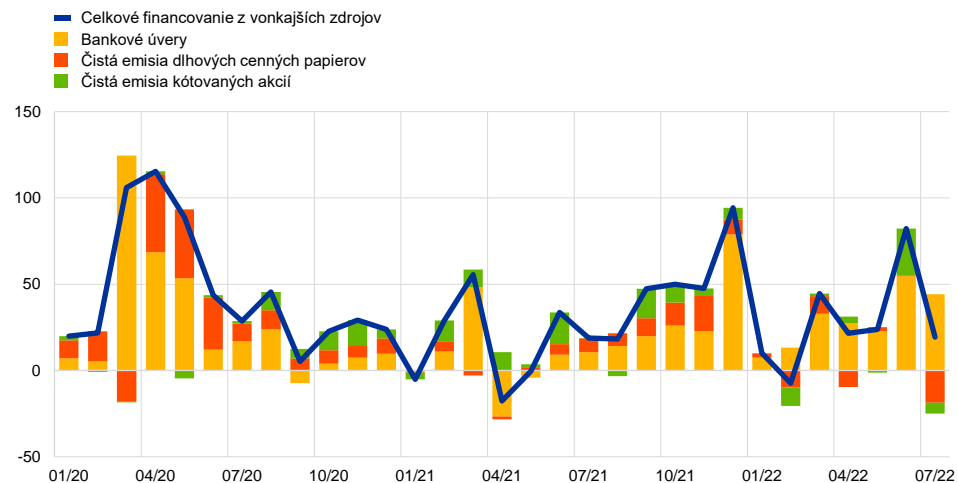
Poznámka: Úvery poskytované peňažnými finančnými inštitúciami (PFI) sú očistené od predaja a sekuritizácie úverov. V prípade nefinančných spoločností sú úvery očistené aj od účelovo vytváraných spoločných peňažných fondov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú za júl 2022.

Celkový objem financovania podnikov z vonkajších zdrojov sa opäť zvýšil, čo odrážalo najmä vývoj objemu bankových úverov. Ročná miera rastu financovania z vonkajších zdrojov sa zvýšila z 2,4 % v marci na 3,2 % v júli, keď odrážala vyššie potreby financovania podnikov, najmä krátkodobé potreby energeticky náročných podnikov. Tento nárast bol najvýraznejší v letných mesiacoch a nasledoval po sérii relatívne miernych tokov v prvých piatich mesiacoch tohto roka (graf 24). Od začiatku roka 2022 sú toky financovania z vonkajších zdrojov výrazne podporované vyššími objemami bankových úverov podnikom. Čistá emisia dlhových cenných papierov bola, naopak, slabá, čo odrážalo nárast relatívnych nákladov na dlhové financovanie prostredníctvom trhu. Emisia kótovaných akcií bola celkovo tlmená; hoci sa v júni v dôsledku aktivít energeticky náročných podnikov zvýšila, v júli sa opäť dostala do záporného pásma. Tento obrat možno vysvetliť nedávnym zvýšením objemu spätných odkupov akcií a poklesom hodnoty fúzií a akvizícií.

Graf 24

Čisté toky financovania nefinančných spoločností v eurozóne z vonkajších zdrojov

(mesačné toky v mld. EUR)



Zdroj: ECB, Eurostat, Dealogic a výpočty ECB.

Poznámka: Čisté financovanie z vonkajších zdrojov 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 peňažných fondov. Posledné údaje sú za júl 2022.

Hrubá zadlženosť nefinančných spoločností eurozóny ďalej klesala

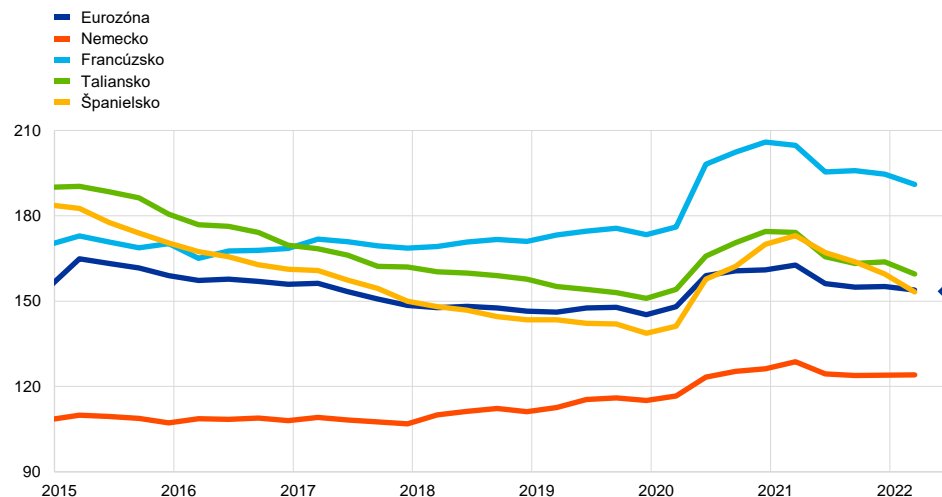
z vysokých úrovní zaznamenaných počas pandémie (graf 25).

Pomer hrubého dlhu, pokiaľ ide o pridanú hodnotu podnikov, sa v druhom štvrtroku 2022 v porovnaní s predchádzajúcim rokom znížil o 2,8 percentuálneho bodu. Dôvodom bol výrazný rast pridanej hodnoty, pričom kumulatívny nárast pomeru hrubého dlhu od konca roka 2019 sa tým znížil na 8,2 percentuálneho bodu. Všeobecný rast hrubej zadlženosti nefinančných spoločností od začiatku roka 2020 súvisí s väčším využívaním dlhového financovania zo strany podnikov, a to najmä v prvej fáze pandémie COVID-19, keď dochádzalo k nerovnomernému zvyšovaniu hrubého dlhu v jednotlivých typoch podnikov a krajinách. Za týmto vývojom sa skrýva rozdielna expozícia podnikov voči pandémie a rozdielne politické reakcie jednotlivých štátov. V porovnaní s poslednou fázou zvyšovania úrokových sadzieb v roku 2011 je pomer dlhu v zraniteľnejších krajinách nižší, čo by malo pomôcť obmedziť riziko fragmentácie v podnikovej sfére. Hoci sú súvahy podnikov vo väčšine krajín v súčasnosti zdravšie ako počas európskej krízy štátneho dlhu a bankovej krízy, úroveň hrubej zadlženosti nefinančných spoločností je z historického hľadiska naďalej vysoká, čo naznačuje, že citlivosť podnikov na nepriaznivé šoky zostáva vysoká. Vzhľadom na zhoršujúci sa výhľad hospodárskeho vývoja a pretrvávajúce inflačné tlaky bude preto odolnosť podnikov pravdepodobne závisieť aj od pokračujúcej politickej podpory, najmä zo strany fiškálnych orgánov.

Graf 25

Hrubá zadlženosť nefinančných spoločností vo vybraných krajinách eurozóny

(percentá hrubej pridanej hodnoty nefinančných spoločností)



Zdroj: ECB, Eurostat a odhady ECB.

Poznámka: Dlh je definovaný ako celkový súčet úverov poskytnutých nefinančným spoločnostiam očistený od vnútrosektorových úverov, emitovaných dlhových cenných papierov a dôchodkových záväzkov. Modrý kosoštvorec označuje modelové odhady za druhý štvrťrok 2022. Inak sú posledné údaje za prvý štvrťrok 2022.

Tempo akumulácie jednodňových vkladov sa spomalilo z vysokých hodnôt zaznamenaných počas pandémie (graf 26).

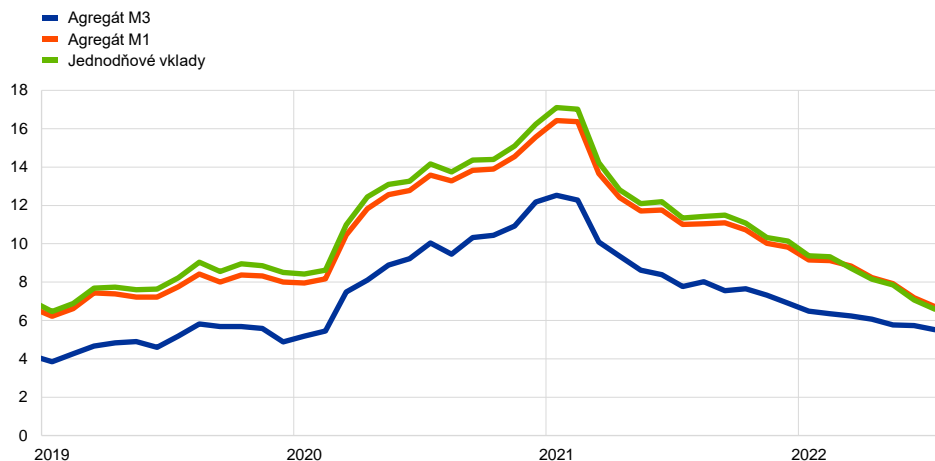
Ročná miera rastu jednodňových vkladov sa v júli znížila na 6,6 % z júnových 7,1 %. Hoci vyššie náklady na potraviny a energie zvýšili tlak na peňažné rezervy podnikov a obmedzili schopnosť domácností zvyšovať úspory, v júli došlo k výraznému mesačnému prílevu vkladov podnikov a domácností v rámci agregátu M3, čím sa ich krátkodobá dynamika priblížila k úrovniam pred pandémie.⁶ Nedávne oživenie týchto vkladov pravdepodobne odráža preventívne motívy v súvislosti so zhoršujúcim sa výhľadom hospodárskeho vývoja. Zároveň sa v jednotlivých krajinách naďalej líši rast držby vkladov podnikov a domácností, čo odráža rozdiely v potrebe likvidity a v podporných fiškálnych opatreniach jednotlivých štátov.

⁶ Box s názvom [Household saving during the COVID-19 pandemic and implications for the recovery of consumption](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2022.

Graf 26

Agregáty M3 a M1 a jednoduché vklady

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za júl 2022.

Rast širokej peňažnej zásoby (M3) sa v júli naďalej približoval k svojmu dlhodobému priemeru. Ročná miera rastu agregátu M3 sa od maxima zaznamenaného na vrchole pandémie spomalila a v júli dosiahla 5,5 %, v porovnaní s 5,7 % v júni (graf 26). Spomalenie ročnej miery rastu agregátu M3 odráža ukončenie čistých nákupov aktív Eurosystemom v júli 2022 a ďalšie zvyšovanie energetických nákladov domácností a podnikov v eurozóne, ktoré znižujú ich disponibilný príjem. Pokiaľ ide o jednotlivé zložky, hlavným faktorom spomalenia rastu agregátu M3 boli jednoduché vklady zahrnuté do úzkeho agregátu M1, zatiaľ čo termínované vklady zahrnuté do širšieho menového agregátu M3 sa v júli zvýšili. Čo sa týka protipoložíek, najväčší príspevok k ročnému rastu agregátu M3 vykázali úvery súkromnému sektoru. Kladný príspevok nákupov štátnych cenných papierov Eurosystemom v rámci programu nákupu aktív a núdzového pandemického programu nákupu aktív ďalej klesal. Tvorbu peňažnej zásoby naďalej tlmili čisté odlevy peňažnej masy do zvyšku sveta, predovšetkým v dôsledku záporného vplyvu vyšších cien energií na obchodnú bilanciu eurozóny.

6 Fiškálny vývoj

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2022 by sa malo saldo rozpočtu eurozóny v období do roku 2024 plynule zlepšovať, hoci o niečo menej, ako sa predpokladalo v júnových projekciách. Fiškálne projekcie sú však naďalej spojené s vysokou mierou neistoty, ktorá súvisí najmä s vojnou na Ukrajine a vývojom na trhoch s energiami, čo by mohlo vlády viesť k prijatiu dodatočných fiškálnych podporných opatrení. Takéto opatrenia sa v poslednom čase zameriavali predovšetkým na potlačenie rastúcich životných nákladov spotrebiteľov, najmä pokiaľ ide o energie. Úlohu zohralo aj financovanie nových obranných kapacít a podpora ľudí utekajúcich pred ruskou vojnou na Ukrajine. Rozpočtový deficit verejnej správy eurozóny by mal aj napriek tomu ďalej klesať – z 5,1 % HDP v roku 2021 na 3,8 % v roku 2022 a na 2,7 % do konca horizontu projekcií. Po výraznom fiškálnom uvoľnení v reakcii na krízu spôsobenú pandémiou koronavírusu (COVID-19) v roku 2020 sa nastavenie rozpočtovej politiky v minulom roku sprísnilo a najmä v roku 2023 by sa malo podľa projekcií ešte mierne sprísniť. V roku 2024 sa následne očakáva neutrálne nastavenie rozpočtovej politiky. V kontexte zvýšenej neistoty a rizík ohrozujúcich výhľad hospodárskeho vývoja v dôsledku vojny na Ukrajine, ako aj rastúcich cien energií a pokračujúcich narušení dodávateľských reťazcov, Európska komisia dňa 23. mája 2022 odporučila predĺžiť všeobecnú únikovú doložku Paktu stability a rastu do konca roka 2023. Rozpočtová politika by sa tak v prípade potreby mohla prispôbiť meniacim sa okolnostiam. Vzhľadom na to, že rozpočtové nerovnováhy naďalej prekračujú úroveň spred pandémie a inflácia je mimoriadne vysoká, rozpočtová politika musí byť čoraz selektívnejšia a cielenejšia, aby nezvyšovala strednodobé inflačné tlaky a súčasne zabezpečila udržateľnosť verejných financií v strednodobom horizonte.

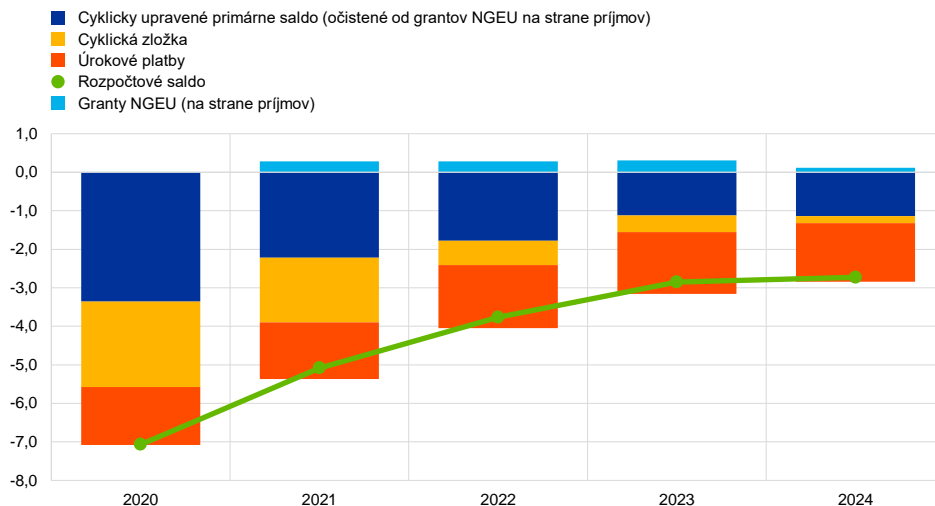
Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2022 sa bude rozpočtové saldo verejnej správy eurozóny počas horizontu projekcií naďalej zlepšovať.⁷ Odhaduje sa, že pomer deficitu verejnej správy eurozóny k HDP klesol v roku 2021 na 5,1 % HDP, pričom v roku 2020 dosiahol bezprecedentnú úroveň 7,1 %. Podľa projekcií má v roku 2022 ďalej klesnúť na 3,8 % HDP, v roku 2023 na 2,9 % a v roku 2024 na 2,7 % (graf 27). Očakáva sa, že k ďalšiemu zlepšovaniu rozpočtového salda od roku 2022 prispeje hospodársky cyklus a vyššie cyklicky upravené primárne saldo, keďže veľká časť núdzových pandemických opatrení sa začala ukončovať a nové opatrenia sú menej rozsiahle. Pomer celkových úrokových platieb eurozóny k HDP bude počas celého horizontu projekcií aj naďalej zhruba zodpovedať hodnotám zaznamenaným v rokoch 2019 až 2021. Odráža to skutočnosť, že hoci sa úrokové sadzby nových emisií štátnych dlhopisov výrazne zvýšili, stále sa pohybujú v blízkosti priemernej úrokovej sadzby uplatňovanej pri existujúcom objeme dlhových nástrojov.

⁷ Článok s názvom [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2022](#), zverejnený 8. septembra 2022 na internetovej stránke ECB.

Graf 27

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2022.

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

Spríšňovanie nastavenia rozpočtovej politiky eurozóny, ktoré sa začalo v roku 2021, by malo pokračovať až do roku 2023. V roku 2024 sa následne očakáva viac-menej neutrálne nastavenie rozpočtovej politiky.⁸

V roku 2022 došlo k miernemu spríšňovaniu nastavenia rozpočtovej politiky, a to najmä v dôsledku pokračujúceho ukončovania významnej časti núdzovej pandemickej podpory, ktorá bude len čiastočne kompenzovaná ďalšími opatreniami na podporu rastu. V roku 2022 tieto dodatočné opatrenia predstavujú približne 1,4 % HDP (približne o 0,3 percentuálneho bodu viac ako v júnových projekciách). Sú zamerané na potlačenie rastúcich životných nákladov spotrebiteľov, ako aj na financovanie väčších obranných kapacít a podporu ľudí utekajúcich pred vojnou na Ukrajine. Nediskrečné faktory, ktoré sú spôsobené len čiastočným obratom výrazných neočakávaných príjmov od roku 2021, by mali navyše v roku 2022 a počas zvyšku horizontu projekcií tmiť spríšňovanie nastavenia rozpočtovej politiky. V roku 2023, keď sa očakáva ukončenie väčšiny podporných opatrení, by však malo dôjsť k o niečo výraznejšiemu spríšňovaniu rozpočtovej politiky. Na konci horizontu projekcií sa predpokladá celkovo neutrálne nastavenie rozpočtovej politiky, hoci významná podpora hospodárstva sa zachová.⁹

⁸ Nastavenie rozpočtovej politiky odráža smerovanie a rozsah vplyvu rozpočtových stimulov na hospodárstvo nad rámec automatickej reakcie verejných financií na vývoj hospodárskeho cyklu. Meria sa tu ako zmena pomeru cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od štátnej pomoci finančnému sektoru. Keďže vyššie rozpočtové príjmy súvisiace s grantmi v rámci programu NGEU z rozpočtu EÚ neznižujú dopyt, cyklicky upravené primárne saldo sa v tejto súvislosti upravuje tak, aby tieto príjmy nezahŕňalo. Konceptia fiškálnej pozície eurozóny sa podrobne rozoberá v článku s názvom [The euro area fiscal stance](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

⁹ Celkové nastavenie rozpočtovej politiky eurozóny upravené o príjmy súvisiace s grantmi NGEU (od roku 2021) sa odhaduje na -4,2 percentuálneho bodu HDP v roku 2020 a na +1,1 percentuálneho bodu HDP v roku 2021. Podľa projekcií by malo dosiahnuť +0,1 percentuálneho bodu HDP v roku 2022, +0,7 percentuálneho bodu HDP v roku 2023 a 0,0 percentuálneho bodu HDP v roku 2024. V porovnaní s projekciami z júna 2022 zostalo viac-menej nezmenené na rok 2022, na rok 2023 bolo upravené smerom nahor o 0,1 percentuálneho bodu a na rok 2024 bolo upravené o 0,1 percentuálneho bodu nadol.

Celkové rozpočtové saldo eurozóny na rok 2022 nebolo upravené, neskôr sa však očakáva o niečo nepriaznivejší výsledok. V porovnaní

s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2022 zostal pomer rozpočtového salda eurozóny k HDP v roku 2022 viac-menej bez zmeny, keď dočasné dodatočné podporné opatrenia kompenzovalo zlepšenie cyklickej zložky a dodatočný vplyv nediskrečných faktorov odrážajúcich vyššie hotovostné príjmy. Rozpočtové saldo na roky 2023 a 2024 bolo upravené smerom nadol o 0,2 a 0,3 percentuálneho bodu, a to najmä v dôsledku očakávanej slabšej cyklickej zložky.¹⁰

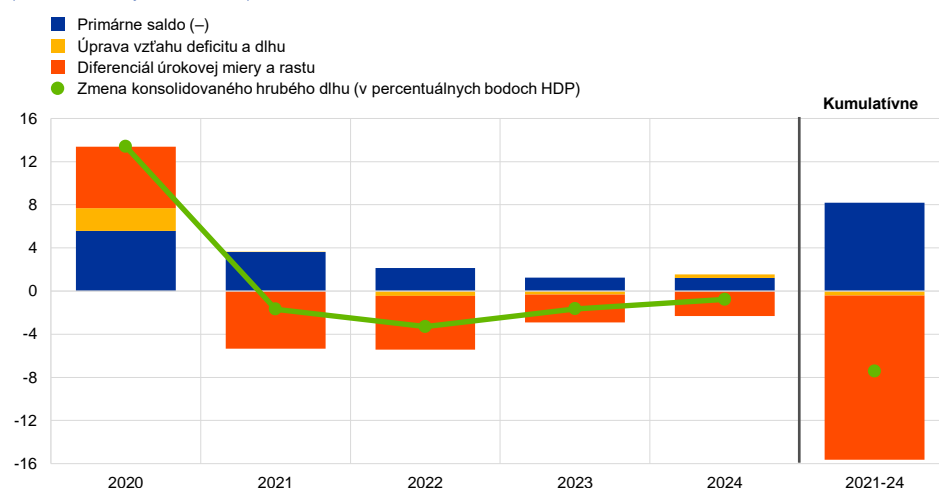
Po výraznom náraste v roku 2020 sa očakáva, že pomer dlhu verejnej správy eurozóny k HDP sa do roku 2024 pomaly zníži na úroveň tesne pod 90 %, ale zostane výrazne nad úrovňou pred krízou.

Po zvýšení pomeru dlhu približne o 13 percentuálnych bodov v roku 2020 na 97 % sa odhaduje, že klesajúci, hoci stále vysoký primárny deficit bol v roku 2021 viac než vykompenzovaný výrazným príspevkom priaznivého diferenciálu úrokových mier a rastu znižujúcim dlh, čo viedlo k miernemu zníženiu pomeru dlhu k HDP. V rokoch 2022 až 2024 sa očakáva pokračovanie pomalého, ale stabilného znižovania tohto pomeru, keďže primárne deficity zvyšujúce dlh budú vyvážené naďalej priaznivými príspevkami diferenciálov úrokových mier a rastu a v menšej miere aj úpravami vzťahu deficitu a dlhu v prvých dvoch rokoch (graf 28). Na konci horizontu projekcií v roku 2024 by sa mal pomer dlhu k HDP stabilizovať tesne pod úrovňou 90 %, čo je približne 6 percentuálnych bodov nad predkrízovou úrovňou v roku 2019.

Graf 28

Faktory zmeny dlhu verejnej správy eurozóny

(v % HDP, ak nie je uvedené inak)



Zdroj: ECB a makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2022.
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy krajín eurozóny.

Základné prognózy fiškálneho vývoja sú aj naďalej spojené s vysokou mierou neistoty, ktorá súvisí najmä s vojnou na Ukrajine a s vývojom na trhoch s energiami. Pokiaľ ide o fiškálne predpoklady, riziká ohrozujúce súčasný základný

¹⁰ Dodatočná štátna podpora na vykompenzovanie vyšších cien energií a iných výdavkov v reakcii na vojnu na Ukrajine by mala podľa odhadov v roku 2022 dosiahnuť 0,9 % HDP eurozóny.

scenár vývoja sú v krátkodobom horizonte naklonené k dodatočným fiškálnym stimulom. Tieto riziká súvisia s ďalšími alebo rozšírenými opatreniami na kompenzáciu cien energií a iných výdavkov súvisiacich s vplyvom vojny, z ktorých niektoré už vlády oznámili po dátume redakčnej uzávierky súčasných projekcií.

Rozpočtové opatrenia pôsobia do určitej miery ako ochrana pred šokom spôsobeným vojnou, mali by však byť dočasné a čoraz cielenejšie, a zároveň by mali obmedzovať riziko zvyšovania inflačných tlakov. V kontexte zvýšenej neistoty a rizík ohrozujúcich výhľad hospodárskeho vývoja v dôsledku vojny na Ukrajine, ako aj rastúcich cien energií a pokračujúcich narušení dodávateľských reťazcov, Európska komisia dňa 23. mája 2022 odporučila predĺžiť všeobecnú únikovú doložku Paktu stability a rastu do konca roka 2023.¹¹ Rozpočtová politika by sa tak v prípade potreby mohla prispôbiť meniacim sa okolnostiam. Je však dôležité, aby fiškálna politika vo všetkých krajinách zachovávala udržateľnosť dlhu. Všetky opatrenia, ktoré vlády prijímú na kompenzáciu domácností a podnikov, by navyše mali byť jasne ciele a navrhnuté tak, aby obmedzovali riziko zvyšovania inflačných tlakov v hospodárstve. Ako sa uvádza v boxe s názvom [Policy responses to address high energy prices and ensure energy security](#)¹² (Politické reakcie na riešenie vysokých cien energií a zaručenie energetickej bezpečnosti) v anglickom vydaní tohto čísla Ekonomického bulletinu, energetické opatrenia by mali zostať dočasné a stimulovať úspory energií, a zároveň by mali účinne riešiť krátkodobé výzvy a chrániť najzraniteľnejšie domácnosti. Horizontálne daňové škrty aj necielené transfery sú nákladovo menej efektívne ako výdavkové opatrenia zamerané na najzraniteľnejšie osoby.

¹¹ Oznámenie Komisie Európskemu parlamentu, Rade, Európskej centrálnej banke, Európskemu hospodárskemu a sociálnemu výboru, Výboru regiónov a Európskej investičnej banke: Európsky semester 2022 – jarný balík (COM/2022/600 final), Európska komisia, 23. mája 2022.

¹² Box 1 článku s názvom [Fiscal policies to mitigate climate change in the euro area](#) v anglickom vydaní tohto čísla Ekonomického bulletinu.

Boxy

1 Úloha zamestnanosti vo verejnom sektore počas krízy spôsobenej pandémiou COVID19

Agostino Consolo a António Dias da Silva

Rast zamestnanosti vo verejnom sektore zohral dôležitú úlohu pri podpore celkovej zamestnanosti počas pandémie koronavírusu (COVID-19).¹ V prvom štvrťroku 2022 bola zamestnanosť vo verejnom sektore približne o 3,5 % vyššia ako pred pandémiou, v porovnaní s 0,6 % v priemysle a 0,2 % v sektore trhových služieb (graf A, časť a). Podobne aj celkový počet odpracovaných hodín vo verejnom sektore dosiahol úroveň spreď pandémie v prvom štvrťroku 2021 a v prvom štvrťroku 2022 ju už prekročoval o 1,7 %. Naopak, v súkromnom sektore bol celkový počet odpracovaných hodín v prvom štvrťroku 2022 o 1,1 % nižší ako pred pandémiou (graf A, časť b).² Pokiaľ ide o najväčšie krajiny, Nemecko, Španielsko a Francúzsko zaznamenali výrazný pozitívny príspevok zamestnanosti vo verejnom sektore, zatiaľ čo v Taliansku bol príspevok miernejší.

¹ Zamestnanosť vo verejnom sektore v tomto boxe predstavuje celú zamestnanosť v odvetviach činností O až Q podľa klasifikácie používanej v rámci výberového zisťovania pracovných síl v EÚ realizovaného Eurostatom, konkrétne vo verejnej správe, obrane, vzdelávaní, zdravotníctve a sociálnej práci. V roku 2021 predstavoval verejný sektor 25 % celkovej zamestnanosti a 23 % celkového počtu odpracovaných hodín v hospodárstve eurozóny.

² Priemerný počet odpracovaných hodín zvyčajne zohráva dôležitú úlohu pri úprave trhu práce v eurozóne o cyklické vplyvy. Viac v článku s názvom [Hours worked in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2021.

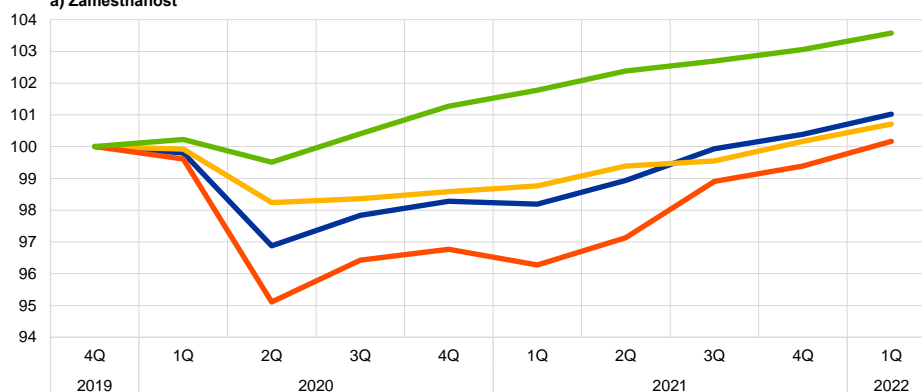
Graf A

Zamestnanosť v eurozóne a celkový počet odpracovaných hodín v jednotlivých sektoroch

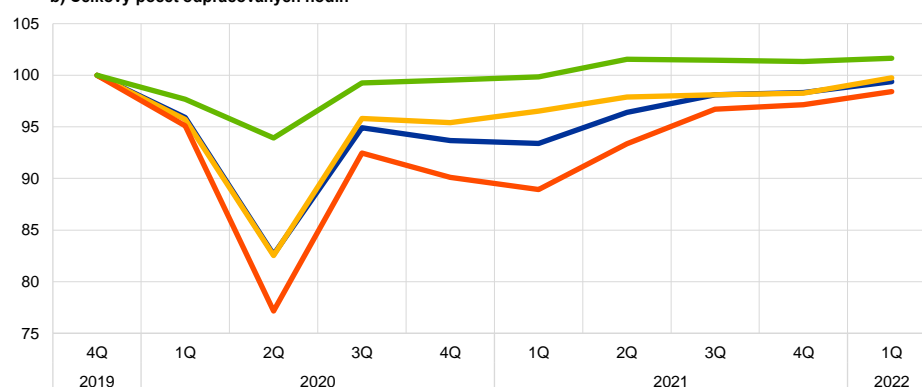
(index: 4Q 2019 = 100)

- Celkové hospodárstvo
- Priemysel
- Trhové služby
- Verejný sektor

a) Zamestnanosť



b) Celkový počet odpracovaných hodín



Zdroj: Výpočty autorov založené na údajoch Eurostatu.

Poznámka: Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2022.

Hoci aj počas minulých recesií v eurozóne sa zamestnanosť vo verejnom sektore zvýšila viac ako v iných sektoroch, tento raz bol nárast v porovnaní s predchádzajúcimi recesiami výraznejší. Graf B zobrazuje jednotlivé príspevky v percentuálnych bodoch ku kumulatívnemu rastu zamestnanosti po finančnej kríze v roku 2008 a po kríze štátneho dlhu v eurozóne. V oboch prípadoch zaznamenala zamestnanosť vo verejnom sektore podobný vývoj ako pri oživení po pandémii COVID-19 a vykázala kladný príspevek k celkovému rastu zamestnanosti. Nárast zamestnanosti vo verejnom sektore počas pandémie však bol výraznejší ako počas predchádzajúcich recesií. Kladný príspevek zamestnanosti vo verejnom sektore je spôsobený najmä pozitívnymi dlhodobými trendmi v sektore zdravotníctva a vzdelávania (graf C). Tieto pozitívne trendy môžu súvisieť so starnutím obyvateľstva, ktoré si vyžaduje vyššie výdavky na služby súvisiace so zdravím, ako aj s postupným zvyšovaním podielu terciárneho vzdelávania v čase. Výdavky na zdravotnú starostlivosť sú vyššie u starších ľudí a starnúca spoločnosť si bude

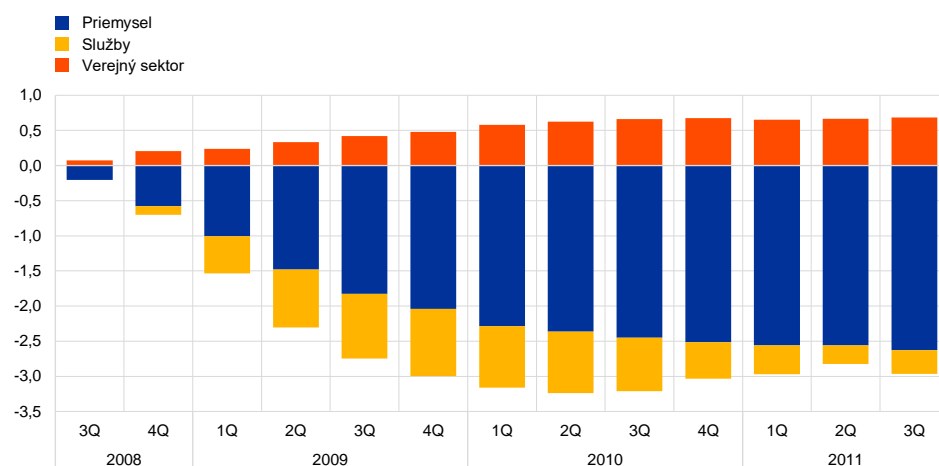
vyžadovať vyššie výdavky na zdravotnícke služby.³ V krajinách OECD sa navyše výdavky na študenta v inštitúciách primárneho až terciárneho vzdelávania v rokoch 2012 až 2018 zvyšovali v priemere o 1,6 % ročne, zatiaľ čo počet študentov zostal stabilný.⁴

Graf B

Zamestnanosť v eurozóne počas minulých recesií

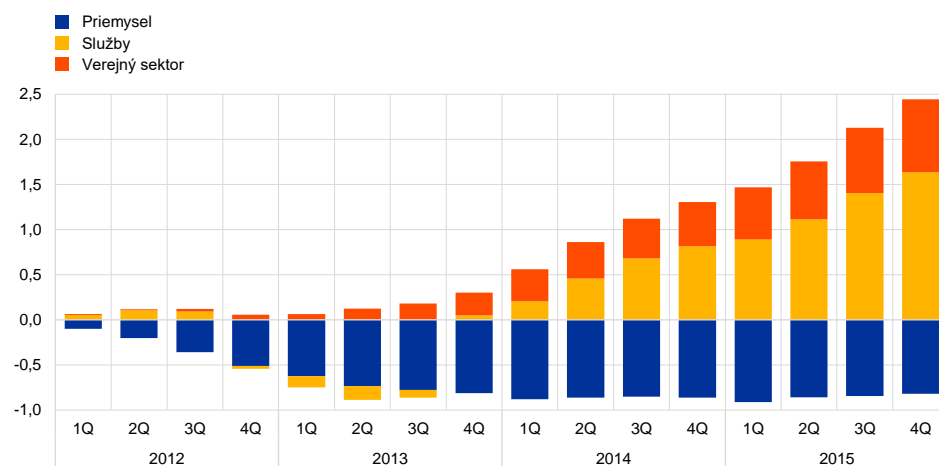
a) Finančná kríza v roku 2008

(index: 2Q 2008 = 100)



b) Kríza štátneho dlhu v eurozóne

(index: 4Q 2011 = 100)



Zdroj: Výpočty autorov založené na údajoch Eurostatu.

Na rozdiel od predchádzajúcich epizód je nárast zamestnanosti vo verejnom sektore počas pandémie spojený so zvýšením podielu dočasných pracovníkov. Pokles celkovej zamestnanosti na začiatku pandémie o 3,1 % bol

³ Napríklad *Health at a Glance 2021: OECD Indicators*, OECD, 2021. V kapitole 8 tejto publikácie s názvom Zamestnanci v zdravotníctve (Health workforce) sa poukazuje na zvýšenie pomeru praktizujúcich lekárov k počtu obyvateľov v jednotlivých krajinách OECD. Ďalšie informácie sa nachádzajú aj v publikácii *Skills forecast: trends and challenges to 2030*, Cedefop reference series, No 108, Cedefop, Eurofound, 2018, ktorá v súvislosti so starnutím obyvateľstva predpokladá vyšší dopyt po zručnostiach v sektore zdravotníctva EÚ.

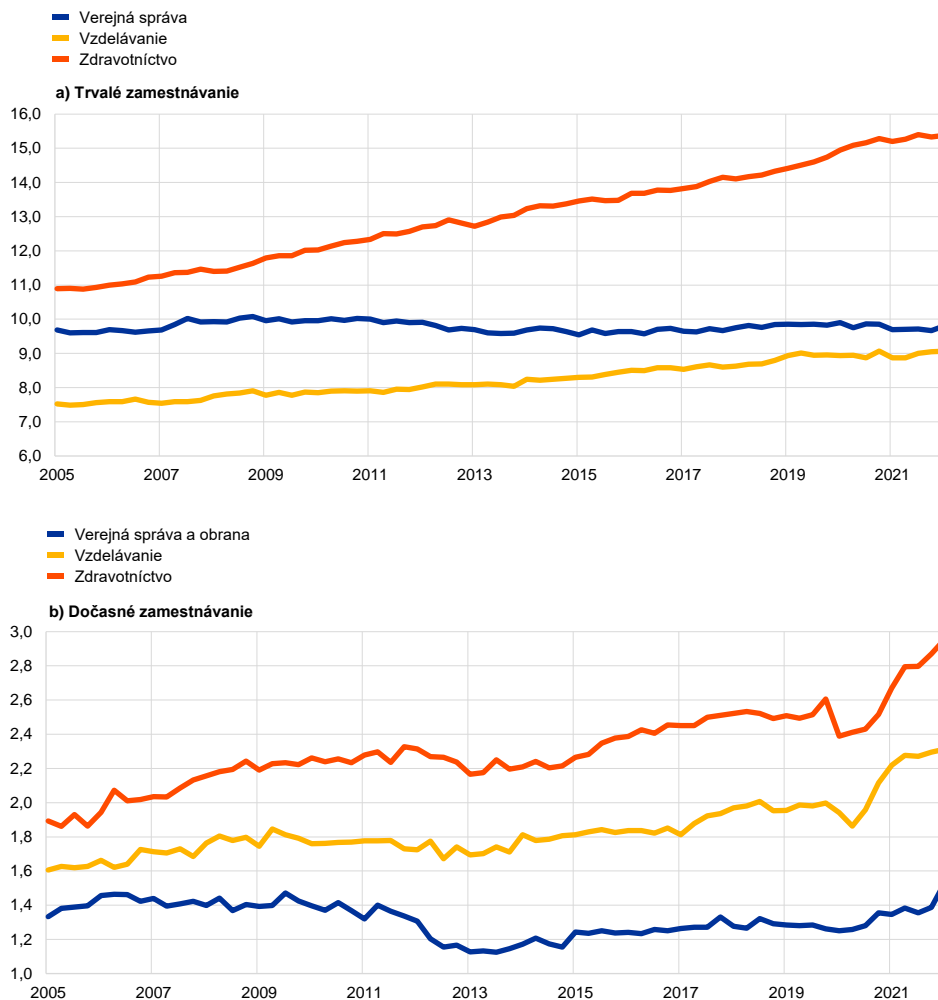
⁴ *Education at a glance*, OECD, 2021.

približne z dvoch tretín spôsobený poklesom dočasného zamestnávania (o 15 %), pod ktorý sa podpísal najmä pokles zamestnanosti v súkromnom sektore. Ide o normálnu črtu recesí, keď ako prví zvyknú byť prepustení zamestnanci s pracovnými zmluvami na dobu určitú, prípadne sa im tieto zmluvy neobnovia. Dočasné zamestnávanie vo verejnom sektore sa však počas krízy spôsobenej pandémiou COVID-19 vyvíjalo inak ako v súkromnom sektore a inak v porovnaní s predchádzajúcimi krízami. V prvom štvrťroku 2022 bolo o 11,5 % vyššie ako pred pandémiou a jeho podiel na celkovej zamestnanosti vo verejnom sektore vzrástol o 2 percentuálne body. Tento nárast bol sústredený najmä v zdravotníctve a vo vzdelávaní (graf C). Sektory zdravotníctva a vzdelávania vytvorili 1,4 milióna pracovných miest (z toho takmer 1 milión pracovných miest na dobu určitú), čo predstavuje približne 22 % celkovej tvorby pracovných miest od druhého štvrťroka 2020. Zvýšenie miery hospitalizácií, testovania a očkovania počas krízy spôsobenej pandémiou COVID-19, ako aj sociálne dištančné opatrenia mohli viesť k rýchlejšiemu rastu dočasného zamestnávania v sektoroch zdravotníctva a vzdelávania s cieľom prispôsobiť sa dočasným obmedzeniam súvisiacim s pandémiou.

Graf C

Zamestnanosť vo verejnej správe, vzdelávaní a v zdravotníctve

(v mil. osôb)



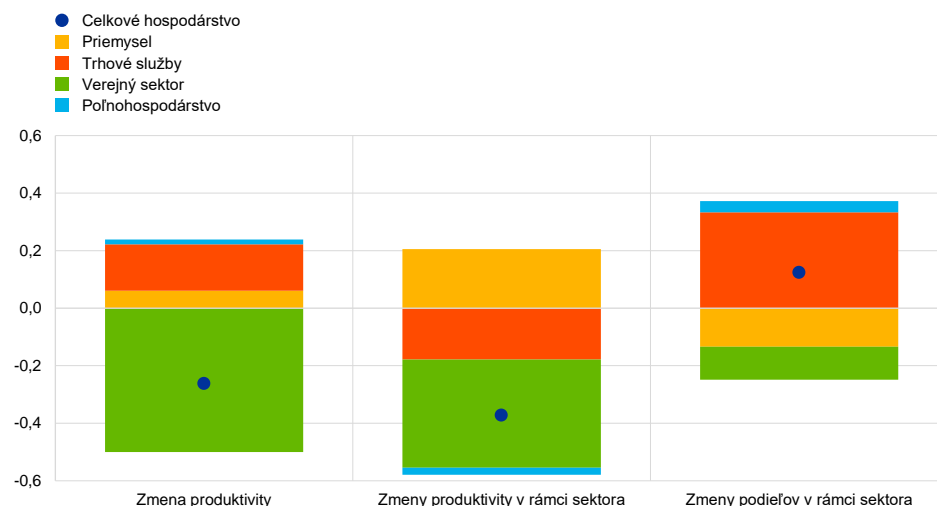
Zdroj: Výpočty autorov založené na údajoch Eurostatu.
Poznámka: Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2022.

Nárast počtu dočasných pracovníkov vo verejnom sektore pravdepodobne záporne prispel k celkovej produktivite práce. Príspevok verejného sektora k zmene celkovej produktivity práce počas pandémie COVID-19 predstavoval $-0,5$ percentuálneho bodu (graf D). Podľa shift-share analýzy bola väčšina zmien v období od posledného štvrťroka 2019 do prvého štvrťroka 2022 spôsobená zmenami vo verejnom sektore ($-0,4$ percentuálneho bodu) a v menšej miere zvýšením podielu zamestnanosti vo verejnom sektore na celkovom hospodárstve. Keďže veľká časť rastu zamestnanosti vo verejnom sektore bola výsledkom zvýšenia počtu dočasných pracovných miest, trend produktivity možno pripísať výraznému nárastu dočasného zamestnávania v sektoroch vzdelávania a zdravotníctva. Zamestnanci s pracovnými zmluvami na dobu určitú majú zvyčajne nižší plat ako trvalí zamestnanci. Údaje o produktivite za netrhové činnosti sú ovplyvnené najmä nákladmi práce. Spomalenie rastu produktivity vo verejnom sektore by mohol čiastočne vysvetľovať vyšší počet pracovných zmlúv na dobu

určitú, ktoré sú typické pre pracovné miesta s nižšou kvalifikáciou alebo nižším stupňom seniority.⁵ Ďalším faktorom je pokles priemerného počtu odpracovaných hodín.

Graf D Zmena produktivity

(percentuálna zmena v období 4Q 2019 – 1Q 2022)



Zdroj: Výpočty autorov založené na údajoch Eurostatu.

Poznámka: Graf znázorňuje shift-share analýzu kumulatívnej miery rastu produktivity práce na zamestnanca medzi zmenami v rámci jednotlivých sektorov a zmenami podielov v jednotlivých sektoroch (zmena váhy).

Zvýšenie miery dočasného zamestnávania vo verejnom sektore by sa mohlo čiastočne zvrátiť po postupnom ukončení zdravotníckych opatrení súvisiacich s pandémiou COVID-19, účinky takéhoto obratu by sa však pravdepodobne týkali iba 0,2 % pracovnej sily v eurozóne. Dočasné zamestnávanie v sektoroch vzdelávania a zdravotníctva zostáva nad úrovňou príslušných dlhodobých trendov.⁶ Opätovný návrat k trendu rastu by znamenal zníženie počtu dočasných pracovných miest vo verejnom sektore o približne 300 000, čo by mohlo zvýšiť mieru nezamestnanosti v eurozóne o 0,2 percentuálneho bodu, ak by sa tieto pracovné miesta neprerozdelili do iných sektorov.

⁵ Keďže za jednotlivé zložky verejného sektora nie sú k dispozícii údaje o hrubej pridanej hodnote a rovnako nie sú k dispozícii ani údaje o mzdách za dočasné a trvalé pracovné miesta vo verejnom sektore, kvantitatívny rozklad produktivity nie je možný.

⁶ Štatistické trendy sa odhadujú pomocou asymetrického Christianovho a Fitzgeraldovho pásmového filtra a odstránením frekvencií hospodárskeho cyklu medzi šiestimi a 32 štvrtrokmi.

COVID-19 a rozhodovanie starších pracovníkov v eurozóne o odchode do dôchodku

Vasco Botelho a Marco Weißler

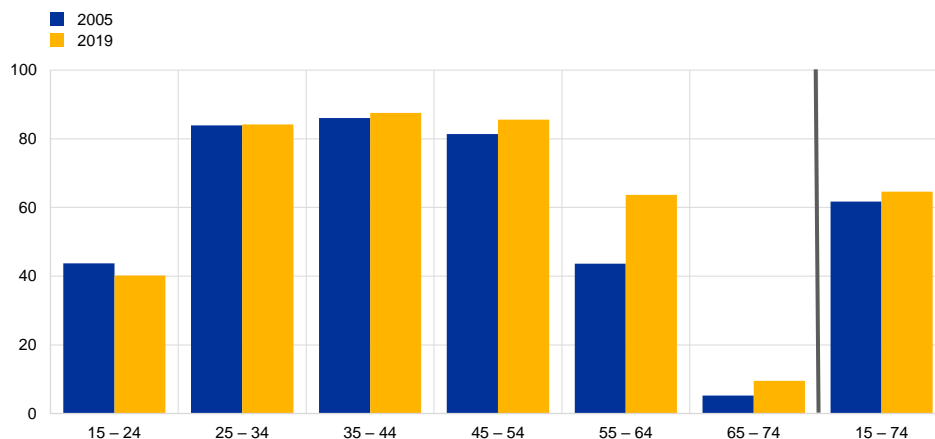
Rast miery účasti pracovnej sily v eurozóne sa v posledných 15 rokoch vyznačoval zvýšenou aktivitou starších pracovníkov.

Miera účasti pracovnej sily v eurozóne sa zvýšila zo 61,7 % v roku 2005 na 64,6 % v roku 2019 (graf A), čo bolo spôsobené predovšetkým vyššou aktivitou starších pracovníkov na trhu práce. Miera účasti ľudí vo veku od 55 do 64 rokov sa v tomto období zvýšila o viac ako 21 percentuálnych bodov a o viac ako 4 percentuálne body v prípade pracovníkov vo vekovej kategórii 65 až 74 rokov. Tento vývoj je dôležitý najmä v kontexte starnutia spoločnosti, keď pracovná sila v eurozóne postupne starne.¹ Pracovníci vo veku 55 rokov a viac predstavovali v roku 2021 viac ako 20 % pracovnej sily, čo je nárast oproti 12 % v roku 2005.

Graf A

Miera účasti pracovnej sily v eurozóne podľa vekových skupín

(v %, vekové skupiny)



Zdroj: Eurostat, Výberové zisťovanie pracovných síl v Európskej únii (EU-LFS) a výpočty ECB.

Prinajmenšom na začiatku pandémie koronavírusu (COVID-19) došlo v eurozóne k poklesu aktivity starších pracovníkov na trhu práce (graf B).

Od dosiahnutia najnižšej úrovne počas pandémie COVID-19 sa situácia na trhu práce v eurozóne výrazne zotavila, pričom niektoré ukazovatele dokonca prekročili úroveň pred pandémie. Hoci miera účasti starších pracovníkov prekročila predpandemickú úroveň, naďalej zaostáva za úrovňou očakávanou vzhľadom na rast aktivity starších pracovníkov zaznamenaný v predchádzajúcich rokoch.² Pokiaľ ide o ďalší vývoj, v správe Európskej komisie o starnutí obyvateľstva z roku 2021 sa predpokladá, že

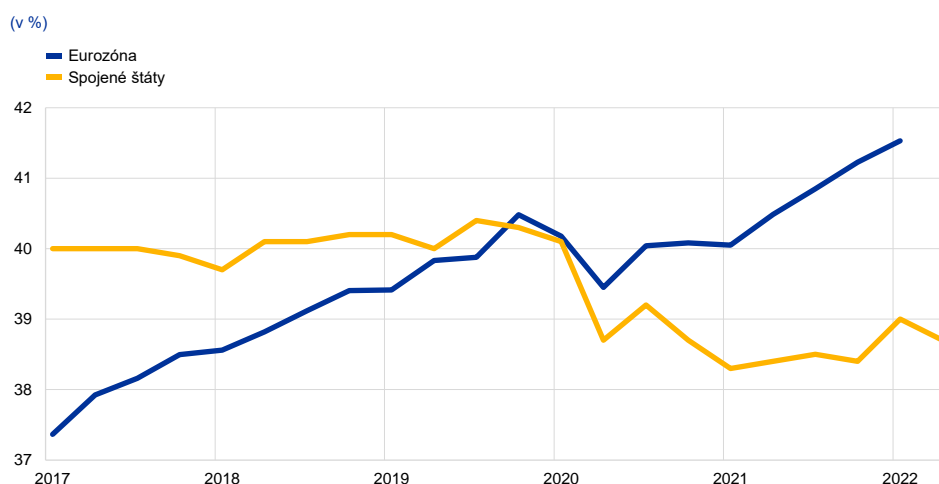
¹ Ďalšie informácie sú v článku s názvom [Drivers of rising labour force participation – the role of pension reforms](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2020; a v Bodnár, K. a Nerlich, C.: [The macroeconomic and fiscal impact of population ageing](#), *Occasional Paper Series*, No 296, ECB, June 2022.

² Box s názvom [Labour supply developments in the euro area during the COVID-19 pandemic](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2021.

miera účasti starších pracovníkov bude rásť až do roku 2040 a potom sa pomaly stabilizuje na úrovni viac ako 72 % v prípade pracovníkov vo veku od 55 do 64 rokov a približne 20 % v prípade pracovníkov vo veku od 65 do 74 rokov.³ Najnovší vývoj v eurozóne je v ostrom kontraste s jedným často diskutovaným zistením zo Spojených štátov. Účasť starších pracovníkov na trhu práce v Spojených štátoch sa zatiaľ nevrátila na úroveň pred pandémie, a to aj napriek tomu, že pred pandemiou bola miera účasti starších pracovníkov v Spojených štátoch viac-menej stabilná. V eurozóne tento ukazovateľ stabilne rástol, na konci roka 2019 dosiahol úroveň zaznamenanú v Spojených štátoch a od roku 2020 ju prekračuje. Hoci niektorí tvrdia, že v Spojených štátoch došlo počas pandémie k nadmernej miere predčasného odchodu do dôchodku, a tým aj k trvalému zníženiu miery účasti pracovnej sily, v eurozóne nie je tento efekt priamo pozorovateľný.⁴

Graf B

Miera účasti starších pracovníkov na trhu práce v Spojených štátoch a v eurozóne



Zdroj: Eurostat, EU-LFS, U.S. Bureau of Labor Statistics Current Population Survey a výpočty ECB.

Poznámka: Starší pracovníci sú ľudia vo veku od 55 do 74 rokov v prípade eurozóny a 55 rokov a viac v prípade Spojených štátov. Posledné údaje sú za prvý štvrtrok 2022 v prípade eurozóny a za druhý štvrtrok 2022 v prípade Spojených štátov.

Celkovo sa ročná miera odchodu starších pracovníkov do dôchodku v roku 2020 po vypuknutí pandémie COVID-19 zvýšila len okrajovo. Počet dôchodcov v eurozóne rastie, aj keď len pomalým tempom. Nárast vo veľkej miere zodpovedá demografickým trendom, ako je starnutie obyvateľstva, pričom v porovnaní s úrovňou pred pandémie zostala ročná miera odchodu do dôchodku v roku 2020 viac-menej bez zmeny (graf C). V prvom roku pandémie bol zaznamenaný len obmedzený počet nadmerných odchodov do dôchodku, a to bez ohľadu na to, aké veľké bolo riziko nákazy na pracovisku. Okrem toho naďalej existuje možnosť, že niektorí z týchto dôchodcov sa neskôr opäť vrátia na trh práce. V Spojených štátoch

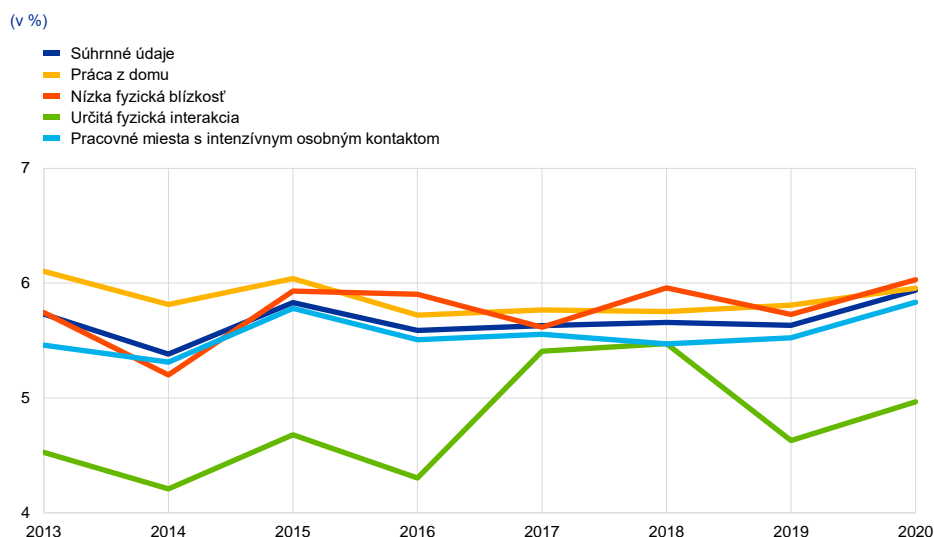
³ [The 2021 Ageing Report](#) (Správa o starnutí obyvateľstva z roku 2021), *Institutional Paper*, No 148, European Commission, 2021. Podľa správy je to spôsobené najmä ďalším zvyšovaním účasti žien na trhu práce a rôznymi potenciálnymi dôchodkovými reformami, ktoré zvyšujú skutočný vek odchodu do dôchodku.

⁴ Faria-e-Castro, M.: [The COVID Retirement Boom](#), *Economic Synopses*, No 25, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2021; a Domash, A. a Summers, L.H.: [How tight is U.S. labor markets?](#), *NBER Working Paper Series*, No 29739, National Bureau of Economic Research, 2022.

sa podiel dôchodcov, ktorí sa vracajú na trh práce, posúva späť k úrovni pred krízy.⁵ To naznačuje, že niektorí starší pracovníci sa s oživením hospodárstva postupne vrátia na trh práce, za predpokladu nízkeho zdravotného rizika.

Graf C

Ročná miera odchodu do dôchodku podľa kategórií povolání



Zdroj: Eurostat, EU-LFS, O*NET a výpočty ECB.

Poznámka: Pracovník, ktorý odišiel do dôchodku, už nie je aktívny, prácu opustil v priebehu posledného roka a dôvodom jeho odchodu z práce bol (predčasný) dôchodok. Podľa všetkých definícií majú títo pracovníci 55 až 74 rokov; miera odchodu do dôchodku sa počíta ako podiel ľudí vo veku od 55 do 74 rokov na aktívnom obyvateľstve v predchádzajúcom roku vo všetkých krajinách eurozóny. Kategórie povolání vychádzajú z Basso, G., Boeri, T., Caiumi, A. a Paccagnella, M.: *Unsafe jobs, labour market risk and social protection*, *Economic Policy*, Vol. 37, Issue 110, 2022, pp. 229-267. Táto klasifikácia povolání odráža rozsah, v akom sú pracovníci vystavení riziku nákazy vírusmi prenášanými vzduchom.

Z podrobnejších údajov vyplýva, že marginálny nárast počtu odchodov do dôchodku sa týkal približne 175 000 pracovníkov, k čomu prispel najmä posun v načasovaní rozhodnutia o odchode do dôchodku. Akýkoľvek možný vplyv pandémie na mieru odchodu starších pracovníkov v eurozóne do dôchodku pravdepodobne ovplyvňujú rôzne faktory, ako sú lockdowny a súvisiace opatrenia proti šíreniu nákazy, nárast hospodárskej a zdravotnej neistoty, výrazná fiškálna podpora a politické opatrenia týkajúce sa trhu práce vrátane rozsiahleho využívania schém na udržanie pracovných miest. Na základe údajov z prieskumu zdravia, starnutia a dôchodku v Európe (Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe – SHARE) týkajúcich sa ľudí vo veku 55 až 74 rokov za obdobie od marca/apríla 2020 do júna 2021 je možné kvantifikovať, ako pandémie ovplyvňovala rozhodnutia

⁵ Napríklad Bunker, N.: 'Unretirements' Continue to Rise as More Workers Return to Work, Indeed Hiring Lab, April 2022.

niektorých starších pracovníkov o odchode do dôchodku.⁶ Počas tohto obdobia 70 % dôchodcov uviedlo odchod do dôchodku v pôvodne plánovanom termíne, 23 % odišlo skôr, než plánovali, a 7 % dôchodcov odišlo do dôchodku neskôr, ako pôvodne plánovali (graf D). Tieto údaje naznačujú, že rozhodnutie väčšiny pracovníkov odchádzajúcich do dôchodku pandémie viac-menej vôbec neovplyvnila. Na druhej strane 38 % tých, ktorí odišli do dôchodku skôr, ako plánovali, uviedlo, že tak urobili pre pandémiu. Z 5,5 % všetkých aktívnych pracovníkov, ktorí do dôchodku odišli po vypuknutí pandémie, teda 8,7 % odišlo do dôchodku predčasne priamo v dôsledku pandémie. Ide približne len o 0,5 % pracovnej sily vo veku 55 až 74 rokov, t. j. zhruba 175 000 ľudí, čo zodpovedá iba nepatrnému nárastu odchodov do dôchodku vykázanému v súhrnných údajoch. Zároveň len veľmi málo starších pracovníkov odišlo pre pandémiu do dôchodku neskôr, ako pôvodne plánovali, čo naznačuje, že väčšina starších pracovníkov nevyužila na zmiernenie účinkov zvýšenej hospodárskej neistoty neskorší odchod do dôchodku.⁷

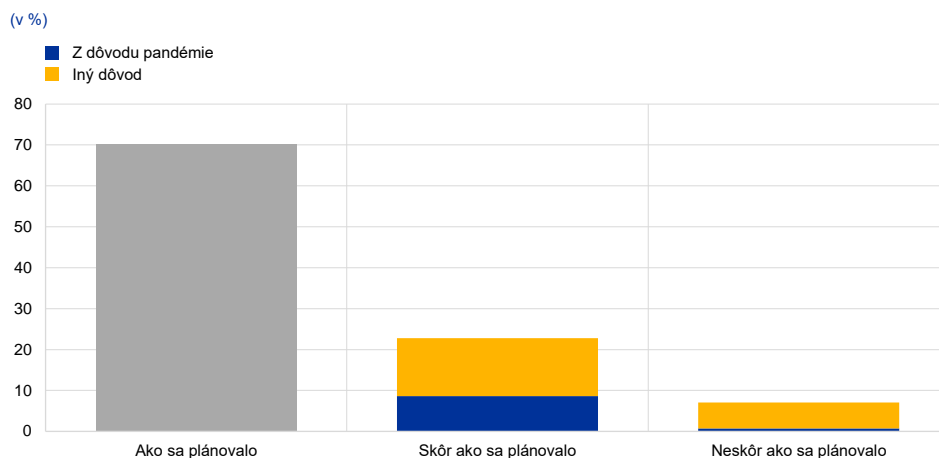
⁶ Tento dokument využíva údaje z 9. vlny prieskumu SHARE (10.6103/SHARE.w9ca800); podrobnosti o metodike SHARE sa nachádzajú v Börsch-Supan, A. a kol.: Data Resource Profile: The Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe (SHARE), *International Journal of Epidemiology*, Vol. 42, Issue 4, August 2013, pp. 992-1001.

Zber údajov SHARE financuje Európska komisia, generálne riaditeľstvo pre výskum a inováciu (DG RTD) prostredníctvom FP5 (QLK6-CT-2001-00360), FP6 (SHARE-I3: RII-CT-2006-062193, COMPARE: CIT5-CT-2005-028857, SHARELIFE: CIT4-CT-2006-028812), FP7 (SHARE-PREP: GA N°211909, SHARE-LEAP: GA N°227822, SHARE M4: GA N°261982, DASISH: GA N°283646) a Horizon 2020 (SHARE-DEV3: GA N°676536, SHARE-COHESION: GA N°870628, SERISS: GA N°654221, SSHOC: GA N°823782, SHARE-COVID19: GA N°101015924) a generálne riaditeľstvo pre zamestnanosť, sociálne záležitosti a začlenenie prostredníctvom VS 2015/0195, VS 2016/0135, VS 2018/0285, VS 2019/0332 a VS 2020/0313. S vďakou boli prijaté aj dodatočné finančné prostriedky z nemeckého ministerstva školstva a výskumu, Spoločnosti Maxa Plancka pre pokrok vedy, amerického Národného inštitútu pre starnutie (U01_AG09740-13S2, P01_AG005842, P01_AG08291, P30_AG12815, R21_AG025169, Y1-AG-4553-01, IAG_BSR06-11, OGHA_04-064, HHSN271201300071C, RAG052527A) a z rôznych vnútroštátnych zdrojov financovania (viac na www.share-project.org).

⁷ Box s názvom [COVID-19 a nárast úspor domácností: preventívne či vynútené dôvody?](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2020; a box s názvom [COVID-19 and the increase in household savings: an update](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2021; v oboch sa uvádza, že pandémia COVID-19 viedla k výraznému nárastu úspor domácností. Môže ísť o hlavný faktor zmiernujúci akékoľvek obavy z rizík ohrozujúcich budúce príjmy, ktoré sú dôležitou hnacou silou načasovania rozhodnutia o odchode do dôchodku.

Graf D

COVID-19 a načasovanie rozhodnutia starších pracovníkov o odchode do dôchodku



Zdroj: Prieskum zdravia, starnutia a dôchodku v Európe (SHARE), 9. vlna.

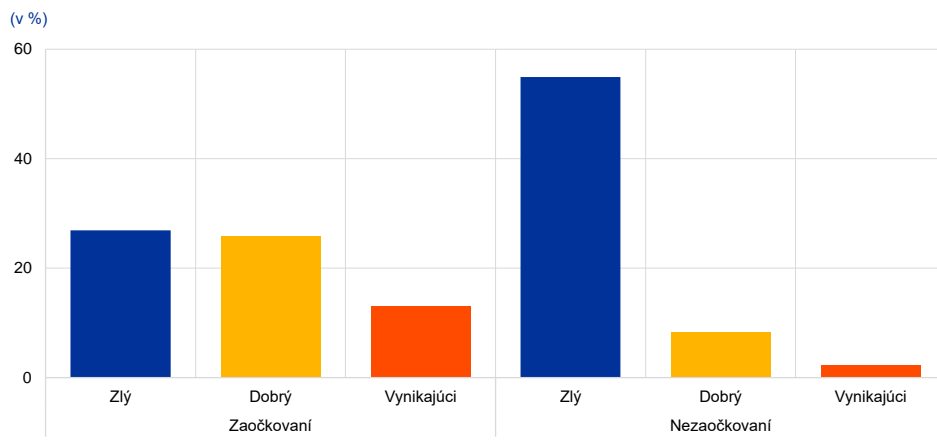
Predčasné odchádzanie do dôchodku bolo najvýraznejšie v prípade pracovníkov s pomerne horším zdravotným stavom, čo odráža vnímanie zvýšených zdravotných rizík vyplývajúcich z pandémie.

Pri posudzovaní rozhodnutí starších pracovníkov o odchode do dôchodku sú dôležité faktory, ako napríklad sociálno-demografické alebo zdravotné charakteristiky.⁸ Významným faktorom spojeným s predčasným odchodom do dôchodku je posúdenie osobného zdravotného stavu jednotlivca (graf E). Po vypuknutí pandémie približne 30 % starších pracovníkov, ktorí zhodnotili, že ich zdravotný stav je pomerne zlý, odišlo do dôchodku skôr, ako pôvodne plánovalo. Naopak, spomedzi tých, ktorí uviedli, že ich zdravotný stav je vynikajúci, len 12 % odišlo do predčasného dôchodku. Tieto vzory rozhodovania sú oveľa výraznejšie u pracovníkov, ktorí sa nedali zaočkovať proti ochoreniu COVID-19. Medzi nezaočkovanými staršími pracovníkmi viac ako polovica ľudí so zlým zdravotným stavom odišla do dôchodku skôr, ako pôvodne plánovala, zatiaľ čo predčasný odchod do dôchodku volilo menej ako 10 % ľudí s dobrým zdravotným stavom a menej ako 5 % ľudí s vynikajúcim zdravotným stavom. Tieto zistenia podčiarkujú dôležitú súvislosť medzi zdravotným stavom pracovníkov a ich rozhodnutím o odchode do dôchodku.

⁸ Napríklad Beydoun, H., Beydoun, M., Weiss, J., Gautam, R., Hossain, S., Alemu, B. a Zonderman, A.: [Predictors of Covid-19 level of concern among older adults from the health and retirement study](#), *Scientific Reports* 12, article number 4396, 2022.

Graf E

Podiel dôchodcov, ktorí po vypuknutí pandémie odišli do dôchodku skôr, ako pôvodne plánovali, podľa zdravotného stavu a stavu očkovania



Zdroj: Prieskum zdravia, starnutia a dôchodku v Európe (SHARE), 9. vlna.

Poznámka: Vážené údaje z prieskumu SHARE sú reprezentatívne pre populáciu vo veku 50 rokov a viac. Zdravie sa definuje ako vynikajúce, keď respondenti uvedú, že ich zdravotný stav je veľmi dobrý alebo vynikajúci (26,2 % staršej populácie), ako dobrý, keď uvedú, že ich zdravotný stav je dobrý (43,9 %), a ako zlý, keď uvedú, že ich zdravotný stav nie je dobrý alebo je zlý (29,9 %). Pokiaľ ide o starších pracovníkov so zlým zdravotným stavom, 86,3 % z nich uviedlo, že boli zaočkovaní, zatiaľ čo miera očkovania bola 87 % v prípade starších respondentov s dobrým zdravím a 84,7 % v prípade starších respondentov s vynikajúcim zdravotným stavom.

Z našej analýzy celkovo vyplýva, že vývoj aktivity starších pracovníkov na trhu práce do určitej miery ovplyvnili zmeny v rozhodovaní o odchode do dôchodku vyvolané pandemiou. Pandémia spôsobila dočasný pokles aktivity starších pracovníkov na trhu práce v eurozóne a posunula načasovanie rozhodnutia o odchode do dôchodku približne 175 000 pracovníkov. Tento pomerne nízky počet naznačuje, že na rozdiel od vývoja v Spojených štátoch pandémia v eurozóne nemala veľmi výrazný vplyv na rozhodnutia starších pracovníkov o odchode do dôchodku. Zdá sa však, že dôležitú úlohu pri načasovaní odchodu starších pracovníkov do dôchodku zohrávajú obavy súvisiace so zdravím. Tieto zistenia sú dôležité pre analýzu trhu práce v eurozóne, keďže poukazujú na prenos veľkých vonkajších zdravotných šokov do hospodárskej aktivity. To zdôrazňuje potenciálnu úlohu štrukturálnych politík pri zvyšovaní odolnosti pracovnej sily v eurozóne zlepšovaním zdravia pracovníkov alebo podporou pracovného prostredia so zameraním na zdravie.

3 Vrtí chvost psom? Bližší pohľad na nedávne pohyby v distribúcii inflačných očakávaní

Lucyna Górnicka a Aidan Meyler

Zatiaľ čo v období od prvého štvrťroka 2019 do druhého štvrťroka 2021 sa dlhodobejšie inflačné očakávania jednotlivých prognostikov v rámci prieskumu profesionálnych prognostikov, ktorý uskutočnila ECB, pohybovali prevažne pod úrovňou 2 %, v poslednom čase väčšina z nich očakávala infláciu okolo 2 % a v súčasnosti už krivka veľmi pripomína stav v období od tretieho štvrťroka 2003 do prvého štvrťroka 2014 (graf A).^{1,2} Je tu však jeden výrazný rozdiel: zreteľná, tzv. okrajová skupina respondentov (chvost) v súčasnosti vykazuje dlhodobejšie inflačné očakávania na úrovni 2,5 % a viac. V rámci prieskumu profesionálnych prognostikov za tretí štvrťrok 2022 sa tento podiel zvýšil na 17 % (t. j. osem zo 46 respondentov, ktorí poskytli dlhodobejšie inflačné očakávania).³ V tomto boxe sa podrobnejšie analyzujú očakávania vyššej inflácie respondentov v tejto skupine s cieľom zistiť, či by jej nedávne celkové rozšírenie mohlo byť predzvesťou zmien aj u zvyšku prognostikov.⁴

¹ Panel prieskumu profesionálnych prognostikov ECB, ktorý vznikol v roku 1999, pozostáva z profesionálnych makroekonomických prognostikov pôsobiacich v Európe. V súčasnosti v rámci panela aktívne pôsobí 75 až 80 inštitúcií. V jednotlivých kolách odpovedá približne 60 z nich, pričom v priemere 75 % (45 inštitúcií) poskytuje svoje dlhodobejšie inflačné očakávania.

² Toto referenčné obdobie sa zvolilo, keďže sa začína po revízii stratégie menovej politiky ECB v roku 2003, v rámci ktorej sa spresnil strednodobý inflačný cieľ na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. V roku 2014 (keď ECB spustila program nákupu aktív) klesol počet respondentov očakávajúcich infláciu na úrovni 2,0 % a stúpol počet tých, ktorí uviedli očakávania na úrovni 1,7 %.

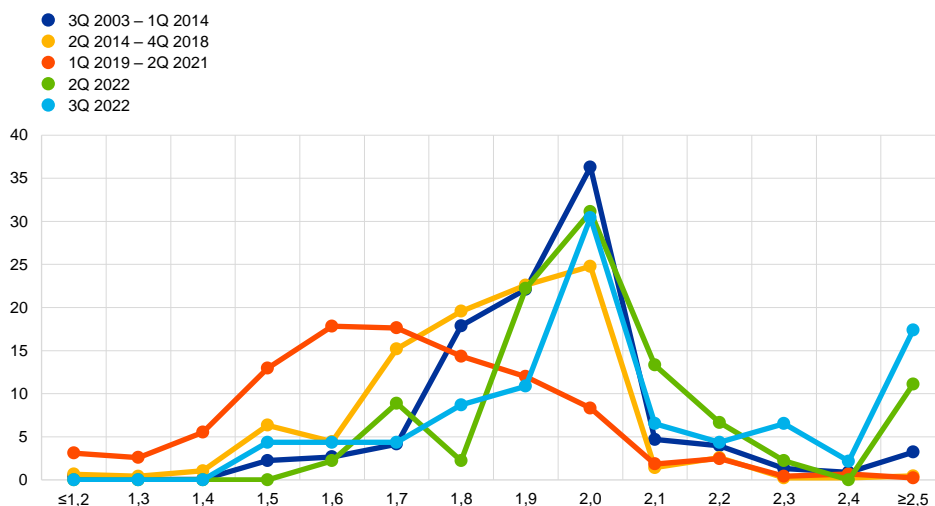
³ Nikdy predtým nebol podiel respondentov prieskumu profesionálnych prognostikov uvádzajúcich dlhodobejšie inflačné očakávania na úrovni 2,5 % alebo viac vyšší ako 10 %. Jediným ďalším obdobím (presahujúcim jedno kolo prieskumu), v rámci ktorého viac ako 5 % respondentov uviedlo dlhodobejšie inflačné očakávania na úrovni 2,5 % alebo viac, bolo obdobie od druhého štvrťroka 2011 do tretieho štvrťroka 2013, keď tak urobilo 7 až 9 % z nich (traja až štyria respondenti).

⁴ Argumentácia v prospech tvrdenia, že pohyby v prierezovej distribúcii inflačných očakávaní by mohli poskytnúť včasné varovania pred hroziacim zrušením ich ukotvenia, sa nachádza v Reis, R.: [Losing the Inflation Anchor](#), *Brookings Papers on Economic Activity*, BPEA Conference Drafts, 9 September 2021.

Graf A

Histogram individuálnych dlhodobějších inflačných očakávaní v rámci prieskumu profesionálnych prognostikov ECB

(os y: v % respondentov; os x: inflácia v %)



Poznámka: V prieskume profesionálnych prognostikov sú respondenti vyzvaní, aby uviedli svoje prognózy (v bodoch) a zároveň aby jednotlivým intervalom výsledkov priradili mieru pravdepodobnosti. Tento graf znázorňuje rozptyl odpovedí obsahujúcich bodové prognózy.

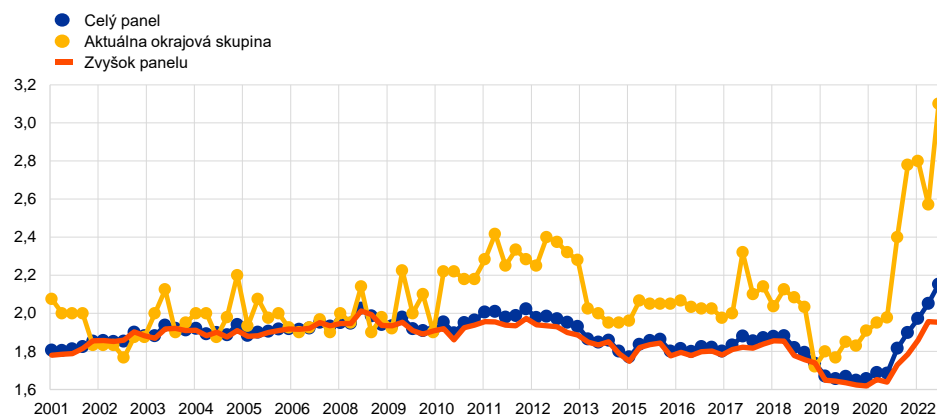
Dlhodobějšíe inflačné očakávania aktuálnej okrajovej skupiny prognostikov sú od roku 2010 vyššie a volatilnejšie ako očakávania ostatných respondentov (graf B).

Inflačné očakávania aktuálnej okrajovej skupiny boli v priemere o 0,3 percentuálneho bodu vyššie ako očakávania zvyšku respondentov (2,15 % v porovnaní s 1,85 %). V posledných štyroch kolách prieskumu sa však tento rozdiel prehĺbil. Od roku 2010 bola oveľa vyššia aj volatilita (meraná štandardnou odchýlkou) inflačných očakávaní okrajovej skupiny (0,3 percentuálneho bodu v porovnaní s 0,1 percentuálneho bodu). Vzhľadom na malú veľkosť vzorky (osem respondentov v poslednom kole, ale v priemere len päť v každom kole od roku 2010) je však pri interpretácii týchto údajov potrebná určitá miera opatrnosti.

Graf B

Vývoj dlhodobějších inflačných očakávaní v rámci prieskumu profesionálnych prognostikov ECB

(medziročná percentuálna zmena)



Poznámka: „Aktuálna okrajová skupina“ predstavuje osem respondentov, ktorí v kole prieskumu za tretí štvrťrok 2022 uviedli dlhodobější očakávanie na úrovni 2,5 % alebo viac.

Aktuálna okrajová skupina očakáva, že súčasný vzostup inflácie bude mať trvalejší ráz. Dôvody za týmto presvedčením možno preskúmať tak, že sa posúdia najnovšie očakávania tejto skupiny v súvislosti s inými premennými. V tabuľke A sú uvedené len dlhodobější očakávania v prípade ostatných premenných, úplný časový profil je však informatívny. Okrajová skupina očakáva, že súčasný nárast celkovej inflácie bude mať trvalejší ráz, a zároveň očakáva vyššiu a trvalejšiu základnú infláciu než ostatní respondenti v prieskume profesionálnych prognostikov. To sa odráža vo vyšších očakávaniach tejto skupiny, pokiaľ ide o celkovú a jadrovú infláciu vo všetkých prognostických horizontoch, teda od krátkodobého až po dlhodobější. Očakávania okrajovej skupiny v súvislosti s nákladmi práce sú počnúc budúcim kalendárnym rokom vyššie a očakávania v prípade miery nezamestnanosti sú v porovnaní so zvyškom panelu vo všeobecnosti nižšie (t. j. zodpovedajú dlhodobo napätejšej situácii na trhu práce). Ani pri jednej skupine neexistuje akýkoľvek jasný vzťah s očakávaniami rastu reálneho HDP. Hoci rozdiely v očakávaniach týkajúcich sa miery nezamestnanosti sú v súlade s vnímanou napätejšou situáciou na trhu práce, celkovo sa nezdáajú byť dostatočne veľké na to, aby vysvetľovali výrazný rozdiel medzi dlhodobými inflačnými očakávaniami okrajovej skupiny a očakávaniami ostatných profesionálnych prognostikov.

Tabuľka A

Dlhodobejšie očakávania v prípade jednotlivých makroekonomických premenných v rámci prieskumu profesionálnych prognostikov ECB za tretí štvrtrok 2022

	Inflácia HICP	Inflácia HICPX	Rast reálneho HDP	Miera nezamestnanosti	Rast nákladov práce
Okrajová skupina	3,1 %	3,2 %	1,8 %	6,1 %	4,3 %
(po vylúčení extrémnych krajných hodnôt)	(2,6 %)	(2,5 %)	(1,6 %)	(6,2 %)	(3,0 %)
Počet respondentov	8	5	8	7	4
Zvyšok panelu	2,0 %	1,9 %	1,4 %	6,4 %	2,5 %
Počet respondentov	38	25	35	30	12
Celý panel	2,2 %	2,2 %	1,5 %	6,4 %	3,0 %
(po vylúčení extrémnych krajných hodnôt)	(2,1 %)	(2,0 %)	(1,5 %)	(6,4 %)	(2,6 %)
Počet respondentov	46	30	43	37	16

Poznámka: Percentuálne podiely v zátvorkách označujú hodnotu nezahŕňajúcu extrémne krajné hodnoty, zatiaľ čo percentuálne podiely bez zátvoriek ich zahŕňajú.

Prognostici, ktorí v súčasnosti uvádzajú najvyššie dlhodobejšie inflačné očakávania, zvykli byť v minulosti citlivejší na realizovanú infláciu.

Pri hodnotení korelácií s infláciou a rastom (realizované hodnoty aj krátkodobé očakávania) v čase sa zdá, že dlhodobejšie inflačné očakávania vykazujú vyššiu mieru korelácie s realizovanou infláciou a s individuálnymi krátkodobými očakávaniami v rámci okrajovej skupiny než medzi ostatnými prognostikmi, pričom ani pri jednej skupine neexistuje jasná súvislosť s realizovaným rastom alebo s krátkodobými očakávaniami rastu.⁵

Sú očakávania okrajovej skupiny predzvest'ou zmeny očakávaní ostatných respondentov?

Možno to overiť vykonaním Grangerových testov kauzality, a to porovnaním priemerných dlhodobých a budúcoročných očakávaní okrajovej skupiny s očakávaniami zvyšku panelu.⁶ Táto analýza neprináša jasný dôkaz o Grangerovej kauzalite v žiadnom smere. Inými slovami, z historického hľadiska sa nezdá, že by chvost vrtel psom.

Z našej analýzy teda vyplýva, že očakávania okrajovej skupiny nevedú k zmenám očakávaní ostatných profesionálnych prognostikov.

Niektoré nedávne výskumy uvádzajú, že pravá okrajová časť distribúcie predstavuje prognostikov, ktorí sa rýchlo učia a pozorne sledujú najnovšie údaje a správy.⁷ Podľa tohto názoru prognostici, ktorí včas upravili svoje názory, boli úspešní v predpovedaní budúceho vývoja. Z našich zistení vyplýva, že respondenti

⁵ Toto hodnotenie potvrdzujú aj regresie dlhodobých inflačných očakávaní jednotlivých prognostikov na minulé realizované infláciu, rast HDP a nezamestnanosť (pri kontrole fixných efektov prognostikov). Na realizovanú infláciu reaguje tak okrajová skupina, ako aj zvyšok panelu, reakcia okrajovej skupiny je však oveľa výraznejšia: nárast inflácie o 1 percentuálny bod zvyšuje dlhodobejšie inflačné očakávania okrajovej skupiny o 0,2 percentuálneho bodu, v porovnaní s iba 0,03 percentuálneho bodu v prípade zvyšku panelu.

⁶ Granger, C. W. J.: Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods, *Econometrica*, 1969.

⁷ Reis, R.: *Inflation expectations: rise and responses*, prejav na Fóre ECB o centrálnom bankovníctve, 29. jún 2022.

v okrajovej skupine citlivejšie vnímajú súčasný vývoj než ostatní prognostici v paneli a krátkodobú dynamiku inflácie môžu byť náchylní extrapolovať na dlhodobejší horizont výraznejšie a trvalejšie.

Vplyv rastúcich úrokových sadzieb hypotekárnych úverov na trh s nehnuteľnosťami na bývanie v eurozóne

Niccolò Battistini, Johannes Gareis a Moreno Roma

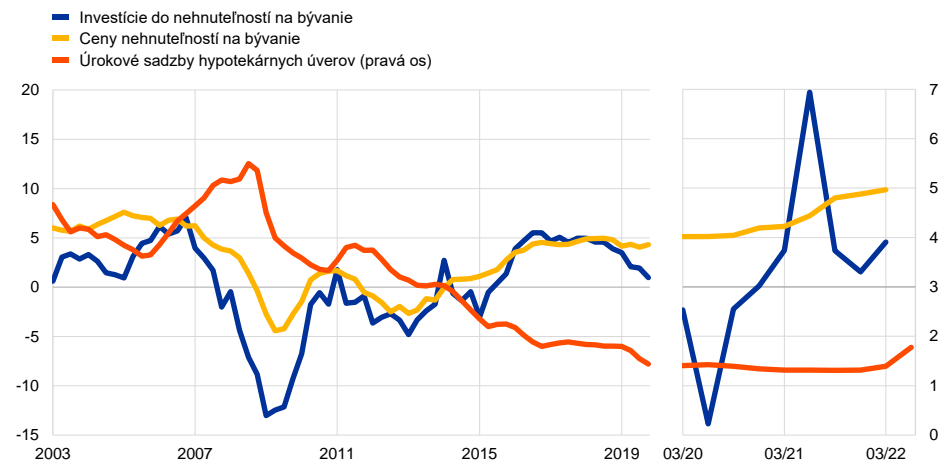
Po dosiahnutí historického minima v roku 2021 sa úrokové sadzby hypotekárnych úverov v eurozóne od začiatku roka 2022 výrazne zvyšujú.

V posledných dvoch rokoch zaznamenával trh s nehnuteľnosťami na bývanie v eurozóne dynamický vývoj, ktorý podporovali priaznivé úrokové sadzby hypotekárnych úverov (graf A).¹ Celkový ročný rast cien nehnuteľností na bývanie v eurozóne sa zrýchlil zo 4 % na konci roka 2019 na takmer 10 % v prvom štvrťroku 2022, čo predstavuje najvyššiu mieru rastu od začiatku roka 1991. Investície do nehnuteľností na bývanie sa zároveň rýchlo zotavili z prepadu spôsobeného pandémie v roku 2020 a v prvom štvrťroku tohto roka dosiahli úroveň približne o 6 % vyššiu ako pred krízou. Kompozitný ukazovateľ úverových nákladov domácností na kúpu nehnuteľností na bývanie klesol v septembri 2021 na historicky najnižšiu úroveň 1,3 % a do decembra 2021 zostal prevažne nezmenený.² V prvej polovici tohto roka sa však úrokové sadzby hypotekárnych úverov výrazne zvýšili, a to o 63 bázických bodov, čo je historicky najväčší šesťmesačný nárast.

Graf A

Investície do nehnuteľností na bývanie, ceny nehnuteľností na bývanie a úrokové sadzby hypotekárnych úverov

(ľavá os: ročná percentuálna zmena; pravá os: v %)



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Úrokové sadzby hypotekárnych úverov predstavujú kompozitný ukazovateľ úverových nákladov domácností na kúpu nehnuteľností na bývanie a sú vyjadrené v štvrťročných priemeroch.

¹ Hodnotenie vývoja na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie v eurozóne počas pandémie koronavírusu (COVID-19) sa nachádza v článku s názvom [The euro area housing market during the COVID-19 pandemic](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2021. Viac informácií o rizikách na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie sa nachádza v Igan, D., Kohlscheen, E. a Rungcharoenkitkul, P.: [Housing market risks in the wake of the pandemic](#), *BIS Bulletin*, No 50, BIS, March 2022.

² V celom tomto boxe úrokové sadzby hypotekárnych úverov predstavujú kompozitný ukazovateľ úverových nákladov domácností na kúpu nehnuteľností na bývanie.

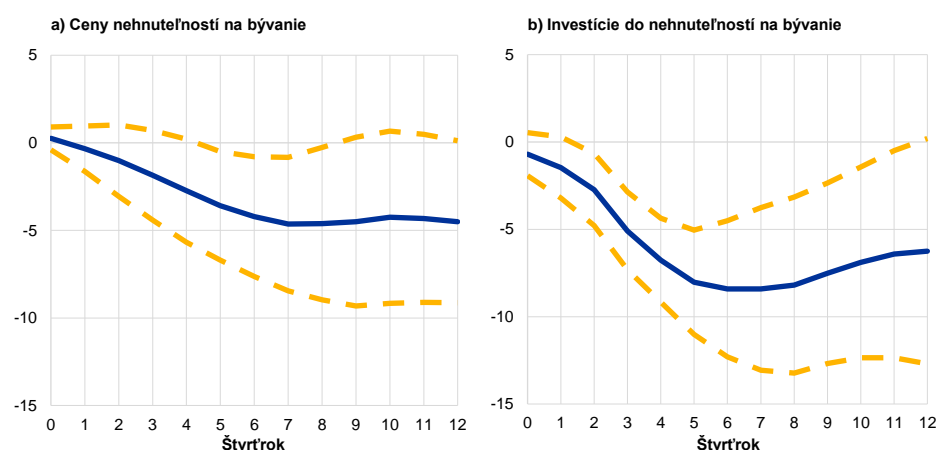
Empirické dôkazy naznačujú, že dynamika trhu s nehnuteľnosťami na bývanie veľmi citlivo reaguje na vývoj úrokových sadzieb hypotekárnych úverov.

Na objasnenie vplyvu, ktorý majú rastúce úrokové sadzby hypotekárnych úverov na ceny nehnuteľností na bývanie a na investície do nehnuteľností na bývanie v eurozóne, slúži lineárny rámec čiastkových projekcií.³ Podľa odhadovaného modelu zvýšenie úrokovej sadzby hypotekárnych úverov o 1 percentuálny bod – pričom nič iné sa nemení – vedie po približne dvoch rokoch k poklesu cien nehnuteľností na bývanie približne o 5 % (graf B).⁴ Rovnaké zvýšenie úrokovej sadzby hypotekárnych úverov má však ešte väčší vplyv na investície do nehnuteľností na bývanie, v prípade ktorých spôsobuje po približne dvoch rokoch pokles o 8 %.

Graf B

Odhadované semielasticity cien nehnuteľností na bývanie a investícií do nehnuteľností na bývanie v prípade zvýšenia úrokovej sadzby hypotekárnych úverov o 1 percentuálny bod

(v %)



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje „vyhladené“ odhadované semielasticity cien nehnuteľností na bývanie a investícií do nehnuteľností na bývanie v prípade zvýšenia úrokovej sadzby hypotekárnych úverov o 1 percentuálny bod, odhadnuté pomocou lineárnych čiastkových projekcií. Projekcie zahŕňajú ako kontrolné premenné reálny HDP, HICP, krátkodobú úrokovú mieru a úvery na bývanie a sú odhadnuté na obdobie od prvého štvrťroka 1995 do posledného štvrťroka 2019 (t. j. nezahŕňajú obdobie krízy spôsobenej pandémiou COVID-19). Pojem „vyhladené“ predstavuje stredový kľzavý priemer odhadovaných semielasticít za tri obdobia bez počiatkových a konečných bodov. Prerušované čiary predstavujú 90 % intervaly spoľahlivosti.

Vplyv rastúcich úrokových sadzieb hypotekárnych úverov na ceny nehnuteľností na bývanie a na investície do nehnuteľností na bývanie je

- Model obsahuje oneskorenia pre každú premennú nehnuteľností na bývanie, ako aj oneskorenia pre súbor dodatočných premenných, ktoré kontrolujú stav hospodárstva a podmienky na finančných a úverových trhoch, ako sú reálny HDP, HICP, krátkodobá úroková miera a úvery na bývanie. Tieto kontrolné premenné sú taktiež zahrnuté až do oneskorenia nula, takže odhadovaná citlivosť cien nehnuteľností na bývanie a investícií do nehnuteľností na bývanie na zmeny úrokových sadzieb hypotekárnych úverov odráža len vplyv tzv. šoku z hypotekárneho spreadu spôsobeného akýmkoľvek iným faktorom, ktorý nie je zachytený kontrolnými premennými, vrátane napríklad zmien rizikivosti dlžníkov a časových prémie za dlhodobé sadzby. Podobný model pre americký trh s nehnuteľnosťami na bývanie sa nachádza v Liu, H., Lucca, D., Parker, D. a Rays-Wahba, G.: [The Housing Boom and the Decline in Mortgage Rates](#), *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, September 2021.
- Všetky modelové premenné sú vyjadrené v logaritmických hodnotách vynásobených 100, s výnimkou úrokových sadzieb, ktoré sú vyjadrené v percentách. Odhadovaná citlivosť cien nehnuteľností na bývanie a investícií do nehnuteľností na bývanie preto vyjadruje percentuálnu zmenu cien nehnuteľností na bývanie a investícií do nehnuteľností na bývanie v reakcii na zmenu úrokovej sadzby hypotekárnych úverov o 1 percentuálny bod. To sa bežne označuje ako „semielasticita“.

výraznejší v prostredí nízkych úrokových mier. Teória cien aktív naznačuje, že s klesajúcimi úrokovými sadzbami hypotekárnych úverov sa zvyšuje citlivosť cien nehnuteľností na bývanie na zmeny hypotekárnych sadzieb, keďže nižšie hypotekárne sadzby vedú k väčším diskontným efektom v prípade budúcej výšky nájomného a cien.⁵ Táto vyššia citlivosť cien nehnuteľností na bývanie môže zasa znamenať aj vyššiu citlivosť investícií do nehnuteľností na bývanie prostredníctvom účinkov ziskovosti nehnuteľností na bývanie a hodnoty kolaterálu, keďže obe sú dôležitým faktorom ovplyvňujúcim investície do nehnuteľností na bývanie a obe reagujú na vývoj cien nehnuteľností na bývanie.⁶ Na zachytenie tejto nelineárnosti je model upravený tak, aby zahŕňal aj ukazovateľ, ktorý kontroluje úroveň úrokových sadzieb hypotekárnych úverov.⁷ Výsledky tohto nelineárneho modelu ukazujú, že v prostredí nízkych úrokových mier sa pri zvýšení úrokovej sadzby hypotekárnych úverov o 1 percentuálny bod odhaduje pokles po približne dvoch rokoch o 9 % v prípade cien nehnuteľností na bývanie a o 15 % v prípade investícií do nehnuteľností na bývanie. Je to asi dvakrát viac, ako naznačujú lineárne výsledky (graf C).⁸

⁵ Napríklad Himmelberg, C., Mayer, C. a Sinai, T.: [Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions](#), *Journal of Economic Perspectives*, Vol 19, No 4, Fall 2005, pp. 67-92.

⁶ Viac informácií o prepojení medzi ziskovosťou nehnuteľností na bývanie a investíciami do nehnuteľností na bývanie sa nachádza napríklad v Jud, G. D. a Winkler, D.: [The Q Theory of Housing Investment](#), *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, No 27, November 2003, pp. 379-392.

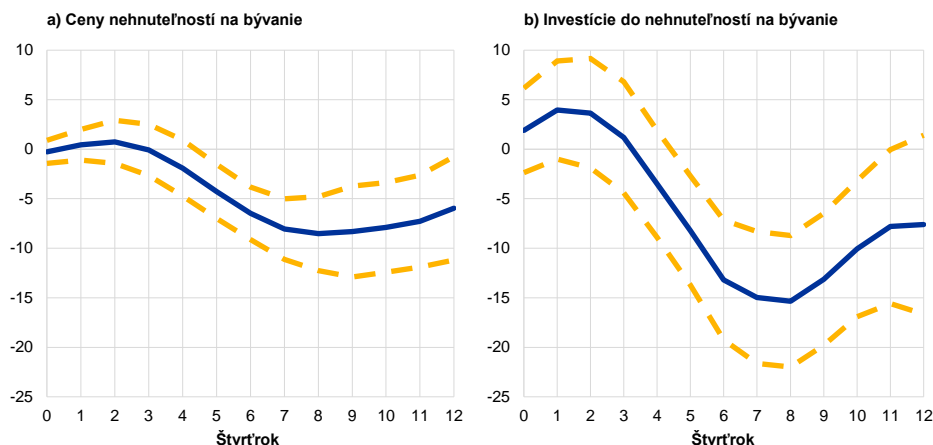
⁷ Konkrétne tento ukazovateľ meria pravdepodobnosť existencie prostredia nízkych úrokových mier a určuje ho logistická funkcia. Ako stavová premenná sa používa kľzavý priemer úrokovej sadzby hypotekárnych úverov za 12 štvrťrokov a prahová hodnota prostredia nízkych úrokových mier je stanovená na úrovni mediánu tejto premennej, z čoho vyplýva úroková sadzba 4,5 %. Parameter prechodovej rýchlosti je stanovený na hodnotu 5. Rôzne aplikácie tejto techniky sa nachádzajú napríklad v Auerbach, A. J. a Gorodnichenko, Y.: *Fiscal Multipliers in Recession and Expansion*. In: Alesina, A. a Giavazzi, F. (eds.): *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, University of Chicago Press, 2013, pp. 63-102; tiež Tenreiro, S. a Thwaites, G.: [Pushing on a String: US Monetary Policy Is Less Powerful in Recessions](#), *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 8, No 4, October 2016, pp. 43-74.

⁸ Ďalšie dôkazy o vyššej citlivosti vývoja na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie v eurozóne na zmeny úrokových sadzieb hypotekárnych úverov v prostredí nízkych úrokových mier sa nachádzajú v boxe s názvom [Drivers of rising house prices and the risk of reversal](#), *Financial Stability Review*, ECB, May 2022, v ktorom sa naznačuje, že pokles reálnych cien nehnuteľností na bývanie v reakcii na zvýšenie reálnych úrokových sadzieb hypotekárnych úverov o 1 percentuálny bod zo súčasnej úrovne je o 280 základných bodov väčší, ak sa zohľadnia nelineárne vzťahy. Väčší vplyv pri nízkych úrokových mierach potvrdzujú aj simulácie pomocou modelu ECB-BASE, aj keď v oveľa slabšej podobe. Viac informácií o modeli ECB-BASE sa nachádza v Angelini, E., Bokan, N., Christoffel, K., Ciccarelli, M. a Zimic, S.: [Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#), *Working Paper Series*, No 2315, ECB, September 2019. Dôležitý dôvod na opatrnosť v prípade nelineárnych čiastkových projekcií súvisí s obavami týkajúcimi sa endogénnosti stavovej premennej, ktoré boli nedávno vznesené v Gonçalves, S., Herrera, A. M., Kilian, L. a Pesavento, E.: [When Do State-Dependent Local Projections Work?](#), *Research Department Working Papers*, No 2205, Federal Reserve Bank of Dallas, May 2022. S cieľom odstrániť tieto obavy stavová premenná vychádza z predpokladu dlhého oneskorenia (viac v predchádzajúcej poznámke pod čiarou).

Graf C

Odhadované semielasticity cien nehnuteľností na bývanie a investícií do nehnuteľností na bývanie v prípade zvýšenia úrokovej sadzby hypotekárnych úverov o 1 percentuálny bod v prostredí nízkych úrokových mier

(v %)



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje „vyhladené“ odhadované semielasticity cien nehnuteľností na bývanie a investícií do nehnuteľností na bývanie v prípade zvýšenia úrokovej sadzby hypotekárnych úverov o 1 percentuálny bod v prostredí nízkych úrokových mier, odhadnuté pomocou nelineárnych čiastkových projekcií. Projekcie zahŕňajú ako dodatočné premenné reálny HDP, HICP, krátkodobú úrokovú mieru a úvery na bývanie a sú odhadnuté na obdobie od prvého štvrtroka 1995 do posledného štvrtroka 2019 (t. j. nezahŕňajú obdobie krízy spôsobenej pandémiou COVID-19). Pojem „vyhladené“ predstavuje stredový kľuzový priemer odhadovaných polovičných elasticít za tri obdobia bez počiatočných a konečných bodov. Prerušované čiary predstavujú 90 % intervaly spoľahlivosti.

Vývoj na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie však okrem úrokových sadziieb hypotekárnych úverov ovplyvňujú aj ďalšie faktory vrátane faktorov

štruktúrálnej povahy. Hoci empirické dôkazy z čiastkových projekcií poukazujú na potenciálne výrazné korekcie smerom nadol na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie v eurozóne, zohľadniť by sa mali aj ďalšie faktory, ktoré modely nezachytávajú. Tieto faktory by mohli zvýšiť neistotu spojenú s vyhladkami v oblasti nehnuteľností na bývanie.⁹ V dôsledku pandémie COVID-19 sa zdá, že domácnosti v súčasnosti viac vyhľadávajú pristrannejšie nehnuteľnosti, ktoré umožňujú prácu z domu, a za atraktívnejšie považujú lokality, ktoré sú vzdialenejšie od kancelárie.¹⁰ Predbežné údaje naznačujú rýchlejší rast cien samostatne stojacich rodinných domov od vypuknutia pandémie COVID-19 v niektorých krajinách eurozóny, za ktoré sú k dispozícii údaje (graf D, časť a). Od začiatku pandémie COVID-19 sa navyše v eurozóne zvýšili ceny nehnuteľností nachádzajúcich sa mimo hlavných miest krajín eurozóny a v roku 2020 sa zvýšil podiel obyvateľov eurozóny žijúcich v samostatne stojacich rodinných domoch (graf D, časť b).¹¹ Uprednostňovanie väčšieho

⁹ Okrem iných faktorov sa vzhľadom na pomerne stabilné výnosy z prenájmu v porovnaní s pozorovaným nárastom výnosov dlhopisov pravdepodobne zníži atraktívnosť investičných nehnuteľností na bývanie. Tento vplyv by však mohla čiastočne zmierniť vyššia inflácia, ktorá spôsobuje zmeny v skladbe portfólií smerom k reálnym aktívam, akými sú napríklad nehnuteľnosti na bývanie.

¹⁰ Napríklad Bottero, M., Bravi, M., Caprioli, C., Dell'Anna, F., Dell'Ovo, M. a Oppio, A.: New Housing Preferences in the COVID-19 Era: A Best-to-Worst Scaling Experiment, *Computational Science and Its Applications – ICCSA 2021*, September 2021, pp. 120-129; a tiež Tajani, F., Morano, P., Di Liddo, F., Guarini, M. R. a Ranieri, R.: The Effects of Covid-19 Pandemic on the Housing Market: A Case Study in Rome (Italy), *Computational Science and Its Applications – ICCSA 2021*, September 2021, pp. 50-62.

¹¹ Je potrebné zdôrazniť, že takéto posuny v preferenciách ovplyvňujú skôr relatívne než súhrnné ceny nehnuteľností.

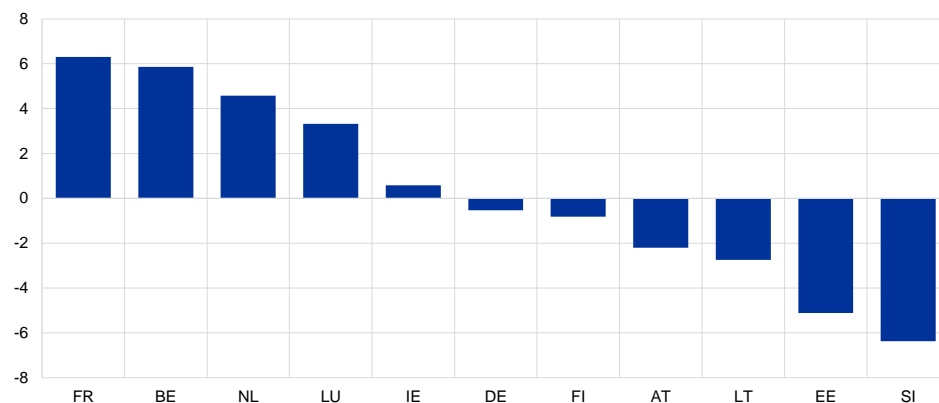
životného priestoru by mohlo podporiť investície do nehnuteľností na bývanie. Pandémiou vyvolané zmeny v preferenciách týkajúcich sa bývania by mohli zmierniť vplyv vyšších úrokových sadzieb hypotekárnych úverov a mohli by čiastočne vysvetliť odolnosť trhu s nehnuteľnosťami na bývanie v eurozóne.

Graf D

Rast cien samostatne stojacich rodinných domov v porovnaní s rastom cien dvojdomov, súhrnné ceny nehnuteľností na bývanie v eurozóne a ceny nehnuteľností na bývanie v hlavných mestách krajín eurozóny, podiel/zmena podielu obyvateľov žijúcich v samostatne stojacich rodinných domoch

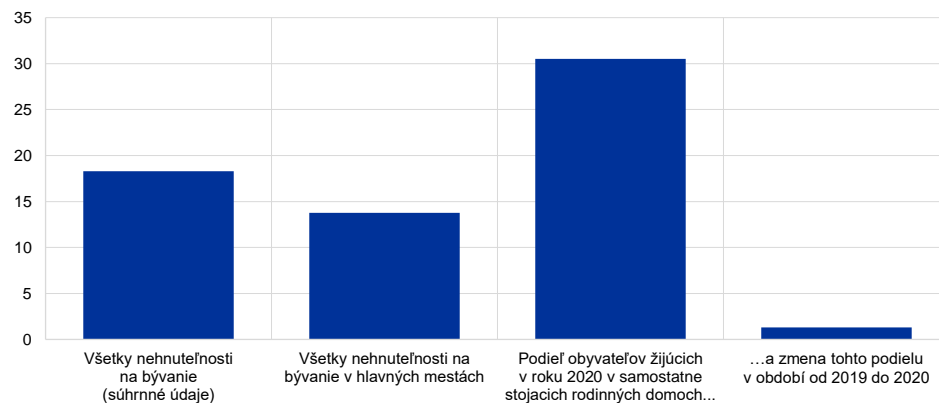
a) Rast cien samostatne stojacich rodinných domov v porovnaní s rastom cien dvojdomov

(rozdiel v percentuálnych bodoch od prvého štvrťroka 2020)



b) Ceny nehnuteľností na bývanie v eurozóne a podiel/zmena podielu obyvateľov žijúcich v samostatne stojacich rodinných domoch

(percentuálna zmena cien od prvého štvrťroka 2021; podiel obyvateľov v percentách z celkovej populácie, zmena podielu obyvateľov v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD, BIS, Eurostat, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Časť a): V prípade Nemecka a Belgicka údaje predstavujú rozdiel medzi cenami rodinných domov a bytov. Údaje za Nemecko, Estónsko, Írsko a Litvu sú za všetky nehnuteľnosti na bývanie (nové a existujúce), zatiaľ čo v prípade ostatných krajín sú za existujúce nehnuteľnosti na bývanie. Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2022, s výnimkou Luxemburska, Rakúska a Fínska, kde sú za posledný štvrťrok 2021. Časť b): Agregovaný časový rad cien nehnuteľností na bývanie v eurozóne predstavuje vážený priemer založený na váhach HDP a zahŕňa Belgicko, Nemecko, Estónsko, Írsko, Španielsko, Francúzsko, Taliansko, Holandsko, Rakúsko, Slovinsko a Fínsko.

5 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 20. apríla do 26. júla 2022

Ioana Duca-Radu a Juliane Kinsele

V tomto boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB a vývoj likvidity počas tretieho a štvrtého obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2022. Tieto dve udržiavacie obdobia trvali spoločne od 20. apríla 2022 do 26. júla 2022 (sledované obdobie).

Priemerná nadbytočná likvidita v bankovom systéme eurozóny v sledovanom období vzrástla o 34,1 mld. € a dosiahla novú rekordnú úroveň 4 523,1 mld. €.

Celkové zvýšenie bolo spôsobené najmä čistými nákupmi aktív v rámci programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP), pričom bolo čiastočne kompenzované nárastom čistých autonómnych faktorov. K nárastu došlo najmä v treťom udržiavacom období, zatiaľ čo vo štvrtom udržiavacom období došlo k poklesu priemernej nadbytočnej likvidity, a to najmä v dôsledku splácania operácií TLTRO III a ukončenia čistých nákupov aktív v rámci programu APP dňa 1. júla 2022.

Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy, sa v sledovanom období zvýšila o 25,3 mld. € a dosiahla 2 602,8 mld. €.

Tento nárast bol takmer úplne spôsobený zvýšením čistých autonómnych faktorov o 21,6 mld. € na 2 443,7 mld. € (časť tabuľky A s názvom Ostatné informácie o likvidite), zatiaľ čo povinné minimálne rezervy stúpili len o 3,7 mld. € na 159,1 mld. €.

Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa v sledovanom období zvýšili o 63,4 mld. € na 3 385,3 mld. €, a to v dôsledku nárastu ostatných autonómnych faktorov a bankoviek v obehu.

Ostatné autonómne faktory (ďalšie informácie sú v tabuľke A) vzrástli v sledovanom období o 42,3 mld. € na 1 145,7 mld. €. Hodnota bankoviek v obehu sa zvýšila o 33,6 mld. € na 1 596,9 mld. €, čo naznačuje návrat k predpandemickému vývoju. Zvýšený preventívny dopyt zaznamenaný po invázii Ruska na Ukrajinu v niektorých jurisdikciách sa na konci druhého udržiavacieho obdobia stabilizoval. To znamená, že priemer prvého a druhého udržiavacieho obdobia nesledoval bežný sezónny vývoj, ktorý sa zvyčajne vyznačuje návratom bankoviek po uplynutí obdobia Vianoc a konca roka. Priemerné vládne vklady sa znížili iba mierne, o 12,4 mld. €, a zostali na úrovni 642,7 mld. €. Je to v protiklade s rekordne vysokou úrovňou 749,0 mld. € v šiestom udržiavacom období roka 2020, keď vlády krajín eurozóny zvýšili svoje preventívne likviditné rezervy v reakcii na pandémiu koronavírusu (COVID-19) a zvýšenú neistotu spojenú s príjmami a výdavkami.

Autonómne faktory poskytujúce likviditu sa zvýšili o 42,0 mld. € na 942,0 mld. €. Toto zvýšenie bolo predovšetkým výsledkom nárastu čistých zahraničných aktív o 38,1 mld. €. Keďže nárast autonómnych faktorov absorbujúcich likviditu celkovo tento vývoj viac ako vykompenzoval, čisté autonómne faktory tak prispeli k zníženiu nadbytočnej likvidity.

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

Tabuľka A Stav likvidity v Eurosysteme

Pasíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie 20. apríl 2022 – 26. júl 2022						Predchádzajúce sledované obdobie 9. február 2022 – 19. apríl 2022	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie 20. apríl – 14. jún		Štvrté udržiavacie obdobie 15. jún – 26. júl		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory likvidity	3 385,3	(+63,4)	3 346,9	(-8,6)	3 436,4	(+89,5)	3 321,9	(+149,9)
Bankovky v obehu	1 596,9	(+33,6)	1 591,5	(+15,6)	1 604,0	(+12,4)	1 563,2	(+32,2)
Vládne vklady	642,7	(-12,4)	624,1	(-43,7)	667,6	(+43,6)	655,2	(+50,0)
Ostatné autonómne faktory (čisté) ¹	1 145,7	(+42,3)	1 131,4	(+19,5)	1 164,9	(+33,5)	1 103,5	(+67,7)
Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy	3 843,0	(+84,3)	3 888,3	(+117,8)	3 782,5	(-105,9)	3 758,7	(+85,7)
z toho oslobodené nadbytočné rezervy v rámci dvojstupňového systému	942,2	(+19,1)	935,5	(+5,1)	948,9	(+13,4)	923,0	(+0,4)
z toho neoslobodené nadbytočné rezervy v rámci dvojstupňového systému	2 893,2	(+57,6)	2 952,8	(+112,7)	2 833,6	(-119,2)	2 835,6	(+85,3)
Povinné minimálne rezervy²	159,1	(+3,7)	157,8	(+1,0)	160,9	(+3,1)	155,4	(+0,6)
Limit na oslobodenie³⁾	954,6	(+22,3)	946,6	(+5,9)	965,1	(+18,5)	932,3	(+3,3)
Jednodňové sterilizačné operácie	680,2	(-50,2)	681,3	(-33,5)	678,7	(-2,7)	730,4	(-9,2)
Dolaďovacie operácie na stiahnutie likvidity	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Zdroj: ECB.

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

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

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

3) Oslobodené a neoslobodené nadbytočné rezervy sú vysvetlené na [internetovej stránke ECB](#).

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

Aktíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie 20. apríl 2022 – 26. júl 2022						Predchádzajúce sledované obdobie 9. február 2022 – 19. apríl 2022	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie 20. apríl – 14. jún		Štvrté udržiavacie obdobie 15. jún – 26. júl		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory likvidity	942,0	(+42,0)	936,3	(+27,6)	949,7	(+13,4)	900,1	(+68,7)
Čisté zahraničné aktíva	938,3	(+38,1)	934,2	(+21,0)	943,7	(+9,5)	900,2	(+41,8)
Čisté aktíva v eurách	3,7	(+3,9)	2,1	(+6,6)	6,0	(+3,9)	-0,1	(+26,9)
Nástroje menovej politiky	7 125,9	(+59,5)	7 138,4	(+49,1)	7 109,1	(-29,3)	7 066,4	(+158,1)
Operácie na voľnom trhu	7 125,9	(+59,5)	7 138,4	(+49,1)	7 109,1	(-29,3)	7 066,4	(+158,1)
Úverové operácie	2 178,3	(-22,5)	2 199,3	(-0,7)	2 150,3	(-49,0)	2 200,8	(-4,5)
Hlavné refinančné operácie	0,7	(+0,4)	0,5	(+0,2)	1,0	(+0,5)	0,3	(+0,1)
3-mesačné dlhodobější refinančné operácie (LTRO)	0,3	(+0,2)	0,2	(+0,1)	0,4	(+0,2)	0,1	(+0,0)
Tretí program cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III)	2 174,6	(-22,6)	2 195,7	(-0,8)	2 146,4	(-49,4)	2 197,2	(-5,0)
Núdzové pandemické dlhodobější refinančné operácie (PELTRO)	2,8	(-0,4)	2,9	(-0,2)	2,6	(-0,3)	3,2	(+0,4)
Portfóliá priamych nákupov	4 947,6	(+82,0)	4 939,1	(+49,9)	4 958,8	(+19,7)	4 865,6	(+162,7)
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,4)
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	0,5	(-0,5)	0,7	(-0,1)	0,2	(-0,5)	1,0	(-1,2)
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	300,2	(+3,9)	298,8	(+2,2)	302,1	(+3,3)	296,3	(-1,4)
Program pre trhy s cennými papiermi	3,4	(-0,9)	3,3	(+0,0)	3,4	(+0,0)	4,2	(-2,3)
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	26,0	(-0,9)	26,5	(-0,6)	25,4	(-1,1)	27,0	(-1,4)
Program nákupu aktív verejného sektora	2 579,8	(+54,2)	2 572,3	(+38,8)	2 589,8	(+17,6)	2 525,6	(+37,9)
Program nákupu aktív podnikového sektora	341,1	(+14,5)	338,7	(+8,1)	344,2	(+5,5)	326,5	(+16,4)
Núdzový pandemický program nákupu aktív	1 696,6	(+11,6)	1 698,8	(+1,5)	1 693,7	(-5,1)	1 685,1	(+115,1)
Jednodňové refinančné operácie	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)

Zdroj: ECB.

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

Ostatné informácie o likvidite

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie 20. apríl 2022 – 26. júl 2022						Predchádzajúce sledované obdobie 9. február 2022 – 19. apríl 2022	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie 20. apríl – 14. jún		Štvrté udržiavacie obdobie 15. jún – 26. júl		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Celková spotreba likvidity ¹	2 602,8	(+25,3)	2 568,8	(-35,1)	2 648,0	(+79,2)	2 577,4	(+81,8)
Čisté autonómne faktory ²	2 443,7	(+21,6)	2 411,1	(-36,1)	2 487,2	(+76,1)	2 422,1	(+81,2)
Nadbytočná likvidita ³	4 523,1	(+34,1)	4 569,7	(+84,3)	4 461,1	(-108,5)	4 489,1	(+76,4)

Zdroj: ECB.

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

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

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

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

Vývoj úrokových sadziieb

(priemerné hodnoty; v %)

	Aktuálne sledované obdobie 20. apríl 2022 – 26. júl 2022						Predchádzajúce sledované obdobie 9. február 2022 – 19. apríl 2022	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie 20. apríl – 14. jún		Štvrté udržiavacie obdobie 15. jún – 26. júl		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Hlavné refinančné operácie	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Jednodňové refinančné operácie	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Jednodňové sterilizačné operácie	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
€STR	-0,583	(-0,003)	-0,584	(-0,002)	-0,581	(+0,003)	-0,579	(-0,003)
RepoFunds Rate Euro Index	-0,646	(-0,008)	-0,642	(+0,002)	-0,652	(-0,010)	-0,638	(+0,108)

Zdroj: ECB a CME Group.

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

Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

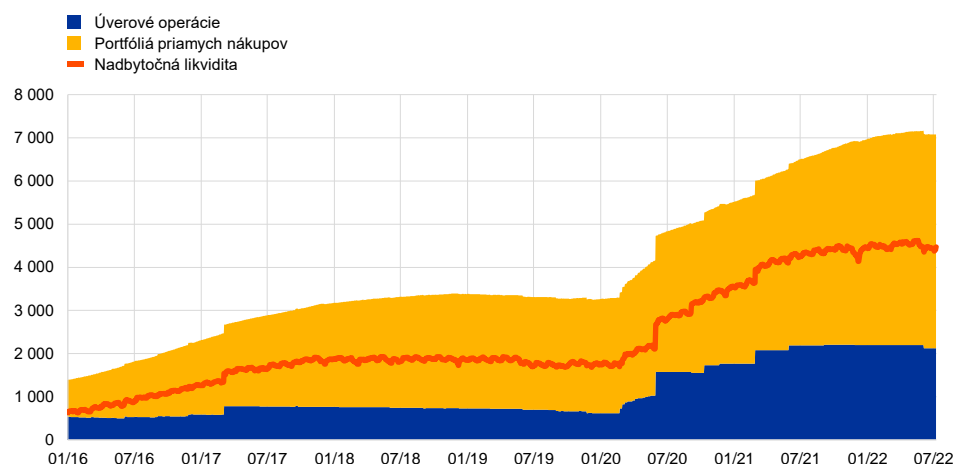
Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky vzrástol v sledovanom období o 59,5 mld. € na 7 125,9 mld. € (graf A).

Tento nárast bol výsledkom pokračujúcich čistých nákupov v rámci programu APP počas tretieho udržiavacieho obdobia. Počas štvrtého udržiavacieho obdobia boli čisté nákupy v rámci programu APP dňa 1. júla ukončené a boli vyrovnané dobrovoľné splátky TLTRO III, čo viedlo k poklesu nadbytočnej likvidity.

Graf A

Vývoj likvidity poskytovanej prostredníctvom operácií na voľnom trhu a vývoj nadbytočnej likvidity

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 26. júla 2022.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období znížil o 22,5 mld. €. Tento pokles bol spôsobený najmä dobrovoľnými splátkami TLTRO III v objeme 74,1 mld. € na konci júna, pričom ich účinok na priemer za sledované obdobie sa v plnej miere prejaví až v nasledujúcom udržiavacom období. Hlavné refinančné operácie (MRO) a trojmesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO) naďalej zohrávali len okrajovú úlohu, keď priemerný objem ich využívania sa v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím nepatrne zvýšil o 0,4 mld. € v prípade operácií MRO a o 0,2 mld. € v prípade operácií LTRO.

Portfóliá priamych nákupov sa v dôsledku čistých nákupov v rámci programu APP v rovnakom čase zvýšili o 82,0 mld. € na 4 947,6 mld. €. Pod vývoj v položke program APP sa podpísali najmä čisté nákupy aktív v rámci programu nákupu aktív verejného sektora, ktoré sa v priemere zvýšili o 54,2 mld. € na 2 579,8 mld. €. Čisté nákupy aktív v rámci programu nákupu aktív podnikového sektora vrástli v priemere o 14,5 mld. € na 341,1 mld. €. V ostatných programoch v rámci APP došlo len k nepatrným zmenám. Priemerné podiely v núdzovom pandemickom programe nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP) predstavujú 1 696,6 mld. €. Hoci čisté nákupy v rámci programu PEPP boli na konci marca 2022 ukončené, reinvestície istín zo splatných cenných papierov pokračujú. Súhrnný objem splatných cenných papierov držaných v neaktívnych programoch vrátane programu pre trhy s cennými papiermi a prvého i druhého programu nákupu krytých dlhopisov sa znížil o 1,4 mld. €.

Nadbytočná likvidita

Priemerná nadbytočná likvidita sa zvýšila o 34,1 mld. € na nové rekordné maximum na úrovni 4 523,1 mld. € (graf A). Odzrkadľuje rozdiel medzi celkovou likviditou poskytovanou bankovému systému a potrebami likvidity zo strany bánk. Objem prostriedkov na bežných účtoch bánk, ktorý presiahol povinné minimálne rezervy (nadbytočné rezervy), vzrástol o 84,3 mld. € na 3 843,0 mld. €, kým priemerný objem jednodňových sterilizačných operácií klesol o 50,2 mld. € na 680,2 mld. €. Denný objem nadbytočnej likvidity dosiahol najvyššiu úroveň 14. júna, v posledný deň tretieho udržiavacieho obdobia, keď predstavoval 4 622,4 mld. €.

Nadbytočné rezervy oslobodené od zápornej sadzby jednodňových sterilizačných operácií v rámci dvojestupňového systému² vzrástli o 19,1 mld. € na 942,2 mld. €. Neoslobodená nadbytočná likvidita, ktorá zahŕňa jednodňové sterilizačné operácie, sa mierne zvýšila o 7,4 mld. € a dosiahla 3 573,4 mld. €.

Agregovaná miera využitia maximálneho limitu na oslobodenie, t. j. pomer medzi oslobodenými rezervami a maximálnou oslobodenou sumou³, sa od tretieho udržiavacieho obdobia roku 2020 drží nad úrovňou 98 %. Počas aktuálneho sledovaného obdobia dosiahla 98,7 % a v porovnaní s 99,0 % v predchádzajúcom sledovanom období bola o niečo nižšia. Podiel oslobodených nadbytočných rezerv na celkovej nadbytočnej likvidite predstavoval 20,8 %, v porovnaní s 20,6 % v predchádzajúcom sledovanom období.

Vývoj úrokových sadzieb

Priemerná sadzba €STR zostala v sledovanom období takmer nezmenená na úrovni –58,3 bázického bodu. V dôsledku vysokej úrovne nadbytočnej likvidity je €STR naďalej pomerne málo pružná, a to aj v reakcii na výrazné výkyvy likvidity. Úrokové sadzby ECB – sadzby jednodňových sterilizačných operácií, hlavných refinančných operácií a jednodňových refinančných operácií – zostali počas sledovaného obdobia nezmenené. Zvýšenie menovopolitických sadzieb ECB o 50 bázických bodov nadobudlo účinnosť až po skončení sledovaného obdobia a jeho vplyv sa preskúma v ďalšom boxe o stave likvidity.

Priemerná repo sadzba v eurozóne, meraná indexom RepoFunds Rate Euro Index, tiež zostala celkovo nezmenená na úrovni –64,6 bázického bodu.

Napriek tomu, že priemerná úroveň sa viac-menej nezmenila, vývoj na konci štvrtroka bol obzvlášť pozoruhodný na konci júna, keď index RepoFunds Rate Euro Index dosiahol úroveň –1,145 %, čo je s výnimkou koncoročných období najnižšia úroveň od októbra 2014.

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

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

6 Jednotné minimálne štandardy začleňovania klimatických rizík do interných systémov hodnotenia úverov v Eurosysteme

Julia Körding a Florian Resch¹

Interné systémy hodnotenia kreditného rizika (in-house credit assessment system – ICAS) musia zohľadňovať všetky relevantné rizikové faktory vrátane klimatických zmien, aby zabezpečili primeranosť kolaterálu použitého v operáciách menovej politiky. Klimatické zmeny a prechod na ekologickejšie ekonomiku majú vplyv na hlavný cieľ ECB – udržiavanie cenovej stability, vzhľadom na ich vplyv na ekonomiku a na rizikový profil a hodnotu aktív v súvahe Eurosystemu. ECB 8. júla 2021 zverejnila [akčný plán](#) a [stratégiu](#) na začleňovanie aspektov klimatických zmien do svojej stratégie a operácií menovej politiky. Jedným z aspektov uvedených vo zverejnenej stratégii je hodnotenie klimatických rizík v rámci hodnotenia kreditného rizika kolaterálu. Pri hodnotení kreditného rizika je potrebné zohľadniť tak riziko prechodu, ako aj fyzické riziko, keďže môžu ovplyvniť rast, finančnú výkonnosť, pozíciu na trhu a obchodný model spoločností, a tým aj ich úverovú bonitu. Eurosystem preto vypracoval jednotné minimálne štandardy začleňovania klimatických rizík do ratingov ICAS, ktoré boli schválené ECB a účinnosť nadobudnú do konca roka 2024 v súlade s jej [oznámením](#) zo 4. júla 2022.

ICAS – interný zdroj hodnotenia úverových pohľadávok Eurosystemu

Interné systémy hodnotenia kreditného rizika, vyvinuté siedmimi národnými centrálnymi bankami eurozóny, sú v rámci kolaterálového rámca Eurosystemu dôležitým zdrojom pri hodnotení kreditného rizika neobchodovateľného kolaterálu (úverových pohľadávok).² Protistrany môžu použiť ratingy ICAS na mobilizáciu úverov poskytnutých nefinančným spoločnostiam vrátane malých a stredných podnikov (MSP) ako kolaterál. Externé inštitúcie hodnotiace kreditné riziko ich vo väčšine prípadov nepokrývajú. Na konci roka 2021 boli interné systémy hodnotenia kreditného rizika použité pri hodnotení 34 % objemu neobchodovateľného kolaterálu po zrážkach. Súbor pravidiel platných v celom Eurosysteme má zabezpečiť, aby tieto systémy dodržiavali harmonizované procesy a aby do svojich hodnotení začleňovali relevantné hlavné rizikové faktory. Súčasťou

¹ Tento box vychádza z rozsiahlej práce súvisiacej s vývojom jednotných minimálnych štandardov začleňovania klimatických rizík do ratingov interných systémov hodnotenia kreditného rizika (in-house credit assessment system – ICAS). Okrem osôb uvedených vyššie prispeli aj títo kolegovia z ECB a národných centrálnych bánk: L. Auria, J. Braun, S. Caleiro, S. Ciummo, T. Fluteau, P.-Y. Gauthier, F. Giovannelli, A. Maldonado, F. Monterisi a S. Wukovits.

² Auria, Bingmer, Caicedo Graciano et al.: [Overview of central banks' in-house credit assessment systems in the euro area](#), ECB Occasional Paper Series, No 284, Frankfurt, October 2021.

ratingového procesu je štatistický model, ktorý zvyčajne obsahuje finančné ukazovatele. Po ňom nasleduje odborná analýza zahŕňajúca kvalitatívne informácie a dodatočné kvantitatívne údaje. Odborné hodnotenie pozostáva z preskúmania silných a slabých stránok spoločnosti, jej prepojenia s materskými a dcérskymi spoločnosťami, posúdenia systému riadenia a z analýzy sektorového a hospodárskeho prostredia. Interné systémy hodnotenia kreditného rizika už vo svojich analýzach začali uznávať klimatické zmeny ako rizikový faktor. Rada guvernérov ECB sa dohodla na súbore jednotných minimálnych štandardov začleňovania klimatických rizík do ratingového procesu, ktoré budú zavedené do konca roka 2024.

Hlavné zásady začleňovania klimatických rizík do ratingov ICAS

Jednotné minimálne štandardy stanovujú, že analýza klimatických rizík musí spĺňať rovnaké vysoké štandardy kvality a spoľahlivosti ako hodnotenie akéhokoľvek iného rizikového faktora a musí byť súčasťou pravidelného ratingového procesu. Štandardy špecifikujú požiadavky týkajúce sa používaných zdrojov údajov, metodík a postupov. Keďže ratingy ICAS sa v európskom rámci hodnotenia kreditného rizika používajú ako zdroj pri hodnotení tohto rizika, interné systémy hodnotenia kreditného rizika sa budú riadiť koncepciou jednej významnosti, t. j. budú zohľadňovať iba tie riziká, ktoré sú relevantné a významné z hľadiska úverovej bonity spoločnosti. Pri posudzovaní budú rozlišovať medzi rizikami prechodu a fyzickými rizikami a do úvahy vezmú rôzne transmisné kanály. Vždy, keď budú k dispozícii dostatočné a spoľahlivé údaje, mala by sa vykonať analýza na úrovni podniku. Definícia klimatických rizík a ich začlenenie do ratingového procesu s cieľom posúdiť ich finančný vplyv je v súlade s odporúčaniami pracovnej skupiny Rady pre finančnú stabilitu pre zverejňovanie finančných informácií súvisiacich s klímou.³

Hodnotenie klimatických rizík prostredníctvom interných systémov hodnotenia kreditného rizika sa bude zameriavať predovšetkým na spoločnosti, ktoré sú týmito rizikami najviac ovplyvnené, a na spoločnosti, ktoré vzhľadom na svoju veľkosť predstavujú najväčšie riziko pre Eurosystem; analýza týchto spoločností preto bude komplexnejšia. Dodržiavanie zásady proporcionality je v súlade s očakávanou lepšou dostupnosťou údajov v rámci navrhovanej smernice o vykazovaní informácií o udržateľnosti podnikov (Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD).⁴ Analýza klimatických rizík ovplyvňujúcich úverovú bonitu nefinančných spoločností sa vykoná v tomto poradí podľa priority:

- veľké spoločnosti z vysoko znečisťujúcich sektorov,
- MSP z vysoko znečisťujúcich sektorov, za ktoré sú dostupné údaje na úrovni podnikov,

³ Task Force on Financial Disclosure, *Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, Basel, June 2017.

⁴ Návrh [smernice o vykazovaní informácií o udržateľnosti podnikov](#) (v angličtine), apríl 2021.

- ostatné veľké spoločnosti,
- ostatné MSP, za ktoré sú dostupné údaje na úrovni podniku.

V prípade všetkých ostatných podnikov sa dôrazne nabáda, aby interné systémy hodnotenia kreditného rizika vykonali hodnotenie na sektorovej/regiónálnej úrovni.

Údaje a metodiky začleňovania klimatických rizík

Interné systémy hodnotenia kreditného rizika budú pri hodnotení klimatických rizík zamerané na získavanie údajov na úrovni podniku. Je potrebné, aby interné systémy hodnotenia kreditného rizika pri posudzovaní každého druhu klimatického rizika kombinovali údaje o rizikových faktoroch spoločnosti (napr. ceny uhlíka), o jej rizikovej expozícii (napr. emisie skleníkových plynov) a o jej zraniteľnosti po zavedení zmierňujúcich opatrení (napr. technológia na zníženie emisií). Dostupnosť spoľahlivých a porovnateľných údajov bude výzvou tak pre interné systémy hodnotenia kreditného rizika, ako aj pre iné zdroje hodnotenia kreditného rizika, a to najmä v krátkodobom horizonte. Požiadavky na zverejňovanie informácií navrhované v rámci smernice CSRD predstavujú veľký skok vpred, pokiaľ ide o harmonizáciu prístupu k tejto otázke. Interné systémy hodnotenia kreditného rizika začnú využívať informácie zverejňované spoločnosťami podľa smernice CSRD ako hlavný zdroj údajov o klimatických rizikách hneď, ako budú k dispozícii. Dôrazne sa tiež odporúča získavať údaje na úrovni podnikov aj z iných zdrojov (napr. informácie dostupné podľa smernice o zverejňovaní nefinančných informácií⁵ alebo v rámci systému [EÚ na obchodovanie s emisiami](#)), a v prípade, že nie sú dostupné žiadne údaje na úrovni podnikov, aby sa využívali sektorové alebo regionálne údaje.

Interné systémy hodnotenia kreditného rizika berú do úvahy náročnosť posúdenia dôsledkov dlhodobějších klimatických rizík v rámci ročného horizontu prognózy svojich ratingov. Interné systémy hodnotenia kreditného rizika budú preto riešiť túto metodickú výzvu postupovaním v niekoľkých krokoch. V prvom kroku určia a posúdia klimatické riziká, ktoré sú z hľadiska hodnotenej spoločnosti relevantné aj mimo horizontu prognózy kreditného rizika. V druhom kroku sa následne zamerajú na posúdenie závažnosti týchto rizík, t. j. rozsahu, v akom ovplyvňujú krátkodobé kreditné riziko spoločnosti.

Metódy hodnotenia klimatických rizík budú založené na najmodernejších technikách. Interné systémy hodnotenia kreditného rizika posúdia metódy a metriky vychádzajúce z harmonizovaných štandardov zverejňovania informácií a sektorových štandardov a uplatnia perspektívny prístup. Pri zverejňovaní informácií podľa smernice CSRD sa očakáva, že spoločnosti uverejnia rozšírený súbor ukazovateľov založených na štandardizovaných a porovnateľných metodikách vždy, keď to bude možné.⁶ Tieto údaje sa môžu priamo použiť v metrikách alebo sa môžu kombinovať s údajmi z iných zdrojov. Keďže predpokladané účinky

⁵ [Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/95/EÚ](#) z 22. októbra 2014, ktorou sa mení smernica 2013/34/EÚ, pokiaľ ide o zverejňovanie nefinančných informácií a informácií týkajúcich sa rozmanitosti niektorými veľkými podnikmi a skupinami (Ú. v. EÚ L 330, 15.11.2014, s. 1).

⁶ European Financial Reporting Advisory Group, [Climate standard prototype](#), Brussels, September 2021.

klimatických rizík možno v historických údajoch pozorovať s nižšou frekvenciou a menšou amplitúdou, súčasťou použitých metód a metrík bude perspektívny prístup. Ten bude vychádzať z harmonizovaných scenárov prevzatých zo sektorových štandardov, napr. štandardov siete pre ekologizáciu finančného systému (Network for Greening the Financial System – NGFS),⁷ s cieľom podporiť konzistentné hodnotenie v rámci rôznych interných systémov hodnotenia kreditného rizika.

Hodnotenia klimatických rizík vypracované internými systémami hodnotenia kreditného rizika budú transparentné a objektívne. Interné systémy hodnotenia kreditného rizika zdokumentujú svoje zdroje údajov a ich použitie, ako aj metódy a postupy použité na posúdenie klimatických rizík. Pre každý rating sa zdokumentuje výsledok hodnotenia klimatických rizík a úprava podľa ratingu ICAS vyplývajúca z jeho explicitného posúdenia. Tieto informácie sa môžu použiť pri ročnom preskúmaní vhodnosti hodnotení kreditného rizika prostredníctvom interných systémov hodnotenia kreditného rizika a na podporu kontrol platnosti hodnotení klimatických rizík. Vzhľadom na nedostatok historických údajov vhodných na spätné testovanie sa tieto kontroly môžu v krátkodobom horizonte obmedziť na referenčné porovnanie a kvalitatívne hodnotenie.

Uplatnenie a ďalší vývoj

Jednotné minimálne štandardy pre interné systémy hodnotenia kreditného rizika sú míľnikom z hľadiska lepšieho začlenenia klimatických rizík do kolaterálového rámca Eurosystemu. Explicitným začlenením do ratingov minimálne štandardy podporujú koherentné hodnotenie klimatických rizík a zavádzanie príslušných rozhodnutí týkajúcich sa riadenia rizík. Interné systémy hodnotenia kreditného rizika v súčasnosti ďalej zintenzívňujú prácu na začlenení klimatických rizík do svojich hodnotení. Všetky interné systémy hodnotenia kreditných rizík budú dodržiavať jednotné minimálne štandardy od konca roka 2024. Očakáva sa, že širšia dostupnosť spoľahlivých a porovnateľných údajov a vylepšené metódy povedú k ďalšiemu rozvoju osvedčených postupov. Interné systémy hodnotenia kreditného rizika budú tento rozvoj naďalej podporovať, sledovať a prispievať k nemu, pričom sa bude uvažovať o začlenení ďalších súvisiacich aspektov, ako sú environmentálne riziká a riziká ohrozujúce biodiverzitu. Cieľom je, aby boli príkladom a podporovali kultúru hodnotenia kreditného rizika, ktoré bude primerane odrážať jednu z našich súčasných hlavných výziev: klimatické riziká.

⁷ Network for Greening the Financial System, [NGFS Scenarios Portal](#).

© Európska centrálna banka 2022

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

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

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

Uzavierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 7. septembra 2022.

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

PDF ISSN 2363-3549 QB-BP-22-006-SK-N