



EURÓPSKA CENTRÁLNÁ BANKA  
EUROSYSTEM

# **Ekonomický bulletin**

**Číslo 4/2022**



# Obsah

|                                                                                                            |           |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Hospodársky, finančný a menový vývoj</b>                                                                | <b>2</b>  |
| Prehľad                                                                                                    | 2         |
| 1 Vonkajšie prostredie                                                                                     | 10        |
| 2 Hospodárska aktivita                                                                                     | 16        |
| 3 Ceny a náklady                                                                                           | 23        |
| 4 Vývoj na finančných trhoch                                                                               | 30        |
| 5 Podmienky financovania a úvery                                                                           | 36        |
| 6 Fiškálny vývoj                                                                                           | 44        |
| <b>Boxy</b>                                                                                                | <b>48</b> |
| 1 Vplyv vojny na Ukrajine na trhy s energiami v eurozóne                                                   | 48        |
| 2 Ruská invázia na Ukrajinu a jej vplyv na hospodársku aktivitu v eurozóne prostredníctvom neistoty        | 56        |
| 3 Vplyv prílevu utečencov z Ukrajiny na pracovnú silu v eurozóne                                           | 61        |
| 4 Vplyv klimatických zmien na hospodársku aktivitu a ceny – zistenia z prieskumu medzi poprednými podnikmi | 66        |
| 5 Očakáva súkromný sektor obdobie stagflácie?                                                              | 73        |
| 6 Prudký nárast inflácie cien potravín v eurozóne a vplyv rusko-ukrajinskej vojny                          | 78        |
| 7 Nový ukazovateľ domácej inflácie v eurozóne                                                              | 85        |
| 8 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 9. februára do 19. apríla 2022                    | 92        |

# Hospodársky, finančný a menový vývoj

## Prehľad

Vysoká inflácia je pre všetkých veľkou výzvou. Rada guvernérov zabezpečí návrat inflácie na cieľovú úroveň 2 % v strednodobom horizonte.

V máji sa inflácia znova výrazne zvýšila, najmä z dôvodu prudkého rastu cien energií a potravín, ako aj následkov vojny na Ukrajine. Inflačné tlaky sú však teraz plošnejšie a intenzívnejšie a dochádza k výraznému rastu cien mnohých tovarov a služieb. Odborníci Eurosystému upravili základné projekcie inflácie výrazne nahor. Inflácia má podľa nich nejaký čas zotrvať na nežiaduco zvýšenej úrovni. Očakáva sa však, že zmierňovanie nákladov na energie, uvoľňovanie ponukových obmedzení spôsobených pandémiou a normalizácia menovej politiky povedú k poklesu inflácie. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2022 má ročná miera inflácie dosiahnuť 6,8 % v roku 2022, pričom následne má klesnúť na 3,5 % v roku 2023 a 2,1 % v roku 2024, čo je viac ako v marcových projekciách. Znamená to, že na konci sledovaného obdobia má celková inflácia mierne prekračovať cieľ ECB. Inflácia bez cien energií a potravín má podľa projekcií dosiahnuť v priemere 3,3 % v roku 2022, 2,8 % v roku 2023 a 2,3 % v roku 2024, čo je tiež viac ako podľa marcových projekcií.

Rusko-ukrajinská vojna naďalej nepriaznivo vplyva na ekonomiku v Európe i za jej hranicami. Narúša obchodnú výmenu, čím spôsobuje nedostatok materiálov, a prispieva k vysokým cenám energií a komodít. Tieto faktory budú aj naďalej oslabovať dôveru a brzdiť hospodársky rast, predovšetkým v krátkodobom horizonte. Hospodárstvo však má podmienky na ďalší rast vzhľadom na prebiehajúce znovuotváranie ekonomiky, priaznivú situáciu na trhu práce, rozpočtovú podporu a úspory nahromadené počas pandémie. Po ústupe terajších nepriaznivých vplyvov sa očakáva opätovné oživenie hospodárskej aktivity. Tento výhľad sa v zásade odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému, podľa ktorých má ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 2,8 % v roku 2022 a 2,1 % v roku 2023 a 2024. V porovnaní s projekciami z marca bol výhľad na roky 2022 a 2023 výrazne znížený, zatiaľ čo na rok 2024 bol upravený nahor.

Rada guvernérov sa na základe aktualizovaného hodnotenia rozhodla prijať ďalšie kroky v rámci normalizácie menovej politiky. V priebehu tohto procesu sú pre Radu guvernérov pri výkone menovej politiky i naďalej dôležitými manévrovací priestor, rozhodovanie na základe aktuálnych údajov, postupnosť a pružnosť.

Po prvé, Rada guvernérov sa rozhodla od 1. júla 2022 ukončiť čistý nákup aktív v rámci programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP). Rada guvernérov má v úmysle pokračovať v reinvestovaní plnej výšky istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu APP ešte po dlhšiu dobu od chvíle, keď začne zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB, v každom prípade však dovtedy, kým to bude potrebné na zachovanie vysokého stavu likvidity a primeraného nastavenia menovej politiky.

Po druhé, Rada guvernérov uskutočnila dôkladnú analýzu podmienok, ktoré by podľa jej signalizácie budúceho nastavenia menovej politiky mali byť splnené, než začne zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB. Na základe tejto analýzy Rada guvernérov konštatovala splnenie týchto podmienok. Z tohto dôvodu a v súlade s časovou postupnosťou jej menovopolitických opatrení má Rada guvernérov v úmysle na júlovom menovopolitickom zasadnutí zvýšiť kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 základných bodov. Neskôr očakáva ďalšie zvýšenie kľúčových úrokových sadzieb ECB v septembri. Kalibrácia zvyšovania úrokových sadzieb bude závisieť od aktualizovaného výhľadu strednodobého vývoja inflácie. V prípade pretrvania alebo zhoršenia strednodobého výhľadu vývoja inflácie bude na septembrovom zasadnutí primerané väčšie zvýšenie.

Po tretie, Rada guvernérov očakáva, že od septembra, na základe jej aktuálneho hodnotenia, bude primeraný postupný, no rovnomerný spôsob ďalšieho zvyšovania úrokových sadzieb. V súlade so snahou o dosiahnutie strednodobého cieľa na úrovni 2 % bude tempo adaptácie menovej politiky Rady guvernérov závisieť od aktuálnych údajov a jej hodnotenia vývoja inflácie v strednodobom horizonte.

V rámci mandátu Rady guvernérov za sťažených podmienok pružnosť zostane jedným z prvkov menovej politiky vždy, keď bude ohrozená transmisia menovej politiky a tým aj dosiahnutie cenovej stability.

## Hospodárska aktivita

Hospodárske následky ruskej invázie na Ukrajinu a nových pandemických opatrení na obmedzenie pohybu v Číne predstavujú dve hlavné prekážky globálneho rastu v najbližšom období. Ukazovatele vyplývajúce z prieskumov potvrdzujú zmierňovanie svetovej hospodárskej aktivity. Po krátkom období uvoľnenia obmedzení začiatkom tohto roka sú svetové dodávateľské reťazce pod tlakom prameniacim z narušenia hospodárskej aktivity v Ázii a z vojny na Ukrajine. Poruchy dodávateľských reťazcov a komoditných trhov vyvolávajú rast inflácie, pričom čoraz väčšie množstvo údajov poukazuje na zintenzívňovanie a rozširovanie inflačných tlakov. Rastúce inflačné tlaky sú evidentné aj zo zvyšovania vývozných cien konkurentov eurozóny. Ceny komodít naďalej kolíšu a sú vystavené ponukovým rizikám, zatiaľ čo finančné podmienky sa sprísnili. Svetové finančné podmienky sa sprísnil v dôsledku normalizácie menovej politiky, klesajúcich cien rizikových aktív a rastúcich výnosov. Za týchto okolností makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2022 indikujú, že rast svetového reálneho HDP – bez eurozóny – dosiahne 3,0 % v roku 2022, 3,4 % v roku 2023 a 3,6 % v roku 2024, čo v porovnaní s projekciami z marca predstavuje pomalší trend rastu. Spomínané dve hlavné prekážky majú podľa projekcií výrazne negatívne ovplyvňovať obchodnú výmenu v krátkodobom horizonte, no neskôr má ich vplyv ustúpiť. Projektovaný rast zahraničného dopytu po produkcii eurozóny je obmedzenejší a v porovnaní s rastom svetového dovozu bol revidovaný výraznejšie nadol, keďže európske krajiny nepatriace do eurozóny s užšími hospodárskymi väzbami na Rusko a Ukrajinu sú viac postihnuté hospodárskymi otrasmí invázie. V prostredí zvýšenej neistoty sú

riziká spojené so základným scenárom vývoja pevne naklonené na stranu pomalšieho hospodárskeho rastu a rýchlejšieho cenového vývoja.

Neoprávnená ruská agresia voči Ukrajine výrazne negatívne ovplyvňuje hospodárstvo eurozóny a výhľad ďalšieho vývoja je naďalej vysoko neistý. Hospodárstvo však má podmienky na ďalší rast a oživenie v strednodobom horizonte. Rada guvernérov očakáva, že v krátkodobom horizonte bude hospodárska aktivita tlmená vzhľadom na vysoké náklady na energie, zhoršenie obchodných podmienok, väčšiu neistotu a nepriaznivý vplyv vysokej inflácie na disponibilný príjem. Vojna na Ukrajine a obnovenie pandemických reštrikcií v Číne prispeli k ďalšiemu prehĺbeniu ponukových obmedzení. Podniky sa tak musia vyrovnávať s vyššími nákladmi a narušeniami dodávateľských reťazcov a ich výhľad do budúcnosti sa zhoršil.

Pokiaľ ide o výhľad vývoja rozpočtového salda eurozóny, napriek lepším než očakávaným výsledkom v roku 2021 sa od dokončenia makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2022 výrazne zhoršil. Súvisí to so zhoršením hospodárskeho cyklu, zvýšenými očakávanými úrokovými platbami a dodatočnými diskrečnými vládnymi výdavkami. Cieľom podporných rozpočtových opatrení je predovšetkým kompenzácia rastúcich nákladov pre spotrebiteľov, ako aj financovanie obranných kapacít a podpora utečencov pred vojnou na Ukrajine. Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2022 napriek tomu počítajú s pokračujúcim znižovaním deficitu verejnej správy eurozóny – z 5,1 % HDP v roku 2021 na 3,8 % v roku 2022 až na 2,4 % do konca sledovaného obdobia. Po výraznom uvoľňovaní počas koronavírusovej krízy v roku 2020 sa nastavenie rozpočtovej politiky minulý rok sprísnilo, v čom má podľa projekcií pokračovať aj v rokoch 2022 a 2023. Projektované mierne sprísnenie v roku 2022 je spôsobené predovšetkým zrušením výraznej časti pandemickej núdzovej podpory, ktoré bude len čiastočne kompenzované dodatočnými stimulačnými opatreniami prijatými v reakcii na šok cien energií a ďalšími výdavkami v súvislosti s rusko-ukrajinskou vojnou. Sprísňovanie rozpočtovej politiky má byť o niečo výraznejšie v roku 2023, keď by sa mala skončiť platnosť mnohých nedávno zavedených podporných opatrení na kompenzáciu vplyvu vysokých cien energií. V roku 2024 sa očakáva viac neutrálne nastavenie rozpočtovej politiky, hoci v porovnaní s obdobím pred pandémiou má aj naďalej pokračovať významná rozpočtová podpora ekonomiky.

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 prispôbiť 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.

Rozpočtová politika pomáha zmierňovať dôsledky vojny. Cílené a dočasné rozpočtové opatrenia pomáhajú ľuďom, na ktorých vyššie ceny energií doliehajú najviac, a zároveň znižujú riziko ďalšieho zintenzívnenia inflačných tlakov. Rýchla implementácia plánov investícií a štrukturálnych reforiem v rámci programu Next Generation EU, balíka Fit for 55 a plánu REPowerEU by zároveň hospodárstvu eurozóny pomohli rásť rýchlejšie udržateľným spôsobom a zvýšiť svoju odolnosť voči globálnym šokom.

Niektoré faktory hospodársku aktivitu podporujú, pričom v nadchádzajúcich mesiacoch by sa mal ich účinok zintenzívniť. Príjmy a spotrebu bude naďalej podporovať znovuotváranie sektorov najviac zasiahnutých pandémiou a priaznivá situácia na trhu práce s rastúcou zamestnanosťou. Úspory nahromadené počas pandémie navyše slúžia ako rezerva. Základný scenár makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z júna 2022 vychádza z nasledujúcich predpokladov: súčasné sankcie voči Rusku zostanú v platnosti počas celého sledovaného obdobia (vrátane ropného embarga EÚ), intenzívna fáza vojny bude pokračovať až do konca tohto roka bez ďalšej eskalácie, obmedzenia dodávok energií nebudú mať v krajinách eurozóny za následok zavedenie prídellového systému a ponukové obmedzenia sa postupne vyriešia do konca roka 2023. Všetky tieto predpoklady poukazujú na omnoho slabšie (hoci stále pozitívne) vyhliadky rastu v krátkodobom horizonte, pričom nepriaznivé faktory by mali po roku 2022 ustupovať a hospodársky rast by mal v strednodobom horizonte mierne prekračovať svoj historický priemer, odrážajúc postupné zotavovanie z hospodárskych následkov pandémie, ako aj odznievanie negatívnych účinkov vojny pri celkovo stabilnom trhu práce. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z júna 2022 má reálny HDP eurozóny v roku 2022 vzrásť v priemere o 2,8 % (z toho 2,0 percentuálneho bodu zodpovedá prenosu z roku 2021) a v rokoch 2023 a 2024 o 2,1 %. V porovnaní s projekciami odborníkov ECB z marca 2022 bol výhľad hospodárskeho rastu upravený nadol o 0,9 percentuálneho bodu na rok 2022 a o 0,7 percentuálneho bodu na rok 2023, najmä v dôsledku hospodárskeho vplyvu vojny na Ukrajine, zatiaľ čo na rok 2024 bol rast upravený o 0,5 percentuálneho bodu nahor, čo odráža oživenie hospodárskej aktivity vďaka odznievaniu nepriaznivých faktorov.

## Inflácia

Inflácia v máji ďalej vzrástla na 8,1 %. Ceny energií napriek vládnym intervenciám, ktoré pomohli spomaliť ich rast, prekračujú svoju úroveň spred roka o 39,2 %. Trhové ukazovatele naznačujú, že svetové ceny energií v najbližšom období zostanú vysoké, neskôr sa však majú o niečo zmierniť. Ceny potravín sa v máji zvýšili o 7,5 %, čiastočne vzhľadom na význam Ukrajiny a Ruska patriacich medzi hlavných svetových producentov poľnohospodárskych výrobkov. Výraznejší rast cien je zároveň dôsledkom prehĺbenia ponukových obmedzení a oživenia domáceho dopytu, najmä v sektore služieb, z dôvodu znovuotvárania ekonomiky eurozóny. Rast cien sa v čoraz väčšej miere šíri do viacerých sektorov. Zodpovedajúcim spôsobom ďalej rastú aj ukazovatele základnej inflácie. Podmienky na trhu práce naďalej zlepšujú: nezamestnanosť v apríli naďalej dosahovala historicky nízku úroveň 6,8 %. Počet voľných pracovných miest v mnohých sektoroch poukazuje na



vysoký dopyt po pracovnej sile. Rast miezd vrátane výhľadových ukazovateľov sa začal zrýchľovať, pričom v priebehu času by k nemu malo prispievať posilňovanie ekonomiky a určité účinky dobiehania. Napriek tomu, že väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní odvodených z finančných trhov a odborných prieskumov sa pohybuje v blízkosti dvoch percent, počiatočné známky revízie týchto ukazovateľov nad úroveň cieľovej hladiny si vyžadujú pozorné monitorovanie.

Po výraznom raste začiatkom roka 2022 sa očakáva vyššia a dlhšie trvajúca inflácia. Celková inflácia HICP by mala zostať počas väčšiny roka 2022 na veľmi vysokej úrovni – v priemere 6,8 %. Od roku 2023 by mala postupne klesať a v druhom polroku 2024 by sa mala približovať k inflačnému cieľu ECB. Cenové tlaky budú v najbližšom období mimoriadne vysoké v dôsledku zvýšených cien ropy a zemného plynu, rastu cien potravinových komodít výrazne zasiahnutých vojnou na Ukrajine, ako aj účinkov znovuoštvárania hospodárstva a globálnych výpadkov dodávok. Očakávaný pokles inflácie na 3,5 % v roku 2023 a 2,1 % v roku 2024 je predovšetkým odrazom predpokladaného zmiernenia rastu cien energií a potravinových komodít za predpokladu absencie ďalších šokov, ako vyplýva z cien futures. K zmierneniu inflácie bude navyše s obvyklým oneskorením transmisného mechanizmu prispievať aj prebiehajúca normalizácia menovej politiky, a to v rozsahu, v akom sa bude odrážať vo vyšších predpokladoch úrokových mier (v súlade s trhovými očakávaniami). Inflácia HICP bez energií a potravín zostane do konca roka 2022 veľmi zvýšená, no následne sa očakáva jej pokles vzhľadom na ústup rastových tlakov súvisiacich so znovuoštváraním hospodárstva a uvoľňovanie ponukových obmedzení a nákladových tlakov spojených s energetickými vstupmi. Prebiehajúce hospodárske oživenie, rastúci nedostatok pracovných síl a určitý vplyv kompenzácií za vyššiu infláciu na mzdy – ktorých rast má presiahnuť historický priemer – poukazujú na zvýšenú základnú infláciu do konca horizontu projekcií, hoci základný scenár predpokladá, že dlhodobější inflačné očakávania zostanú aj naďalej pevne ukotvené. V porovnaní s projekciami odborníkov ECB z marca 2022 bola inflácia upravená výrazne nahor. Príčinou sú nedávne nečakane vysoké hodnoty, vyššie ceny energií a potravinových komodít, vytrvalejšie tlaky na rast cien vyplývajúce z ponukových obmedzení, rýchlejší rast miezd a oslabovanie výmenného kurzu eura. Tieto účinky prevažujú tlmiaci účinok zvýšenia predpokladov úrokových mier a slabšieho výhľadu hospodárskeho rastu.

## Hodnotenie rizík

Podľa Rady guvernérov sa riziká súvisiace s pandemiou znížili, no vojna na Ukrajine aj naďalej predstavuje podstatné riziko pomalšieho hospodárskeho rastu. Závažným rizikom by bolo predovšetkým ďalšie narušenie dodávok energií do eurozóny, ako sa uvádza aj v nepriaznivom scenári projekcií odborníkov Eurosystemu. V prípade eskalácie vojny by navyše mohlo dôjsť k zhoršeniu ekonomického sentimentu, prehĺbeniu obmedzení na strane ponuky a dlhodobějšímu ustáleniu cien energií a potravín na vyššej než očakávanej úrovni. Riziká týkajúce sa vývoja inflácie sú najmä na strane rýchlejšieho rastu. Medzi riziká ohrozujúce strednodobý inflačný výhľad patrí pretrvávajúce zhoršovanie produkčnej kapacity ekonomiky eurozóny, trvalo vysoké ceny energií a potravín, inflačné očakávania prekračujúce cieľ ECB

a rýchlejší než očakávaný rast miezd. Ak by však v strednodobom horizonte došlo k oslabeniu dopytu, klesli by aj tlaky na rast cien.

## Finančné a menové podmienky

Trhové úrokové miery rastú v reakcii na meniaci sa výhľad vývoja inflácie a menovej politiky. Vzhľadom na rast referenčných úrokových sadzieb sa zvýšili náklady bánk na financovanie, čo sa premieta do vyšších úrokových sadzieb bankových úverov, predovšetkým úverov poskytovaných domácnostiam. Podnikové úvery napriek tomu v marci zaznamenali rast vzhľadom na pokračujúcu potrebu financovať investície a prevádzkový kapitál na pozadí rastúcich produkčných nákladov, pretrvávajúcich ponukových obmedzení a menšieho využívania trhového financovania. Zvýšil sa aj objem úverov poskytovaných domácnostiam, odrážajúc naďalej silný dopyt po hypotekárnych úveroch.

V súlade so svojou stratégiou menovej politiky Rada guvernérov uskutočnila hĺbkovú analýzu vzájomného vzťahu medzi menovou politikou a finančnou stabilitou, ktorú vykonáva dvakrát ročne. Prostredie finančnej stability sa od posledného hodnotenia z decembra 2021 zhoršilo, najmä v krátkodobom horizonte. Predovšetkým slabší hospodársky rast a čoraz vyššie nákladové tlaky, ako aj rastúce bezrizikové sadzby a výnosy štátnych dlhopisov by mohli viesť k ďalšiemu zhoršeniu podmienok financovania pre dlžníkov. Prísnejšie podmienky financovania by zároveň mohli znížiť niektoré existujúce riziká ohrozujúce finančnú stabilitu v strednodobom horizonte. Banky, ktoré do nového roka vstupovali so stabilnými kapitálovými pozíciami a rastúcou kvalitou aktív, teraz čelia vyššiemu kreditnému riziku. Rada guvernérov bude tieto faktory pozorne sledovať. Makroprudenciálna politika v každom prípade zostáva prvou obrannou líniou pri zachovávaní finančnej stability a odstraňovaní strednodobej zraniteľnosti.

## Rozhodnutia o menovej politike

Rada guvernérov sa na základe svojho aktualizovaného hodnotenia rozhodla od 1. júla 2022 ukončiť čistý nákup aktív v rámci programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP). Rada guvernérov má v úmysle pokračovať v reinvestovaní plnej výšky istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu APP ešte po dlhšiu dobu od chvíle, keď začne zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB, v každom prípade však dovtedy, kým to bude potrebné na zachovanie vysokého stavu likvidity a primeraného nastavenia menovej politiky.

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



V prípade obnovennej trhovej fragmentácie v dôsledku pandémie je možné reinvestície v rámci programu PEPP kedykoľvek pružne upraviť z hľadiska času, jednotlivých tried aktív a jurisdikcií. Jednou z možností je i nákup dlhopisov vydaných Helénskou republikou nad rámec revolvingu splatených dlhopisov s cieľom vyhnúť sa prerušeniu nákupu v tejto jurisdikcii, ktoré by mohlo narušiť transmisiu menovej politiky v gréckej ekonomike v čase, keď sa stále spamätáva z následkov pandémie. V prípade potreby je možné čistý nákup aktív v rámci programu PEPP obnoviť na neutralizovanie negatívnych následkov pandémie.

Rada guvernérov uskutočnila dôkladnú analýzu podmienok, ktoré by podľa jej signalizácie budúceho nastavenia menovej politiky mali byť splnené, než začne zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB. Na základe tejto analýzy Rada guvernérov konštatovala splnenie týchto podmienok.

Z tohto dôvodu a v súlade s časovou postupnosťou jej menovopolitických opatrení má Rada guvernérov v úmysle na júlovom menovopolitickom zasadnutí zvýšiť kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov. Rada guvernérov rozhodla, že úroková sadzba hlavných refinančných operácií a úrokové sadzby jednoduchých refinančných a jednoduchých sterilizačných operácií medzitým zostanú nezmenené na úrovni 0,00 %, 0,25 % a -0,50 %.

Z dlhodobejšieho hľadiska Rada guvernérov očakáva ďalšie zvýšenie kľúčových úrokových sadzieb ECB v septembri. Kalibrácia zvyšovania úrokových sadzieb bude závisieť od aktualizovaného výhľadu strednodobého vývoja inflácie. V prípade pretrvania alebo zhoršenia strednodobého výhľadu vývoja inflácie bude na septembrovom zasadnutí primerané väčšie zvýšenie.

Rada guvernérov očakáva, že od septembra, na základe jej aktuálneho hodnotenia, bude primeraný postupný, no rovnomerný spôsob ďalšieho zvyšovania úrokových sadzieb. V súlade so snahou Rady guvernérov o dosiahnutie strednodobého cieľa na úrovni 2 % bude tempo adaptácie menovej politiky Rady guvernérov závisieť od aktuálnych údajov a jej hodnotenia vývoja inflácie v strednodobom horizonte.

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. Rada guvernérov bude zároveň pravidelne posudzovať úlohu cielených úverových operácií v nastavení jej menovej politiky. Ako už bolo oznámené, zvýhodnené podmienky operácií TLTRO III prestanú platiť 23. júna 2022.

Rada guvernérov je pripravená upraviť všetky svoje nástroje, v prípade potreby pružne, aby zabezpečila stabilizáciu inflácie na cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte. Ako sa ukazuje počas pandémie, za sťažených podmienok pružnosť v koncepcii a realizácii nákupu aktív pomáha neutralizovať pokles účinnosti transmisie menovej politiky a zvyšuje úspešnosť snáh Rady guvernérov o dosiahnutie jej cieľa. V rámci mandátu ECB za sťažených podmienok pružnosť zostane jedným z prvkov menovej politiky vždy, keď bude ohrozená transmisia menovej politiky a tým aj dosiahnutie cenovej stability.

Rada guvernérov v nadväznosti na mimoriadne zasadanie 15. júna oznámila, že pri reinvestovaní istiny zo splatených cenných papierov v rámci portfólia PEPP bude uplatňovať flexibilitu s cieľom zachovať fungovanie transmisného mechanizmu menovej politiky, ktoré je základným predpokladom schopnosti ECB plniť svoj mandát – udržiavať cenovú stabilitu. Rada guvernérov sa okrem toho rozhodla poveriť príslušné výbory Eurosystému spolu so službami ECB urýchlením dokončenia koncepcie nového antifragmentačného nástroja, ktorý Rada guvernérov posúdi.

*Hospodárske dôsledky ruskej invázie na Ukrajinu a nové lockdowny v Číne predstavujú výzvy pre globálny rast v najbližšom období. V tejto súvislosti sa v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu z júna 2022 predpokladá, že globálny reálny HDP (bez eurozóny) vzrastie o 3,0 % v roku 2022, o 3,4 % v roku 2023 a o 3,6 % v roku 2024, čo je menej, ako sa predpokladalo v marcových projekciách. Očakáva sa, že ruská invázia a šírenie pandémie v Číne budú mať v najbližšom období výrazný nepriaznivý vplyv na obchod, ktorý by však neskôr mal slabnúť. Očakávaný rast zahraničného dopytu eurozóny je tlmenejší a v porovnaní s globálnym dovozom zaznamenal výraznejšiu revíziu smerom nadol, čo odráža horšie vyhliadky pre Rusko a pre európske krajiny nepatriace do eurozóny s užšími hospodárskymi väzbami na Rusko a Ukrajinu. V prostredí zvýšenej neistoty je bilancia rizík spojených so základnými projekciami jasne naklonená k pomalšiemu hospodárskemu rastu a k rýchlejšiemu rastu inflácie.*

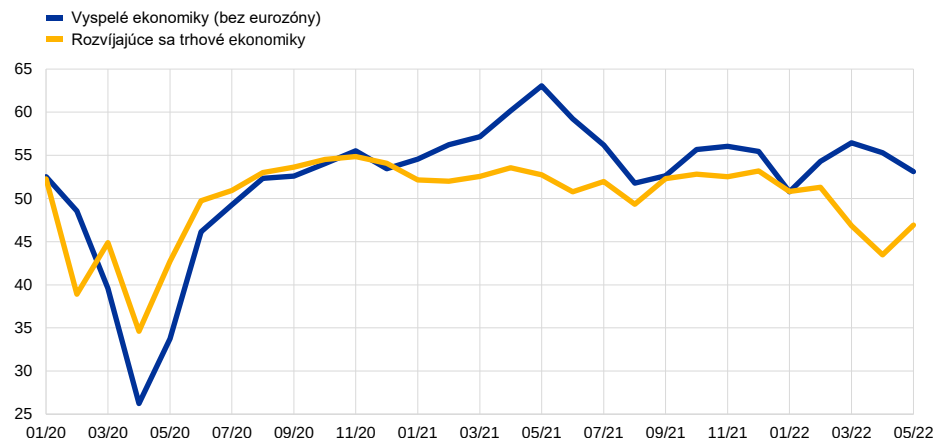
**Hospodárske dôsledky vojny a nové lockdowny v Číne predstavujú výzvy pre globálny rast v najbližšom období.** Vplyv vojny na Ukrajinu prostredníctvom cien komodít, dodávateľských reťazcov a neistoty výrazne presahuje hranice krajín a regiónov, ktoré majú s Ruskom a Ukrajinou úzke obchodné a finančné väzby. Okrem nepriaznivého vplyvu na rast vojna tiež prispieva k ďalšiemu zosilňovaniu už aj tak zvýšených inflačných tlakov, a to najmä v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, kde výdavky na energie a potraviny tvoria obzvlášť veľkú časť súkromnej spotreby. Po krátkom období uvoľnenia na začiatku tohto roka sa globálne dodávateľské reťazce opäť dostali pod rastúci tlak, a to v dôsledku obnovenia pandémie koronavírusu (COVID-19) v Ázii a s tým spojených opatrení proti šíreniu nákazy, predovšetkým v hospodársky dôležitých provinciách Číny. Dôsledky ruskej invázie a šírenia pandémie v Číne v prostredí výrazných inflačných tlakov viedlo centrálnu banku na celom svete k úprave svojich menových politík, čím prispeli k sprísneniu podmienok financovania.

**Ukazovatele z prieskumov signalizujú spomaľovanie globálnej hospodárskej aktivity.** Prieskumy indexu nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) za máj naznačujú, že hospodárska aktivita vo vyspelých ekonomikách zostala aj napriek pokračujúcej invázii odolná a že sektor služieb aj naďalej rastie rýchlejšie ako výrobný sektor. Naopak, v prípade rozvíjajúcich sa trhov ekonomík, aktuálny vývoj v Číne a Rusku viedol k tlmenejšej hospodárskej aktivite (graf 1). Trendy pozorované v prieskumoch potvrdzuje aj systém sledovania globálnej hospodárskej aktivity, ktorý vychádza zo širšieho súboru ukazovateľov. Celkovo sa odhadovaný rast globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) v prvom štvrtroku 2022 výrazne spomalil na 0,5 %, čo je v súlade s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2022.

**Graf 1**

Kompozitný index PMI pre produkciu podľa regiónov

(difúzný index)



Zdroj: Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z mája 2022.

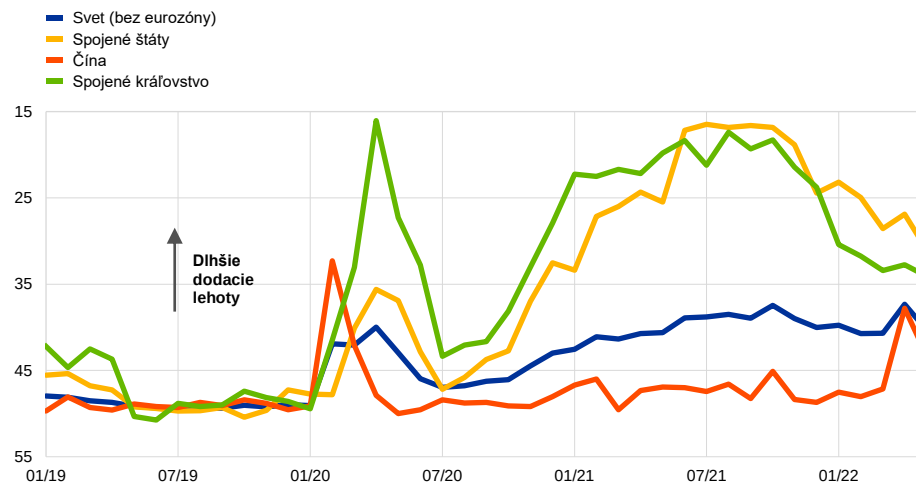
**Po krátkom období uvoľnenia na začiatku tohto roka sa globálne dodávateľské reťazce opäť dostali pod tlak, a to v dôsledku oslabenej hospodárskej aktivity v Ázii a vojny na Ukrajine.** Index PMI pre dodacie lehoty dodávateľov sa počas marca zlepšoval, predovšetkým v Spojených štátoch a Spojenom kráľovstve (ukazovateľ však naďalej zotrval pod neutrálnou hranicou 50, čo poukazuje na dlhé dodacie lehoty). Pozitívny trend sa prerušil v apríli, keď dodávateľia vykázali predlžovanie dodacích lehôt. V prípade Spojených štátov však analýza založená na modeloch naznačuje, že tento vývoj bol skôr spôsobený silnejším dopytom než faktormi na strane ponuky. Výrazné predĺženie dodacích lehôt dodávateľov v Číne –

prevažne v dôsledku faktorov na strane ponuky spojených s lockdownom – zároveň spôsobilo, že príslušný globálny zložený ukazovateľ sa vrátil na úroveň zaznamenanú koncom roka 2021, keď boli ponukové obmedzenia najvýraznejšie. So zlepšujúcou sa situáciou v Číne a súvisiacim májovým uvoľnením prísnych opatrení sa dodacie lehoty dodávateľov v poslednom období opäť skrátili. Podobný vývoj zaznamenali aj dodacie lehoty v Spojených štátoch a Spojenom kráľovstve, naďalej však ani zďaleka nemožno hovoriť o normalizácii (graf 2).

## Graf 2

### Index PMI pre dodacie lehoty dodávateľov

(difúznny index, prevrátená os)



Zdroj: Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z mája 2022.

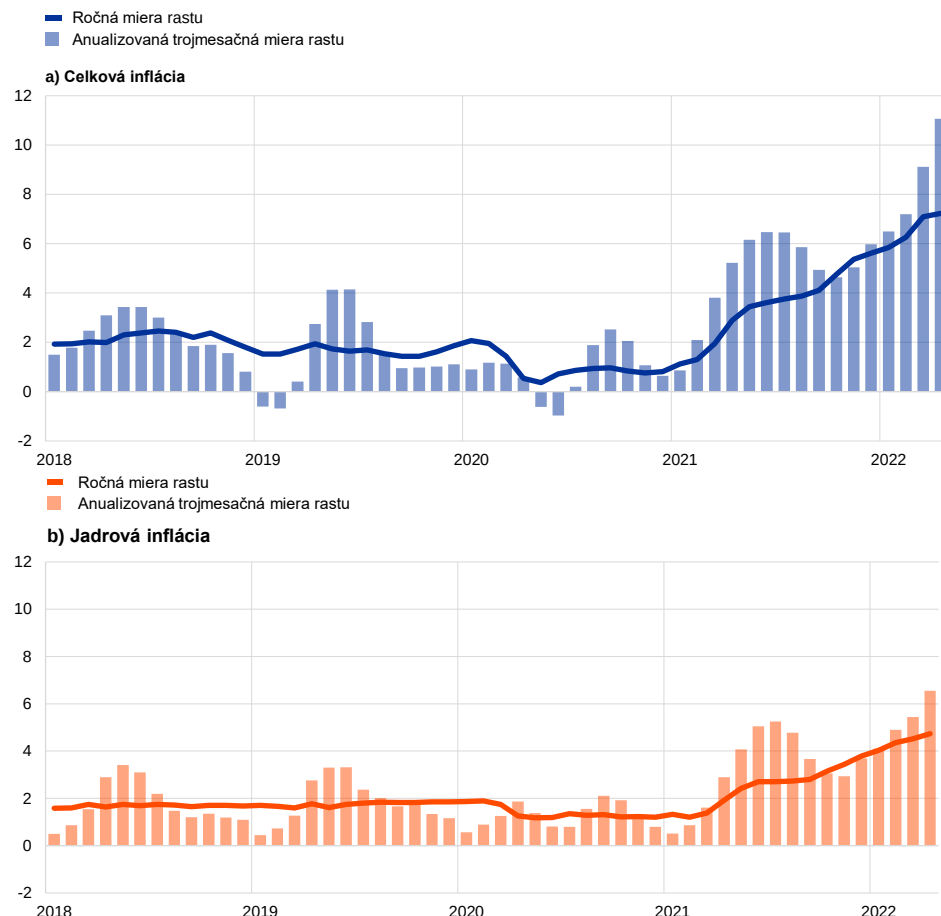
**Narušenia dodávateľských reťazcov a komoditných trhov prispievajú k rastu inflácie v prostredí čoraz častejších známk silnejúcich a rozširujúcich sa cenových tlakov.** Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien v krajinách OECD (bez Turecka) vzrástla v apríli na 7,2 % a dosiahla najvyššiu úroveň za posledné tri dekády. Ročná miera inflácie bez energií a potravín sa zvýšila na 4,7 %. V krajinách OECD sa navyše opäť zrýchlilo aj tempo rastu celkovej a jadrovej inflácie a priblížilo sa k úrovniam z polovice roka 2021, keď v dôsledku otvárania ekonomík došlo k oživeniu dopytu (graf 3). Údaje z prieskumov týkajúce sa cien vstupov a výstupov vo výrobnom sektore potvrdzujú zvýšené inflačné tlaky na strane výrobcov a spotrebiteľov, pričom postupne sa zvyšujú aj ceny v sektore služieb. Všeobecný nárast globálnych cien komodít zaznamenaný v tomto roku by mal v krátkodobom horizonte ešte výraznejšie prispieť k už zvýšeným inflačným tlakom, a to najmä v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách, kde energie a potraviny tvoria väčšiu časť spotrebiteľských výdavkov než vo vyspelých ekonomikách. Na základe najnovších podmienených predpokladov sa očakáva, že inflácia globálnych spotrebiteľských cien dosiahne vrchol okolo polovice tohto roka a počas zvyšku horizontu projekcií bude postupne klesať.

**Silnejúce inflačné tlaky potvrdzujú aj zvyšujúce sa vývozné ceny konkurentov eurozóny.** V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2022 boli vývozné ceny konkurentov eurozóny na tento a nasledujúci rok výrazne upravené smerom nahor, keďže vyššie ceny ropy a neropných komodít sa kombinujú s nárastom domácich a globálnych cenových tlakov.

### Graf 3

#### Inflácia spotrebiteľských cien v OECD

(medziročná percentuálna zmena a anualizovaná trojmesačná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Agregáty za OECD sú vypočítané bez Turecka. Ročná miera celkovej a jadrovej inflácie v Turecku dosiahla 70 % a 54,6 %. Ročná miera celkovej a jadrovej inflácie v krajinách OECD vrátane Turecka (v grafoch sa neuvádza) dosiahla 9,2 % a 6,3 %. Jadrová inflácia nezahŕňa ceny energií a potravín. Posledné údaje sú z apríla 2022.

#### Ceny komodít zostávajú volatilné a sú vystavené rizikám na strane ponuky.

Zatiaľ čo volatilita na komoditných trhoch sa v porovnaní s týždňami bezprostredne po invázii Ruska na Ukrajinu mierne znížila, naďalej pretrvávajú značné riziká na strane ponuky, ktoré ovplyvňujú najmä ceny energetických komodít. Globálne ceny ropy sa od aprílového zasadnutia Rady guvernérov zvýšili, a to v dôsledku embarga EÚ na dovoz ropy a naplnenia rizík na strane ponuky. Toto zvýšenie nasledovalo po krátkom období poklesu cien, keď uvoľnenie strategických zásob ropy Spojenými štátmi a ďalšími krajinami a pokles dopytu z dôvodu lockdownov v Číne priniesli na globálny trh s ropou isté upokojenie. Európske ceny plynu sa však znížili, keďže nárast zásob uspokojil trhy a prevážil aj rastúce obavy na strane ponuky a zvyčajnú letnú sezónnosť v Európe. Rusko medzitým zastavilo dodávky plynu do Bulharska, Fínska a Poľska a po dátume uzávierky projekcií odborníkov Eurosystému aj do Dánska a Holandska, keďže tieto krajiny odmietli splniť ruské požiadavky na vyrovnanie platieb za plyn v rubľoch. Riziko výraznejšieho narušenia dodávok zemného plynu do Európy je aj naďalej zvýšené. Kompozitné ceny potravín zostali



viac-menej stabilné na zvýšenej úrovni, zatiaľ čo ceny kovov prudko klesli v prostredí nižšieho dopytu v Číne.

### **Globálne podmienky financovania sa sprísnil v dôsledku normalizácie menovej politiky, klesajúcich cien rizikových aktív a rastúcich výnosov.**

V Spojených štátoch sa podmienky financovania sprísnil výraznejšie ako v ostatných vyspelých ekonomikách. V rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách došlo po invázii Ruska na Ukrajinu k značnému sprísneniu podmienok financovania, čo ešte prispelo k predchádzajúcemu trendu vyvolanému sprísnením domácich menových politík. Rozvíjajúce sa trhové ekonomiky zaznamenali od invázie zvýšený objem kapitálového odlevu, čo naznačuje existenciu ďalších rizík a neistôt.

### **Hospodárska aktivita v Spojených štátoch sa v prvom štvrtroku 2022 oslabil.**

Reálny HDP klesol o 0,4 %. Hoci na jednej strane bol tento slabý výsledok vo všeobecnosti prekvapivý, na druhej strane ukázal, že domáci dopyt zostal pomerne stabilný a aktivitu nepriaznivo ovplyvnil záporný príspevok čistého vývozu a zmeny stavu zásob. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, vzhľadom na vysokú infláciu, výrazné sprísňovanie menovej politiky a menšie fiškálne stimuly sa v krátkodobom až strednodobom horizonte očakáva návrat ku kladnému, aj keď iba miernemu tempu rastu. Ročná miera celkovej inflácie spotrebiteľských cien sa v apríli znížila na 8,3 % v dôsledku pomalšieho rastu cien energií, zatiaľ čo jadrová inflácia klesla na úroveň 6,2 %. Medzimesačná jadrová inflácia však vzhľadom na pretrvávajúce vysoké základné tlaky narástla na 0,6 %. Naďalej vyšším tempom stúpajú ceny služieb v prostredí pokračujúceho rastu nájomného a dopravných nákladov.

### **Rast reálneho HDP Číny sa v prvom štvrtroku 2022 nezastavil, a to aj napriek najvýraznejšiemu nárastu počtu prípadov koronavírusu od začiatku pandémie.**

Rozsiahle obmedzenia pohybu zavedené v kontexte stratégie nulovej tolerancie COVID-19 a súvisiace zmeny v správaní spotrebiteľov sa však zrejme nepriaznivo odrazia na hospodárskej aktivite v druhom štvrtroku 2022. Na zmiernenie negatívneho vplyvu lockdownov na hospodársky rast sa v krajine uplatňuje akomodačná menová politika.

### **Hospodárske oživenie v Japonsku sa začiatkom roka 2022 zastavilo v dôsledku šírenia variantu omikron a pretrvávajúcich ponukových obmedzení.**

V tejto krajine sa očakáva výraznejšie oživenie podporované odloženým dopytom a politickými opatreniami, ako aj opätovným rastom globálneho dopytu a postupným odznievaním tlakov na dodávateľské reťazce. V dlhodobejšom horizonte sa očakáva zmiernenie tempa hospodárskeho rastu a jeho postupný návrat na úroveň trendu. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien by mala v najbližšom období rásť, k čomu by mali prispieť vyššie ceny potravín a energií, ako aj klesajúci vplyv osobitných faktorov, ako napríklad zníženie poplatkov za služby mobilných operátorov.

**Hospodárska aktivita v Spojenom kráľovstve sa z omikronovej vlny zotavila výraznejšie, než sa pôvodne očakávalo.** Výhľad by mal však zostať pomerne tlmený, keďže vojna na Ukrajine zosilňuje už i tak zvýšené cenové tlaky a obmedzenia na strane ponuky. Spotrebiteľská dôvera sa prudko znížila v reakcii na pokles reálneho disponibilného príjmu domácností. Na trhu práce sa naďalej prejavoval nedostatok pracovných síl, pričom miera nezamestnanosti naďalej klesá,

a to aj napriek ukončeniu schémy povinných dovolení v septembri 2021. Predpokladá sa, že ponukové obmedzenia a rastúce ceny komodít by mali spôsobiť nárast inflácie spotrebiteľských cien na podstatne vyššiu úroveň, než sa predpokladalo v marcových projekciách odborníkov ECB, a to najmenej do druhého štvrťroka 2022.

**Očakáva sa, že ruská ekonomika sa v tomto roku prepadne do hlbkej recesie.**

Tento výhľad odráža prísnejšie hospodárske sankcie uvalené po zverejnení marcových projekcií odborníkov ECB vrátane embarga na dovoz energetických komodít z Ruska prijatého Spojeným kráľovstvom a Spojenými štátmi, ako aj záväzku všetkých krajín G7 čo najskôr ukončiť využívanie ruskej ropy alebo zakázať jej dovoz. Po embargu na dovoz uhlia z Ruska sa krajiny EÚ dohodli tiež na zákaze dovozu ropy. Hoci do dátumu uzávierky projekcií odborníkov Eurosystemu z júna 2022 toto embargo ešte nebolo prijaté, základný scenár počíta v horizonte projekcií s postupným zavádzaním pôvodne navrhnutého embarga alebo jeho upravenej verzie, ktorá nezahŕňa niektoré krajiny. Vplyv sankcií na hospodársku aktivitu v Rusku je ďalej znásobený širším bojkotom zo strany súkromného sektora, ktorý narúša produkciu a logistiku, zatiaľ čo rastúca inflácia a prísne podmienky financovania negatívne ovplyvňujú domáci dopyt. Očakávaná hlboká recesia nasledovaná nevýrazným oživením vychádza z predpokladu, že doteraz uvalené hospodárske sankcie zostanú v platnosti aj po zvyšok horizontu projekcií.

*Hospodárstvo eurozóny vzrástlo v prvom štvrtroku 2022 o 0,6 %, čím prekonalo svoju úroveň pred pandémie o 0,8 %. Pod tento výsledok, lepší, ako sa očakávalo, sa podpísal dvojciferný štvrťročný rast HDP v Írsku. Hospodárstvo eurozóny bez Írska vzrástlo v priemere o 0,3 %. V druhom štvrtroku sa očakáva mierny kladný rast, pričom priaznivý vplyv rušenia pandemických obmedzení na hospodársku aktivitu v eurozóne vyvážia nepriaznivé faktory spôsobené alebo znásobené vojnou na Ukrajine, ako aj novými opatreniami súvisiacimi s pandemiou v Číne. Vyššie ceny energií a potravín tlmiť spotrebiteľskú náladu a výdavky domácností, a to aj napriek oživeniu spotreby služieb s intenzívnym osobným kontaktom. Pretrvávajúce alebo dokonca zhoršujúce sa narušenia dodávateľských reťazcov, okrem iného spôsobené lockdownmi v Číne a vojnou na Ukrajine, obmedzujú výrobnú aktivitu a obchod. Zvýšená neistota, rastúce náklady a sprísňovanie podmienok financovania by zároveň mali v nasledujúcich štvrtrokoch ovplyvňovať podnikové investície a investície do nehnuteľností na bývanie. Ak však odhliadneme od krátkodobých vyhládok slabšieho rastu, v druhej polovici tohto roka existujú predpoklady na obnovenie dynamiky hospodárskej aktivity v eurozóne.*

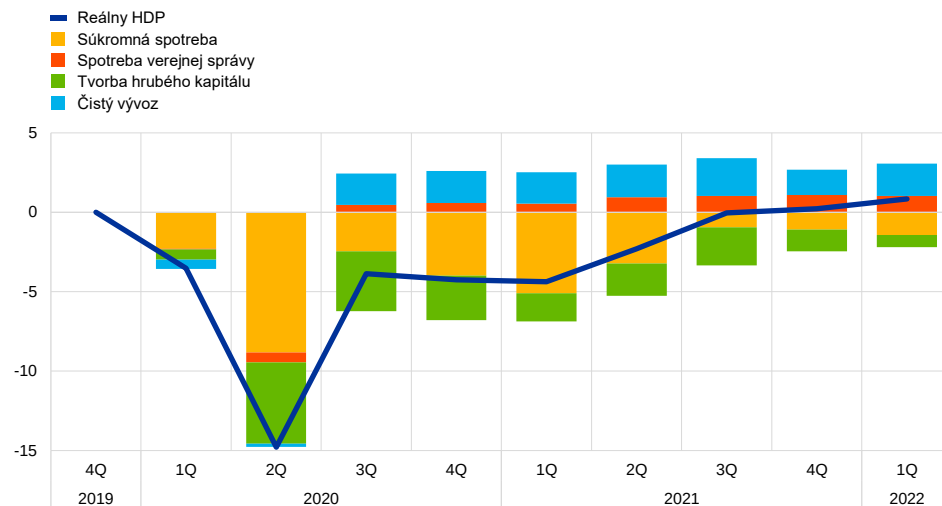
*Toto hodnotenie sa v zásade odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému z júna 2022, podľa ktorých má ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 2,8 % v roku 2022 a po 2,1 % v rokoch 2023 a 2024. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2022 bol tento výhľad výrazne upravený smerom nadol na roky 2022 a 2023, na rok 2024 však bol upravený smerom nahor. Podľa odborníkov Eurosystému sú riziká tohto ekonomického výhľadu naklonené smerom k pomalšiemu hospodárskemu rastu, najmä v súvislosti s možnosťou vážneho narušenia dodávok energií do Európy, čo by mohlo viesť k ďalšiemu rastu cien energií a k obmedzeniu výroby.*

**Domáci dopyt eurozóny sa v prvom štvrtroku 2022 znížil.** Hoci v prvom štvrtroku HDP stúpol medzištvrtročne o 0,6 %, príspevok domáceho dopytu predstavoval –0,4 percentuálneho bodu, čo signalizuje celkové oslabenie domácich zdrojov rastu. Čistý obchod a zmeny stavu zásob naopak zaznamenali kladný príspevok k rastu. Rast HDP bol o 0,3 percentuálneho bodu vyšší ako rýchly odhad Eurostatu, čo odráža zahrnutie volatilných údajov z Írska, ktoré v dôsledku vývoja v sektore nadnárodných spoločností vykazovali v prvom štvrtroku dvojciferný rast, čo zvýšilo príspevok čistého obchodu k rastu. Úroveň HDP v eurozóne je o 0,8 % vyššia ako pred pandemiou, konkrétne v poslednom štvrtroku 2019 (graf 4). Čo sa týka produkcie, celková pridaná hodnota zaznamenala rast vo všetkých hlavných sektoroch hospodárstva.

#### Graf 4

##### Reálny HDP eurozóny a jeho zložky

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

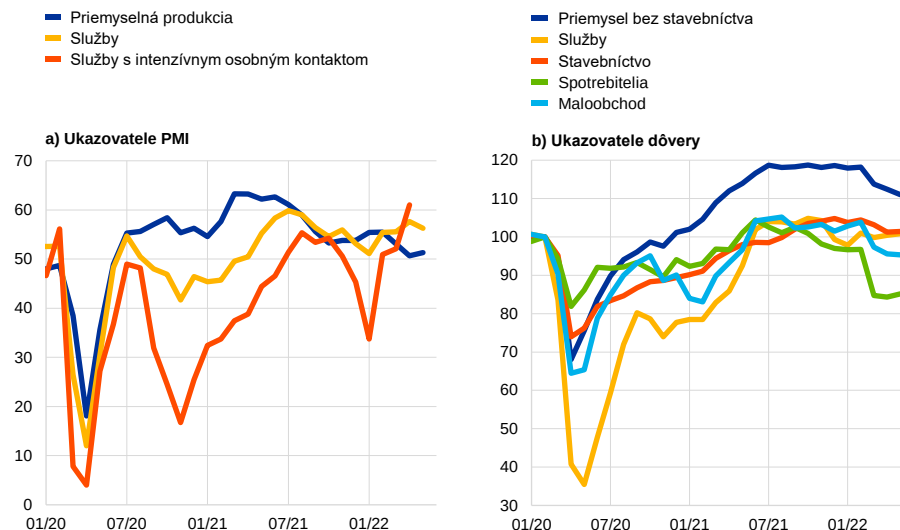
Poznámka: Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2022.

**Očakáva sa, že hospodárska aktivita sa v druhom štvrťroku 2022 mierne oslabila. Nepriaznivo ju ovplyvnili dôsledky vojny na Ukrajine, naďalej ju však podporovalo oživenie služieb s intenzívnym osobným kontaktom.** Najnovšie údaje z prieskumov poukazujú na pokračovanie kladného, aj keď iba pomalého rastu aj v druhom štvrťroku 2022. Zložený ukazovateľ PMI pre výrobu sa v máji znížil, naďalej však zostáva v rastovom pásme a výrazne prekračuje svoj dlhodobý priemer. Vidieť však náznaky oslabovania aktivity vo výrobnom sektore, ktorý bol výrazne zasiahnutý zintenzívnením narušení dodávateľských reťazcov a vyššími cenami komodít v dôsledku ruskej invázie na Ukrajinu, ako aj zvyšujúcou sa celkovou neistotou (box 2). V máji 2022 po prvý raz od júna 2020 poklesli nové objednávky v sektore priemyselnej výroby a očakávania podnikov na najbližších 12 mesiacov patrili k najslabším za posledné dva roky. Tento vývoj je v protiklade s ďalším výrazným prílevom nových podnikov do sektora služieb, ktorý odráža dynamickú aktivitu v oblasti služieb s intenzívnym osobným kontaktom po zrušení pandemických obmedzení (graf 5, časť a). Tento protichodný obraz potvrdzuje aj rozdielny vývoj ukazovateľov dôvery v jednotlivých sektoroch (graf 5, časť b). K zlepšeniu podnikateľskej dôvery v máji prispel najmä sektor služieb, zatiaľ čo v nálada priemysle a maloobchode sa ďalej zhoršovala. Napriek májovému nárastu zostáva spotrebiteľská dôvera výrazne pod svojím dlhodobým priemerom, čo poukazuje na riziká pre budúci vývoj dopytu, vzhľadom na vyššie náklady na energie a potraviny (box 1; box 6). Hoci uvedená kombinácia faktorov bude v krátkodobom horizonte pravdepodobne tlmieť rast, opätovné otvorenie ekonomík, priaznivé podmienky na trhu práce, fiškálne podporné opatrenia a pokračujúca vysoká úroveň úspor naďalej podporujú vyhliadky výraznejšieho hospodárskeho oživenia. Súčasný výhľad preto jednoznačne nepoukazuje na scenár stagflácie, situáciu chápe ako dlhotrvajúce obdobie nízkeho alebo dokonca negatívneho rastu s trvalo vysokou alebo dokonca zrýchľujúcou sa infláciou, aké sme videli v hlavných vyspelých ekonomikách v 70. rokoch (box 5).

## Graf 5

### Ukazovatele z prieskumov v jednotlivých sektoroch hospodárstva

(ľavá časť: percentuálne saldá; pravá časť: percentuálne saldá, február 2020 = 100)



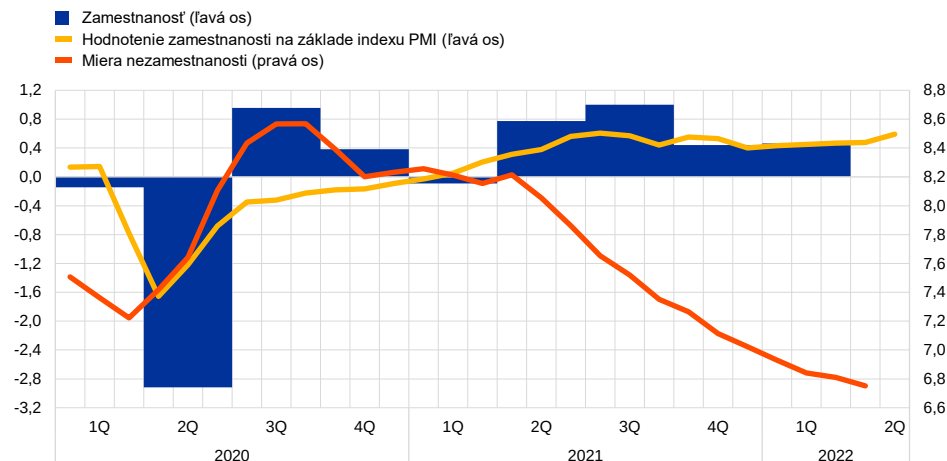
Zdroj: Standard & Poor's Global Ratings (ľavá časť), Európska komisia a výpočty ECB (pravá časť).

Poznámka: Položka „služby s intenzívnym osobným kontaktom“ predstavuje aktivity súvisiace s ubytovaním, stravovaním a nápojmi. Posledné údaje sú za máj 2022, s výnimkou služieb s intenzívnym osobným kontaktom, v prípade ktorých sú posledné údaje za apríl 2022.

**Situácia na trhu práce eurozóny sa aj napriek hospodárskym dôsledkom vojny na Ukrajine naďalej zlepšuje.** Miera nezamestnanosti dosiahla v apríli 2022 úroveň 6,8 %. Od marca sa viac-menej nezmenila a v porovnaní s úrovňou pred pandémie vo februári 2020 bola približne o 0,6 percentuálneho bodu nižšia (graf 6). Zároveň ide o najnižšiu úroveň zaznamenanú od vzniku eurozóny, aj keď s pokračujúcim, no postupne nižším využívaním schém na udržanie pracovných miest v niektorých krajinách. Celková zamestnanosť sa v prvom štvrtroku 2022 zvýšila medzištvrtročne o 0,6 %, po náraste o 0,4 % v poslednom štvrtroku 2021. V dôsledku hospodárskeho oživenia po uvoľnení protipandemických opatrení sa podiel pracovníkov zapojených do schém na udržanie pracovných miest znížil z približne 1,6 % pracovnej sily v decembri 2021 na 1,1 % pracovnej sily v marci 2022. Z dostupných údajov z národných účtov takisto vyplýva, že v prvom štvrtroku 2022 zostal celkový počet odpracovaných hodín pod úrovňou pred pandémie, a to najmä v sektore priemyslu a trhovách služieb.

**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, Standard &amp; Poor's Global Ratings 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 prvý štvrtrok 2022 v prípade zamestnanosti, za máj 2022 v prípade indexu PMI a za apríl 2022 v prípade miery nezamestnanosti.

**Krátkodobé ukazovatele trhu práce sú naďalej priaznivé, čo naznačuje celkovo odolný trh práce v eurozóne.** Mesačný zložený ukazovateľ zamestnanosti PMI dosiahol v máji hodnotu 55,9, čo je o 1,2 percentuálneho bodu viac ako v apríli.

Naďalej tak zostáva nad prahovou hodnotou 50, ktorá predstavuje rast zamestnanosti. Ukazovateľ zamestnanosti PMI sa výrazne zotavil po svojom historickom minime v apríli 2020 a od februára 2021 sa pohybuje v rastovom pásme. Pokiaľ ide o vývoj v jednotlivých sektoroch, ukazovateľ zamestnanosti PMI poukazuje na silný rast zamestnanosti vo všetkých troch hlavných sektoroch, t. j. v službách, priemyselnej výrobe a stavebníctve.

**Po poklese v dvoch po sebe idúcich štvrtrokoch by mali súkromnú spotrebu podporiť výdavky na služby, keďže pandemické obmedzenia sa zmiernili, a to aj napriek výrazným nepriaznivým vplyvom.**

Po slabom začiatku roka v dôsledku pandémie sa v prípade domácností na spotrebu tovarov začína prejavovať vplyv vojny na Ukrajine a pretrvávajúce obmedzenia vo výrobe a v distribúcii tovarov. Naznačuje to najnovší vývoj maloobchodného predaja, ktorý v apríli zaznamenal medzimesačný pokles o 1,3 %, po medzištvrtročnom poklese o 0,5 % v prvom štvrtroku 2022, a vývoj počtu registrácií nových automobilov, ktorý v apríli zaostal za svojím priemerom z prvého štvrtroka o približne 7 %, a to aj napriek miernemu medzimesačnému nárastu z nízkej úrovne v marci 2022. Spotrebiteľská dôvera zostala v máji výrazne pod svojím dlhodobým priemerom, čo odráža pretrvávajúce obavy domácností, pokiaľ ide o dôsledky vojny na Ukrajine. Ako naznačuje májový spotrebiteľský prieskum Európskej komisie, aj domácnosti a maloobchodné podniky sú menej optimistické, pokiaľ ide o budúce výdavky na veľké nákupy (tovaru). Ich pesimistické hodnotenie očakávanej budúcej finančnej a ekonomickej situácie aj napriek miernemu májovému zlepšeniu naznačuje, že vyššia inflácia a zvýšená neistota zrejme nepriaznivo ovplyvnia ich spotrebiteľské rozhodnutia (box 2). V súvislosti s postupným zmiernením pandemických obmedzení sa však aj napriek

tomu očakáva výrazné oživenie spotrebiteľských výdavkov na služby. Toto hodnotenie potvrdzuje aj najnovší spotrebiteľský prieskum Európskej komisie, ktorý naznačuje, že v očakávaní leta bez obmedzení sa aj napriek prebiehajúcej vojne a klesajúcemu reálnemu disponibilnému príjmu zvýšil očakávaný dopyt po ubytovacích a stravovacích službách a po službách v oblasti cestovného ruchu. Úspory naakumulované počas pandémie môžu iba čiastočne zmierniť vplyv energetického cenového šoku, keďže sa koncentrujú medzi domácnosťami s vyššími príjmami, ktoré sú vo všeobecnosti menej vystavené vysokým nákladom na energie. Na druhej strane domácnosti s nižšími príjmami, ktoré na energie mieniajú väčšiu časť svojich príjmov, by mali mať možnosť využívať výhody z fiškálnych opatrení na podporu príjmov.

**Podnikové investície sa v prvom štvrtroku 2022 znížili, k čomu prispel vývoj v Írsku.** Nestavebné investície klesli v prvom štvrtroku medzištvrtročne o 2,9 %, a to v dôsledku výrazného poklesu investícií do duševného vlastníctva v Írsku, ktorý vykompenzoval prudký nárast zaznamenaný v poslednom štvrtroku 2021. Investície v eurozóne, okrem Írska, vzrástli medzištvrtročne o 0,8 %, v prostredí rekordného nedostatku vybavenia vykázaného respondentmi štvrtročných podnikateľských prieskumov Rady ECOFIN. Všetky štyri najväčšie krajiny eurozóny zaznamenali pokračovanie rastu nestavebných investícií, najmä Španielsko a v menšej miere aj Taliansko, čo môže odrážať vplyv opätovného otvárania ekonomík a skorého čerpania finančných prostriedkov z programu Next Generation EU (NGEU). Podnikové investície by mala v budúcnosti nepriaznivo ovplyvniť zvýšená neistota v súvislosti s vojnou na Ukrajine, vysoké ceny energií, pretrvávajúce ponukové obmedzenia a sprísňovanie podmienok financovania. Údaje z prieskumov na začiatku druhého štvrtroka naznačujú nižšiu podnikateľskú dôveru, ktorá je odrazom pesimistickejšieho hodnotenia produkcie a nevybavených objednávok výrobcami investičného tovaru, zatiaľ čo nižší očakávaný obrát v sektore priemyselnej výroby poukazuje na medzištvrtročný pokles podnikových investícií v druhom štvrtroku 2022. Zlepšujúci sa výhľad vývoja aktivity v sektore služieb v dôsledku rušenia pandemických obmedzení a rozsiahlejšia podpora z programu NGEU by zároveň mali prispieť k opätovnému obnoveniu rastu neskôr v tomto roku.<sup>1</sup>

**Investície do nehnuteľností na bývanie v prvom štvrtroku 2022 výrazne vzrástli, hoci v najbližšom období sa pravdepodobne oslabia.** Investície do výstavby nehnuteľností na bývanie sa v prvom štvrtroku 2022 v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom zvýšili o 4,5 %. Pokiaľ ide o druhý štvrtrok, ukazovateľ najnovších trendov stavebnej činnosti Európskej komisie sa v apríli a máji v porovnaní s prvým štvrtrokom v priemere výrazne znížil. Výrazne klesol aj index PMI pre oblasť výstavby nehnuteľností na bývanie a v máji sa dostal do záporného rastového pásma. Čo sa týka dopytu, podľa údajov z najnovšieho prieskumu Európskej komisie v druhom štvrtroku výrazne klesli krátkodobé zámery domácností renovovať a kúpiť alebo postaviť nehnuteľnosť na bývanie. Na strane ponuky sa oslabil počet nevybavených podnikových objednávok. Nedostatočný

<sup>1</sup> Viac informácií sa nachádza v polročnom prieskume Európskej komisie z marca/apríla 2022 o investičných zámeroch, ktorý poukazuje na pokles investičných plánov priemyselných výrobcov na rok 2022, v porovnaní s plánmi z konca minulého roka; v oblasti služieb nastalo v tomto smere zlepšenie.



dopyt, ako faktor obmedzujúci výrobu, sa v apríli a máji zvýšil, aj keď naďalej výrazne zaostal za svojím dlhodobým priemerom. Výrobu podnikov aj naďalej obmedzoval značný nedostatok pracovných síl a materiálu (napr. ocele a dreva), ktorý sa po vypuknutí vojny na Ukrajine ešte prehĺbil a viedol k prudkému rastu cien v stavebníctve. Vyššie stavebné náklady a menej priaznivé podmienky financovania budú pravdepodobne tlmieť dopyt po nehnuteľnostiach na bývanie a spolu s pretrvávajúcimi obmedzeniami na strane ponuky brzdiť rast investícií do týchto nehnuteľností.

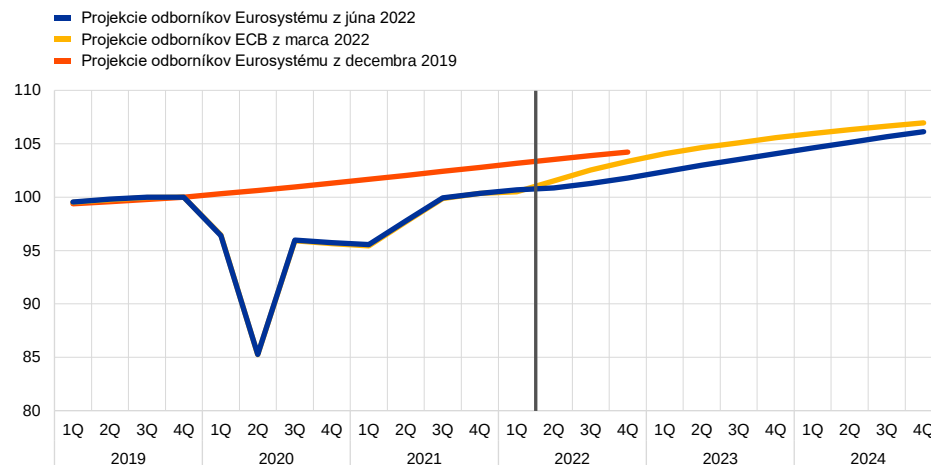
**V dôsledku oslabenia vývozu z eurozóny sa spomalila dynamika obchodu eurozóny, pričom vyhladky poukazujú na tlmený obchod, a to najmä vo výrobnom sektore.** Vo februári a marci 2022 došlo k oslabeniu nominálneho vývozu tovarov z eurozóny a k ďalšiemu rastu dovozu tovarov z krajín mimo eurozóny. V dôsledku vyšších nákladov na dovoz energií a tlmeného vývoja vývozu sa ďalej prehĺbil deficit obchodnej bilancie tovarov. Vývoz do Číny klesol pre pandemické obmedzenia a vývoz do Ruska sa z dôvodu sankcií a dobrovoľného správania účastníkov trhu znížil na polovicu. Krátkodobé ukazovatele prepravy a súvisiace údaje z prieskumov naznačujú, že v prípade ponukových obmedzení mohlo dôjsť k ich opätovnému prehĺbeniu, o čom svedčí napríklad nárast objemu tovarov uviaznutých v kľúčových prístavoch v máji 2022 v dôsledku pandemických obmedzení pohybu v Číne a vojny na Ukrajine. Oslabenie zahraničného dopytu v súvislosti s týmito udalosťami sa odrazilo na výhľadovom indexe PMI pre vývozné objednávky v sektore priemyselnej výroby, ktorý v máji opäť mierne klesol, hlbšie do záporného pásma. Index PMI pre vývozné objednávky v sektore služieb sa naopak dostal do rastového pásma, k čomu prispelo uvoľnenie pandemických obmedzení v Európe. Výrazné oživenie obchodu v rámci cestovného ruchu toto leto signalizujú napríklad ukazovatele z prieskumov a údaje o cestovných rezerváciách.

**Napriek horším krátkodobým vyhladkam sa očakáva, že hospodárska aktivita v eurozóne v priebehu tohto roka opäť naberie na sile a bude rásť pomerne rýchlym tempom.** Tento výhľad však sprevádza značná neistota. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z júna 2022 by mal ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 2,8 % v roku 2022 a po 2,1 % v rokoch 2023 a 2024 (graf 7). V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2022 bol výhľad na roky 2022 a 2023 výrazne upravený smerom nadol, a to najmä v dôsledku dosahu vojny na Ukrajine na hospodárstvo. Na rok 2024 bol výhľad upravený smerom nahor, odrážajúc tak oživenie hospodárskej aktivity v súvislosti s odznievajúcimi prekážkami.

## Graf 7

### Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(index; posledný štvrtrok 2019 = 100; štvrťročné údaje očistené od sezónnych vplyvov a rozdielného počtu pracovných dní)



Zdroj: Eurostat a článok [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, jún 2022](#), zverejnený 9. júna 2022 na internetovej stránke ECB.

Poznámka: Vertikálna čiara predstavuje začiatok makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z júna 2022, pričom posledné údaje o reálnom HDP eurozóny sú za prvý štvrtrok 2022.

### Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho vývoja sú podľa odborníkov Eurosystému naďalej naklonené smerom k pomalšiemu rastu.

Jedným z hlavných rizík je možnosť vážneho narušenia dodávok energií z Ruska do Európy po zavedení sankcií EÚ, čo by viedlo k ďalšiemu rastu cien energií a k obmedzeniu výroby.

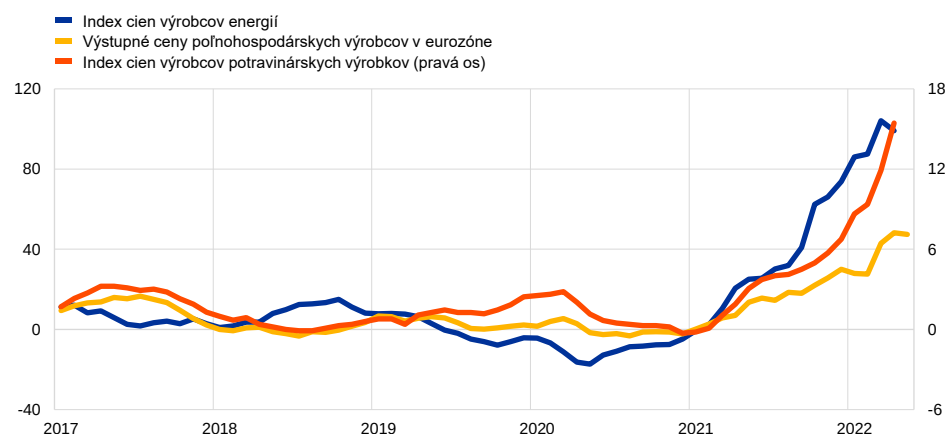
Podľa rýchleho odhadu Eurostatu inflácia v máji zaznamenala ďalší rast na 8,1 %, najmä z dôvodu prudkého rastu cien energií a potravín, ako aj následkov vojny. Výraznejší rast cien je zároveň dôsledkom prehĺbenia ponukových obmedzení a oživenia domáceho dopytu z dôvodu znovuotvárania ekonomiky, najmä v sektore služieb. Inflačné tlaky sú celkovo plošnejšie a intenzívnejšie a zároveň začína dochádzať k zrýchľovaniu mzdového rastu. Napriek tomu, že väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní odvodených z finančných trhov a odborných prieskumov sa pohybuje v blízkosti dvoch percent, počiatkové známky revízie týchto ukazovateľov nad úroveň cieľovej hladiny si vyžadujú pozorné monitorovanie. V porovnaní s projekciami odborníkov ECB z marca upravili odborníci Eurosystému vo svojich júnových projekciách základné projekcie inflácie výrazne nahor. Ročná miera inflácie HICP má podľa nových projekcií dosiahnuť 6,8 % v roku 2022, 3,5 % v roku 2023 a 2,1 % v roku 2024.

**Podľa rýchleho odhadu Eurostatu za máj vzrástla inflácia HICP na rekordne vysokú úroveň, ktorá v histórii eurozóny nemá obdobu.** Nárast zo 7,4 % v apríli na 8,1 % v máji odráža vyššie miery inflácie všetkých zložiek, predovšetkým však energií a potravín. Spotrebiteľské ceny energií, ktoré majú na celkovej inflácii naďalej najväčší podiel, sa po nepatrnom zmiernení v apríli znova zvýšili. Vysoké veľkoobchodné ceny plynu, ropy a elektriny, ako aj zvýšené rafinérské a distribučné marže v prípade pohonných hmôt (najmä motorovej nafty) prevažujú nad tlmiacim účinkom kompenzačných opatrení prijatých v krajinách eurozóny. Výrazne vzrástla aj inflácia cien potravín, a to vzhľadom na svetové ceny potravinových komodít a ceny domácich výrobcov. Tento vývoj je odrazom nákladových faktorov, súvisiacich napríklad s energiami a hnojivami (graf 8).

### Graf 8

Tlaky na vstupné náklady vyplývajúce z cien energií a potravín

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: V prípade výstupných cien poľnohospodárskych výrobcov sú posledné údaje z mája, v prípade ostatných ukazovateľov z apríla.

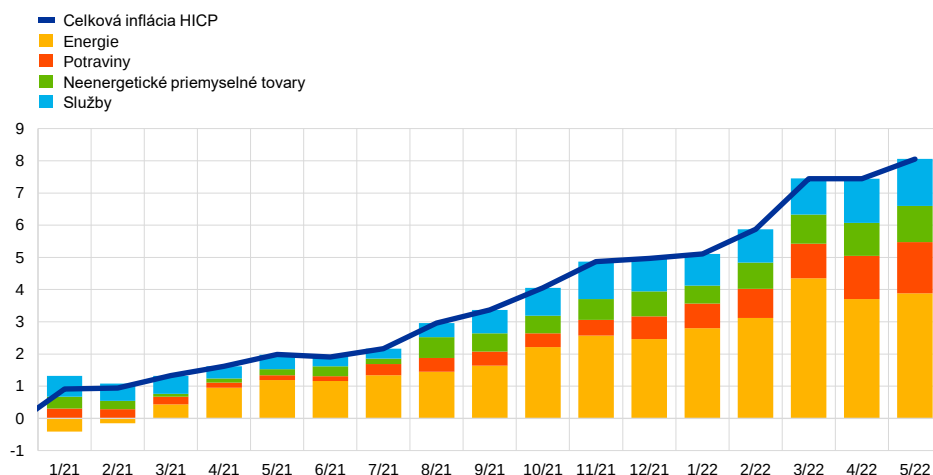
**Inflácia HICP bez energií a potravín (HICPX) sa zvýšila na 3,8 %, odrážajúc ďalší nárast cien neenergetických priemyselných tovarov (NEIG) i služieb**

(graf 9). I v tomto prípade sú hlavnou príčinou vyššie vstupné náklady spôsobené prudkým nárastom cien energií. Na infláciu NEIG majú zároveň naďalej vplyv globálne ponukové obmedzenia, ktoré sa zintenzívnili v dôsledku vojny na Ukrajine a pandemického vývoja v Číne. Inflácia cien služieb odráža určité účinky znovuotvárania ekonomiky po uvoľnení pandemických reštrikcií, o čom svedčí pomerne výrazný príspevok cien ubytovania a rekreačných služieb v apríli 2022.

## 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 mája 2022 (rýchly odhad).

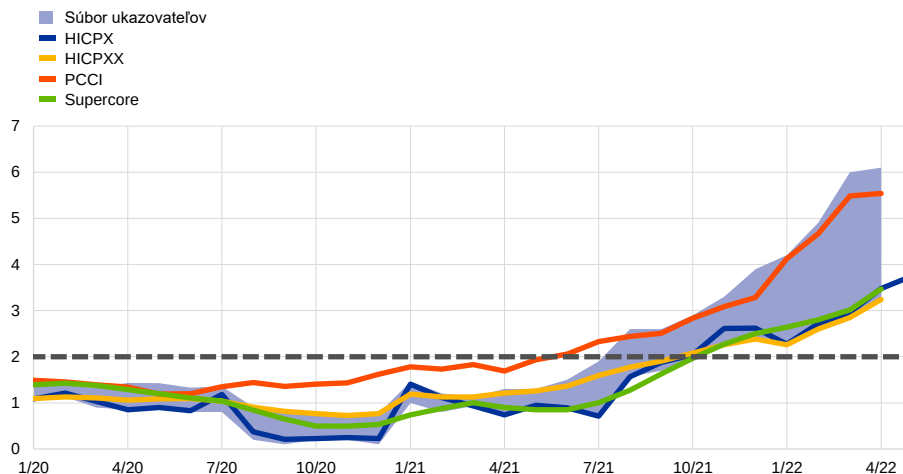
### Široké spektrum ukazovateľov základnej inflácie vzrástlo nad 3 % (graf 10).

Ukazovatele základnej inflácie založené na štatistickom vylúčení v posledných mesiacoch pokračovali v raste, keďže vysoké miery inflácie zaznamenáva čoraz väčší počet zložiek HICP. Inflácia HICPX vzrástla z 3,5 % v apríli 2022 na 3,8 % v máji. Ďalšie ukazovatele základnej inflácie sú k dispozícii len do apríla, keď sa inflácia HICPXX (HICP bez položiek súvisiacich s cestovným ruchom, odevov a obuvi, ako aj bez energií a potravín) zvýšila na 3,2 %. Rast ukazovateľov založených na štatistickom vylúčení ilustruje distribúcia podzložiek, ktoré tvoria kôš HICP. V apríli takmer 80 % z nich zaznamenalo ročné miery rastu prekračujúce 2 %. Ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) vychádzajúci z modelov pritom v apríli dosahoval 5,5 % a ukazovateľ Supercore, ktorý zahŕňa cyklicky citlivé zložky HICP, sa z marcových 3,0 % zvýšil na 3,5 %. Trvanie nárastu týchto ukazovateľov je naďalej neisté. 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. Čo sa týka ďalšieho vývoja, kľúčovým faktorom budúcej dynamiky základnej inflácie bude vývoj miezd.

## Graf 10

### Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

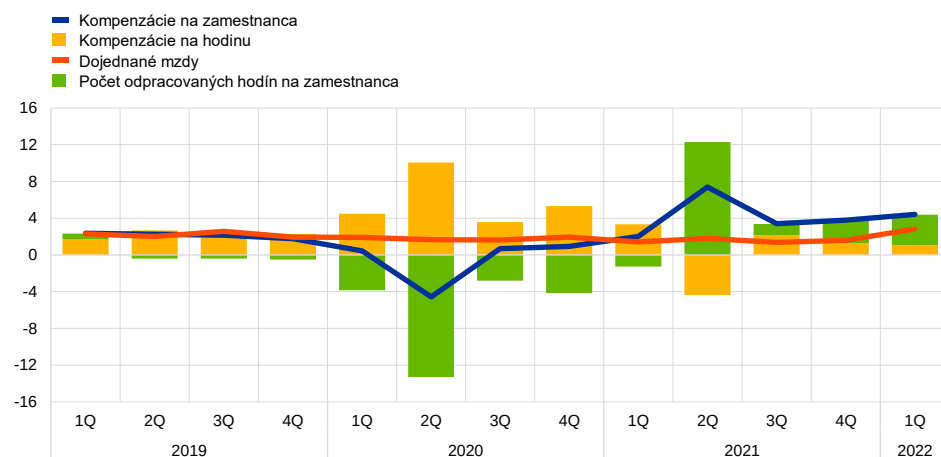
Poznámka: Súbor ukazovateľov základnej inflácie zahŕňa: HICP bez energií, HICP bez energií a nespracovaných potravín, HICPX (HICP bez energií a potravín), HICPXX (HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom, odevov a obuvi), orezaný priemer 10 % a 30 % a vážený medián. Posledné údaje sú z apríla 2022, s výnimkou HICPX, ktorá bola získaná z rýchleho odhadu za máj 2022.

**Z najnovších údajov o dojednaných mzdách vyplýva zrýchlenie mzdovej dynamiky, hoci po zohľadnení jednorazových platieb ide stále len o mierny nárast (graf 11).** Rast dojednaných miezd sa v prvom štvrtroku 2022 zrýchlil na 2,8 % (oproti 1,6 % v predchádzajúcom štvrtroku). Tento nárast nevyjadruje v plnej miere rast základných miezd, keďže mzdové dohody vo všeobecnosti zahŕňajú jednorazové platby na kompenzáciu pracovníkov za mimoriadny vývoj, ku ktorému došlo počas pandémie. Aktuálnejšie informácie o mzdových dohodách uzavretých od začiatku roka 2022 potvrdzujú určité posilnenie mzdovej dynamiky, hoci v porovnaní s terajšími mierami inflácie zostáva mzdový rast obmedzený. V prvom štvrtroku 2022 zaznamenal ďalšie zrýchlenie aj mzdový vývoj meraný na základe kompenzácií na zamestnanca: z 3,8 % v predchádzajúcom štvrtroku sa zvýšil na 4,4 %. Tento nárast však bol predovšetkým odrazom zvýšenia priemerného počtu odpracovaných hodín, zatiaľ čo zvýšenie kompenzácie na hodinu bolo oveľa viac obmedzené s ročnou mierou rastu 1,1 %. Vzhľadom na pokračujúce oslabovanie účinku 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 prvý štvrtrok 2022.

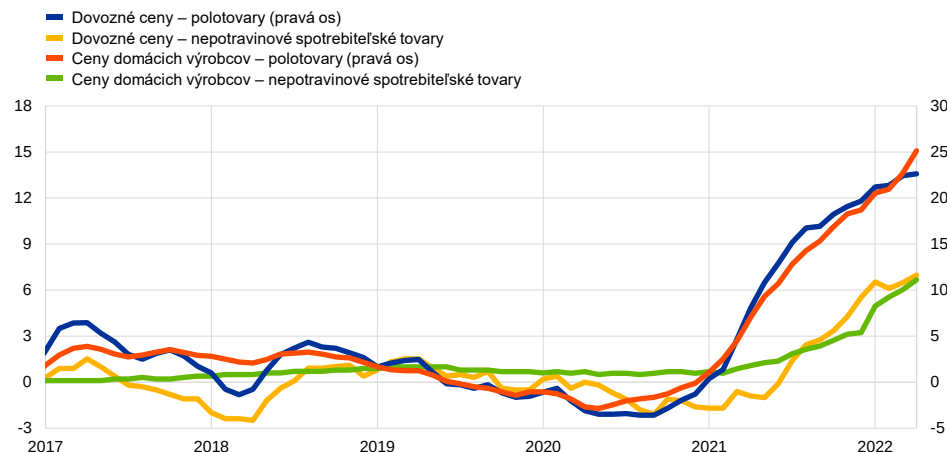
**Aj naďalej dochádza k rastu tlakov v ponukovom reťazci na spotrebiteľské ceny neenergetických priemyselných tovarov, a to vo všetkých fázach cenového reťazca. Graf 12** V reakcii na poruchy dodávateľských reťazcov

a svetové ceny komodít, najmä energií, no i niektorých kovov, pokračovali nákladové tlaky v raste na historické maximá. V skorých fázach cenového reťazca v prípade HICP neenergetických priemyselných tovarov ročná miera rastu cien výrobcov pri domácom predaji polotovarov vyskočila z 22,7 % v marci 2022 na 25,1 % v apríli. Rýchlym tempom naďalej rástli aj dovozné ceny polotovarov (22,6 % v apríli, 22,4 % v marci). Vstupné nákladové tlaky výraznejšie dominujú aj v neskorších fázach cenového reťazca: inflácia cien výrobcov pri domácom predaji nepotravinových spotrebiteľských tovarov vzrástla zo 6,0 % v marci na 6,7 % v apríli, čo je v porovnaní s priemernou ročnou mierou 0,6 % za obdobie 2001 až 2019 výnimočne vysoká hodnota. Po nepatrnom poklese medzi februárom a marcom sa v apríli zvýšila aj inflácia dovozných cien nepotravinových spotrebiteľských tovarov (na 7,0 %). Z tohto vývoja dovozných a výrobných cien nepotravinových spotrebiteľských tovarov celkovo vyplýva, že tlaky na infláciu cien neenergetických priemyselných tovarov v rámci HICP pravdepodobne v najbližšom období zostanú na zvýšenej úrovni. Tento predpoklad sa odráža aj v údajoch o očakávaniach predajných cien vo výrobnom sektore.

## Graf 12

### Ukazovatele tlakov v ponukovom reťazci

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z apríla 2022.

**V prostredí prehľubujúcich sa ponukových obmedzení a zhoršujúceho sa hospodárskeho výhľadu sa trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie v eurozóne na veľmi krátkodobý horizont výrazne zvýšili, no v prípade dlhodobejšieho horizontu mierne klesli (graf 13).** Z trhových ukazovateľov

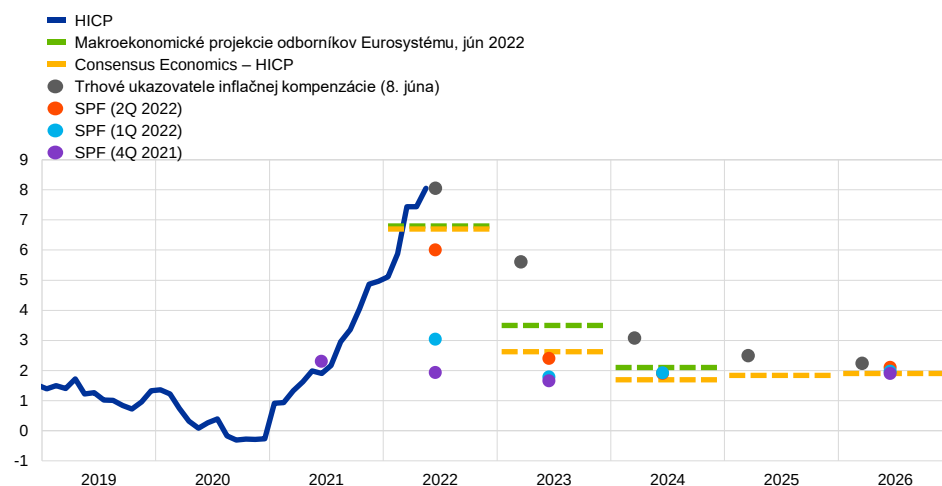
inflačnej kompenzácie (na základe HICP bez tabaku) vyplýva, že inflácia v eurozóne vyvrcholí v treťom štvrtroku 2022 na úrovni takmer 9 %. Tieto ukazovatele inflačnej kompenzácie zostávajú až do konca roka 2022 v blízkosti 8 %, na úrovni o približne 3 percentuálne body vyššej než v čase marcového zasadania Rady guvernérov, a následne klesne na úroveň mierne vyššiu ako 2,5 % v polovici roka 2024. Dlhodobejšie ukazovatele inflačnej kompenzácie sa zároveň v poslednom čase po výraznom raste v prvej polovici sledovaného obdobia opäť mierne znížili. Päťročná forwardová sadzba inflačných swapov o päť rokov na začiatku mája dočasne predstavovala 2,49 %, kým na konci sledovaného obdobia znovu neklesla na 2,28 %. Je dôležité poznamenať, že trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie nie sú priamym meradlom skutočných inflačných očakávaní účastníkov trhu, keďže zahŕňajú inflačné rizikové prémie na kompenzáciu neistoty spojenú s infláciou. V súčasnosti sa tieto prémie hodnotia ako kladné, z čoho vyplýva, že skutočné inflačné očakávania sú podľa odhadov nižšie než priame hodnoty trhových dlhodobějších ukazovateľov inflačnej kompenzácie, a teda bližšie k symetrickému inflačnému cieľu ECB na úrovni 2 %. Podľa prieskumu profesionálnych prognostikov ECB (ECB's Survey of Professional Forecasters – SPF) za druhý štvrtrok 2022 sa dlhodobější inflačné očakávania (za rok 2026) ďalej zvýšili na 2,1 %, zatiaľ čo podľa výsledkov prieskumu Consensus Economics dosiahli 1,9 %.



### Graf 13

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

(ročná percentuálna zmena)



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

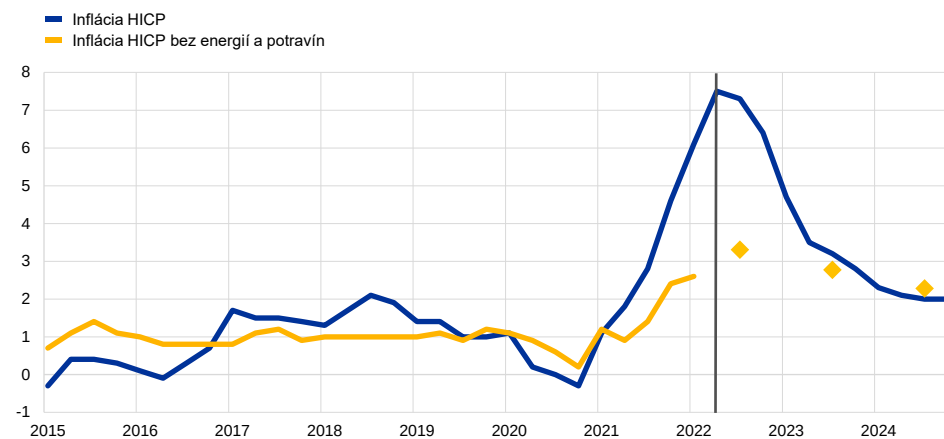
Poznámka: Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie vychádzajú z jednoročnej spotovej miery inflácie a jednoročnej forwardovej miery o jeden rok, jednoročnej forwardovej miery o dva roky, jednoročnej forwardovej miery o tri roky a jednoročnej forwardovej miery o štyri roky. Posledné údaje v prípade trhových ukazovateľov kompenzácie za infláciu sú z 8. júna 2022. Prieskum Survey of Professional Forecasters za druhý štvrťrok 2022 prebiehal od 1. do 4. apríla 2022. Redakčná uzávierka údajov v prognózach Consensus Economics na roky 2024, 2025 a 2026 bola v apríli 2022, na roky 2022 a 2023 v máji 2022. Redakčná uzávierka údajov uvedených v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému bola 24. mája 2022.

**Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2022 má celková inflácia zostať v krátkodobom horizonte na zvýšenej úrovni a následne má klesnúť na 3,5 % v roku 2023 a 2,1 % v roku 2024.** Po výraznom raste sa očakáva vyššia a dlhšie trvajúca inflácia. Celková inflácia má v roku 2022 zostať na veľmi vysokej úrovni – v priemere 6,8 %. Je to odrazom zvýšených cien ropy a zemného plynu, rastu cien potravinových komodít výrazne zasiahnutých vojnou na Ukrajine, účinkov znovuotvárania hospodárstva a globálnych výpadkov dodávok. Neskôr by sa mal mimoriadny vývoj cien potravín a energetických komodít zmierniť, čo má podľa očakávaní spolu s prebiehajúcou normalizáciou menovej politiky premietajúcou sa do predpokladov úrokových mier viesť k poklesu celkovej inflácie na 3,5 % v roku 2023 a 2,1 % v roku 2024. Zvýšená má v krátkodobom horizonte zostať aj inflácia HICP bez energií a potravín, odrážajúc ponukové obmedzenia, náklady na energetické vstupy a účinky znovuotvárania hospodárstva. Ku koncu sledovaného obdobia sa má inflácia HICPX s ústupom týchto tlakov znížiť, no má zostať na zvýšenej úrovni vzhľadom na mzdový rast, ktorý v kontexte nedostatku pracovných síl, hospodárskeho oživenia a určitých účinkov kompenzácie na vyššiu infláciu výrazne prekračuje svoj historický priemer. V porovnaní s projekciami odborníkov ECB z marca 2022 bol výhľad vývoja inflácie upravený nahor o 1,7 percentuálneho bodu na rok 2022, o 1,4 percentuálneho bodu na rok 2023 a o 0,2 percentuálneho bodu na rok 2024.

### Graf 14

#### Inflácia HICP a inflácia HICP bez energií a potravín v eurozóne (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, jún 2022.

Poznámka: Zvislá čiara označuje začiatok projektovaného obdobia. Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2022 (údaje) a štvrtý štvrťrok 2024 (projekcie). Redakčná uzávierka údajov uvedených v projekciách bola 24. mája 2022. Historické údaje za infláciu HICP a infláciu HICP bez energií a potravín majú štvrťročnú periodicitu. Pokiaľ ide o údaje prognóz, údaje za infláciu HICP majú štvrťročnú a údaje za HICP bez energií a potravín ročnú periodicitu.

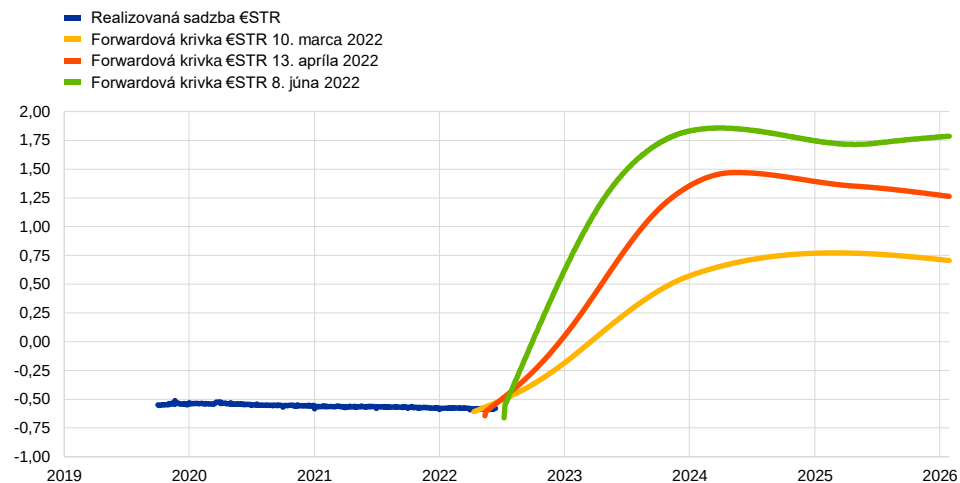
*V sledovanom období (od 10. marca do 8. júna 2022) značne stúpili bezrizikové sadzby v eurozóne po tom, čo účastníci trhu prehodnotili svoje očakávania týkajúce sa zvýšenej pravdepodobnosti sprísňovania menovej politiky. V dôsledku toho sa sklon forwardovej krivky krátkodobej eurovej sadzby (€STR) stal výrazne strmším, keď trhy vo svojom ocenení zohľadňovali očakávané prvé zvýšenie sadzby menovej politiky o 25 bázičných bodov na júlovom zasadnutí Rady guvernérov ECB. Výnosy dlhodobých dlhopisov sa globálne zvýšili, keďže inflačné tlaky podporili očakávania rýchlejšej normalizácie menovej politiky; rast výnosov štátnych dlhopisov eurozóny zároveň vo všeobecnosti bezprostredne kopíroval vývoj bezrizikových sadzieb, hoci spready sa naprieč krajinami zväčšili o niečo výraznejšie. Vývoj na európskych akciových trhoch a trhoch s podnikovými dlhopismi prebiehal v dvoch odlišných fázach: po zmazaní strát v dôsledku vojny nasledoval pokles spôsobený horšími dlhodobými očakávanými ziskami a vyššími bezrizikovými sadzbami. Euro vážené zahraničným obchodom sa celkovo ďalej oslabovalo, k čomu prispel zmiešaný vývoj bilaterálnych výmenných kurzov.*

**Od marcového zasadnutia Rady guvernérov došlo k výraznému nárastu bezrizikových sadzieb v eurozóne, keď účastníci trhu vo svojich očakávaniach rátali so skorým sprísňovaním menovej politiky a vo svojom ocenení zohľadnili očakávané prvé zvýšenie úrokových sadzieb o 25 bázičných bodov na júlovom zasadnutí Rady guvernérov.** Sadzba €STR dosahovala počas sledovaného obdobia v priemere –58 bázičných bodov a nadbytočná likvidita sa zvýšila približne o 136 mld. € na 4 613 mld. €. Po aprílovom zasadnutí Rady guvernérov zároveň došlo k zvýšeniu forwardovej krivky jednoduchových indexových swapov (overnight index swap – OIS) založenej na referenčnej sadzbe €STR (graf 15). To naznačuje, že účastníci trhu upravili svoje očakávania v oblasti menovej politiky vzhľadom na silnejúce inflačné tlaky a oznámenie Rady guvernérov o ukončení čistých nákupov v rámci programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP) v treťom štvrtroku. Trh v dôsledku toho výrazne posunul dátum predpokladaného prvého zvýšenia sadzby menovej politiky o 25 bázičných bodov už na júl 2022, pričom v roku 2022 aktuálne očakáva ďalšie tri zvýšenia tejto sadzby o 25 bázičných bodov.

## Graf 15

### Forwardové sadzby €STR

(v % p. a.)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Forwardová krivka je odhadnutá použitím spotových sadzieb OIS (€STR).

### Vzhľadom na to, že inflačné tlaky podporujú očakávanie rýchlejšej

### normalizácie menovej politiky, sa výnosy dlhodobých dlhopisov globálne

### zvyšujú (graf 16). Výnosy dlhopisov počas sledovaného obdobia globálne rástli

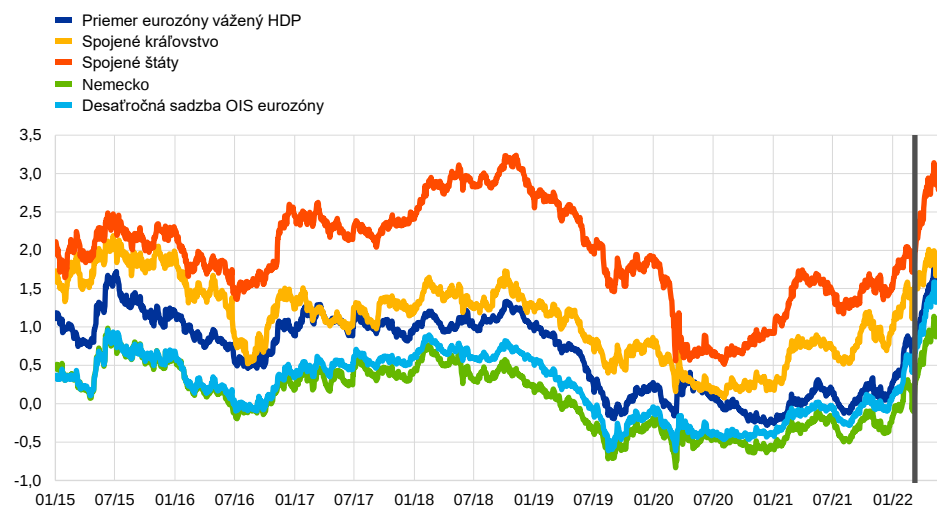
v očakávaní zvyšovania úrokových sadzieb menovej politiky zo strany centrálnych bánk, a to aj napriek nárastu rizík ohrozujúcich výhľad hospodárskeho vývoja.

Priemerný výnos desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážený HDP sa zvýšil o 118 bázických bodov na 2,05 %, čo je úroveň, ktorá bola naposledy zaznamenaná v polovici roka 2015. Napriek miernemu poklesu na začiatku mája výnosy desaťročných štátnych dlhopisov Spojených štátov vzrástli počas sledovaného obdobia o 102 bázických bodov a dosiahli úroveň 3,03 %, čo je zhruba v súlade s vývojom sadzieb v eurozóne. Zvýšili sa aj výnosy desaťročných štátnych dlhopisov Spojeného kráľovstva a Nemecka, a to o 72 a 108 bázických bodov na 2,25 % a 1,36 %.

### 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 (10. marca 2022). Posledné údaje sú z 8. júna 2022.

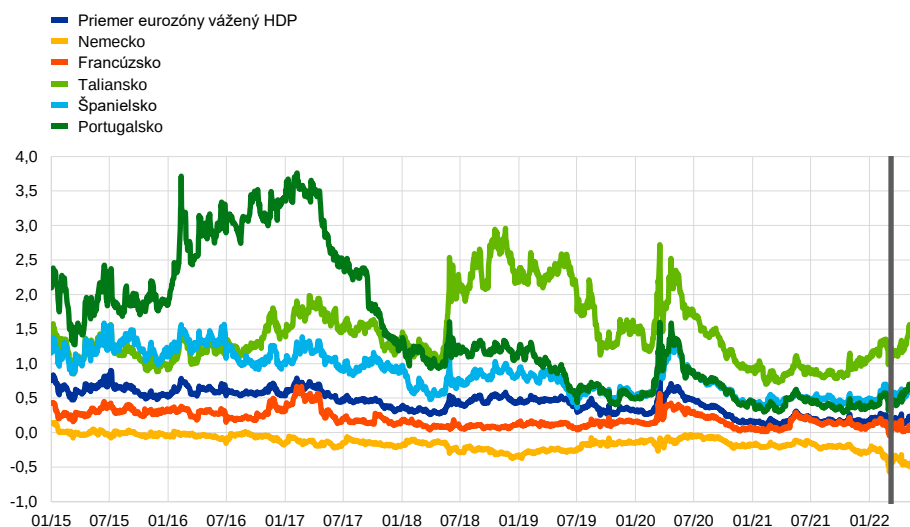
#### Zvyšovanie výnosov štátnych dlhopisov eurozóny celkovo zodpovedalo vývoju bezrizikových sadzieb, hoci spready sa naprieč krajinami zväčšili o niečo výraznejšie (graf 17).

Spread výnosov desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážených HDP v porovnaní so sadzbou OIS zostal počas sledovaného obdobia stabilný, keď sa zvýšil iba mierne o 9 bázičických bodov. K trochu výraznejšiemu preceňovaniu došlo vo vysoko zadlžených krajinách; napríklad spready talianskych a portugalských desaťročných štátnych dlhopisov sa počas sledovaného obdobia zvýšili o 44 a 27 bázičických bodov, zatiaľ čo spread desaťročných nemeckých štátnych dlhopisov sa posunul o 2 bázičické body hlbšie do záporného pásma.

**Graf 17**

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

(v % p. a.)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (10. marca 2022). Posledné údaje sú z 8. júna 2022.

V prvej polovici sledovaného obdobia sa spready podnikových dlhopisov znížili v dôsledku priaznivejšieho rizikového sentimentu, neskôr sa však vzhľadom na rastúce riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho vývoja a vyššie bezrizikové sadzby opäť zväčšili. Po počiatočnom prudkom poklese z dôvodu priaznivejšieho rizikového sentimentu sa spready podnikových dlhopisov v eurozóne po aprílovom zasadnutí Rady guvernérov ECB výrazne zväčšili, pričom sa objavili náznaky čoraz heterogénnejšieho vývoja v prípade dlhopisov investičného stupňa a dlhopisov s vysokým výnosom. Spready dlhopisov nefinančných spoločností investičného stupňa sa počas sledovaného obdobia znížili o 2 bázičké body na 67 bázičkových bodov, zatiaľ čo spready dlhopisov finančných spoločností poklesli o 5 bázičkových bodov. V dôsledku toho sa spready pohybujú v blízkosti svojich predpandemických priemerov a v súčasnosti sa javia ako odolné voči očakávanej normalizácii menovej politiky.

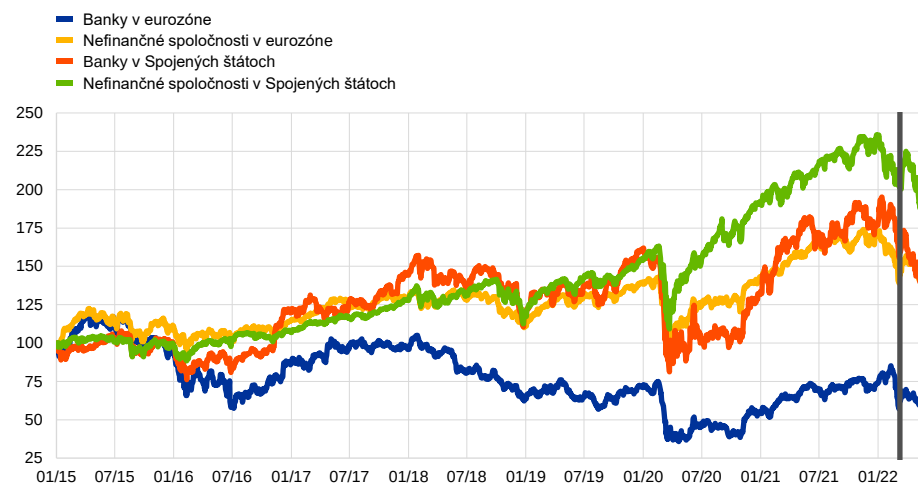
**Európske akciové trhy, podporované lepším sentimentom, najskôr zmazali straty spôsobené vojnou, v druhej polovici sledovaného obdobia však klesli v dôsledku rizík ohrozujúcich výhľad hospodárskeho vývoja, horších očakávaných ziskov a vyšších bezrizikových sadzieb (graf 18).** Po poklese spôsobenom ruskou inváziou na Ukrajinu sa európske akciové trhy spočiatku zotavili vďaka priaznivejšiemu rizikovému sentimentu, ku ktorému prispeli náznaky, že vplyv konfliktu by mohol byť iba obmedzený, a prekvapujúco vysokým ziskom vykázaným v prvom štvrtroku tohto roka. V druhej časti sledovaného obdobia však ceny akcií mierne klesli v dôsledku pesimistickejšieho hospodárskeho výhľadu, keď nové obmedzenia pohybu v Číne spôsobili rast neistoty. Dlhodobejšie očakávania rastu ziskov následne začali klesať, hoci zo zvýšených úrovní. Aj napriek výrazne vyšším bezrizikovým sadzbám sa ceny akcií nefinančných spoločností eurozóny a bánk v sledovanom období zvýšili o 4,1 % a 7,1 %. Výpredaj rizikových aktív v Spojených

štátach z dôvodu rastúcich obáv z recesie viedol k celkovému poklesu cien akcií nefinančných spoločností a bánk o 3,7 % a 7,5 %.

### Graf 18

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

(index: 1. január 2018 = 100)



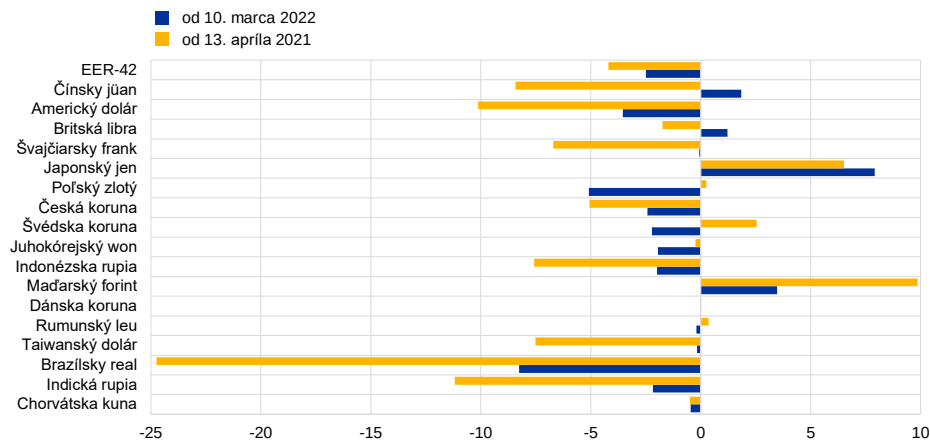
Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (10. marca 2022). Posledné údaje sú z 8. júna 2022.

**Na devízových trhoch pokračovalo oslabovanie eura voči americkému doláru aj eura váženého zahraničným obchodom, pričom vývoj bilaterálnych výmenných kurzov bol inak rôznorodý (graf 19).** Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 42 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa v sledovanom období oslabil o 2,5 %. Odrážalo to znehodnocovanie eura voči americkému doláru (o 3,5 %) v dôsledku očakávaného rýchlejšieho sprísňovania menovej politiky Federálnym rezervným systémom. Euro sa oslabilo aj voči menám viacerých rozvíjajúcich sa trhových ekonomík, zároveň došlo k jeho posilneniu voči japonskému jenu (o 7,9 %), britskej libře (o 1,2 %) a čínskemu jüanu (o 1,8 %).

**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 zhodnotenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané použitím výmenných kurzov z 8. júna 2022.



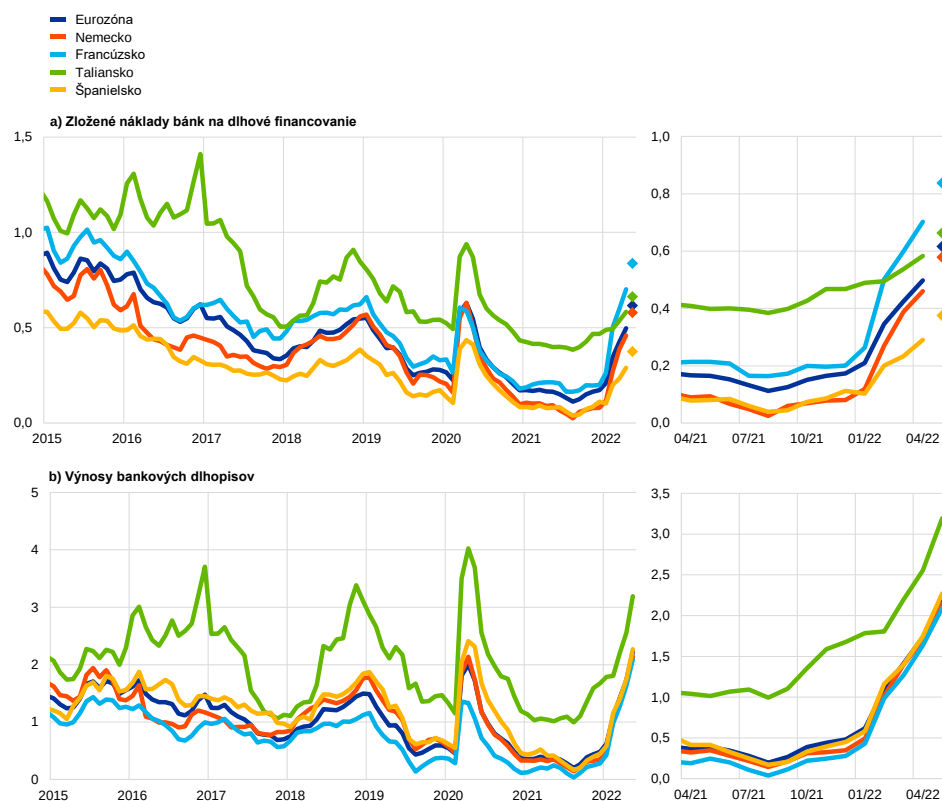
*Podmienky bankového financovania a poskytovania bankových úverov sa v apríli a máji ďalej sprísňovali, a to v súvislosti so zvýšenou neistotou spojenou s hospodárskym výhľadom a narastajúcimi očakávaniami normalizácie menovej politiky. Sadzby bankových úverov podnikom a domácnostiam začali odrážať celkové zvýšenie bezrizikových trhových sadzieb. Náklady podnikov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu sa počas sledovaného obdobia výrazne zvýšili, pri klesajúcich nákladoch na financovanie prostredníctvom akcií. Poskytovanie úverov podnikom a domácnostiam je i naďalej výrazné. Údaje z prieskumov však ukazujú, že podniky všetkých veľkostí vnímajú zhoršenie podmienok financovania. Tvorba peňažnej zásoby sa naďalej normalizuje, pričom odráža ďalší pokles tempa akumulácie vkladov podnikov a domácností z vysokých úrovní zaznamenaných počas pandémie.*

**Náklady bánk eurozóny na financovanie sa naďalej zvyšujú v prostredí narastajúcich očakávaní normalizácie menovej politiky.** Ako ukazuje modelový odhad, zložené náklady bánk v eurozóne na dlhové financovanie pokračovali v máji v rastúcom trende, ktorý sa začal v auguste 2021 (graf 20, časť a). Prispeli k tomu predovšetkým rastúce výnosy bankových dlhopisov (graf 20, časť b), ktoré zasa odrážali zvýšenie bezrizikových sadzieb. Tento tlak na zvyšovanie celkových nákladov bánk na financovanie doposiaľ tlmili dva faktory. Po prvé, úrokové sadzby na vkladoch, ktoré tvoria veľkú časť financovania bánk v eurozóne, zostali stabilné a pohybovali sa v blízkosti svojich historicky nízkych úrovní. Po druhé, cielené dlhodobjšie refinančné operácie (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO) poskytli bankám likviditu za priaznivých podmienok. V nadchádzajúcich štvrťrokoch však bude tento tlmiaci efekt pravdepodobne odznievať, keďže sa očakáva, že sadzby na vkladoch budú čoraz viac odrážať rastúce trhové úrokové sadzby a operácie TLTRO sa splatia.

**Graf 20**

Zložené úrokové sadzby bankového financovania vo vybraných krajinách eurozóny

(v % za rok)



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 jednoduchými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi splatnými na požiadanie, ktoré sú vážené príslušnými nesplatenými sumami. Výnosy bankových dlhopisov sú mesačné priemery dlhopisov prioritnej tranže. Kosoštvorce označujú modelové odhady zložených nákladov bán na financovanie dlhu v máji 2022 za predpokladu, že zložené náklady na vklady a príslušné nesplatené sumy použité ako váhy zostanú nezmenené na úrovni z apríla 2022. Posledné údaje sú z 31. mája 2022 v prípade výnosov bankových dlhopisov a z apríla 2022 v prípade zložených nákladov na vklady.

### Sadzby bankových úverov podnikom a domácnostiam začali odrážať rastúce bezrizikové trhové sadzby, naďalej však zostávajú na nízkej úrovni (graf 21).

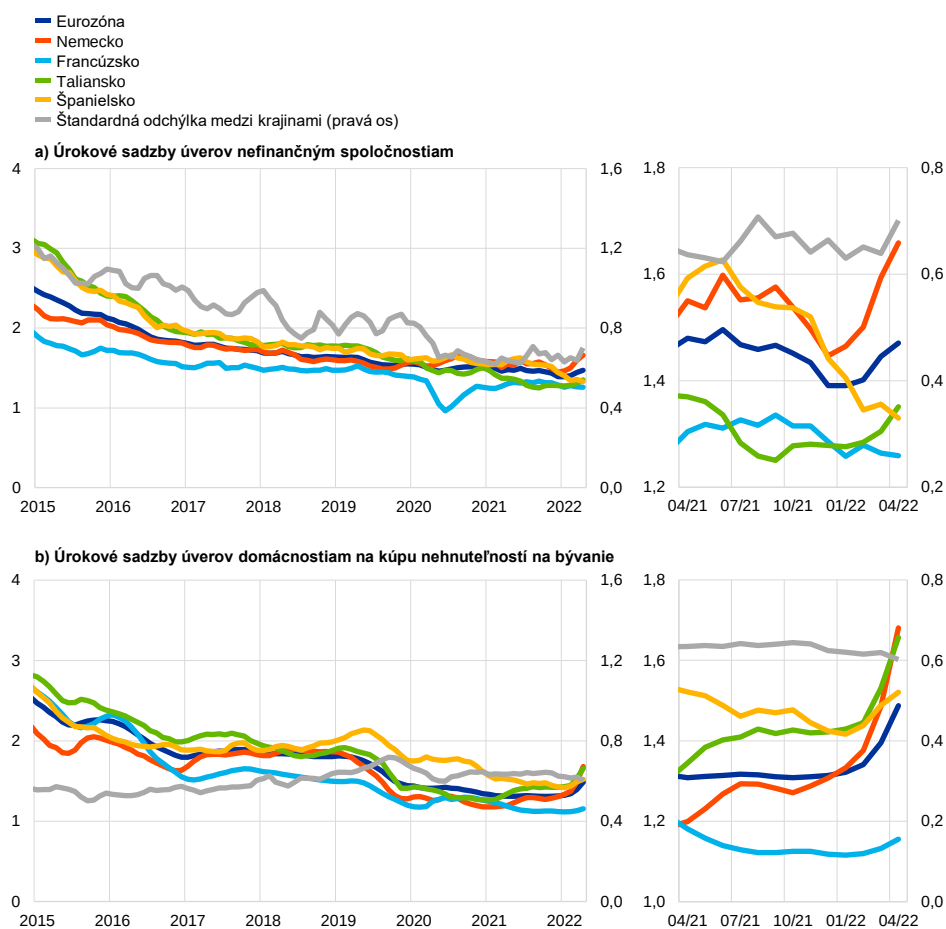
Nedávny prudký nárast výnosov štátnych dlhopisov eurozóny sa začal premietiť do úrokových sadzieb úverov, hoci podmienky financovania podnikov a domácností zostávajú priaznivé a rozptyl sadzieb úverov, meraný štandardnou odchýlkou medzi jednotlivými krajinami, je malý (graf 21). Zložené úrokové sadzby bankových úverov domácnostiam na nákup nehnuteľností na bývanie sa v apríli výrazne zvýšili o 14 bazických bodov na 1,61 %, zatiaľ čo zodpovedajúce úrokové sadzby úverov nefinančným spoločnostiam sa zvýšili iba mierne na 1,51 %. Spread medzi úrokovými sadzbami veľmi malých bankových úverov a veľkých bankových úverov sa značne zväčšil a dosiahol úroveň spread pandémie. K zvýšeniu úrokových sadzieb hypotekárnych úverov došlo vo všetkých väčších krajinách eurozóny. Banky zároveň sprísňujú podmienky poskytovania úverov podnikom a domácnostiam, čo signalizuje blížiacu sa znížovanie ponuky úverov, ktoré môže byť v najbližších mesiacoch sprevádzané nárastom úrokových sadzieb úverov. Marže z úverov a vkladov pri nových obchodoch, definované ako rozdiel medzi priemernými úrokovými sadzbami úverov a priemernými úrokovými sadzbami vkladov, sa po dlhom období nízkych

hodnôt výrazne zvýšili. Hoci marže pri nesplatených sumách naďalej klesali, keďže úvery mávajú dlhšiu dobu splatnosti ako vklady, a preto ich precenenie trvá dlhšie, očakáva sa, že ziskovosť bánk podporia vyššie úrokové sadzby a menší objem problémových úverov, a to za predpokladu, že hospodársky výhľad zostane dostatočne priaznivý na to, aby sa predišlo vyššiemu kreditnému riziku.<sup>2</sup>

## 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 apríl 2022.

**V období od 10. marca do 8. júna 2022 sa podstatne zvýšili náklady podnikov na vydávanie dlhových cenných papierov na trhu, zatiaľ čo náklady nefinančných spoločností na financovanie prostredníctvom akcií zaznamenali pokles.** Pod rast nákladov na dlhové financovanie prostredníctvom trhu sa podpísalo výrazné zvýšenie bezrizikových sadzieb, zatiaľ čo spready podnikových dlhopisov nepatrne klesli. Zníženie nákladov na financovanie prostredníctvom akcií možno pripísať poklesu rizikovej prémie akcií, keďže neistota spojená s akciovými

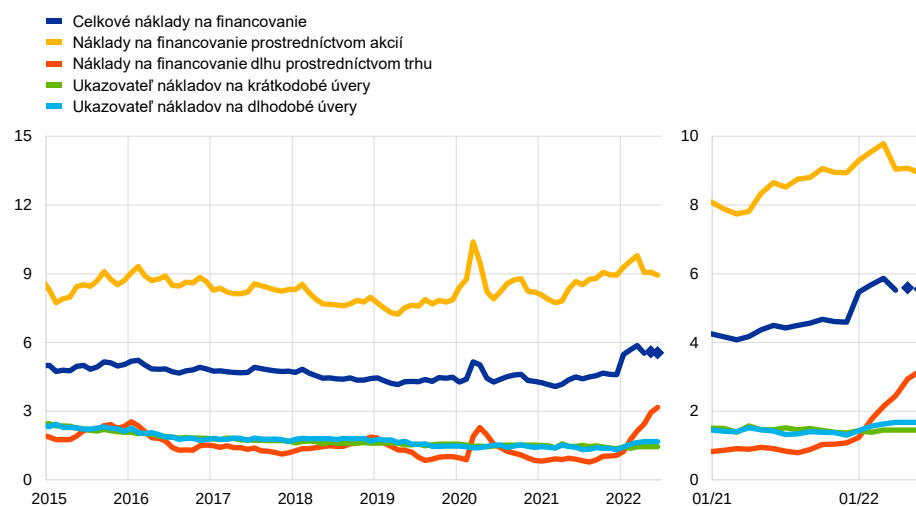
<sup>2</sup> Správa ECB o finančnej stabilite ([Financial Stability Review](#)), máj 2022.

trhmi sa aj napriek zhoršeniu vyhládok dlhodobého rastu ziskov zmenšila (viac v časti 4). Zvýšenie diskontnej sadzby spôsobilo rast nákladov na financovanie prostredníctvom akcií, nestačilo však na vykompenzovanie tlmiaceho účinku nižšej rizikovej prémie akcií. Za predpokladu, že náklady na bankové úvery zostali nezmenené na aprílovej úrovni, celkové náklady na financovanie z vonkajších zdrojov by mali podľa odhadov 8. júna 2022 klesnúť na 5,6 % z úrovne 5,9 % zaznamenatej 10. marca (graf 22). V porovnaní s úrovňami z rokov 2020 a 2021 však celkové náklady na financovanie dosahujú od začiatku roka 2022 výrazne vyššie hodnoty.

### Graf 22

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

(v % za rok)



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

Poznámka: Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností sa vypočítavajú ako vážený priemer nákladov na bankové úvery, nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a nákladov na financovanie prostredníctvom akcií, na základe príslušných nesplatených objemov. Tmavomodré kosoštvorce znázorňujú modelový odhad celkových nákladov na financovanie v máji a júni 2022 (vrátane údajov k 8. júnu 2022), za predpokladu, že náklady na bankové úvery zostanú nezmenené na úrovni z apríla 2022. Posledné údaje sú z 8. júna 2022 v prípade nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu (mesačný priemer denných údajov), z 3. júna 2022 v prípade nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom akcií (týždenné údaje) a za apríl 2022 v prípade nákladov na bankové úvery (mesačné údaje).

### Podniky signalizovali sprísňovanie podmienok financovania v prieskume

o prístupe podnikov k financovaniu (Survey on the Access to Finance of Enterprises

– SAFE) z apríla 2022. Výrazne vyššie percento podnikov (34 % oproti 5 %

zaznamenaným v predchádzajúcom prieskumnom kole) vykázalo nárast bankových

úrokových sadzieb, pričom výsledky boli podobné bez ohľadu na veľkosť podniku či

krajinu. Zároveň sa ďalej zvyšoval aj čistý percentuálny podiel podnikov (z 29 % na

37 %) signalizujúcich nárast ostatných nákladov na financovanie (t. j. poplatkov

a provízií) a podniky vykazovali aj prísnejšie požiadavky na kolaterál. Podľa

vyjadrení podnikov eurozóny makroekonomické prostredie má nepriaznivý vplyv na

dostupnosť financovania z vonkajších zdrojov (–29 % v čistom vyjadrení, z 8 %).

Ochota bánk poskytovať úvery sa podľa podnikov stále zlepšuje, avšak v menšej

miere ako v predchádzajúcom kole prieskumu. Syntetický ukazovateľ toho, ako

podniky vnímajú podmienky financovania, ktoré musia splňať, potvrdzuje zhoršenie

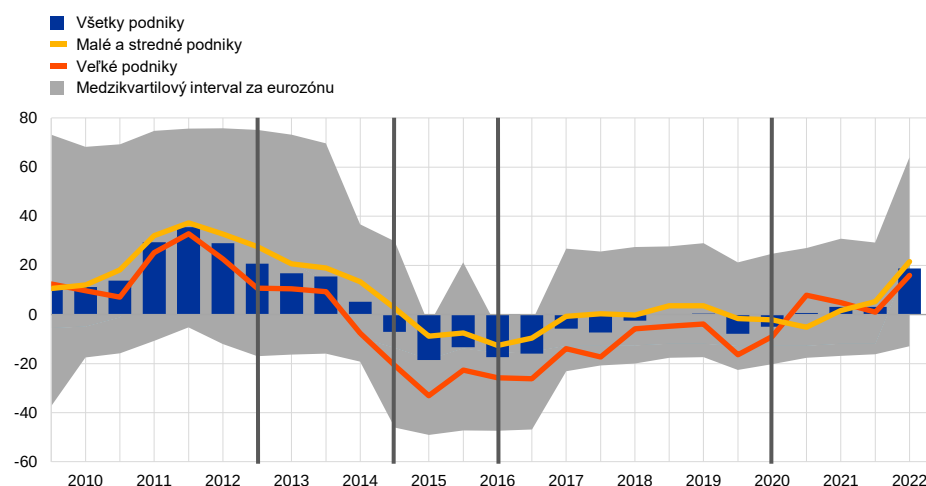
vo všetkých veľkostných triedach podnikov: približne 20 % veľkých aj malých

a stredných podnikov (MSP) signalizovalo zhoršenie tohto ukazovateľa, pri zohľadnení charakteristických čŕt jednotlivých podnikov a ochoty bánk poskytovať úvery (graf 23).<sup>3</sup> Takéto zvýšené percentuálne hodnoty neboli zaznamenané od polovice roka 2014, pričom zodpovedajú dostupným informáciám z bankového sektora.

### Graf 23

#### Podmienky financovania z pohľadu podnikov v eurozóne

(vážené skóre)



Zdroj: Prieskum ECB o prístupe podnikov k financovaniu.

Poznámka: Uvedený ukazovateľ sa získava na základe faktorovej analýzy. Kladné hodnoty predstavujú zhoršenie podmienok financovania podnikov. Podrobnejšie informácie sa nachádzajú v boxe s názvom [Podmienky financovania z pohľadu spoločností v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2021. Jednotlivé skóre sa vážia veľkostnou triedou podniku, hospodárskou činnosťou a krajinou, aby odrážali hospodársku štruktúru základnej vzorky podnikov. Jednotlivé skóre sú štandardizované, aby sa nachádzali v intervale od -1 do 1, a sú vynásobené 100 s cieľom získať vážené saldá v percentách. Prvá zvislá sivá čiara označuje oznámenie priamych menových transakcií; druhá zvislá sivá čiara označuje začiatok prvej série cieľených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO I) a politiky záporných úrokových sadzieb ECB; tretia zvislá sivá čiara označuje začiatok TLTRO II a programu nákupu aktív podnikového sektora; posledná zvislá sivá čiara označuje začiatok núdzového pandemického programu nákupu aktív a TLTRO III, ktorý sa zhoduje so začiatkom pandémie COVID-19. Posledné údaje sú za obdobie október 2021 až marec 2022.

#### Podniky v eurozóne zároveň predpokladajú zhoršenie prístupu k financovaniu z vonkajších zdrojov, a to najmä k financovaniu poskytovanému bankami.

Zhoršenie prístupu k bankovým úverom a úverovým linkám (o 15 % a 10 %) podniky očakávajú predovšetkým v období od apríla do septembra 2022. Očakávané zhoršenie sa týka väčšiny krajín a veľkostných tried podnikov. Významné čisté percento podnikov v eurozóne v tomto kole prieskumu uviedlo, že zmeny všeobecného hospodárskeho výhľadu mali záporný vplyv (porovnateľný v prípade MSP aj veľkých podnikov) na ich prístup k finančným prostriedkom (v čistom vyjadrení ide o pokles o 29 % z počiatočnej úrovne 8 %), a to aj napriek tomu, že dostupnosť financovania z vonkajších zdrojov sa naďalej zlepšovala, hoci pomalším tempom. Mierne zlepšenie prístupu podnikov k finančným prostriedkom z vonkajších zdrojov celkovo vykompenzovalo mierny nárast ich finančných potrieb, čo viedlo k medzere vo vonkajšom financovaní – rozdiel medzi zmenou dopytu po financovaní

<sup>3</sup> Uvedený ukazovateľ je jedným z troch hlavných komponentov odvodených pomocou faktorovej analýzy odpovedí jednotlivých podnikov v prieskumoch od roku 2009 a podľa interpretácie súvisí s cenovými podmienkami úverov. Zvyšné dva komponenty súvisia s finančnou situáciou podnikov (z hľadiska zisku a obratu) a s necenovými podmienkami (požiadavky na kolaterál a iné záruky). Podrobné informácie o ukazovateli sa nachádzajú v boxe s názvom [Podmienky financovania z pohľadu spoločností v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2021.

z vonkajších zdrojov a zmenou jeho ponuky – vo výške 1 % (nárast z –4 % v predchádzajúcom kole).

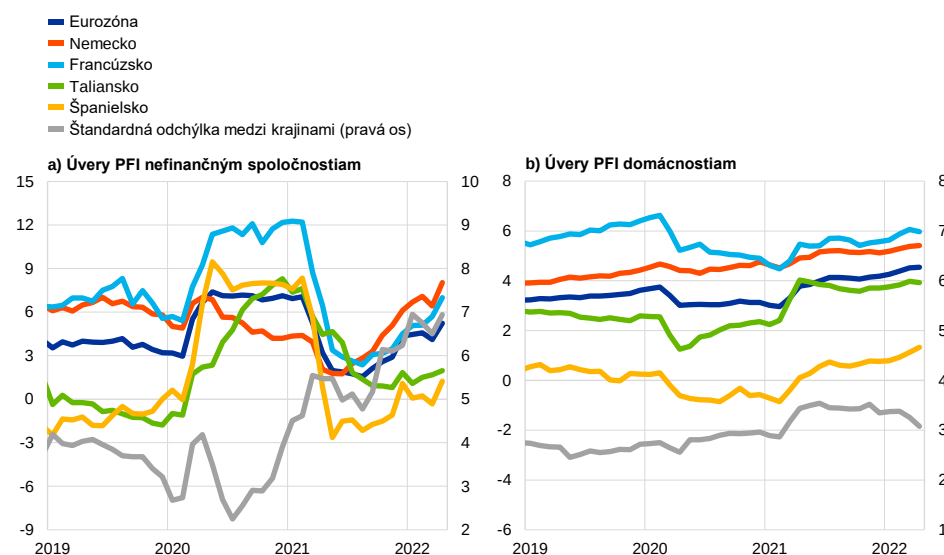
### Ročná miera rastu objemu úverov nefinančným spoločnostiam

**a domácnostiam zostala výrazná aj v apríli 2022.** Ročná miera rastu úverov nefinančným spoločnostiam sa v apríli zvýšila na 5,2 % zo 4,1 % v marci a 4,6 % vo februári (graf 24, časť a). Nedávny nárast úverov podnikom je do značnej miery výsledkom bazického efektu. Výrazný príspevok zaznamenali krátkodobejšie úvery, a to vzhľadom na pretrvávajúce obmedzenia v dodávateľských reťazcoch a vyššie vstupné náklady, ktoré podnikom zvyšujú ich potrebu prevádzkového kapitálu. Dlhodobejšie úvery naopak zaznamenali menší príspevok, keďže prevládajúca neistota nepriaznivo vplyva na potrebu podnikov financovať fixné investície. Ročná miera rastu úverov domácnostiam sa v apríli udržala na úrovni 4,5 % (graf 24, časť b), k čomu prispelo výrazné poskytovanie úverov na nákup nehnuteľností na bývanie a skutočnosť, že objem spotrebiteľských úverov sa napriek poklesu spotrebiteľskej dôvery nezmenil. Ako vyplýva z [prieskumu spotrebiteľských očakávaní](#) ECB, tento vývoj by mohol súvisieť s očakávaniami domácností, že v budúcom roku sa zhorší prístup k úverom a nominálne náklady na úver stúpnu. Agregovaný vývoj na úrovni eurozóny maskuje čoraz väčšie rozdiely medzi jednotlivými krajinami, ktoré okrem iného odrážajú nerovnomerný vplyv pandémie a rôzny stupeň pokroku, ktorý jednotlivé krajiny dosiahli v súvislosti s hospodárskym oživením.<sup>4</sup>

### Graf 24

#### Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena; štandardná odchýlka)



Zdroj: ECB.

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

**V prvom štvrtroku 2022 sa rast celkového objemu financovania podnikov z vonkajších zdrojov spomalil.** Ročná miera rastu financovania z vonkajších

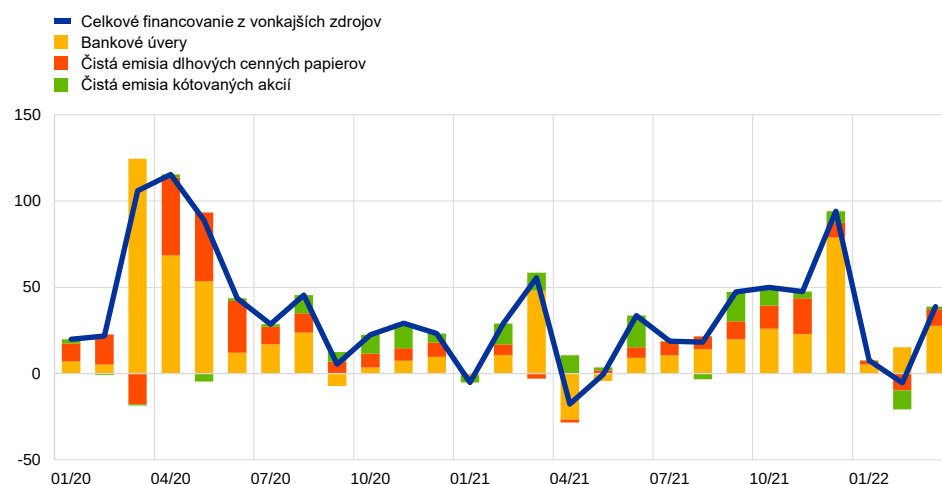
<sup>4</sup> Box s názvom [The heterogeneous economic impact of the pandemic across euro area countries](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2021.

zdrojov klesla z 2,9 % v januári na 2,5 % v marci, a to i napriek väčšej potrebe financovania podnikov a pretrvávajúcim nízkym nákladom na dlhové financovanie. Spomalenie rastu bolo najvýraznejšie v prvých dvoch mesiacoch roka, po veľkých tokoch zaznamenaných na konci roka 2021 (graf 25). Marcové toky financovania z vonkajších zdrojov podporil vyšší objem bankových úverov podnikom v dôsledku vyšších vstupných nákladov a výdavky na prevádzkový kapitál, ktoré súviseli s pretrvávajúcimi ponukovými obmedzeniami. Hoci do konca štvrtroka došlo k oživeniu čistej emisie dlhových cenných papierov, vyššie relatívne náklady na dlhové financovanie prostredníctvom trhu viedlo podniky k tomu, aby vydávanie dlhových cenných papierov nahradili bankovými úvermi. Emisia kótovaných akcií bola v prvom štvrtroku tlmená, k čomu prispeli nezvyčajne veľké spätné odkupy akcií a vyššie náklady na financovanie prostredníctvom akcií v porovnaní s inými nástrojmi financovania.

### Graf 25

#### 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 marec 2022.

### Tempo akumulácie vkladov podnikov a domácností sa ďalej znižovalo

**z vysokých úrovní zaznamenaných počas pandémie (graf 26).** Ročná miera rastu jednoduchých vkladov sa v apríli opäť znížila, na 8,2 % z marcových 8,7 %. K spomaleniu rastu jednoduchých vkladov došlo tak v prípade podnikov, ako aj domácností, keďže vyššie náklady na potraviny a energie znížili peňažné rezervy podnikov a obmedzili schopnosť domácností akumulovať úspory. Rast vkladov je však aj naďalej ovplyvňovaný zvýšenou neistotou spojenou s hospodárskym vplyvom vojny na Ukrajine. Ako sa jasne ukázalo pri vypuknutí pandémie, podniky a domácnosti reagujú na vyššiu neistotu zmenou svojich preferencií, pokiaľ ide o likviditu, čo vysvetľuje výrazný prílev jednoduchých vkladov.<sup>5</sup> Rast držby vkladov

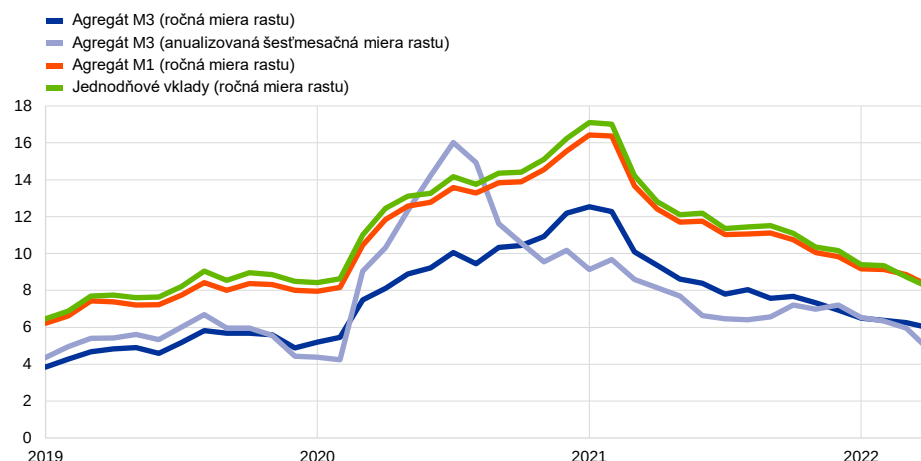
<sup>5</sup> Box s názvom [COVID-19 and the increase in household savings: an update](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2021.

podnikov a domácností sa v jednotlivých krajinách naďalej líši, čo odráža rozdiely v potrebe likvidity a v podporných fiškálnych opatreniach jednotlivých štátov.

### Graf 26

#### Agregáty M3 a M1 a jednoduché vklady

(ročná miera rastu; anualizovaná šesťmesačná miera rastu; očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z apríla 2022.

**Rast širokej peňažnej zásoby (M3) sa naďalej približoval k svojmu dlhodobému priemeru.** Ročná miera rastu agregátu M3 sa v apríli znížila na 6,0 % z marcových 6,3 %, čím sa (anualizovaná šesťmesačná) miera rastu dostala pod svoj dlhodobý priemer po prvýkrát od vypuknutia pandémie (graf 26). Na strane zložiek k rastu agregátu M3 naďalej prispieval najmä úzky agregát M1 podporený výrazným rastom jednoduchých vkladov. Pokiaľ ide o protipoložky, najväčší príspevok k ročnému rastu agregátu M3 mali opäť úvery súkromnému sektoru, pričom príspevky ostatných zložiek sa znižovali. Príspevok čistých nákupov štátnych cenných papierov Eurosystemom v rámci programu nákupu aktív a núdzového pandemického programu nákupu aktív klesá, a to v dôsledku postupného ukončovania nákupov v rámci týchto programov. Tvorbu peňažnej zásoby zároveň tlmia vyššie čisté odlevy peňažnej masy do zvyšku sveta, predovšetkým v dôsledku záporného vplyvu vyšších cien energií na obchodnú bilanciu eurozóny.



*Saldo rozpočtu eurozóny by sa malo podľa projekcií v období do roku 2024 plynule zlepšovať, hoci výrazne menej, ako sa predpokladalo v makroekonomických projekciách odborníkov ECB z marca 2022, a to aj napriek lepšiemu než očakávanému výsledku v roku 2021. Nepriaznivejší výhľad súvisí so zhoršovaním hospodárskeho cyklu, očakávanými vyššími úrokovými platbami a ďalšími diskrečnými výdavkami verejnej správy. Fiškálne podporné opatrenia sa zameriavali najmä na potlačenie rastúcich životných nákladov spotrebiteľov, ale aj na financovanie obranných kapacít a podporu ľudí utekajúcich pred ruskou vojnou na Ukrajine. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z júna 2022 by mal rozpočtový deficit verejnej správy eurozóny naďalej klesať – z 5,1 % HDP v roku 2021 na 3,8 % v roku 2022 a na 2,4 % do konca horizontu projekcií. Po výraznom uvoľnení počas krízy spôsobenej pandémiou koronavírusu (COVID-19) v roku 2020 sa nastavenie rozpočtovej politiky v minulom roku sprísnilo a v rokoch 2022 a 2023 by sa malo podľa projekcií ďalej postupne sprísňovať. Predpokladané mierne sprísnenie v roku 2022 je spôsobené najmä zrušením výraznej časti núdzovej podpory súvisiacej s pandémiou COVID-19, ktoré budú len čiastočne kompenzovať ďalšie stimulačné opatrenia prijaté v reakcii na energetický cenový šok a iné výdavky súvisiace s rusko-ukrajinskou vojnou. V roku 2023 by malo dôjsť k o niečo výraznejšiemu sprísneniu rozpočtovej politiky, a to v dôsledku očakávaného ukončenia mnohých z nedávno zavedených podporných opatrení na vykompenzovanie vplyvu vysokých cien energií. V roku 2024 sa očakáva neutrálnejšie nastavenie rozpočtovej politiky, hoci v porovnaní s obdobím pred pandémiou by sa aj naďalej mal uplatňovať výrazný objem fiškálnych opatrení na podporu hospodárstva. V kontexte zvýšenej neistoty a rizík ohrozujúcich výhľad hospodárskeho vývoja v súvislosti s vojnou na Ukrajine, ako aj rastúcich cien energií a pokračujúcich narušení dodávateľských reťazcov, Európska komisia dňa 23. mája 2022 odporučila predĺženie všeobecnej únikovej doložky 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 pred pandémiou 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 Eurosystému z júna 2022 sa bude rozpočtové saldo verejnej správy eurozóny počas sledovaného obdobia naďalej zlepšovať.<sup>6</sup>** 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 2,6 % a v roku 2024 na 2,4 % (graf 27). Po tom, čo opatrenia hospodárskej podpory prijaté v reakcii na pandémiu COVID-19 dosiahli v roku 2020 úroveň približne 3,9 % HDP, sa podpora oživenia po kríze v roku 2021 podľa odhadov zvýšila približne na 4,3 % HDP. Odráža to skutočnosť, že vlády

<sup>6</sup> Článok s názvom [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, jún 2022](#), zverejnený 9. júna 2022 na internetovej stránke ECB.

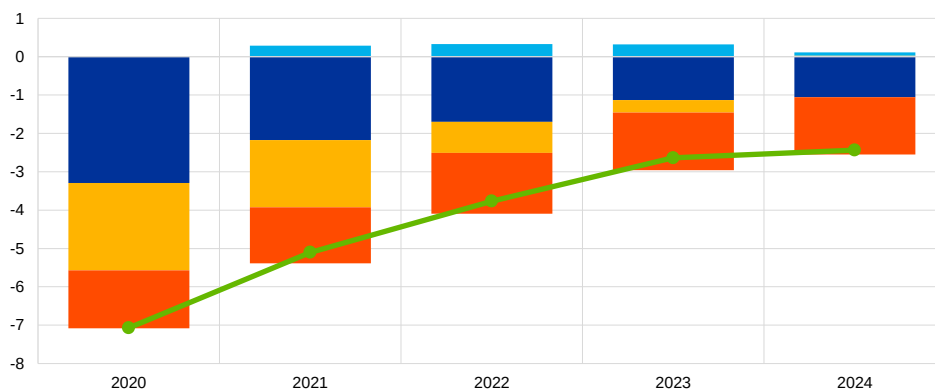
predĺžili a postupne rozšírili rozsah núdzových pandemických opatrení a/alebo prijali nové opatrenia na podporu oživenia vrátane opatrení, ktoré si stanovili vo svojich národných plánoch obnovy a odolnosti v rámci programu Next Generation EU (NGEU).<sup>7</sup> Veľká záporná cyklická zložka, ktorá v roku 2020 prispela k výraznému zvýšeniu deficitu verejnej správy, v roku 2021 mierne klesla. Očakáva sa, že k ďalšiemu zlepšovaniu rozpočtového salda od roku 2022 prispeje najmä hospodársky cyklus, ale aj vyššie cyklicky upravené primárne saldo, keďže veľká časť núdzových opatrení sa začala ukončovať a nové opatrenia sú menej významné. Úrokové platby by mali počas celého horizontu projekcií prispievať k rozpočtovému saldu oveľa výraznejšie, ako sa pôvodne očakávalo. Pomer úrokových platieb k HDP však bude aj naďalej zhruba zodpovedať očakávaniam z rokov 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.

### Graf 27

#### Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)

- Cyklicky upravené primárne saldo (očistené od grantov NGEU na strane príjmov)
- Cyklická zložka
- Úrokové platby
- Granty NGEU (na strane príjmov)
- Rozpočtové saldo



Zdroj: ECB a makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému z júna 2022.

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

#### Nastavenie rozpočtovej politiky eurozóny sa v roku 2021 výrazne sprísnilo.

**V roku 2022 by to malo platiť v menšom rozsahu, keďže vlády budú prijímať opatrenia v reakcii na vplyv rusko-ukrajinskej vojny.**<sup>8</sup> Sprísnenie rozpočtovej politiky v roku 2021 očistené od grantov NGEU do značnej miery odráža nediskrečné faktory, zatiaľ čo diskrečné rozpočtové opatrenia mali aj naďalej priaznivý vplyv na

<sup>7</sup> Granty NGEU dosahujú v horizonte projekcií priemernú výšku 0,5 % HDP a po roku 2023 budú postupne klesať. Spolu s obmedzeným objemom úverov by mali financovať rozpočtové výdavky na úrovni 2,7 % HDP. Fiškálny vývoj opísaný v tejto časti nezahŕňa európsky nadnárodný deficit a dlh súvisiaci s transfermi v rámci NGEU.

<sup>8</sup> 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 NGEU z rozpočtu EÚ neznižujú dopyt, cyklicky upravené primárne saldo sa v tejto súvislosti upravuje tak, aby tieto príjmy nezahŕňalo. Konceptia fiškálnej pozície eurozóny sa podrobne rozoberá v článku [The euro area fiscal stance](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016

hospodárstvo. V roku 2022 sa má nastavenie rozpočtovej politiky podľa projekcií mierne sprísniť, a to najmä v dôsledku pokračujúceho ukončovania významnej časti núdzovej pandemickej podpory, ktorá bude len čiastočne kompenzovaná ďalšími opatreniami na podporu rastu. Tieto opatrenia sú zamerané na potlačenie rastúcich životných nákladov spotrebiteľov, ale aj na financovanie obranných kapacít a podporu ľudí utekajúcich pred vojnou na Ukrajine. Sprísňovanie rozpočtovej politiky by malo podľa projekcií pokračovať aj v roku 2023, keď sa očakáva ukončenie väčšiny uvedených opatrení. Na konci horizontu projekcií sa očakáva celkovo neutrálne nastavenie rozpočtovej politiky, hoci významná podpora hospodárstva sa zachová.<sup>9</sup>

**Napriek lepšiemu než očakávanému výsledku v roku 2021 sa rozpočtové saldo eurozóny na celý horizont projekcií upravilo smerom nadol.** V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2022 bol pomer rozpočtového salda k HDP eurozóny v roku 2021 o 0,4 percentuálneho bodu vyšší, než sa očakávalo, a to najmä v dôsledku vyšších ako očakávaných príjmov. Napriek tomuto kladnému bázickému efektu sa rozpočtové saldo upravilo nadol o 0,7 percentuálneho bodu na rok 2022, o 0,5 percentuálneho bodu na rok 2023 a o 0,4 percentuálneho bodu na rok 2024. Kumulatívne sú tieto úpravy smerom nadol počas celého horizontu projekcií spôsobené predovšetkým zhoršením cyklickej zložky a výrazne vyššími úrokovými platbami, avšak k revízii rozpočtového salda smerom nadol o 0,3 percentuálneho bodu v roku 2022 prispievajú aj ďalšie diskrečné stimulačné opatrenia.<sup>10</sup>

**Po výraznom náraste v roku 2020 sa pomer dlhu verejnej správy eurozóny k HDP v roku 2021 mierne znížil a do roku 2024 by mal pomaly klesnúť na úroveň tesne pod 90 %, čo je výrazne viac ako pred krízou.** Po zvýšení pomeru dlhu o približne 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 diferenciálu úrokových mier a rastu znižujúcim dlh. V rokoch 2022 až 2024 sa očakáva pokračovanie pomalého, ale stabilného poklesu pomeru dlhu, keďže primárne deficity zvyšujúce dlh vyvážia naďalej priaznivé príspevky diferenciálov úrokových mier a rastu a v menšej miere aj úpravy vzťahu deficitu a dlhu v prvých dvoch rokoch (graf 28). Očakáva sa, že na konci horizontu projekcií v roku 2024 sa pomer dlhu k HDP stabilizuje tesne pod úrovňou 90 %, čo je približne 12 percentuálnych bodov nad predkrízovou úrovňou v roku 2019.

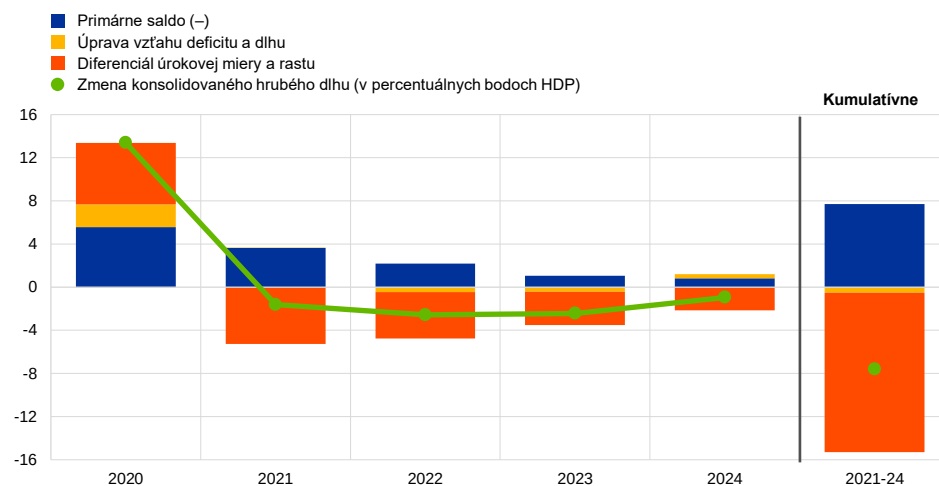
<sup>9</sup> Celkové nastavenie rozpočtovej politiky eurozóny bolo v roku 2020  $-4,0$  percentuálneho bodu HDP a v roku 2021 sa odhaduje na  $+1,0$  percentuálneho bodu HDP. V rokoch 2022, 2023 a 2024 by sa podľa projekcií malo pohybovať na úrovni  $+0,2$ ,  $+0,6$  a  $+0,1$  percentuálneho bodu HDP, po očistení od príjmov súvisiacich s grantmi NGEU. V porovnaní s projekciami z marca 2022 došlo k úprave o  $0,8$  percentuálneho bodu smerom nadol na rok 2022 a o  $0,3$  percentuálneho bodu smerom nahor na rok 2023.

<sup>10</sup> 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.

## Graf 28

### Faktory zmeny verejného dlhu eurozóny

(v % HDP, ak nie je uvedené inak)



Zdroj: ECB a makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému z júna 2022.

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

**Základné predpoklady a prognózy fiškálneho vývoja naďalej sprevádza vysoká miera neistoty, ktorá súvisí najmä s vojnou na Ukrajine.** Pokiaľ ide o fiškálne predpoklady, riziká ohrozujúce súčasný základný scenár vývoja sú v krátkodobom horizonte naklonené k dodatočným fiškálnym stimulom. Tieto riziká sa koncentrujú najmä do roku 2022 a týkajú sa ďalších opatrení na kompenzáciu cien energií a iných výdavkov súvisiacich s vplyvom vojny. Riziká ohrozujúce fiškálny vývoj počas zvyšku horizontu projekcií sa považujú za celkovo vyvážené.

**Cielené a dočasné rozpočtové opatrenia chránia ľudí, ktorí sú najviac zasiahnutí vplyvom vyšších cien energií, a zároveň obmedzujú riziko zvyšovania inflačných tlakov.** V kontexte zvýšenej neistoty a rizík ohrozujúcich výhľad hospodárskeho vývoja v súvislosti s rusko-ukrajinskou vojnou, ako aj rastúcich cien energií a pokračujúcich narušení dodávateľských reťazcov, Európska komisia 23. mája 2022 odporučila predĺženie všeobecnej únikovej doložky Paktu stability a rastu do konca roka 2023.<sup>11</sup> Rozpočtová politika by sa tak v prípade potreby mohla prispôbiť meniacim sa okolnostiam. Rázný posun v strednodobom horizonte smerom k prorastovej štruktúre verejných financií a k štrukturálnym reformám, ktoré zvyšujú rastový potenciál ekonomík eurozóny, by v prípade potreby vytvoril dodatočný manévrovací priestor a tiež by pomohol znížiť rozpočtové nerovnováhy.

<sup>11</sup> 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.

# Boxy

## 1 Vplyv vojny na Ukrajine na trhy s energiami v eurozóne

Jakob Feveile Adolfsen, Friderike Kuik, Eliza Magdalena Lis a Tobias Schuler

**Vojna na Ukrajine spôsobila prudký nárast cien energií a značnú volatilitu na trhoch s energiami.** V prostredí obáv z narušenia dodávok energií a čoraz prísnejších sankcií voči ruskému energetickému sektoru ceny energií kolísali, a to najmä v súvislosti s tým, ako sa trhy snažili zhodnotiť možné dôsledky na globálne dodávky energií. Vzhľadom na výraznú závislosť od ruských dodávok ešte pred inváziou sú trhy s energiami v eurozóne mimoriadne zasiahnuté. Tento box prináša prehľad doterajšieho vplyvu vojny na Ukrajine na trhy s energiami v eurozóne. Približuje úlohu Ruska v dodávkach energií do eurozóny a analyzuje opatrenia, ktoré mali dosah na ceny. V tejto súvislosti rozoberá aj vplyv na ceny energetických komodít a spotrebiteľské ceny energií v eurozóne.

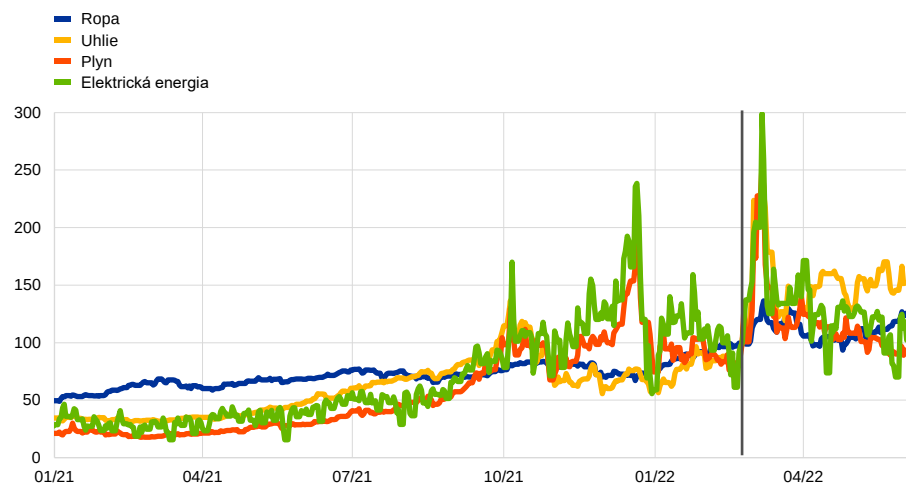
**Bezprostredne po ruskej invázii na Ukrajinu sa ceny ropy, uhlia a plynu prudko zvýšili a odvtedy sú volatilné.** Volatilita cien energetických komodít začala rásť v decembri 2021, keď sa začali množiť správy o možnej invázii Ruska na Ukrajinu. V prvých dvoch týždňoch po invázii sa ceny ropy, uhlia a plynu zvýšili približne o 40 %, 130 % a 180 % (graf A). Ceny plynu spôsobili tiež nárast veľkoobchodných cien elektrickej energie v eurozóne. Neskôr sa ceny energetických komodít zmiernili, pričom ceny ropy a uhlia boli o 27 % a 50 % vyššie ako pred inváziou, zatiaľ čo ceny plynu sa v porovnaní s obdobím pred inváziou znížili o 11 %. Ceny ropy začali v poslednom období opäť rásť, čo odráža dohodu členských štátov EÚ o zákaze dovozu väčšiny ropy z Ruska a vyšší globálny dopyt po tejto komodite v dôsledku uvoľnenia obmedzení súvisiacich s ochorením COVID-19 v Číne. Veľkoobchodné ceny elektrickej energie sú o 8 % vyššie ako pred inváziou, naďalej však vykazujú vysokú mieru volatility, pričom ich ovplyvňujú najmä politické opatrenia prijaté v reakcii na rast cien.

## Graf A

Ceny energií pred inváziou na Ukrajinu a po nej

### Ceny energií

(index: 23. február 2022 = 100)



Zdroj: Refinitiv, Bloomberg a výpočty ECB.

Poznámka: Ceny ropy predstavujú ceny ropy Brent, ceny plynu predstavujú ceny na holandskej burze Title Transfer Facility na nasledujúci deň, ceny uhlia predstavujú krátkodobé ceny Rotterdam Coal Futures. Veľkoobchodné ceny elektrickej energie za eurozónu boli vypočítané ako vážený priemer cien zaznamenaných na piatich najväčších trhoch (ako váha sa použila čistá výroba elektrickej energie). Zvislá čiara označuje začiatok ruskej invázie na Ukrajinu. Posledné údaje sú zo 7. júna 2022.

### Narušenie dodávok energií z Ruska môže ovplyvniť eurozónu tak prostredníctvom cien na svetových trhoch, ako aj cez priame dodávky.

Ruská energetická produkcia v roku 2019 zabezpečovala 12 % globálnych dodávok ropy, 5 % globálnych dodávok uhlia a 16 % globálnych dodávok plynu. V roku 2021 bola táto krajina najväčším dodávateľom energetických komodít do eurozóny, pričom jej podiel na celkovom dovoze energií predstavoval 23 % (graf B, časť a). V roku 2020 sa Rusko na dovoze ropy a uhlia do eurozóny podieľalo 23 % a 43 %, čo predstavuje 9 % a 2 % spotreby primárnej energie v eurozóne. Eurozóna je však závislá najmä od dovozu zemného plynu z Ruska, ktorý v roku 2020 tvoril 35 % celkového dovozu plynu do eurozóny a predstavoval 11 % spotreby primárnej energie v eurozóne (graf B, časť b).<sup>1</sup> Z veľkých krajín eurozóny je od ruského plynu najviac závislé Nemecko a Taliansko. Pri akejkol'vek analýze ekonomických dôsledkov vojny na ceny energií a dodávky energií do eurozóny je dôležitým faktorom stupeň nahraditeľnosti týchto energetických zdrojov.

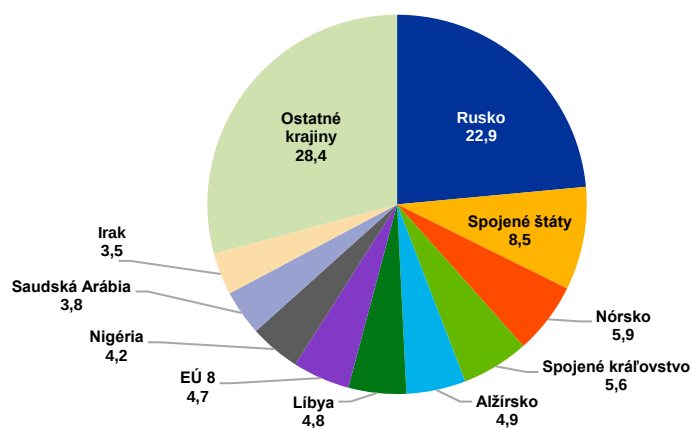
<sup>1</sup> Zemný plyn je po ropných produktoch druhým najdôležitejším zdrojom primárnej energie v eurozóne (viac v boxe [Natural gas dependence and risks to euro area activity](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2022).

## Graf B

### Podiel Ruska na dovoze energií a plynu do eurozóny

a) Dovoz energií podľa krajiny pôvodu

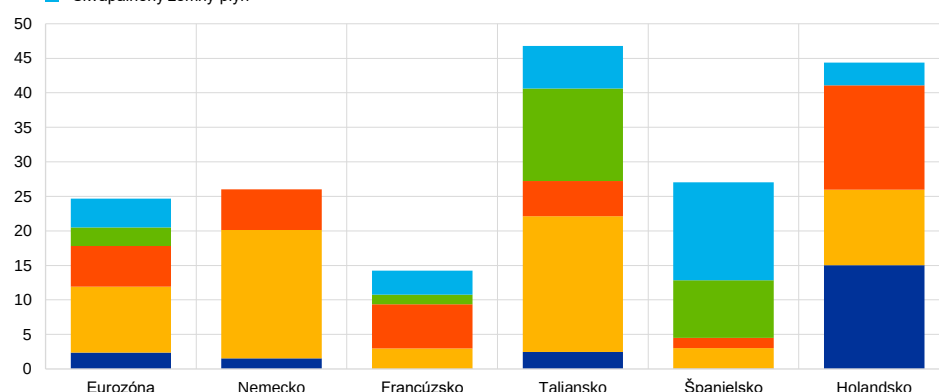
(v %)



b) Podiel dovozu plynu na spotrebe primárnej energie\*

(v %)

- Domáca produkcia
- Dovoz z Ruska
- Dovoz z Nórska
- Dovoz z ostatných krajín
- Skvapalnený zemný plyn



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Dovoz z ostatných krajín zahŕňa dovoz z Alžírsku, Líbye a Azerbajdžanu. EÚ 8 predstavuje Českú republiku, Estónsko, Lotyšsko, Litvu, Maďarsko, Poľsko, Slovinsko a Slovensko. Skvapalnený zemný plyn nezahŕňa dovoz z Ruska, Nórska a iných krajín. Posledné údaje sú za rok 2021 v časti a) a za rok 2020 v časti b).

\*upravený o reexport

### Európska únia zaviedla hospodárske sankcie zamerané na ruský energetický priemysel, predovšetkým na uhoľný a ropný sektor.

Súčasťou sankcií je tiež zákaz vývozu tovarov a najmodernejších technológií z EÚ, ktoré sa používajú na rozvoj ruského ropného a plynárenského sektora. EÚ okrem toho od augusta 2022 zakázala dovoz ruského uhlia. Na mimoriadnom zasadnutí Európskej rady koncom mája bolo prijaté rozhodnutie o zastavení dovozu väčšiny ruskej ropy. Dohoda predpokladá zákaz všetkých dodávok ropy z Ruska po mori do konca roka, s dočasnou výnimkou pre ropu dodávanú potrubím. Zatiaľ čo dovoz po mori predstavuje približne dve tretiny celkového dovozu ruskej ropy, embargo by sa malo v skutočnosti týkať takmer 90 % dovozu ropy z Ruska, keďže Nemecko a Poľsko sa

podľa všetkého zaviazali ukončiť odber ropy dodávanej potrubím.<sup>2</sup> Bezprostredne po invázii Ruska na Ukrajinu začali európske spoločnosti zavádzať vlastné sankcie – energetické, prepravné a poisťovacie spoločnosti prerušili svoje väzby s ruským energetickým sektorom, čo v marci viedlo k poklesu dodávok ruskej ropy do Európy o 23 %. Hoci Rusko dokázalo presmerovať vývoz ropy do iných krajín, napríklad do Indie, objavujú sa náznaky pretrvávajúceho výrazného znížovania ruskej produkcie ropy, pričom v porovnaní so začiatkom roka by mali dodávky ruskej ropy v druhom polroku 2022 klesnúť o 25 % (graf C, časť a).<sup>3</sup> Pokračujúca nízka úroveň ruskej produkcie naznačuje rast napätia na globálnom trhu s ropou, pokiaľ iní hlavní producenti nezvýšia produkciu.<sup>4</sup> Viedlo by to k revízii prognóz globálnych dodávok ropy od začiatku invázie približne o 3 % nadol pre zvyšok roka (graf C, časť b).

---

<sup>2</sup> V reakcii na inváziu na Ukrajinu dovoz ropy a plynu z Ruska úplne zakázali Spojené štáty, Spojené kráľovstvo a Kanada. EÚ je však oveľa väčším dovozcom ruských energií a jej sankcie budú mať na ruský energetický sektor významnejší vplyv.

<sup>3</sup> Denná produkcia ropy klesla v apríli približne o 1 milión barelov na 10 miliónov barelov za deň.

<sup>4</sup> Dňa 2. júna sa skupina krajín produkujúcich ropu OPEC+ rozhodla zvýšiť produkciu ropy v júli a auguste takmer o 0,65 milióna barelov denne, oproti plánovanému zvýšeniu približne o 0,4 milióna barelov denne. Toto zvýšenie však nedokáže v plnej miere nahradiť pokles dodávok z Ruska.

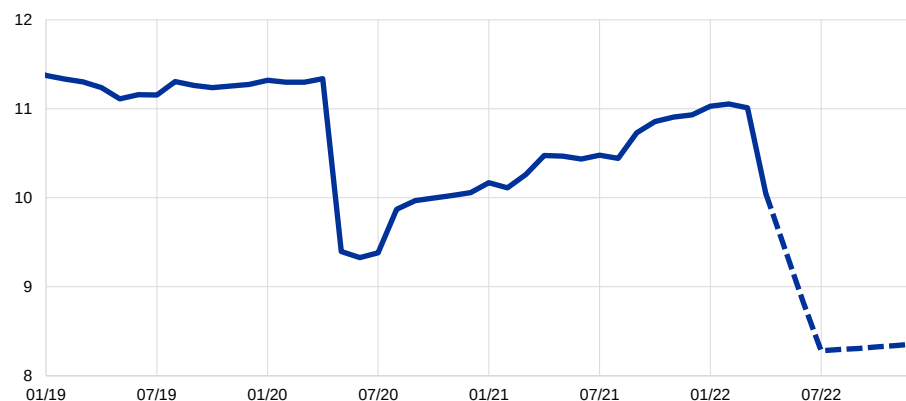


### Graf C

#### Revízia prognóz dodávok ropy smerom nadol

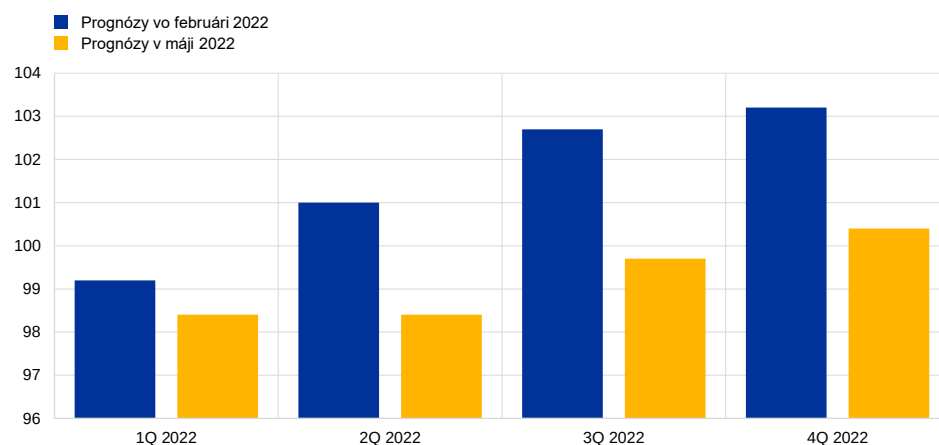
##### a) Dodávky ropy z Ruska

(v miliónoch barelov za deň)



##### b) Globálne dodávky ropy

(v miliónoch barelov za deň)



Zdroj: Medzinárodná energetická agentúra (IEA).

Poznámka: Odhady pochádzajú z pravidelných mesačných správ IEA Oil Market Report.

**EÚ podnikla kroky na dosiahnutie nezávislosti od ruského plynu.** Hoci EÚ zaviedla iba obmedzené sankcie zamerané na vývoz ruského plynu, spustenie nedávno dokončeného plynovodu Nord Stream 2 medzi Ruskom a Nemeckom sa nateraz odložilo. Zdá sa, že vojna na Ukrajine mala doposiaľ pomerne malý vplyv na tok ruského plynu do eurozóny, v súvislosti s týmito dodávkami však existujú náznaky rastúcich rizík. Cieľom EÚ je preto znížiť mieru závislosti od ruského plynu do konca roka 2022 takmer o dve tretiny (plán REPowerEU).<sup>5</sup> Súčasťou plánu je nahradenie asi jednej tretiny ruského plynu zvýšením dovozu skvapalneného zemného plynu od iných dodávateľov, ako sú Spojené štáty a Katar. Ďalších 6 % plynu by sa malo dodávať plynovodom z krajín ako Nórsko. Na rozdiel od ropy a uhlia je nahradenie dodávok plynu pre niektoré krajiny eurozóny mimoriadne zložité, keďže zatiaľ v týchto krajinách neexistuje infraštruktúra potrebná na

<sup>5</sup> Zámerom je, aby sa EÚ čo najskôr pred rokom 2030 stala úplne nezávislou od ruských fosílnych palív, a to prostredníctvom súboru iniciatív, ako sú diverzifikácia dodávok fosílnych palív, úspora energie, zrýchlené zavádzanie energie z obnoviteľných zdrojov a nahradenie fosílnych palív pri vykurovaní a výrobe elektriny.

dovážanie tohto zdroja energie od iných dodávateľov. Krajiny ako Nemecko a Taliansko preto pracujú na vybudovaní potrebnej infraštruktúry na rozšírenie svojich kapacít spätného splyňovania a tiež uzavreli zmluvy na dodávky plynu s náhradnými dodávateľmi.<sup>6</sup> Úsilie krajín EÚ nahradiť ruský plyn, v spojení s nízkym dopytom v dôsledku miernych poveternostných podmienok, viedlo k výraznému nárastu európskych zásob plynu, čo pomohlo znížiť jeho ceny. V rámci odvetných opatrení Rusko v apríli a máji 2022 zastavilo dodávky plynu do Poľska, Bulharska, Fínska, Dánska a Holandska, keďže tieto krajiny odmietli splniť požiadavku Ruska uhrádzať dodávky plynu v rubľoch. V máji 2022 Rusko uvalilo sankcie na poľskú časť plynovodu Jamal-Európa, ktorým sa prepravuje plyn do Nemecka, ako aj na spoločnosť Gazprom Germania, ktorú v apríli prevzal do správy nemecký energetický regulačný úrad.

**Kontrolu nad cenami energetických komodít pomohli do určitej miery zabezpečiť aj ďalšie faktory.** S cieľom zmierniť vysoké riziká, ktoré vojna na Ukrajine predstavuje vo vzťahu ku globálnym dodávkam energií, Medzinárodná energetická agentúra (International Energy Agency – IEA) oznámila svoje plány týkajúce sa historicky najväčšieho uvoľnenia strategických zásob ropy.<sup>7</sup> Okrem toho opätovné zavedenie obmedzení pohybu v súvislosti s ochorením COVID-19 v Číne začiatkom roka 2022 spočiatku vyvolalo tlak na pokles dopytu po energiách. V poslednom období sa však v krajine výrazne znížil počet prípadov nákazy COVID-19 a existujú náznaky zlepšenia hospodárskej aktivity v máji a obnoveného rastu globálneho dopytu po ropu.

**Vyššie ceny energetických komodít prispeli vo februári a marci 2022 k zintenzívneniu tlakov na rast spotrebiteľských cien energií.** Inflácia energetickej zložky HICP vzrástla vo februári na 32 % a v marci ďalej na 44 %. V apríli následne mierne klesla na 38 % a v máji predstavovala 39 % (graf D, časť a).<sup>8</sup> Nárast zaznamenaný do marca odrážal výrazný medzimesačný rast všetkých hlavných energetických zložiek (kvapalných palív, elektrickej energie a plynu) z dôvodu rastu cien na globálnych komoditných trhoch a zvyšujúcich sa rafinérskych marží.<sup>9</sup>

<sup>6</sup> Od invázie Ruska na Ukrajinu sa malá časť dovážaného plynu nahradila zvýšeným dovozom od iných dodávateľov, ako je napríklad Nórsko. Nemecko znížilo podiel plynu dovážaného z Ruska z 55 % na 45 % a do roku 2024 by chcelo byť takmer nezávislé. Taliansko oznámilo, že do konca roka 2024 postupne úplne ukončí dovoz z Ruska a nahradí ho nákupmi od iných dodávateľov, napríklad z Alžírsku. V rámci snahy Európy obmedziť závislosť od ruskej energie dovoz ruského plynu zastavili tiež Estónsko, Lotyšsko a Litva.

<sup>7</sup> V marci IEA oznámila uvoľnenie celkovo 60 miliónov barelov ropy zo svojich strategických rezerv, pričom Spojené štáty zabezpečili 50 % tohto objemu. V apríli nasledovalo druhé oznámenie týkajúce sa uvoľňovania 1,3 milióna barelov denne počas nasledujúcich šiestich mesiacov, z čoho má jeden milión barelov denne pochádzať zo Spojených štátov.

<sup>8</sup> Príspevok kvapalných palív, elektrickej energie a plynu predstavoval 22, 12 a 10 percentuálnych bodov v marci a 17, 9 a 10 percentuálnych bodov v apríli.

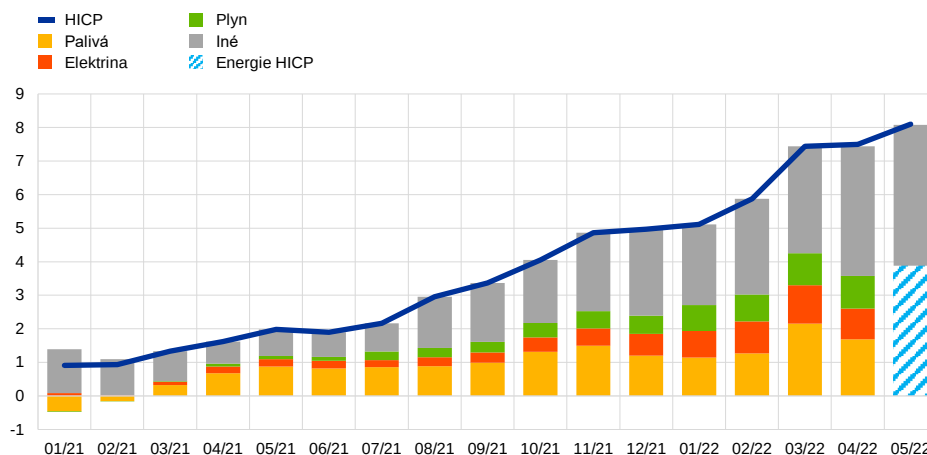
<sup>9</sup> Veľkoobchodné ceny elektrickej energie v Európe sú výrazne ovplyvňované cenami zemného plynu, pričom výroba elektrickej energie spaľovaním plynu často býva marginálnou technológiou, ktorá určuje veľkoobchodné ceny elektrickej energie. Viac v článku s názvom [Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#) v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

## Graf D

### Rastúca inflácia energetickej zložky HICP a jej zmierňovanie vládnymi daňovými opatreniami

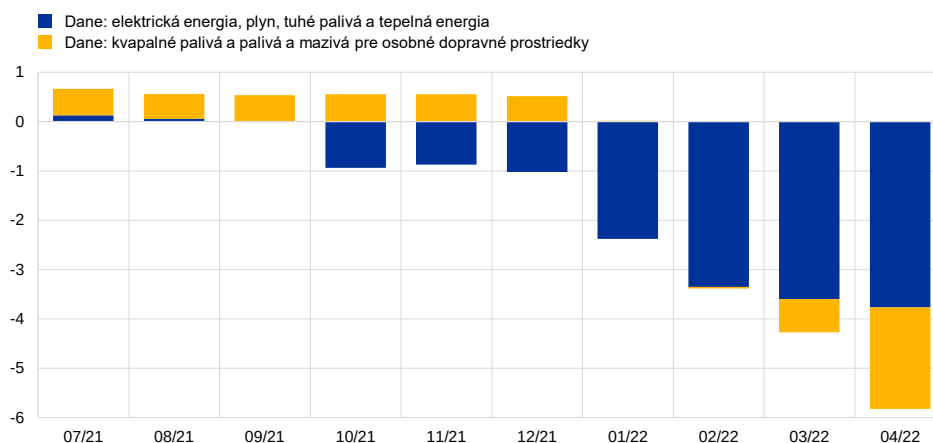
a) Príspevok energetických zložiek HICP k celkovému vývoju HICP

(v %; príspevky v p. b.)



b) Príspevok daňových opatrení k zníženiu inflácie energetickej zložky HICP

(v p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Vplyv zmien nepriamych daní je vypočítaný ako rozdiel medzi infláciou energetickej zložky HICP a infláciou energetickej zložky HICP pri stálych sadzbách dane za predpokladu úplného a okamžitého prenosu zmeny nepriamych daní. Posledné údaje sú za máj 2022 v prípade inflácie energetickej zložky HICP a palív a za apríl 2022 v prípade všetkých ostatných položiek.

**Inflácia energetickej zložky HICP zostala v apríli a máji 2022 vysoká, hoci tlak na rast cien sa oslabil nielen v dôsledku už spomenutého vývoja cien energetických komodít, ale aj vďaka zmierňujúcim vládnym opatreniam.** Vlády viacerých krajín eurozóny prijali opatrenia na podporu domácností, pokiaľ ide o vysoké ceny energií. Väčšina z nich tiež znížila spotrebné dane a daň z pridanej hodnoty, čo malo priamy vplyv na pokles spotrebiteľských cien.<sup>10</sup> Len v dôsledku zmien nepriamych daní prijatých v niektorých krajinách od jesene 2021 sa inflácia

<sup>10</sup> Ďalšie prijaté opatrenia, ktoré zahŕňajú transfery (napr. v prípade domácností s nízkymi príjmami) alebo cenové stropy na veľkoobchodnom trhu, sa v HICP neprejavujú priamo.

cien energií znížila približne o 4,3 percentuálneho bodu v marci 2022 a o 5,8 percentuálneho bodu v apríli (graf D, časť b).<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> Podrobnejšie informácie o tom, ako dane a odvody prispievajú k celkovej úrovni cien energií, sa nachádzajú v článku s názvom [Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#) v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

## Ruská invázia na Ukrajinu a jej vplyv na hospodársku aktivitu v eurozóne prostredníctvom neistoty

Alina Bobasu a Roberto A. De Santis

**Invázia Ruska na Ukrajinu výrazne zvýšila mieru neistoty v eurozóne.** Zatiaľ čo veľmi vysoké ceny energií a obnovené nedostatočné dodávky v dôsledku vojny sú hlavnými pozorovateľnými faktormi ovplyvňujúcimi hospodársku aktivitu, významnú úlohu zohráva aj tretí, nepozorovateľný faktor – súvisiaci nárast neistoty. Ekonomická literatúra definuje šok spôsobený neistotou ako výsledok náhodnej udalosti (napríklad vojny), v dôsledku ktorej je hospodársky výhľad ťažšie predvídateľný.<sup>1</sup> Nárast neistoty so sebou prináša pokles dôvery v ekonomiku, čo vedie k znižovaniu očakávaných výdavkov zo strany domácností a podnikov. Tento box analyzuje makroekonomické dôsledky zvýšenej neistoty v eurozóne vyvolanej inváziou na Ukrajinu, pričom sa zameriava na HDP, domáci dopyt (napríklad podnikové investície a spotrebu) a vývoj v hlavných sektoroch (napríklad výroba a služby, tovary dlhodobej a krátkodobej spotreby).

**Neistota ovplyvňuje hospodárstvo viacerými spôsobmi.** Jeden z kanálov, ktorý sa v literatúre často uvádza, sa týka tzv. nezvratnosti investícií.<sup>2</sup> Investície je často veľmi ťažké zvrátiť, vzhľadom na fixné náklady, ktoré sú s nimi spojené. Nárast neistoty preto môže podniky viesť k odloženiu a/alebo zrušeniu investícií, s cieľom prijať lepšie informované investičné rozhodnutia po zlepšení hospodárskeho výhľadu. Druhý kanál je spojený s preventívnymi úsporami.<sup>3</sup> V reakcii na šok spôsobený neistotou (ktorý môže nepriaznivo ovplyvniť budúce príjmy) sa domácnosti snažia zvyšovať úspory a znižovať spotrebu. Tretí kanál súvisí so vzájomným pôsobením medzi zvýšenou neistotou a tzv. finančnými frikciami (napríklad úverovými obmedzeniami), ktoré môže významným spôsobom ovplyvniť hospodársku aktivitu, keďže v nadväznosti na šok spôsobený neistotou zvykne dochádzať k zhoršeniu finančných podmienok pre podniky a domácnosti.<sup>4</sup>

**Na identifikáciu šokov spôsobených neistotou sa používa štruktúrally vektorový autoregresný (Structural Vector Autoregression – SVAR) model so znamienkovými a naratívnymi reštrikciami (graf A).** V literatúre sa na identifikáciu takýchto šokov použili rôzne prístupy. Zvyčajne sa predpokladá, že náhle zmeny

<sup>1</sup> Jurado, K., Ludvigson, S.C. a Ng, S.: [Measuring uncertainty](#), *American Economic Review*, Vol. 105, No 3, 2015, pp. 1177-1216 a Scotti, C.: [Surprise and uncertainty indexes: Real-time aggregation of real-activity macro-surprises](#), *Journal of Monetary Economics*, Vol. 82, 2016, pp. 1-19.

<sup>2</sup> Bloom, N.: [The impact of uncertainty shocks](#), *Econometrica*, Vol. 77, No 3, 2009.

<sup>3</sup> Basu, S. a Bundick, B.: [Uncertainty shocks in a model of effective demand](#), *Econometrica*, Vol. 85, No 3, 2017.

<sup>4</sup> Christiano, L.J., Motto, R. a Rostagno, M.: [Risk shocks](#), *American Economic Review*, Vol. 104, No 1, 2014 a Gilchrist, S., Sim, J.W. a Zakrajšek, E.: [Uncertainty, financial frictions, and investment dynamics](#), *NBER Working Papers*, No 20038, 2014.

iných premenných ako neistoty neovplyvňujú súčasne aj neistotu.<sup>5</sup> Kauzalita však môže pôsobiť obidvoma smermi: napríklad, šoky spôsobené neistotou ovplyvňujú hospodársku aktivitu, k nárastu neistoty však môžu prispieť aj nepriaznivé šoky týkajúce sa produkcie (napr. nepriaznivé šoky spojené s dopytom). Na identifikáciu šokov spôsobených neistotou sa v tomto boxe používa SVAR model so znamienkovými a naratívnymi reštrikciami, ktorý zohľadňuje aj uvedený súčasný vzťah medzi jednotlivými premennými. Model zahŕňa harmonizovaný index spotrebiteľských cien (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP), mesačný interpolovaný HDP, desaťročnú úrokovú mieru jednoduchých indexových swapov (overnight index swap – OIS), spready podnikových dlhopisov a kompozitný ukazovateľ systémového napätia (Composite Indicator of Systemic Stress – CISS).<sup>6</sup> Tento ukazovateľ sa používa na identifikáciu šokov spôsobených neistotou prostredníctvom naratívnych reštrikcií, pričom sa predpokladá, že šok spôsobený neistotou vysvetľuje väčšiu časť dynamiky CISS v septembri 2001 (teroristický útok na Svetové obchodné centrum v New Yorku) a v auguste 2007 (medzibanková úverová kríza).<sup>7</sup>

<sup>5</sup> Pokiaľ ide o Spojené štáty, viac v Bloom (2009, op. cit.), Jurado a kol. (2015, op. cit.) a Scotti (2016, op. cit.) Pokiaľ ide o eurozónu, v boxe s názvom [Vplyv rastúcej neistoty na hospodársku aktivitu v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2020, sa využíva Choleského prístup. Podrobné porovnanie štandardného Choleského rámca a zástupného (proxy) prístupu využívajúceho štruktúrálnu vektorovú autoregresiu (SVAR) sa nachádza v Bobasu, A., Geis, A., Quaglietti, L. a Ricci, M.: [Tracking global economic uncertainty: implications for the euro area](#), *Working Paper Series*, No 2541, ECB, 2021.

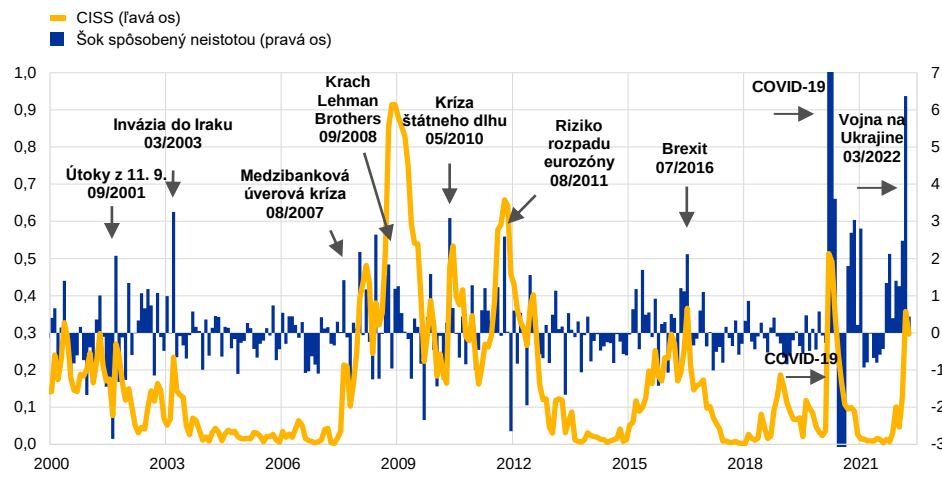
<sup>6</sup> Viac informácií o tomto indexe sa nachádza v Holló, D., Kremer, M. a Lo Duca, M.: [CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system](#), *Working Paper Series*, No 1426, ECB, 2012.

<sup>7</sup> V Bloom (2009, op. cit.) sa ako hlavná udalosť spôsobujúca neistotu uvádza teroristický útok z 11. septembra 2001. Pri medzibankovej úverovej kríze v auguste 2007 rozhodnutie BNP Paribas z 9. augusta 2007 zmraziť tri fondy vystavené americkému trhu so subštandardnými hypotékami spôsobilo vážne problémy s likviditou, ktoré ovplyvnili finančné trhy. Investori si v tom čase uvedomovali potrebu – a zároveň aj svoju neschopnosť – posúdiť, ktorí sprostredkovatelia vlastníci hypotekárne nástroje majú v držbe aj uvedené toxické zložky. Rovnako to bolo aj v prípade trhu s dohodami o spätnom odkúpení (repo obchody), kde hospodárske subjekty tieto nástroje používali ako kolaterál pre krátkodobé úvery. Aktivita na medzibankovom trhu, ktorý poskytuje likviditu bankám na celom svete, sa zastavila najmä pre obavy z neznámej situácie.

## Graf A

### CISS a šoky spôsobené neistotou

[ľavá os: index CISS (0 = najnižšia úroveň finančného napätia, 1 = najvyššia úroveň); pravá os: štandardná odchýlka]



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámka: SVAR model bol odhadnutý na obdobie od januára 1999 do decembra 2019, pričom identifikuje nákladové, dopytové, úrokové a finančné šoky a šoky spôsobené neistotou. Premennými zahrnutými v modeli sú HICP, mesačný interpolovaný HDP, desaťročná úroková miera OIS, spready podnikových dlhopisov a ukazovateľ CISS. Znamienkové a naratívne reštrikcie sú v súlade s prístupom použitým v Antolín-Díaz, J. a Rubio-Ramírez, J.F.: *Narrative Sign Restrictions for SVARs*, *American Economic Review*, Vol. 108, No. 10, 2018, pp. 2802-2829. Posledné údaje sú z apríla 2022.

Tento model je odhadnutý na obdobie od januára 1999 do decembra 2019 (t. j. nezahŕňa krízu spôsobenú koronavírusom, keďže makroekonomické časové rady zaznamenali po nástupe pandémie významné štrukturálne narušenia). Šoky spôsobené neistotou v období do apríla 2022 sa následne kvantifikujú pomocou odhadovaných elasticít. Model dokáže zachytiť významné udalosti, ktoré viedli k nárastu neistoty, ako napríklad inváziu do Iraku v marci 2003 a krach banky Lehman Brothers v septembri 2008, ako aj epizódy z krízy štátneho dlhu v eurozóne. Odhadované šoky spôsobené neistotou korešpondujú s minulými politickými, geopolitickými a hospodárskymi udalosťami, ktoré by sa štandardne spájali s vysokou mierou neistoty, a tiež s nedávnym nárastom neistoty v súvislosti s prebiehajúcou vojnou na Ukrajine. Šok spôsobený neistotou z marca 2022 po invázii Ruska na Ukrajinu má odhadovaný rozsah približne šiestich štandardných odchýlok, čím sa stal druhým najväčším šokom v histórii (po epizóde v marci a apríli 2020 v dôsledku pandémie).

### Šoky spôsobené neistotou majú negatívny vplyv na HDP a domáci dopyt, pričom výraznejšie ovplyvňujú podnikové investície než spotrebu.

Po identifikovaní šokov spôsobených neistotou pomocou SVAR modelu môžeme použiť tzv. rámec čiastkových projekcií na odhad vplyvu týchto šokov na HDP eurozóny a na jednotlivé zložky dopytu, mieru úspor domácností a na pridanú hodnotu vo výrobnom sektore a v sektore služieb.<sup>8</sup> Prístup založený na čiastkových projekciách sa obvykle využíva v prípade, keď sa šoky považujú za exogénne vo vzťahu k skúmaným premenným. V porovnaní s úrovňou projektovanou v modeli v prípade absencie šokov (tzv. trendová úroveň) by mal odhadovaný šok spôsobený neistotou

<sup>8</sup> Táto technika zahŕňa regresiu súčasných údajov o skúmaných premenných v budúcnosti, po sebe nasledujúcich obdobiach; viac v Jordà, O.: *Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections*, *American Economic Review*, Vol. 95, No. 1, 2005, pp. 161–182.

v období od februára do apríla 2022 spôsobiť pokles HDP eurozóny, pričom v poslednom štvrtroku 2022 by mal HDP dosiahnuť najnižšiu hodnotu na úrovni okolo 0,7 % (graf B, časť a). Očakáva sa, že nárast neistoty bude nepriaznivo ovplyvňovať rozhodnutia domácností a podnikov, pokiaľ ide o výdavky, pričom miera úspor domácností by sa mala v treťom štvrtroku 2022 zvýšiť o približne 0,4 percentuálneho bodu. Zvýšená neistota by mala mať výraznejší vplyv na podnikové investície než na spotrebu, pričom v porovnaní s ich trendovou úrovňou by mali tieto dve zložky dopytu v poslednom štvrtroku 2022 klesnúť o 1,1 % a 0,5 %.

**Pokiaľ ide o jednotlivé sektory, šok spôsobený neistotou by sa mal dotknúť viac priemyselnej výroby než služieb a mal by mať výraznejší vplyv na sektory produkujúce tovary s dlhšou životnosťou (graf B, časť b).** Výraznejší vplyv na výrobu možno pripísať skutočnosti, že výroba bola aj v minulosti citlivejšia na cyklické výkyvy a je vo väčšej miere závislá od energetických vstupov (ktoré tiež vykazujú značnú mieru volatility medzi cyklami). Pokiaľ ide o skladbu spotreby, šoky spôsobené neistotou ovplyvňujú viac tovary dlhodobej spotreby než tovary krátkodobej spotreby, čo zodpovedá skutočnosti, že výdavky na predmety dlhodobej spotreby možno v reakcii na nepriaznivé šoky odložiť, keďže súčasné tovary dlhodobej spotreby je možné vzhľadom na ich dlhšiu životnosť naďalej využívať.<sup>9</sup> Rozsah vplyvu na tovary dlhodobej spotreby je v skutočnosti trikrát väčší ako na tovary krátkodobej spotreby.<sup>10</sup> Vojná a rast cien energií celkovo spôsobili väčšiu neistotu, pokiaľ ide o hospodársky výhľad, a to najmä v sektoroch závislých od energií a v sektoroch produkujúcich tovary s dlhšou životnosťou.

<sup>9</sup> Ako sa uvádza v Browning, M. a Crossley, T.F.: [Shocks, stocks, and socks: smoothing consumption over a temporary income loss](#), *Journal of the European Economic Association*, Vol. 7, No 6, 2009, v prípade obmedzovania najmä nákupov predmetov dlhodobej spotreby môžu domácnosti v krátkodobom horizonte znížiť svoje celkové výdavky bez toho, aby výrazne klesla ich životná úroveň.

<sup>10</sup> Prieskum Európskej komisie týkajúci sa neistoty kvalitatívne potvrdzuje ekonometrické výsledky. V prieskume sa od manažérov a spotrebiteľov žiada, aby uviedli, ako zložitá je pre nich predpovedať ich podnikateľskú situáciu a finančnú situáciu ich domácností. Od začiatku vojny vo februári 2022 sa neistota v priemysle zvýšila viac ako v službách. Najviac zasiahnutými sektormi sú stavebníctvo a výroba. V súlade so zisteniami empirického modelu je neistota v podsektore tovarov dlhodobej spotreby ovplyvnená viac než neistota v podsektore tovarov krátkodobej spotreby.

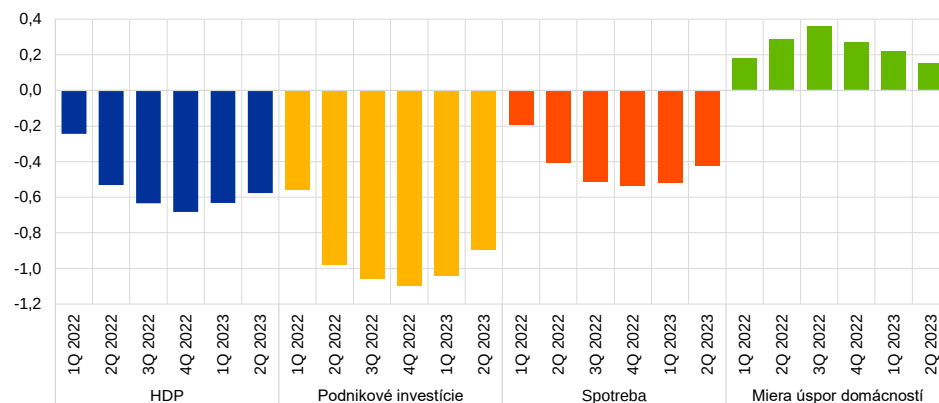


## Graf B

### Makroekonomický vplyv šoku spôsobeného neistotou v súvislosti s inváziou Ruska na Ukrajinu

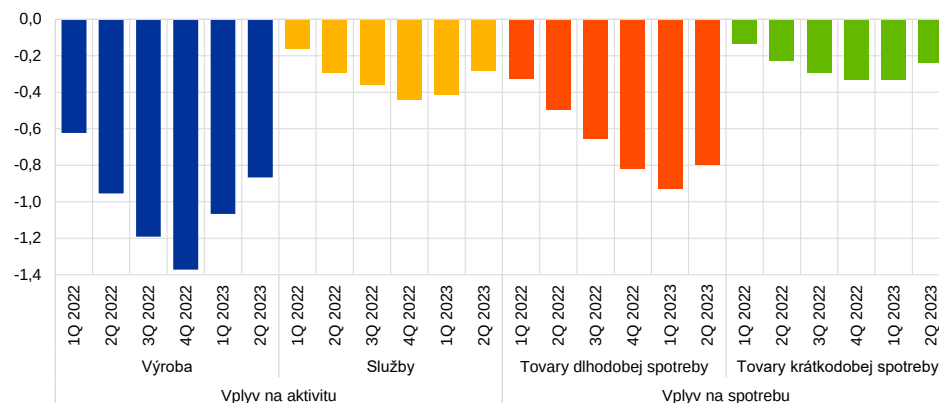
#### a) Vplyv na HDP, podnikové investície, spotrebu a mieru úspor domácností

(v % a percentuálnych bodoch; odchýlka od trendovej úrovne)



#### b) Vplyv na výrobu, služby a tovary dlhodobej a krátkodobej spotreby

(v %; odchýlka od trendovej úrovne)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Rozsah vplyvu bol odhadnutý na základe rámca čiastkových projekcií, pričom sa použil šok spôsobený neistotou identifikovaný pomocou SVAR modelu a kontrolovali sa všetky premenné zahrnuté v danom modeli. Na odvodenie celkového vplyvu na hospodársku aktivitu boli použité odhadované elasticities za obdobie od prvého štvrťroka 2000 do posledného štvrťroka 2019 a rozsah odhadovaného šoku spôsobeného neistotou v období od februára do apríla 2022. Produkcia a ceny boli vyjadrené pomocou medzištvrtročných mier rastu, zatiaľ čo finančné premenné boli vyjadrené pomocou štvrtročných prvých diferencií.

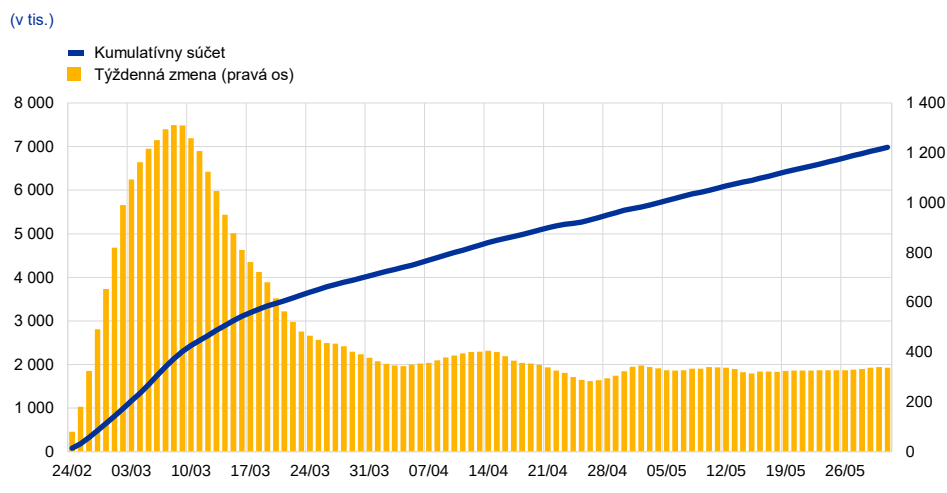
## Vplyv prírlevu utečencov z Ukrajiny na pracovnú silu v eurozóne

Vasco Botelho

**Vojna na Ukrajine priniesla najväčšie vysídlenie obyvateľov Európy od druhej svetovej vojny, pričom prevažnú väčšinu utečencov tvorili ženy a deti.**<sup>1</sup> Podľa vysokého komisára OSN pre utečencov (United Nations High Commissioner for Refugees – UNHCR) prekročilo hranice Ukrajiny už približne sedem miliónov ľudí (graf A).<sup>2</sup> Ako ukazuje graf A, aktuálne odchádza z Ukrajiny do susedných krajín každý týždeň v priemere asi 330 000 utečencov. Podľa odhadov UNHCR by do konca tohto roka mohlo Ukrajinu opustiť spolu až 8,3 milióna utečencov, pričom až 25 miliónov ľudí by v súvislosti s vojnou mohlo byť vysídlených a potrebovať humanitárnu pomoc.<sup>3</sup> Na základe tohto odhadu sa očakáva, že celkový počet ukrajinských utečencov bude v najbližších týždňoch ďalej rásť, rozsah nárastu však bude do veľkej miery závisieť od dĺžky trvania vojny a stupňa jej závažnosti. Zatiaľ čo celkový počet utečencov z Ukrajiny sa zvyšuje, značný počet ľudí – približne 2,1 milióna – sa na Ukrajinu dočasne vrátil. UNHCR naznačuje, že takéto cezhraničné pohyby môžu byť kyvadlového charakteru a nemali by sa považovať za trvalé návraty, preto ani neboli odpočítané od hrubého počtu.

### Graf A

Počet ukrajinských utečencov opúšťajúcich krajinu



Zdroj: UNHCR a výpočty ECB.

Poznámka: Počet ukrajinských utečencov zodpovedá hrubému prírlevu utečencov, pričom nezohľadňuje dočasné cezhraničné pohyby a ani sa nesnaží zachytiť vnútorne vysídlených obyvateľov Ukrajiny. Posledné údaje sú z 31. mája 2022.

- <sup>1</sup> Medzinárodné porovnanie za posledných 60 rokov sa nachádza na internetovej stránke <https://www.pewresearch.org/fact-tank/2022/03/25/after-a-month-of-war-ukrainian-refugee-crisis-ranks-among-the-worlds-worst-in-recent-history>.
- <sup>2</sup> Celkový počet k 1. júnu 2022; denné aktualizácie sa nachádzajú na internetovej stránke <https://data2.unhcr.org/en/situations/ukraine>. Hrubý počet sedem miliónov ľudí predstavuje 15,9 % populácie Ukrajiny pred vojnou (44 miliónov).
- <sup>3</sup> Ďalšie podrobnosti a aktualizácie sa nachádzajú na internetovej stránke <https://www.unhcr.org/refugeebrief/latest-issues>.

**Očakáva sa, že významný percentuálny podiel z celkového počtu ukrajinských utečencov sa dostane do eurozóny (tabuľka A).** Počas sýrskej utečeneckej krízy v roku 2015 skončilo v krajinách eurozóny približne 75 % všetkých utečencov, ktorí prišli do Európy. V roku 2022 však môže byť tok utečencov odlišný, keďže Ukrajina je východoeurópska krajina so silnými väzbami na susedné krajiny. Očakáva sa, že vzhľadom na ich geografickú blízkosť mnohí utečenci spočiatku zostanú v krajinách susediacich s Ukrajinou, a neskôr sa postupne presunú na iné miesta. Výber ich konečnej destinácie bude závisieť od všeobecnej schopnosti krajín prijať utečencov a postarať sa o nich, ako aj od prítomnosti ukrajinských komunit, ktoré by mohli uľahčiť proces integrácie. V rokoch pred vojnou sa migranti z Ukrajiny zvykli usadiť v Poľsku (53 %), Českej republike (9 %), Nemecku (8 %) a Maďarsku (8 %), pričom v eurozóne sa usadilo 24 % z nich. V súčasnosti však v eurozóne žije 75 % celkového počtu ukrajinských migrantov, a to najmä v Taliansku (30 %), Nemecku (18 %) a Španielsku (13 %). Krajiny eurozóny v poslednom roku preukázali schopnosť postarať sa o značný počet utečencov, a to o 86 % všetkých prvostupňových žiadateľov o azyl z krajín nepatriacich do EÚ.<sup>4</sup> V eurozóne tak už existuje významná ukrajinská komunita a nedávne skúsenosti ostatných utečencov spolu so skutočnosťou, že krajiny eurozóny majú hospodárske prostriedky potrebné na prijatie utečencov, by mohli motivovať aj ďalších utečencov z Ukrajiny, aby sa v budúcnosti usadili v eurozóne.

#### Tabuľka A

Migračné toky z Ukrajiny v minulosti a žiadosti o azyl občanov krajín mimo EÚ 27

| Oblasť                | Prichádzajúce toky migrantov z Ukrajiny: | Prítomní migranti z Ukrajiny: | Žiadosti o azyl občanov mimo EÚ 27 | Normalizovaný priemer |
|-----------------------|------------------------------------------|-------------------------------|------------------------------------|-----------------------|
| Európska únia (EÚ 25) | 96 %                                     | 95 %                          | 92 %                               | 92 %                  |
| Eurozóna (EA 19)      | 24 %                                     | 75 %                          | 86 %                               | 55 %                  |

Zdroj: Eurostat, OECD a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje v tabuľke sú vypočítané ako percentuálne podiely celkového počtu prichádzajúcich a prítomných migrantov a žiadostí prijatých v krajinách EÚ 25 (z dôvodu nedostupnosti údajov nie je započítané Bulharsko a Chorvátsko), na Islande, v Nórsku, Švajčiarsku, Turecku a v Spojenom kráľovstve. Údaje o prichádzajúcich tokoch migrantov z Ukrajiny predstavujú priemery za roky 2017 až 2019; údaje o prítomných migrantoch z Ukrajiny predstavujú priemery za roky 2017 až 2020; údaje o podiele žiadostí o azyl podaných občanmi krajín mimo EÚ 27 predstavujú priemery za roky 2017 až 2020. Normalizované priemery zohľadňujú rozdielnu dostupnosť údajov na úrovni jednotlivých krajín; váhy jednotlivých regiónov sú normalizované, aby boli porovnateľné v rámci jednotlivých ukazovateľov.

**Podiel utečencov, ktorí zostanú v eurozóne v strednodobom horizonte, bude závisieť od dĺžky trvania a stupňa závažnosti vojny.** Ak budú boje dlhodobejšie alebo ťažšie, počet utečencov sa zvýši. Výpočty v tomto boxe vychádzajú zo súčasných údajov a odhadov UNHCR, pričom predpokladajú ich celkový počet v rozpätí od päť do desať miliónov. Dlhšia a ťažšia vojna tiež pravdepodobne zníži podiel utečencov, ktorí sa v strednodobom horizonte vrátia na Ukrajinu. Scenár s desiatimi miliónmi utečencov preto zodpovedá dlhšej a ťažšej vojne, pri ktorej sa zvyšuje celkový počet utečencov a pravdepodobnosť, že v strednodobom horizonte zostanú vo svojich hostiteľských krajinách.

<sup>4</sup> Percentuálny podiel všetkých prvostupňových žiadostí o azyl podaných občanmi krajín mimo EÚ 27 v krajinách EÚ 25 (z dôvodu nedostupnosti údajov nie je započítané Bulharsko a Chorvátsko), na Islande, v Nórsku, Švajčiarsku, Turecku a v Spojenom kráľovstve. Najviac žiadostí o azyl bolo podaných v Nemecku (približne 38 %), Francúzsku (15 %) a Taliansku (11 %). V dôsledku prílevu utečencov v roku 2015 sa v rokoch 2016 a 2017 výrazne zvýšil počet prvostupňových žiadostí o azyl. Viac ako polovica z týchto utečencov (55 %) sa usadila v Nemecku, hoci veľký počet z nich smeroval aj do Švédska, Talianska a Francúzska (zhodne po 8 %).

**Pri určovaní vplyvu prílevu utečencov na pracovnú silu v eurozóne bude mimoriadne dôležitý podiel utečencov v produktívnom veku.**

Po spustení ruskej ofenzívy 24. februára 2022 Ukrajina zaviedla v celej krajine stanné právo, ktoré zabránilo mužom vo veku od 18 do 60 rokov opustiť krajinu. Prvé vlny utečencov preto tvorili najmä starší ľudia, deti a ženy v produktívnom veku. Po zrušení stanného práva sa však očakáva, že ďalšie vlny už budú zahŕňať aj mužov v produktívnom veku, a tým sa postupne zvýši podiel utečencov v produktívnom veku. V tomto boxe sa predpokladá, že v strednodobom horizonte bude 50 % až 75 % utečencov prichádzajúcich do eurozóny v produktívnom veku. Tento predpoklad podporuje aj skutočnosť, že ženy v súčasnosti tvoria zhruba 80 % všetkých oslovených utečencov a že 80 % žien cestuje s aspoň jedným dieťaťom.<sup>5</sup> V prípade dlhšej a ťažšej vojny sa očakáva nárast podielu utečencov v produktívnom veku, pričom neskôr by sa do eurozóny mal prisťahovať aj určitý počet mužov v produktívnom veku, ktorí sa pripoja ku svojim rodinám.<sup>6</sup> Hrubé výpočty preto predpokladajú kladnú koreláciu medzi podielom utečencov v produktívnom veku a dĺžkou trvania a závažnosťou vojny.

**Napriek rýchlej politickej reakcii európskych orgánov utečenci naďalej čelia značným prekážkam na trhu práce a ďalším treniam, ktoré im komplikujú integráciu na trhoch práce v hostiteľských krajinách, a to najmä v krátkodobom horizonte.**

Proces vstupu utečencov na trh práce hostiteľskej krajiny je vo všeobecnosti dlhý. Od utečencov sa v niektorých prípadoch môže vyžadovať získanie azylu (v niektorých prípadoch aj pracovného povolenia), nadobudnutie jazykových znalostí a uznanie ich odbornej kvalifikácie. S cieľom zmierniť prekážky integrácie, ktorým ukrajinskí utečenci čelia, EÚ súhlasila s poskytnutím dočasnej ochrany ľuďom utekajúcim pred vojnou na Ukrajine, s poskytnutím okamžitej pomoci a tiež s udelením práva vstupu na trh práce. Do začiatku mája prišlo do Poľska viac ako 3,5 milióna ukrajinských utečencov, zatiaľ čo v Nemecku sa zaregistrovalo viac ako 400 000 utečencov, v Českej republike 200 000 a v Taliansku 100 000 utečencov.<sup>7</sup> Nesúlad zručností, nedostatočné jazykové znalosti, nedostatok zariadení starostlivosti o deti a problémy s uznávaním odbornej kvalifikácie však môžu predstavovať prekážky pri integrácii utečencov. Údaje z Nemecka týkajúce sa veľkého prílevu utečencov v rokoch 2014

<sup>5</sup> Tieto údaje vychádzajú z dvoch prieskumov uskutočnených v rámci spolupráce medzi agentúrou OSN Ženy (UN Women) a Medzinárodnou organizáciou pre migráciu. Na nasledujúcich internetových stránkach sú k dispozícii [výsledky prvého prieskumu](#) aj [hlavné závery](#) z následného prieskumu. Uvedené zistenia boli potvrdené prieskumom uskutočneným v Nemecku v dňoch 24. až 29. marca v mene spolkového ministerstva vnútra, v ktorom sa zistilo, že 84 % ukrajinských utečencov tvorili ženy a 58 % žien utekajúcich z Ukrajiny sprevádzali deti. Hlavné výsledky tohto prieskumu sú k dispozícii na tejto [internetovej stránke](#). Miera závislosti ukrajinského obyvateľstva v roku 2020 predstavovala 49 %, pričom tento údaj bol použitý na doladenie uvedených údajov, keďže z neho vyplýva, že ľudia vo veku od 15 do 64 rokov tvoria viac ako 67 % celkovej populácie.

<sup>6</sup> Dlhšia a ťažšia vojna by tiež znamenala, že muži v produktívnom veku by na Ukrajine zostali dlhšie, čím by sa znížil počet ľudí, ktorí by sa mohli presťahovať do zahraničia. Tento vplyv je zohľadnený pri parametrizácii. Predpokladá sa však, že v tomto prípade by mali rodiny viac času na trvalejšie presídlenie do inej krajiny a integráciu v nej.

<sup>7</sup> Údaje za Poľsko odrážajú len vstupy do krajiny a nie registrácie, tak ako v iných krajinách EÚ. Registrácia znamená možnosť získania podpory príjmu a prípadne aj prístupu na trh práce eurozóny. Ďalšie podrobnosti a aktualizácie sa nachádzajú na internetovej stránke <https://cream-migration.org/ukraine-detail.htm?article=3573>. Niektoré [novinové články](#) uvádzali vyššie čísla, podľa ktorých do Nemecka doteraz prišlo podľa odhadov približne 610 000 utečencov. Eurostat aj UNHCR nedávno začali zverejňovať počty utečencov, ktorí prišli do európskych krajín a požiadal o dočasnú ochranu. Do začiatku júna bolo v celej Európe zaznamenaných viac ako 4,7 milióna utečencov z Ukrajiny, pričom viac ako 2,9 milióna z nich požiadalo o dočasnú ochranu.

až 2016 napríklad poukazujú na veľmi postupnú integráciu na trhu práce v čase, pričom po dvoch rokoch strávených v krajine sa zamestnalo len 17 % utečencov v produktívnom veku a po piatich rokoch menej ako 50 %. Miera zamestnanosti bola podstatne nižšia v prípade žien (čo do určitej miery odráža kultúrne bariéry v krajinách pôvodu utečencov).<sup>8</sup> Očakáva sa, že kombinácia geografickej a kultúrnej blízkosti Ukrajiny k západnej Európe a dočasnej ochrany, ktorú EÚ poskytla občanom Ukrajiny, pomôže znížiť závažnosť inštitucionálnych a kvalifikačných nesúládov a v krátkodobom horizonte zvýši zapojenie ukrajinských utečencov do pracovného procesu.<sup>9</sup>

**Po zohľadnení údajov o integrácii predchádzajúcich vln utečencov a ich prispôbení súčasnej situácii preto v prípade utečencov v produktívnom veku predpokladáme mieru účasti pracovnej sily v strednodobom horizonte v rozpätí od 25 % do 55 %.** Spodná hranica tohto intervalu (25 %) vychádza z úrovne integrácie utečencov v minulosti po dvoch rokoch v hostiteľskej krajine, pričom jej úprava smerom nahor odráža kultúrnu blízkosť Ukrajiny a rýchlu politickú reakciu EÚ. Horná hranica intervalu (55 %) je odrazom aktuálnych odhadov miery účasti žien v produktívnom veku, ktoré do eurozóny prišli z krajín mimo EÚ 27.<sup>10</sup>

**Celkovo sa očakáva, že prílev ukrajinských utečencov povedie k postupnému zvyšovaniu pracovnej sily v eurozóne.** Hrubé výpočty založené na všetkých spomenutých predpokladoch poukazujú na zvýšenie mediánu pracovnej sily v eurozóne v strednodobom horizonte o 0,2 % až 0,8 % (graf B). To zodpovedá nárastu pracovnej sily v eurozóne v dôsledku ukrajinskej utečeneckej krízy o 0,3 až 1,3 milióna osôb.<sup>11</sup>

<sup>8</sup> Podrobnejšie informácie sa nachádzajú v nasledujúcom dokumente: <https://doku.iab.de/kurzber/2020/kb0420.pdf> (v nemčine). V rokoch 2014 až 2016 prichádzali do Nemecka najčastejšie žiadatelia o azyl z týchto ôsmich krajín: Afganistan, Eritrea, Irán, Irak, Nigéria, Pakistan, Somálsko a Sýria.

<sup>9</sup> Približne 18 % obyvateľov Ukrajiny ovláda angličtinu na určitej úrovni, pričom z hľadiska počtu osôb dosahujúcich strednú úroveň znalosti angličtiny sa táto krajina v rámci prieskumu EF English Proficiency Index umiestnila v roku 2021 na 40. mieste. Podrobnejšie informácie sa nachádzajú v správe EF EPI 2021 report. Pokiaľ ide o odbornú kvalifikáciu, z údajov Svetovej banky za rok 2014 vyplýva, že viac než 80 % obyvateľov Ukrajiny bolo zapísaných do terciárneho vzdelávania, čo je viac ako v Nemecku (74 % v roku 2019), vo Francúzsku (68 % v roku 2019) a v Taliansku (66 % v roku 2019).

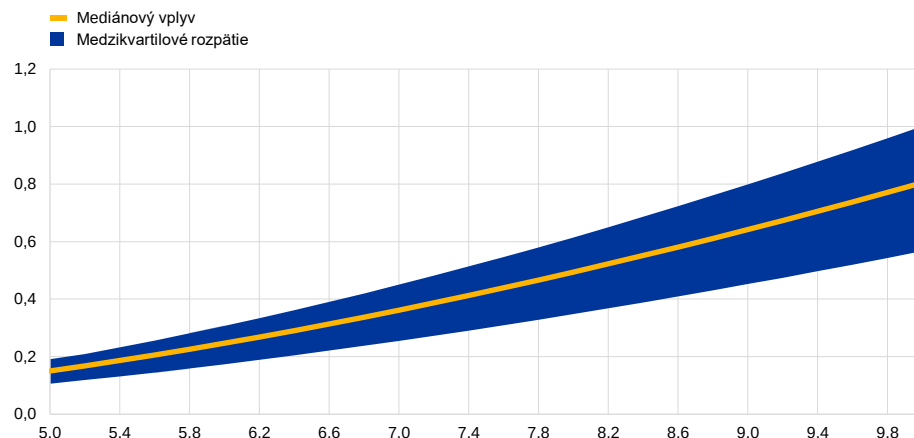
<sup>10</sup> Uvedený parametrizačný interval sa nachádza v rámci intervalu pozorovaných mier zamestnanosti utečencov v čase, pričom zohľadňuje pravdepodobnosť rýchlejšej integrácie než v prípade predchádzajúcich utečeneckých vln vzhľadom na väčšiu geografickú a kultúrnu blízkosť Ukrajiny k eurozóne a rýchlu politickú reakciu EÚ. Zároveň však odráža vysokú mieru neistoty, pokiaľ ide o integráciu utečencov z Ukrajiny na trhu práce eurozóny v strednodobom horizonte. Interval sa preto uplatňuje pri všetkých scenároch bez ohľadu na závažnosť vojny.

<sup>11</sup> Uvedené mediánové údaje predpokladajú, že v eurozóne sa usadí 55 % všetkých utečencov. Graf B znázorňuje vplyv zmien v percentuálnom podiele utečencov, ktorí sa usadia v eurozóne, na odhadovaný interval, pričom sa v grafe uvádza mediánové aj medzikvartilové rozpätie 936 parametrizácií použitých pri výpočtoch.

## Graf B

### Potenciálny strednodobý vplyv utečencov z Ukrajiny na pracovnú silu v eurozóne

(os x: počet ukrajinských utečencov v mil.; os y: ukrajinskí utečenci v % pracovnej sily)



Zdroj: UN, Eurostat, OECD, Svetová banka a výpočty ECB.

Poznámka: Podiel utečencov z Ukrajiny na pracovnej sile vychádza z aktívnej populácie eurozóny vo veku od 15 do 74 rokov v roku 2019. Medzikvartilové rozpätie zohľadňuje rôzne parametrizácie hrubého výpočtu, a to na základe možných intervalov percentuálneho podielu utečencov z Ukrajiny, ktorí sa usadia v eurozóne (ako sú identifikované v tabuľke A), a miery účasti utečencov v produktívnom veku na trhu práce (ktorá sa pohybuje od 25 % do 55 % a zohľadňuje rozdielne miery integrácie utečencov na trhu práce eurozóny). Tieto odhady tiež berú do úvahy rozdiely, pokiaľ ide o podiel utečencov v produktívnom veku na celkovom počte utečencov, a odrážajú skutočnosť, že percentuálny podiel utečencov, ktorí sa v strednodobom horizonte vrátia na Ukrajinu, bude vykazovať zápornú koreláciu s dĺžkou trvania a závažnosťou vojny.

**Zvýšenie ponuky pracovnej sily v dôsledku prílevu utečencov z Ukrajiny by mohlo mierne uvoľniť napätú situáciu na trhu práce eurozóny.** Ak si utečenci z Ukrajiny dokážu nájsť prácu bez zdĺhavého integračného procesu, mohli by trhu pomôcť pri reakcii na súčasný intenzívny dopyt po pracovnej sile a riešení zhoršujúcej sa situácie, pokiaľ ide o nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily. Vzhľadom na vysokú mieru neistoty v súvislosti s ďalším vývojom vojny je však ťažké presne zhodnotiť a kvantifikovať konečný vplyv. Mimo vymedzeného úzkeho zamerania tohto boxu existujú aj ďalšie významné dôsledky prílevu utečencov z Ukrajiny, a to na fiškálne zdroje, bývanie a poskytovanie verejných služieb v krajinách eurozóny.

## Vplyv klimatických zmien na hospodársku aktivitu a ceny – zistenia z prieskumu medzi poprednými podnikmi

Friderike Kuik, Richard Morris a Yiqiao Sun

**Tento box prináša súhrn zistení z nedávneho prieskumu ECB medzi poprednými podnikmi o vplyve klimatických zmien na hospodársku aktivitu a ceny.**

Prieskum bol rozdelený na tri časti a pozostával z otázok týkajúcich sa vplyvu klimatických zmien a súvisiacich opatrení a politík na podniky. V prvej časti mali podniky vlastnými slovami opísať i) hlavný vplyv klimatických zmien a súvisiacich adaptačných a zmierňujúcich opatrení na ich podnikanie, ii) hlavné výzvy, ktorým čelia pri prechode na hospodárstvo s nulovou bilanciou emisií, a iii) ktoré klimatické politiky by podľa nich mohli mať najväčší vplyv a ktoré by im mohli pomôcť pri tomto prechode.<sup>1</sup> V druhej časti prieskumu podniky vyjadrovali svoj súhlas alebo nesúhlas s rôznymi možnými vplyvmi klimatických zmien a súvisiacich adaptačných a zmierňujúcich opatrení na ich podnikanie. V tretej časti mali z kvalitatívneho hľadiska posúdiť vplyv klimatických zmien na ich investície, zamestnanosť, produktivitu, náklady a ceny, pričom mali rozlišovať medzi vplyvom „doteraz“ a vplyvom „počas“ a „po“ prechode na hospodárstvo s nulovou bilanciou emisií. Prieskum sa uskutočnil začiatkom roka 2022 a zúčastnilo sa na ňom 90 veľkých a väčšinou nadnárodných spoločností, s ktorými ECB udržiava kontakt v rámci pravidelného zberu informácií o podnikaní.<sup>2</sup> Členenie vzorky podnikov podľa hlavnej činnosti je uvedené v tabuľke A.

**Pri otázke týkajúcej sa hlavného vplyvu klimatických zmien na ich podnikanie približne dve tretiny respondentov uviedli riziká spojené s prechodom na podnikanie s nulovou bilanciou emisií, pričom polovica z nich poukázala aj na riziká vyplývajúce zo zmeny klímy.** Riziká prechodu zdôrazňovali najmä spoločnosti pôsobiace v sektoroch s vysokou produkciou emisií uhlíka, či už v dôsledku vlastnej výroby, výroby ich dodávateľov alebo používania ich produktov.<sup>3</sup> Tieto riziká sa týkali najmä nákladov a technologických problémov spojených s prechodom na čistejšie výrobné postupy. Približne 40 % respondentov však opísalo aj príležitosti, ktoré by mohli v rámci svojho podnikania využiť, a to buď preto, že tieto podniky už investovali do alternatívnych, nízkoemisných produktov, alebo preto, že tovary a služby, ktoré poskytujú, pomáhajú iným spoločnostiam pri znižovaní emisií. Fyzické riziká uvedené v odpovediach sa pohybovali od rizík súvisiacich so zabezpečovaním surovín až po integritu výrobných zariadení, infraštruktúry, dodávateľských reťazcov, logistiky a blahobytu zamestnancov.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Adaptačné opatrenia predstavujú opatrenia, ktoré podniky prijali v rámci adaptácie na klimatické zmeny a na jej dôsledky. Zmierňujúce opatrenia predstavujú opatrenia na zníženie emisií s cieľom obmedziť klimatické zmeny.

<sup>2</sup> Prieskum medzi poprednými podnikmi sa uskutočnil v kontexte dialógu ECB s nefinančnými spoločnosťami ako osobitný prieskum popri pravidelných prieskumoch. Pravidelný prieskum je opísaný v článku s názvom [The ECB's dialogue with non-financial companies](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, Frankfurt am Main, 2021.

<sup>3</sup> Riziká prechodu predstavujú riziká spojené so zmierňovaním klimatických zmien, napríklad prostredníctvom klimatických politík, technologických zmien alebo zmien preferencií a správania.

<sup>4</sup> Fyzické riziká predstavujú riziká spojené s meniacou sa klímou, a to prostredníctvom postupných klimatických zmien, ako aj zvyšujúcej sa frekvencie a intenzity extrémnych udalostí.



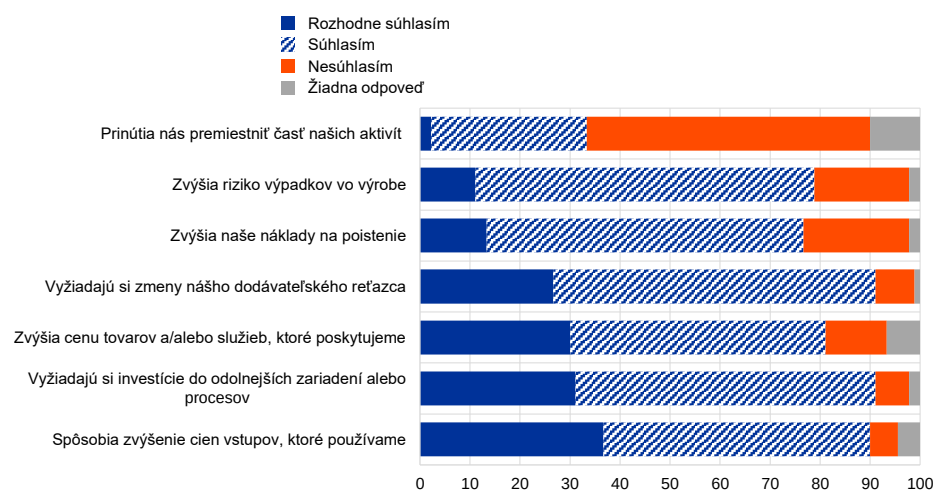
Vzhľadom na možné škody na fyzických aktívach a infraštruktúre sa tieto fyzické riziká týkajú najmä podnikov, ktoré sú závislé od poľnohospodárskeho sektora alebo ktoré v ňom pôsobia, podnikov z výrobného sektora s potenciálne zraniteľnými (globálnymi) ponukovými reťazcami, stavebných spoločností a podnikov v sektore dopravy.

**Respondenti očakávajú, že v dôsledku klimatických zmien a potreby adaptácie na ne sa podnikom zvýšia rôzne druhy nákladových tlakov (graf A).** Zisťovalo sa to pomocou súboru vyhlásení, pri ktorých mohli podniky vyjadriť svoj súhlas alebo nesúhlas. Viac ako 90 % respondentov súhlasilo s tým, že klimatické zmeny a potreba adaptovať sa na ne si vyžadujú investície do nových zariadení alebo procesov a zmeny ich dodávateľských reťazcov, a zároveň spôsobia zvýšenie cien vstupov. Viac ako tri štvrtiny podnikov uviedli, že v dôsledku klimatických zmien sa im zvýšia náklady na poistenie a že existuje zvýšené riziko výpadkov vo výrobe. Jedna tretina spoločností zahrnutých do vzorky súhlasila s vyhlásením, že z dôvodu klimatických zmien budú musieť premiestniť časť svojich aktivít.

### Graf A

Vybrané dôsledky klimatických zmien a súvisiacich adaptačných opatrení na podniky

(v % odpovedí)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Podniky mali označiť, či jednoznačne súhlasia, súhlasia alebo nesúhlasia s tým, že: „Klimatické zmeny a/alebo naša adaptácia na ne [+ vyhlásenie]“. Pojem „odolnejšie“ zariadenia alebo procesy znamená zariadenia alebo procesy, ktoré sú menej ohrozené klimatickými rizikami, ako napríklad extrémnymi poveternosťmi javmi.

**Medzi hlavné výzvy spojené s prechodom na hospodárstvo s nulovou bilanciou emisií, ktoré respondenti uvádzali, patrí dostupnosť nových technológií a vstupov, za ktorou nasledujú náklady.** V grafe B sú zobrazené s prechodom súvisiace problémy, ktoré respondenti uvádzali, zatriedené do kategórií. Približne 60 % výziev uvedených v prieskume sa týkalo „dostupnosti“, s dôrazom najmä na potrebu rozsiahleho budovania kapacít na výrobu elektrickej energie z obnoviteľných zdrojov, prenosových sústav a infraštruktúry na nabíjanie elektrických vozidiel. Okrem toho podniky uviedli aj potrebu vývoja a inovácií, napríklad v súvislosti so zeleným vodíkom a technológiami na zachytávanie a skladovanie uhlíka. Za výzvu mnohé podniky považujú aj zabezpečovanie a recykláciu surovín a spracovaných materiálov vyrobených nízkouhlíkovým

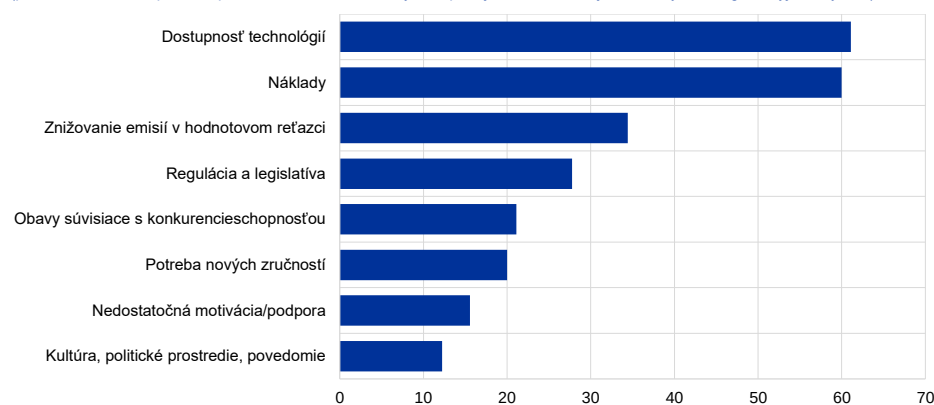


spôsobom, a to vzhľadom na rastúci dopyt po nízkouhlíkových alternatívach a ich stále nedostatočnú dostupnosť. Podobný počet podnikov uviedol výzvy súvisiace s nákladmi. V tejto súvislosti podniky často zdôrazňovali, že nízkouhlíkové alternatívy sú spojené s vyššími nákladmi, prípadne sú menej ziskové než ich konvenčné alternatívy. Ďalšia z hlavných obáv súvisela s nákladovými tlakmi spôsobenými rastúcimi cenami surovín, nevyhnutnými investíciami a nákupom čistých energií. Mnohí respondenti tiež uviedli výzvy spojené s ekologizáciou hodnotového reťazca alebo s meraním emisií v celom hodnotovom reťazci, výzvy v oblasti regulácie a vykazovania, obavy súvisiace s globálnou konkurencieschopnosťou, získavanie potrebných zručností pracovnej sily, nedostatočnú motiváciu a tiež povedomie zákazníkov alebo zamestnancov a ich ochotu podstúpiť prechod.

### Graf B

Hlavné výzvy uvádzané podnikmi pri prechode na podnikanie s nulovou bilanciou emisií

(podiel na celkovom počte odpovedí, ktoré obsahovali výzvu spadajúcu do niektorej z uvedených kategórií, vyjadrený v %)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Zatriedenie do určitej kategórie je založené na interpretácii písomných odpovedí autormi. Percentuálny podiel na celkovom počte odpovedí sa uvádza pri všetkých druhoch výziev, ktoré uviedlo aspoň 10 % podnikov.

**Väčšina respondentov súhlasila s tým, že prechod na hospodárstvo s nulovou bilanciou emisií si vyžiada vyššie investície, zvýši náklady a predajné ceny podnikov (graf C).** 80 % a viac respondentov súhlasilo s tým, že na zmiernenie klimatických zmien budú musieť zaviesť technológie, ktoré zatiaľ neexistujú, že na zabezpečenie toho, aby produkty založené na nových technológiách alebo vyrobené z nových materiálov spĺňali požiadavky zákazníkov budú potrebné značné investície, a že v súvislosti so snahou o zmiernenie klimatických zmien sa celkovo zvýši objem investícií. O niečo menší podiel však vyjadril názor, že klimatické zmeny zvýšia kapitálové náklady alebo mieru amortizácie aktív ich spoločnosti. 80 % a viac respondentov súhlasilo s tým, že zmierňovanie klimatických zmien spôsobí zdraženie surovín a komponentov, ktoré používajú, že ceny uhlíka sa stanú relevantnou nákladovou zložkou a že sa zvýšia aj ceny využívaných energií. Takmer rovnaký počet respondentov uviedol, že to spôsobí zvýšenie cien tovarov a/alebo služieb, ktoré ich podnik poskytuje.

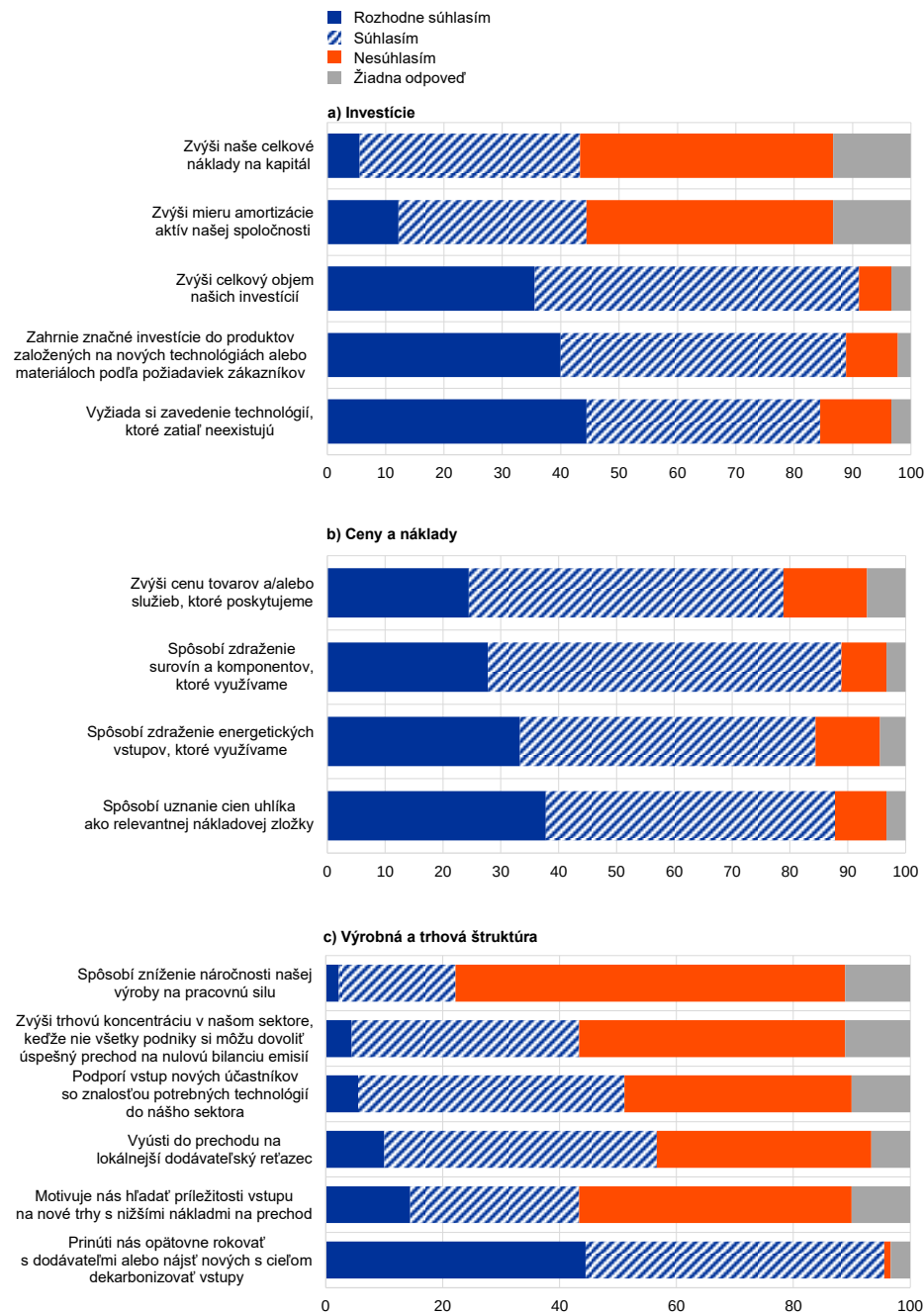
**Názory boli rozmanitejšie v prípade rozsahu, do akého by klimatické zmeny mohli byť katalyzátorom zmien vo výrobných a trhových štruktúrach (graf C).**

Takmer všetky podniky uviedli, že v rámci snáh o zmiernenie klimatických zmien museli kvôli dekarbonizácii vstupov opätovne rokovať s dodávateľmi alebo nájsť nových dodávateľov. Niečo viac ako polovica respondentov vyjadrila názor, že výsledkom zmierňovania klimatických zmien bude posun k lokálnejšiemu dodávateľskému reťazcu. Približne polovica uviedla, že prechod na podnikanie s nulovou bilanciou emisií motivuje ich podnik na vstup na nové trhy, podporí vznik nových účastníkov trhu a/alebo zvýši trhovou koncentráciu v ich sektore.

## Graf C

### Vybrané dôsledky prechodu na podnikanie s nulovou bilanciou emisií na podniky

(v % odpovedí)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Podniky mali označiť, či jednoznačne súhlasia, súhlasia alebo nesúhlasia s tým, že „Zmierňovanie klimatických zmien (prechod na podnikanie s nulovou bilanciou emisií) [+ vyhlásenie]“.

**Respondenti celkovo uznali dôležitosť politik Európskej únie v oblasti klímy (vrátane Európskej zelenej dohody a balíka Fit for 55), často však nastolili konkrétne otázky súvisiace s návrhom a implementáciou na úrovni priemyslu.**

Mnohí z nich vyzdvihli význam stabilného regulačného rámca a potrebu konzistentnosti v rámci sektorov a zemepisných regiónov. Niektorí respondenti

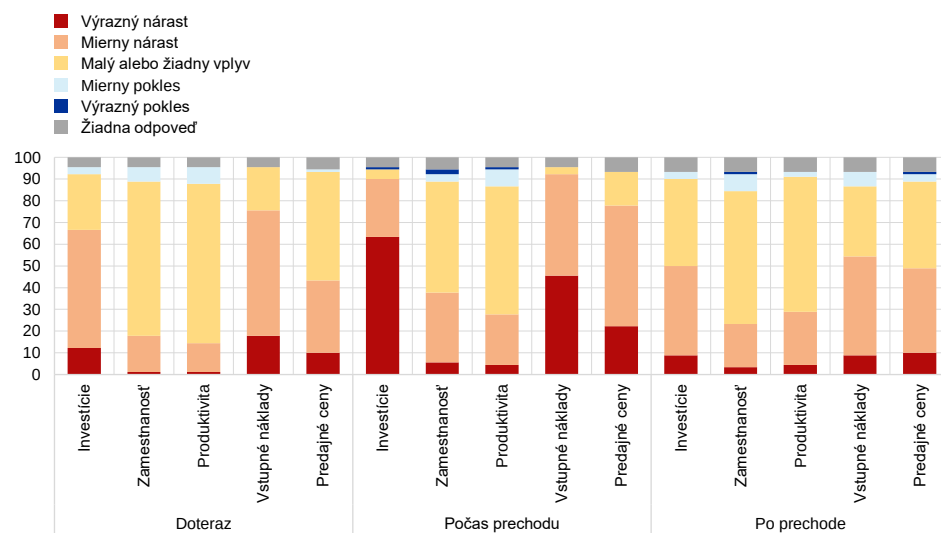
vyjadrili obavy, že vzájomné pôsobenie rôznych predpisov môže mať neželané negatívne účinky. Viacerí respondenti zdôraznili význam navrhovaného európskeho mechanizmu kompenzácie uhlíka na hraniciach, nezodli sa však na tom, či dokáže zaručiť rovnaké podmienky pre všetkých a zmierniť riziko úniku uhlíka.<sup>5</sup> Mnohé podniky nastolili otázku stanovovania cien uhlíka: niektorí považovali vyššiu cenu uhlíka za nákladový tlak, zatiaľ čo iní zdôraznili dôležitosť vytvorenia vhodných stimulov prostredníctvom vyšších cien uhlíka.

**Odpovede naznačujú, že klimatické zmeny a súvisiace politiky celkovo povedú k rastu investícií, nákladov a cien, a to najmä v prechodnej fáze (graf D).** 70 % respondentov uviedlo, že investície ich podnikov sú v dôsledku klimatických zmien už teraz vyššie, ako by boli predtým, hoci len 10 % z nich uviedlo, že sú výrazne vyššie. Viac ako 90 % podnikov očakáva vyššie investície v prechodnej fáze a viac ako dve tretiny očakávajú, že toto zvýšenie bude výrazné. Podobné reakcie možno pozorovať aj v prípade vstupných nákladov a cien. Takmer 80 % respondentov uviedlo, že ich vstupné náklady sa už zvýšili. Podľa takmer polovice respondentov sa v dôsledku klimatických zmien alebo klimatických politík už zvýšili ich predajné ceny, aj keď iba malá časť z nich uviedla, že toto zvýšenie bolo výrazné. Počas prechodu sa očakáva zintenzívnenie vplyvu na vstupné náklady a predajné ceny.

#### Graf D

Celkový vplyv klimatických zmien na investície, zamestnanosť, produktivitu, náklady a ceny doteraz, počas prechodu na podnikanie s nulovou bilanciou emisií a po jeho ukončení

(v % odpovedí)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Respondenti mali posúdiť celkový vplyv klimatických zmien na rôzne aspekty vzhľadom na hypotetický základný scenár bez akýchkoľvek klimatických zmien či politík súvisiacich s klímou.

**Len malá časť respondentov očakáva výrazný nárast investícií, nákladov a cien v dôsledku klimatických zmien po ukončení prechodu (graf D).** Podniky

<sup>5</sup> K úniku uhlíka dochádza, keď prísna klimatická politika jednej krajiny zameraná na znižovanie emisií spôsobí presun výroby do iných krajín s menej prísnyimi predpismi v oblasti ochrany životného prostredia, čo vedie k zodpovedajúcemu nárastu emisií.

teda predpokladajú, že vplyv na investície, náklady a ceny sa bude, hoci nie v plnej miere, týkať iba samotného prechodného obdobia. Konkrétne viac ako polovica respondentov si myslí, že po prechode dôjde k štrukturálnemu zvýšeniu investícií, nákladov a cien, ale len malý podiel z nich (približne 10 %) očakáva, že budú podstatne vyššie. Výsledky naznačujú, že celkový tlak na rast investícií a nákladov v období po prechode by mal byť v priemere o niečo nižší ako doteraz. Naopak, o niečo vyšší by mal byť tlak na rast predajných cien.

## Tabuľka A

Členenie vzorky podnikov zahrnutých do prieskumu podľa ich hlavnej činnosti

Činnosti podľa definícií NACE Rev. 2

| Sektor činnosti                                                                         | Divízie NACE Rev. 2 | Počet podnikov |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|----------------|
| Ťažba a dobývanie                                                                       | 5 – 9               | 2              |
| Výroba potravinových výrobkov, nápojov a tabakových výrobkov                            | 10 – 12             | 6              |
| Výroba textilu, odevov a kožených výrobkov                                              | 14 – 16             | 2              |
| Výroba výrobkov z dreva a papierových výrobkov, tlač                                    | 16 – 18             | 3              |
| Výroba chemikálií, chemických a farmaceutických výrobkov                                | 20 – 21             | 7              |
| Výroba výrobkov z gumy, plastových výrobkov a ostatných nekovových minerálnych výrobkov | 22 – 23             | 7              |
| Výroba základných kovov a výrobkov z kovu                                               | 24 – 25             | 7              |
| Výroba počítačových, elektronických a optických výrobkov a elektronických zariadení     | 26 – 27             | 7              |
| Výroba strojov a zariadení                                                              | 28                  | 6              |
| Výroba dopravných zariadení                                                             | 29 – 30             | 5              |
| Iná výroba                                                                              | 32                  | 1              |
| Dodávka elektriny, plynu, pary a studeného vzduchu                                      | 35                  | 3              |
| Stavebníctvo                                                                            | 41 – 43             | 4              |
| Veľkoobchod a maloobchod                                                                | 45 – 47             | 11             |
| Doprava a skladovanie                                                                   | 49 – 53             | 8              |
| Informácie a komunikácia                                                                | 58 – 61             | 6              |
| Odborné a administratívne služby                                                        | 69 – 82             | 5              |

Zdroj: ECB.

Malin Andersson, Niccolò Battistini, Roberto De Santis a Aidan Meyler

**Očakáva v súčasnosti súkromný sektor obdobie stagflácie v eurozóne?** Pred vypuknutím vojny na Ukrajine muselo oživenie hospodárstva v roku 2021 čeliť nepriaznivým faktorom súvisiacim s pretrvávajúcimi výpadkami v ponukových reťazcoch, čo spôsobilo rast cien tovarov.<sup>1</sup> Vojna, ktorá sa začala vo februári 2022, tempo rastu inflácie ešte zvýraznila, a to v dôsledku jej vplyvu na ceny energií, a viedla tiež k zvýšeniu obáv v súvislosti s výhľadom vývoja hospodárskej aktivity. V krátkodobom horizonte sa takýto vývoj nevyhnutne spája so staglačnými silami. Ich výskyt vyvolal medzi ekonomickými komentátormi diskusiu o tom, či je realistické očakávať dlhšie obdobie stagflácie.<sup>2</sup> Tzv. stagflácia nemá jednoznačnú definíciu, ale vyznačuje sa stagnujúcou produkciou a súbežnou pretrvávajúcou vysokou mierou inflácie. Na účely tohto boxu očakávané obdobie stagflácie charakterizujú tri podmienky: 1) inflačné očakávania sú vysoké alebo sa zvyšujú na úroveň, ktorá nie je v súlade s cieľom cenovej stability ECB vo výške dvoch percent, 2) hospodárstvo by malo byť vo fáze stagnácie alebo recesie a 3) pri oboch podmienkach sa očakáva, že budú pokračovať minimálne počas dvojročného obdobia (v tomto prípade do konca roka 2023). Možno teda povedať, že očakávania stagflácie súvisia skôr so strednodobým vývojom rastu reálneho HDP a inflácie než s krátkodobou dynamikou hospodárskej aktivity a inflácie vo štvrtrokoch bezprostredne nasledujúcich po invázii Ruska na Ukrajinu.

**Eurozóna v súčasnosti čelí šoku na strane ponuky, podobnému ako bol ponukový ropný šok v 70. rokoch 20. storočia, ktorý ovplyvnil očakávania domácností súvisiace s hospodárskym rastom a infláciou.** V súvislosti s ďalším nepriaznivým ponukovým šokom vyvolaným vojnou spotrebiteľia výrazne upravili svoje očakávania týkajúce sa všeobecného hospodárskeho výhľadu na najbližší rok. Dôkazom toho sú vyjadrenia domácností zachytené v spotrebiteľskom prieskume Európskej komisie v období od februára do mája 2022. Prieskum ukazuje, že spotrebiteľia v eurozóne upravili svoje očakávania smerom nahor v prípade inflácie a smerom nadol v prípade hospodárskej situácie (graf A). Ako vyzerá porovnanie s výsledkami národných prieskumov počas známeho obdobia stagflácie v 70. rokoch minulého storočia? Túto udalosť spôsobili krajiny OPEC, ktoré v októbri 1973 vyhlásili ropné embargo. Nedávne úpravy očakávaní domácností v niektorých krajinách eurozóny sú porovnateľné s úpravami zaznamenanými vo Francúzsku a Spojených štátoch krátko po vyhlásení tohto ropného embarga. Pri hodnotení kvantitatívnych dôsledkov tohto šoku v jednotlivých krajinách a v čase je však na

<sup>1</sup> Box 7 s názvom [Zdroje výpadkov v dodávateľskom reťazci a ich vplyv na výrobu v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2021; a box 1 s názvom [Výpadky v dodávateľských reťazcoch v eurozóne a Spojených štátoch: aká je súčasná situácia?](#), číslo 2, ECB, 2022.

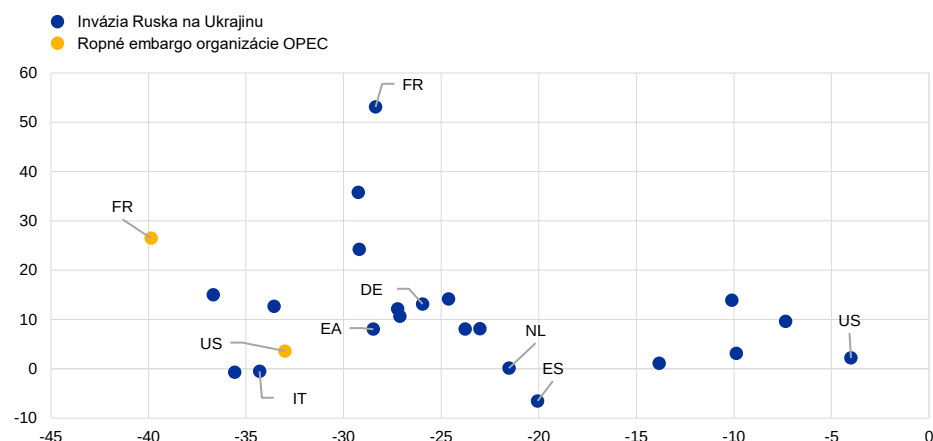
<sup>2</sup> Napríklad Blanchard, O.: [Why I worry about inflation, interest rates, and unemployment](#), *Real Time Economic Issues Watch*, Peterson Institute for International Economics, March 2022; a Kilian, L. a Plante, M.: [The Russian Oil Supply Shock of 2022](#), *Dallas Fed Economic*, Federal Reserve Bank of Dallas, March 2022.

mieste opatrnosť, keďže výstupom prieskumov medzi domácnosťami sú iba kvalitatívne informácie.

### Graf A

Úpravy očakávaní spotrebiteľov, pokiaľ ide o spotrebiteľské ceny a hospodársku situáciu

(úpravy očakávaní na obdobie najbližších 12 mesiacov; rozdiely v saldách odpovedí; os x: hospodárska situácia; os y: spotrebiteľské ceny)



Zdroj: Generálne riaditeľstvo Európskej komisie pre hospodárske a finančné záležitosti, University of Michigan, Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE), výpočty ECB.

Poznámka: Úpravy sa týkajú obdobia od februára do mája 2022 (do apríla 2022 za Spojené štáty) v prípade ruskej invázie na Ukrajinu a obdobia od októbra 1973 (od novembra 1973 za Spojené štáty) do februára 1974 v prípade ropného embarga Organizácie krajín vyvážajúcich ropu (Organization of the Petroleum Exporting Countries – OPEC). Údaje z prieskumov zo 70. rokov 20. storočia sú k dispozícii iba za Francúzsko a Spojené štáty.

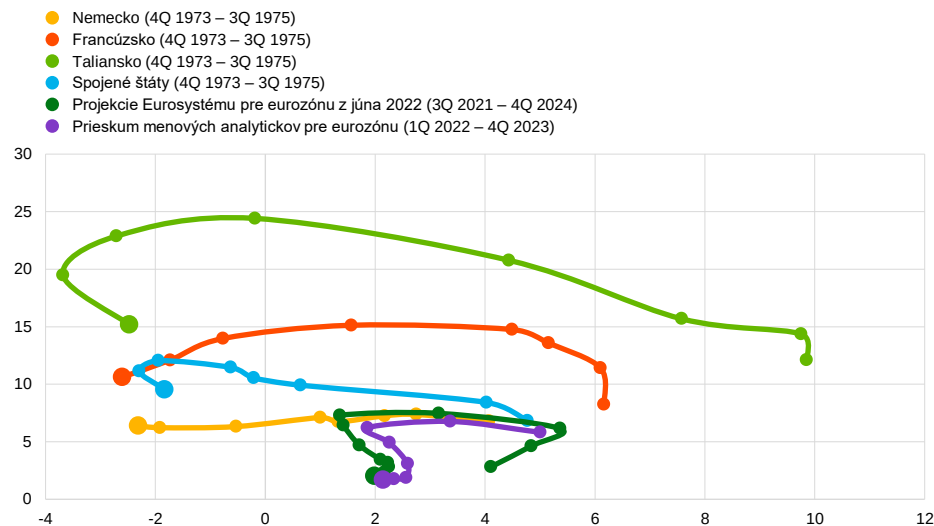
**Na rozdiel od súčasnosti sa začiatok 70. rokov minulého storočia vyznačoval dlhodobou vysokou infláciou cien a nákladov v prostredí klesajúceho rastu a stúpajúcej nezamestnanosti.** Po vyhlásení ropného embarga v októbri 1973 zaznamenala väčšina väčších krajín eurozóny a Spojené štáty výrazný rast inflácie s následným poklesom reálnej produkcie (graf B). V Nemecku bol vývoj inflácie tlmenejší, keďže Deutsche Bundesbank zaviedla po páde bretonwoodskeho systému kvantitatívny cieľ rastu peňažnej zásoby s cieľom pomôcť obmedziť infláciu.<sup>3</sup> Na rozdiel od očakávaní v súčasnom období, šok na strane ponuky v 70. rokoch 20. storočia spôsobil v niektorých najväčších krajinách eurozóny tiež rast nezamestnanosti a jednotkových nákladov práce, hoci v Nemecku a Spojených štátoch zostal rast jednotkových nákladov práce tlmenejší (graf C).

<sup>3</sup> Napríklad Issing, O.: [Why Did the Great Inflation Not Happen in Germany?](#), *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March/April 2005, 87(2, Part 2), pp. 329-35; a [The 'great inflation': lessons for monetary policy](#), *Monthly Bulletin*, ECB, Frankfurt am Main, 2010.

## Graf B

### Inflácia a rast reálneho HDP v roku 1973 a teraz

(medziročná percentuálna zmena, po štvrtrokoch; os x: rast HDP; os y: inflácia)



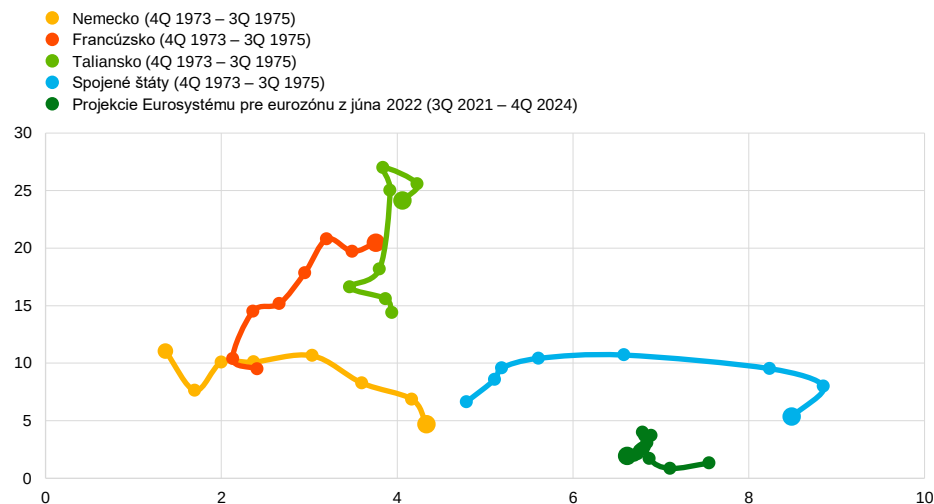
Zdroj: Deutsche Bundesbank, Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE), Istituto Nazionale di Statistica (ISTAT), US Bureau of Labor Statistics, Organizácia pre hospodársku spoluprácu a rozvoj, ECB, databáza projekcií ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje za každý región sú znázornené väčším bodom, aby sa odlišili od predchádzajúcich.

## Graf C

### Nezamestnanosť a jednotkové náklady práce po ropnom cenovom šoku v roku 1973 a teraz

(os x: nezamestnanosť ako % pracovnej sily; os y: jednotkové náklady práce; medziročná percentuálna zmena, po štvrtrokoch)



Zdroj: Haver, databáza projekcií ECB a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Posledné údaje za každý región sú znázornené väčším bodom, aby sa odlišili od predchádzajúcich.

**Súčasný prognózy odborníkov majú ďaleko od scenára stagflácie.** Je tomu tak aj napriek skutočnosti, že najnovšie prieskumy profesionálnych prognostikov z obdobia od apríla do mája 2022, napr. Consensus Economics, Eurozone Barometer, Prieskum menových analytikov ECB (Survey of Monetary Analysts) a Prieskum profesionálnych prognostikov ECB (Survey of Professional Forecasters), obsahujú v porovnaní so začiatkom tohto roka prognózy vyššej inflácie a nižšieho

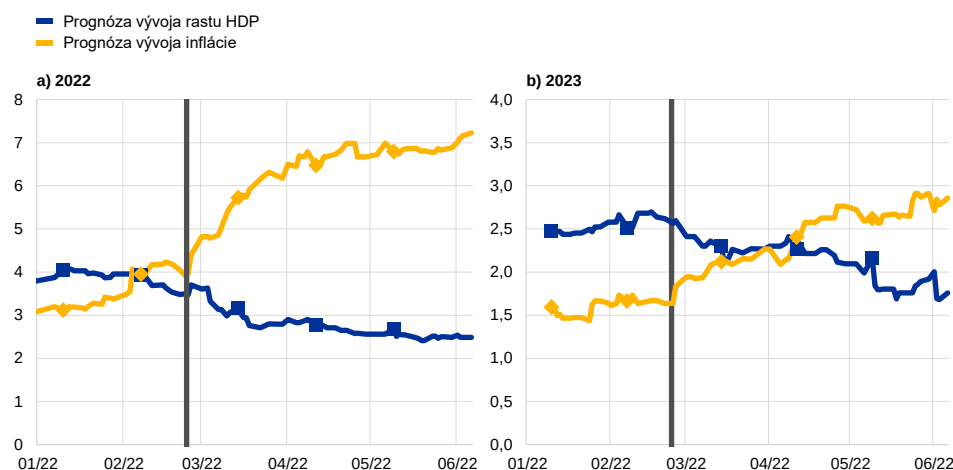


reálneho rastu na rok 2022 aj 2023. Úpravy prognóz na rok 2022 sú výraznejšie ako na rok 2023 (graf D). Na rok 2023 však prognóza rastu reálneho HDP podľa Consensus Economics zostáva nad úrovňou 2 %, zatiaľ čo rast pod úrovňou 1 % očakávajú iba traja prognostici.<sup>4</sup> Kým prognózy inflácie od vypuknutia vojny predpokladajú, že inflácia bude v roku 2023 v priemere nad úrovňou 2 %, v druhej polovici roka 2023 očakáva väčšina prognostikov jej pokles pod 2 %. Narástla však neistota a s ňou aj rozptyl prognóz. Variačné koeficienty prognóz inflácie aj rastu sa od začiatku vojny zvýšili o viac ako 30 % a 50 %.

### Graf D

Očakávania vývoja inflácie a rastu HDP v rokoch 2022 a 2023 podľa prognostikov zo súkromného sektora

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Consensus Economics.

Poznámka: Čiary predstavujú prognózy Replacement Basis Continuous Consensus Forecasts, ktoré sa vypočítavajú každý pracovný deň medzi termínmi jednotlivých mesačných prieskumov a pravidelne sa nahrádzajú (predchádzajúci mesačný prieskum s novými alebo revidovanými prognózami nahrádzajúcimi staré). Štvorce a kosoštvorce označujú priemerné údaje Consensus Forecast v pravidelných mesačných prieskumoch Consensus Economics. Zvislá čiara v každom grafe označuje dátum invázie Ruska na Ukrajinu (24. február 2022). Posledné údaje sú zo 6. júna 2022.

### Viacero rozdielov medzi aktuálnou hospodárskou situáciou a tou v 70. rokoch 20. storočia znižuje pravdepodobnosť, že by v súčasnosti došlo k stagflácii.

Po prvé, závislosť od ropy sa podstatne znížila, čo oslabuje možný hospodársky vplyv ropných cenových šokov. Zároveň sa výrazne zvýšila závislosť od plynu, významnejšiu úlohu preto v súčasnosti hrajú externé šoky ovplyvňujúce ceny plynu. Po druhé, napriek značnému nedostatku pracovných síl sa znížilo riziko výrazných sekundárnych vplyvov na infláciu, a to v dôsledku menej častého využívania formálnych systémov indexácie miezd a nižšej organizovanosti pracovníkov v odboroch.<sup>5</sup> Po tretie, súčasné projekcie rastu reálneho HDP stále čiastočne odrážajú oživenie dopytu po skončení pandémie. Prispieva k tomu nielen uvoľňovanie obmedzení a opätovné otváranie ekonomiky, ale aj politická podpora (napr. program Next Generation EU a národné implementačné plány). A napokon, v porovnaní so stratégiami realizovanými jednotlivými národnými menovými orgánmi

<sup>4</sup> Za zmienku stojí aj skutočnosť, že ani jeden prognostik nepredpokladá v rokoch 2022 a 2023 tzv. technickú recesiu (t. j. dva po sebe nasledujúce štvrtroky záporného medzištvrtročného rastu HDP).

<sup>5</sup> Box 7 s názvom [The prevalence of private sector wage indexation in the euro area and its potential role for the impact of inflation on wages](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2021.

v 70. rokoch minulého storočia je dnešná stratégia menovej politiky eurozóny jednoznačnejšie zameraná na ukotvenie inflačných očakávaní a dosiahnutie 2-percentnej inflácie v strednodobom horizonte.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Viac informácií o ukotvení inflačných očakávaní sa nachádza napríklad v Ehrmann, M., Fratzscher, M., Güürkaynak, R. S. a Swanson, E. T.: [Convergence and Anchoring of Yield Curves in the Euro Area](#), *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, Vol. 93(1), February 2011, pp. 350-364. Porovnanie so Spojenými štátmi sa nachádza v Beechey, M. J., Johannsen, B. K. a Levin, A. T.: [Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area Than in the United States?](#), *American Economic Journal: Macroeconomics*, American Economic Association, Vol. 3, No 2, April 2011, pp. 104-129. Rozsiahlejšie porovnanie s inými rozvinutými ekonomikami sa nachádza v Güürkaynak, R. S., Levin, A. T., Marder, A. N. a Swanson, E. T.: [Inflation targeting and the anchoring of inflation expectations in the western hemisphere](#), *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2007, pp. 25-47. Informácie o väzbe medzi menovou politikou a indexáciou miezd sa nachádzajú v Hofmann, B., Peersman, G. a Straub, R.: [Time variation in U.S. wage dynamics](#), *Journal of Monetary Economics*, Vol. 59, No 8, 2012, pp. 769-783.

## Prudký nárast inflácie cien potravín v eurozóne a vplyv rusko-ukrajinskej vojny

Katalin Bodnár a Tobias Schuler

**Inflácia potravinovej zložky HICP v eurozóne dosiahla v máji 2022 nové historické maximum, keďže v dôsledku invázie Ruska na Ukrajinu sa zintenzívnili už existujúce cenové tlaky v potravinárskom sektore.** Vojna a jej

nepriaznivé dôsledky bránia dovozu energií a potravinových komodít do eurozóny a prispievajú k rastu globálnych cien. Táto situácia ešte zvýrazňuje už existujúce napätie na potravinových trhoch vo svete a v eurozóne. V tomto boxe sa skúma najnovší vývoj inflácie cien potravín v eurozóne z hľadiska vplyvu rusko-ukrajinskej vojny.

**Inflácia potravinovej zložky HICP sa zvyšovala už pred inváziou Ruska na**

**Ukrajinu (graf A).** Ceny potravín môžu byť dôležitou hnacou silou celkovej inflácie HICP v eurozóne, a to vzhľadom na veľkú váhu potravín v spotrebnom koši (o niečo viac ako 20 %) a vysokú volatilitu inflácie cien potravín.<sup>1</sup> Počas prvej vlny pandémie koronavírusu (COVID-19) sa ročná miera inflácie cien potravín zvýšila v dôsledku ponukových obmedzení, následne však opäť klesla. Inflácia cien potravín sa potom od posledného štvrťroka 2021 zrýchlila, pričom dosiahla 3,5 % v januári 2022 a 7,5 % v máji 2022, čo je najvyššia úroveň od vzniku menovej únie. Predchádzajúce maximá ročnej miery inflácie cien potravín boli zaznamenané na začiatku roka 2002 (5,6 %), keď obavy súvisiace s chorobami prenášanými zo zvierat vyvolali tlak na rast cien nespracovaných potravín,<sup>2</sup> a v roku 2008 (6,1 %), v dôsledku zvýšenia globálnych cien potravinových komodít a hnojív.<sup>3</sup> V apríli 2022 inflácia cien potravín dosiahla 9,4 % v Spojených štátoch a 6,7 % v Spojenom kráľovstve. V oboch krajinách teda bola ešte vyššia ako v eurozóne. V posledných troch mesiacoch sa však medziročné tempo rastu cien potravín zrýchlilo výraznejšie v eurozóne (o 2,8 percentuálneho bodu od januára 2022) než v týchto dvoch ekonomikách (za rovnaké obdobie o 2,4 percentuálneho bodu v Spojených štátoch aj v Spojenom kráľovstve).

<sup>1</sup> Box s názvom [Recent developments in euro area food prices](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2020.

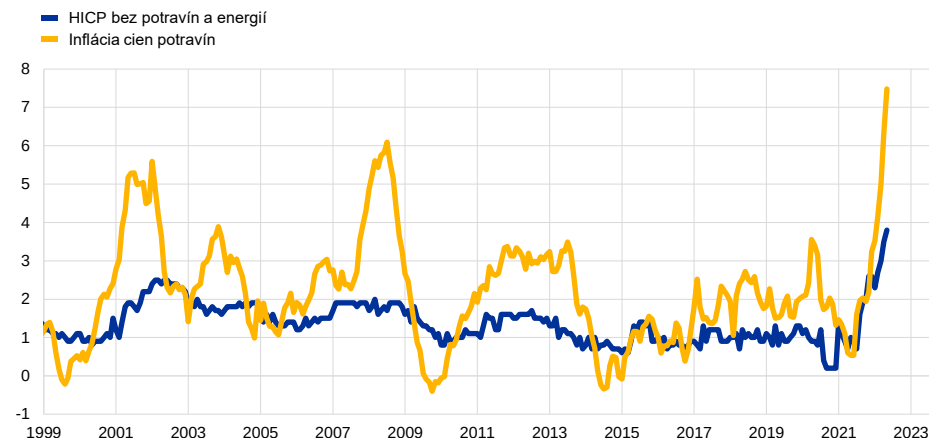
<sup>2</sup> Box s názvom [Recent developments in unprocessed food prices](#), *Monthly Bulletin*, Issue 9, ECB, 2013.

<sup>3</sup> Box s názvom [Poľnohospodárske komodity a ceny potravín zahrnutých do indexu HICP v eurozóne](#), *Mesačný bulletin*, ECB, jún 2010.

## Graf A

### Inflácia HICP a inflácia cien potravín v eurozóne

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za máj 2022.

**Výrazné zvýšenie inflácie cien potravín v eurozóne zaznamenané od polovice roka 2021 bolo spôsobené predovšetkým rastom medzinárodných cien potravinových komodít a energií, ktorého tempo sa po ruskej invázii na Ukrajinu zrýchlilo (graf B).** Medzinárodné ceny potravinových komodít sa v druhom polroku 2021 výrazne zvýšili, k čomu prispeli najmä vyššie ceny energií, predovšetkým zemného plynu.<sup>4</sup> Vysoké ceny energií ovplyvňujú infláciu cien potravín tromi spôsobmi. Po prvé, poľnohospodárska výroba a spracovanie potravín sú náročné na energie. Pestovanie plodín je napríklad do veľkej miery závislé od paliva pre poľnohospodárske stroje, vyššie ceny energií sa preto zvyknú rýchlo premietnuť do vyšších výrobných nákladov. Po druhé, keďže zemný plyn je jedným zo vstupov vo výrobe hnojív, jeho vyššie ceny zvyšujú ceny hnojív, čo prispieva k rastu vstupných nákladov v poľnohospodárstve. Po tretie, na ceny potravín vplyvajú aj rastúce náklady na dopravu, napríklad pri nahrádzaní určitej komodity komoditou zo vzdialenejšieho zdroja.<sup>5</sup> Medzinárodné ceny potravinových komodít sa zvýšili aj v dôsledku nepriaznivých poveternostných podmienok v niektorých oblastiach. K zosilneniu cenových tlakov navyše prispeli aj vyššie prepravné náklady spôsobené prekážkami v globálnych dodávateľských reťazcoch. V nadväznosti na inváziu Ruska na Ukrajinu výrazne stúpli ceny niektorých potravinových a energetických komodít, čo odráža globálny význam týchto dvoch krajín ako hlavných dodávateľov niektorých potravinových komodít.<sup>6</sup> Prudko sa zvýšili najmä

<sup>4</sup> Box s názvom [Vývoj cien energetických komodít a ich vplyv na projekcie cien energií HICP](#), *Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu*, ECB, december 2021.

<sup>5</sup> Monforti-Ferrario, F., Dallemand, J., Pinedo Pascua, I., Motola, V., Banja, M., Scarlat, N., Medarac, H., Castellazzi, L., Labanca, N., Bertoldi, P., Pennington, D., Goralczyk, M., Schau, E., Saouter, E., Sala, S., Notarnicola, B., Tassielli, G. a Renzulli, P.: [Energy use in the EU food sector: State of play and opportunities for improvement](#), *JRC Science and Policy Report*, Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2015.

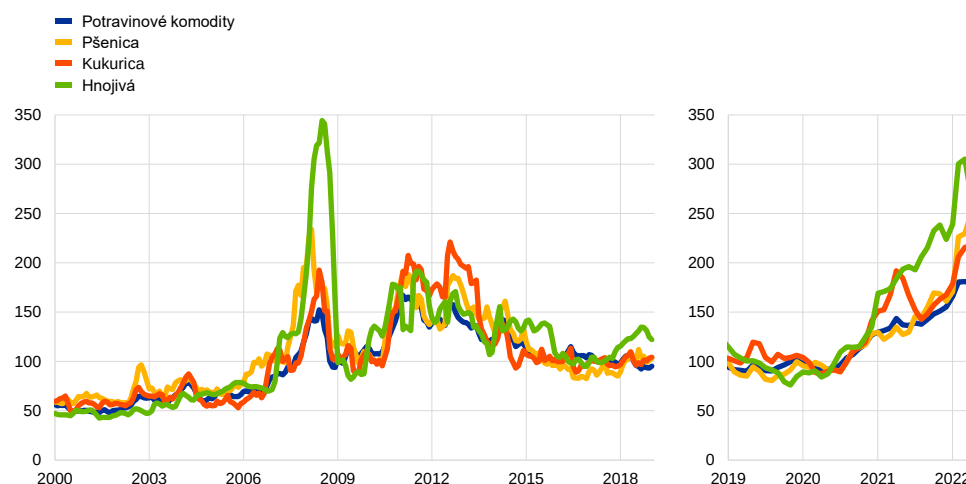
<sup>6</sup> Informácie o vývoji energetických komodít sú v boxe s názvom [Vplyv vojny na Ukrajinu na trhy s energiami v eurozóne](#) v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

ceny pšenice a kukurice. Vzástli už aj predtým zvýšené globálne ceny hnojív a ich ceny sú takmer o 200 % vyššie ako pred dvoma rokmi.<sup>7</sup>

## Graf B

### Globálne ceny potravinových komodít a hnojív

(index: 2020 = 100)



Zdroj: Hamburg Institute of International Economics (HWWI), Refinitiv a Svetová banka.

Poznámka: Posledné údaje sú za máj 2022. Medzi potravinové komodity patrí kakao, káva, kukurica, sója a pšenica. Ceny hnojív predstavujú ceny hydrogénfosforečnanu amónneho.

**Značné nepriaznivé dôsledky vojny na potravinársky sektor eurozóny možno vysvetliť jej priamym vplyvom na produkčnú a vývoznú kapacitu Ukrajiny, ako aj obchodnými obmedzeniami a zvýšenou neistotou na Ukrajine, v Rusku a Bielorusku.** Po prvé, Ukrajina zakázala vývoz niektorých potravinárskych produktov.<sup>8</sup> Produkčnú kapacitu krajiny v dlhodobejšom horizonte nepriaznivo ovplyvní aj nemožnosť osievať a žať úrodu v oblastiach priamo zasiahnutých vojnou, nedostatok pracovníkov vo výrobe a zničenie výrobnéj a prepravnej infraštruktúry. Po druhé, v dôsledku vyšších nákladov na poistenie sa zvýšila cena prepravy potravinových komodít z Ruska.<sup>9</sup> Neisté sú aj dodávky ropy a zemného plynu z Ruska, čo zvyšuje tlak na rast vstupných nákladov poľnohospodárskeho sektora a spracovateľov potravín v EÚ. Okrem toho Rusko, najväčší svetový vývozca hnojív, zakázalo do augusta 2022 ich vývoz.<sup>10</sup> Po tretie, EÚ v rámci ďalšieho balíka sankcií proti Bielorusku úplne zakázala dovoz uhličitanu draselného, palív a ďalších produktov z tejto krajiny.<sup>11</sup> Tieto obmedzenia medzinárodného obchodu s hnojivami budú mať za následok ďalšie zvyšovanie cien tak na globálnej úrovni, ako aj

<sup>7</sup> Čínske obmedzenia vývozu hnojív môžu prispieť k ďalšiemu zosilneniu týchto cenových tlakov. Viac informácií sa nachádza v Bown, C.P. a Wang, Y.: [China's recent trade moves create outside problems for everyone else](#), *RealTime Economic Issues Watch*, Peterson Institute for International Economics, 25 April 2022.

<sup>8</sup> Patrí medzi ne raž, jačmeň, pohánka, pšeno, cukor, soľ a mäso.

<sup>9</sup> [The importance of Ukraine and the Russian Federation for global agricultural markets and the risks associated with the current conflict](#), *Information Note*, Food and Agriculture Organization of the United Nations, 25 March 2022.

<sup>10</sup> Weil, P. a Zachmann, G.: [The impact of the war in Ukraine on food security](#), *blog post*, Bruegel, 21 March 2022.

<sup>11</sup> Guarascio, F.: [EU bans 70% of Belarus exports to bloc with new sanctions over Ukraine invasion](#), Reuters, 2 March 2022.

v eurozóne, pričom nižšia ponuka hnojív môže v budúcnosti ovplyvniť aj globálne výnosy plodín.

**Zatiaľ čo celková expozícia eurozóny voči Rusku, Ukrajine a Bielorusku je obmedzená, v prípade niektorých potravinových komodít existuje výrazná priama expozícia voči regiónu zasiahnutému vojnou.** Z hľadiska

poľnohospodárskych produktov je Európska únia do veľkej miery sebestačná a jej produkcia presahuje spotrebu.<sup>12</sup> Pokiaľ ide o obchod s poľnohospodárskymi produktmi a hnojivami v eurozóne, najväčší podiel predstavuje obchod v rámci eurozóny (57 %), pričom Rusko, Ukrajina a Bielorusko spolu tvoria len 2 % celkového dovozu do eurozóny (graf C, časť a).<sup>13</sup> Čo sa týka dovozu jednotlivých produktov, z vojnou zasiahnutého regiónu (najmä z Ukrajiny) pochádza veľká časť dovážanej kukurice, ktorá sa používa predovšetkým ako krmivo pre hospodárske zvieratá (graf C, časť b). Významný podiel tvorí aj dovoz olejní, pšenice a cukru, a to najmä z Ukrajiny.<sup>14</sup> Tento dovoz ovplyvňuje infláciu potravinovej zložky HICP prostredníctvom hodnotového reťazca a vzhľadom na nedostatočnú ponuku uvedených tovarov na svetových trhoch môžu ďalšie obmedzenia ich dodávok spôsobiť výrazný rast cien. Zatiaľ čo domácnosti môžu napríklad slnečnicový olej nahradiť iným rastlinným alebo živočíšnym olejom či tukom, ten sa používa aj v celom rade spracovaných potravinárskych produktov a jeho obmedzená ponuka preto môže mať výrazný dosah. Znížená ponuka krmív pre hospodárske zvieratá môže mať vplyv aj na dodávky mäsa a jeho ceny. Eurozóna navyše zo zasiahnutého regiónu dováža viac ako štvrtinu svojej spotreby hnojív, ktorú je ťažké nahradiť z iných zdrojov.

<sup>12</sup> [Short-term outlook for EU agricultural markets in 2022](#), No 32, European Commission, Spring 2022.

<sup>13</sup> Pokiaľ ide o dovoz poľnohospodárskych produktov z krajín mimo eurozóny, podiel Ruska predstavuje 1,7 %, Ukrajiny 2,6 % a Bieloruska 0,1 %.

<sup>14</sup> Najväčšiu expozíciu voči dovozu pšenice z Ukrajiny spomedzi krajín eurozóny má Cyprus, Portugalsko a Holandsko.

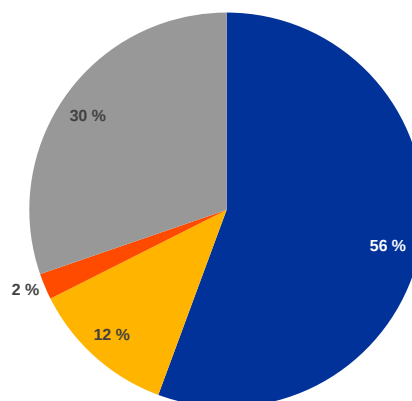
### Graf C

Expozícia eurozóny voči dovozu poľnohospodárskych produktov a hnojív z Ruska, Ukrajiny a Bieloruska

#### a) Štruktúra dovozu potravín a hnojív do eurozóny

(v % celkového dovozu)

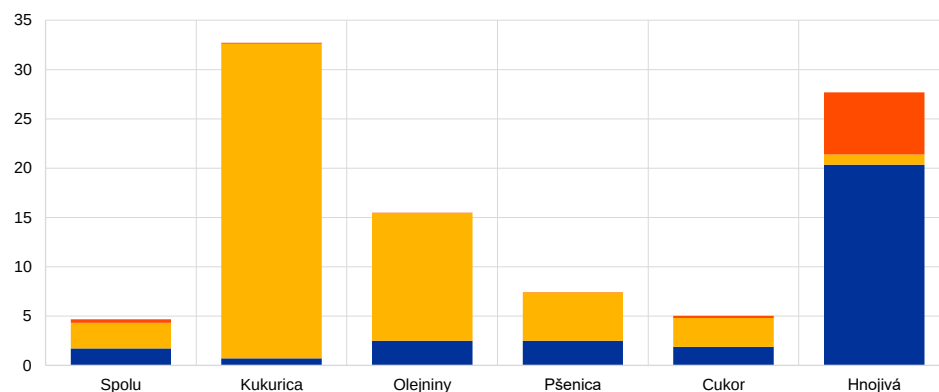
- V rámci eurozóny
- Z iných krajín EÚ
- Z Ruska, Ukrajiny, Bieloruska
- Z krajín mimo eurozóny, okrem Ruska, Ukrajiny a Bieloruska a iných krajín EÚ



#### b) Expozícia eurozóny voči dovozu poľnohospodárskych produktov a hnojív ako podiel na celkovom dovoze z krajín mimo eurozóny

(v % dovozu z krajín mimo eurozóny)

- Rusko
- Ukrajina
- Bielorusko



Zdroj: Európska komisia a výpočty ECB.  
Poznámka: Údaje sú za rok 2020.

### Inflácia cien potravín vzrástla výraznejšie v krajinách eurozóny, ktoré sú viac vystavené dovozu poľnohospodárskych produktov z Ruska, Ukrajiny a Bieloruska.

Spomedzi krajín eurozóny sú najviac závislé od dovozu poľnohospodárskych produktov a hnojív z Ruska, Ukrajiny a Bieloruska pobaltské štáty a Fínsko (graf D), pričom jeho podiel na celkovom dovoze týchto produktov sa pohybuje od 8 % (Fínsko) do 13 % (Estónsko).<sup>15</sup> V pobaltských štátoch bola inflácia cien potravín vo všeobecnosti vyššia a volatilnejšia než v ostatných krajinách eurozóny, čo odrážalo skutočnosť, že ide o malé otvorené ekonomiky, ktoré sú viac vystavené výkyvom na medzinárodných komoditných trhoch. Tieto krajiny zaznamenali v poslednom období najvyššiu medziročnú mieru inflácie cien potravín

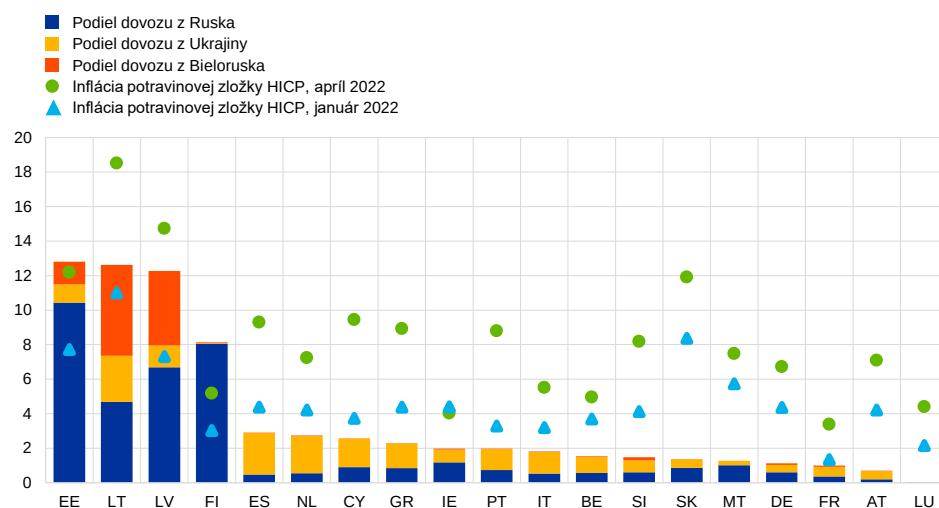
<sup>15</sup> Pobaltské štáty sú dôležitými tranzitnými krajinami pre produkty z Ruska a Bieloruska. Údaje týkajúce sa hnojív boli upravené o spätný vývoz.

v rámci eurozóny, a to od 12 % do 19 %. V budúcnosti sa môžu rozdiely v inflácii potravinovej zložky HICP medzi jednotlivými krajinami eurozóny ešte zväčšovať.

#### Graf D

Expozícia krajín eurozóny voči dovozu poľnohospodárskych produktov a hnojív z Ruska, Ukrajiny a Bieloruska a inflácia potravinovej zložky HICP

(v % celkového dovozu; ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Európska komisia, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje o dovoze sú za rok 2020, údaje o inflácii potravinovej zložky HICP sú z apríla 2022.

**Cenové tlaky v potravinárskom sektore eurozóny sa od ruskej invázie na Ukrajinu ešte zintenzívnili, čo naznačuje, že inflácia cien potravín môže zostať vysoká (graf E).** Dovozné ceny potravín v eurozóne sa výrazne zvyšovali už predtým, po invázii sa však tempo ich rastu ešte zrýchlilo, pričom v apríli sa ročná miera inflácie zvýšila z februárových 16,4 % na 21,4 %.

V apríli výrazne stúpili aj výstupné ceny poľnohospodárskych výrobkov a veľkoobchodné ceny<sup>16</sup> v eurozóne, a to o 47,9 % (v porovnaní s nárastom o 27,7 % vo februári), k čomu prispeli najmä ceny obilnín. V rámci výrobného reťazca sa po invázii ďalej zrýchlilo aj tempo rastu už predtým zvýšených cien výrobcov potravinárskych produktov. Konkrétne vo februári a v apríli sa výrazne zvýšili ceny výrobcov rastlinných a živočíšnych olejov a tukov (o 39,7 %) a výrobcov krmív (o 32,2 %), po medziročnom náraste o 27,4 % a 19,3 %. Tieto cenové tlaky sa prostredníctvom cenového reťazca prejavajú v najbližších mesiacoch aj na spotrebiteľských cenách potravín v eurozóne.

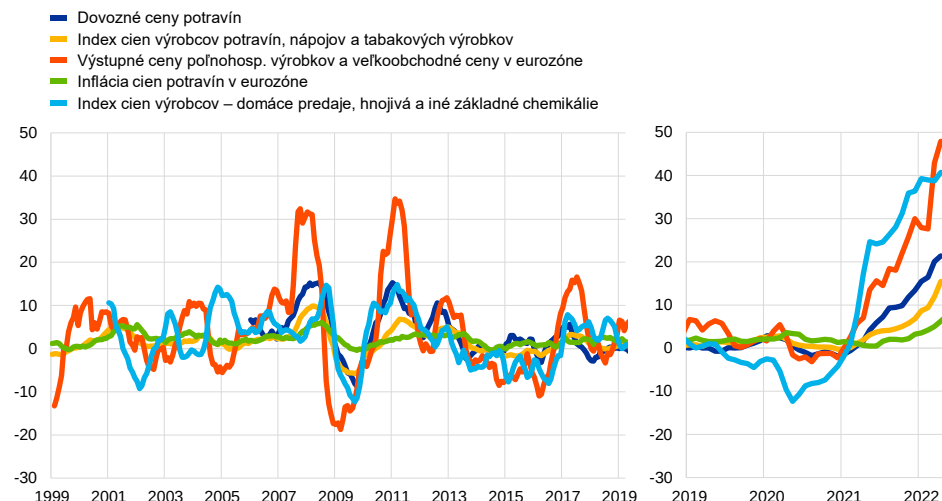
<sup>16</sup> Údaje o výstupných cenách poľnohospodárskych výrobkov a veľkoobchodných cenách v eurozóne zbiera Európska komisia (Generálne riaditeľstvo pre poľnohospodárstvo a rozvoj vidieka). Výstupné ceny poľnohospodárskych výrobkov predstavujú ceny na farme, kde sa vyrábajú, a nezahŕňajú žiadne samostatne účtované poplatky za dopravu alebo dodanie.



## Graf E

### Inflačné tlaky na ceny potravín a hnojív

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a Európska komisia.

Poznámka: Posledné údaje: máj 2022 v prípade inflácie cien potravín v eurozóne a apríl 2022 v prípade zvyšných ukazovateľov.

**Celkovo možno konštatovať, že priama závislosť eurozóny od regiónu zasiahnutého vojnou je až na určité komodity obmedzená; vzhľadom na vývoj globálnych cien komodít sú však ceny potravín vystavené výraznému tlaku.**

Vojna narušila dovoz obilia, olejnin a hnojív do eurozóny. K rastu cien potravín výrazne prispievajú aj vyššie svetové ceny uvedených vstupov v rámci poľnohospodárskej výroby a tiež prudký rast cien energií. V minulosti po epizódach zvyšovania cien potravín nasledovali hospodárske úpravy a inflácia cien potravín sa zvykla v strednodobom horizonte zmierniť. Tentokrát však možno očakávať, že inflácia zostane v nasledujúcich mesiacoch vysoká, a to aj napriek určitým vyvažujúcim faktorom. Niektoré dodávky ovplyvnené vojnou by mohli nahradiť dodávky z iných častí sveta, ich cena však bude vysoká. Existuje tiež možnosť zvýšenia produkcie plodín v eurozóne (využívaním tzv. oblastí ekologického záujmu na poľnohospodársku činnosť a úpravou priorít pri pestovaní kukurice), čo by mohlo pomôcť zmierniť vplyv vojny na trhy s obilím, prinajmenšom pokiaľ ide o množstvo.<sup>17</sup> Obmedzené dodávky krmív pre hospodárske zvieratá z Ruska a Ukrajiny možno čiastočne vykompenzovať zvýšením dovozu z iných regiónov (napr. z Latinskej Ameriky), s najväčšou pravdepodobnosťou však za vyššie ceny. Je nepravdepodobné, že by tieto vyvažujúce opatrenia v krátkodobom horizonte veľmi obmedzili rast cien potravín, keďže viacero vstupov je ťažké v krátkom čase nahradiť, a očakáva sa, že budú vo veľkej miere určovať budúci vývoj inflácie cien potravín.<sup>18</sup> Vzhľadom na nižšiu ponuku a vysoké ceny hnojív sa napríklad očakáva, že niektoré cenové tlaky pretrvávajú až do roku 2023.

<sup>17</sup> Supply shock caused by Russian invasion of Ukraine puts strain on various EU agri-food sectors, European Commission, 5 April 2022.

<sup>18</sup> Existujú aj ďalšie faktory, ktoré môžu mať vplyv na ponuku a ceny potravín v eurozóne, napr. globálne dodávky potravinových komodít, obmedzenia vývozu zavedené niektorými krajinami v odpovedi na ruskú inváziu na Ukrajinu a hromadenie zásob domácnosťami v eurozóne.

## Nový ukazovateľ domácej inflácie v eurozóne

Annette Fröhling,<sup>1</sup> Derry O'Brien a Stefan Schaefer<sup>2</sup>

**V tomto boxe predstavujeme nový ukazovateľ domácej inflácie v eurozóne, ktorý zohľadňuje dovoznú náročnosť položiek HICP.** Pri tomto novom ukazovateli je dovozná náročnosť jednotlivých položiek HICP odvodená na základe informácií z národných účtov a tabuliek vstupov a výstupov. Položky HICP s pomerne nízkou mierou dovoznej náročnosti sa následne agregujú do tzv. inflačného ukazovateľa LIMI (Low IMport Intensity – nízka dovozná náročnosť).<sup>3</sup> Na určenie hornej hraničnej hodnoty dovoznej náročnosti, na základe ktorej sa položky HICP zahŕňajú do ukazovateľa, sa používajú empirické kritériá. Zatiaľ čo inflačný cieľ ECB je stanovený ako celková inflácia, koncept domácej inflácie má pre menovú politiku analytický význam, pretože zohráva dôležitú úlohu v jej transmisnom mechanizme.<sup>4</sup> Bežne používaným ukazovateľom domácej inflácie je deflátor HDP. Hoci ju znižuje o dovezenú infláciu, zachytáva vývoj cien presahujúci spotrebiteľské ceny, napríklad ceny investičných tovarov alebo vývozu, ktoré nemusia veľmi úzko súvisieť s vývojom inflácie spotrebiteľských cien ovplyvneným domácimi faktormi. Navyše, štandardné ukazovatele jadrovej inflácie založené na štatistickom vylúčení môžu aj naďalej zahŕňať položky s vysokou dovoznou náročnosťou. Novovytvorený inflačný ukazovateľ LIMI môže niektoré z týchto iných ukazovateľov dopĺňať. Naznačuje, že hoci sa pod prudký nárast celkovej inflácie podpísala najmä dovezená inflácia, v minulom roku sa zvýšili aj domáce inflačné tlaky.<sup>5</sup>

**Dovozná náročnosť jednotlivých položiek HICP sa vypočíta ako priama a nepriama dovozná zložka súkromnej spotreby po zdanení.** Čím vyššia je dovozná zložka položiek súkromnej spotreby, tým viac by mala ich cena reagovať na medzinárodné faktory, keďže dovozná zložka spotreby po zdanení sa približne rovná dlhodobej elasticite inflácie spotrebiteľských cien vo vzťahu k zmenám dovozných

<sup>1</sup> Deutsche Bundesbank

<sup>2</sup> Deutsche Bundesbank

<sup>3</sup> Indexy HICP vo všeobecnosti vychádzajú z domáceho konceptu, t. j. HICP sa vzťahuje na produkty nakúpené v určitej krajine. Naopak, logika ukazovateľa „domácej“ inflácie vychádza z toho, že niektoré zložky HICP sa vyrábajú v cudzej krajine, takže cenový vývoj týchto „nedomácych“ zložiek by mali určovať najmä podmienky na zahraničnom trhu.

<sup>4</sup> Koncept domácej inflácie, ako je použitý v tomto boxe, úzko súvisí s konceptom neobchodovateľnej inflácie. Rozdiel spočíva v tom, že zatiaľ čo koncept neobchodovateľnej inflácie zohľadňuje vývoznú náročnosť a dovoznú náročnosť rôznych tovarov a služieb vo vzťahu ku všetkým používateľom, domáca inflácia sa týka tovarov a služieb vyprodukovaných na domácu spotrebu pri nízkej dovoznej náročnosti.

<sup>5</sup> F. Panetta: [Small steps in a dark room: guiding policy on the path out of the pandemic](#), prejav v European University Institute, 28. februára 2022; a F. Panetta: [Patient monetary policy amid a rocky recovery](#), prejav v Sciences Po, 24. novembra 2021. Inflačný ukazovateľ LIMI, ktorý sa uvádza v týchto prejavoch, vychádza z databázy [World Input-Output Database](#) (WIOD), ktorá bola následne revidovaná pomocou systému mapovania založeného na databáze Eurostatu FIGARO (Full International and Global Accounts for Research in Input-Output analysis).

cien.<sup>6</sup> Celková dovozná zložka pozostáva z priamej dovoznej zložky súkromnej spotreby (t. j. dovoz tovarov, ktoré domácnosti priamo spotrebúvajú, z krajín mimo eurozóny) a nepriamej dovoznej zložky súkromnej spotreby (t. j. dovoz polotovarov, ktoré sa v eurozóne používajú na výrobu tovarov konečnej spotreby, z krajín mimo eurozóny). Celková dovozná zložka jednotlivých položiek HICP sa najprv odvodzuje na základe informácií z tabuliek vstupov a výstupov, aby sa odhadla dovozná zložka spotrebiteľských produktov klasifikovaných podľa činnosti, a následne na základe mapovania týchto produktov na 94 položiek HICP.<sup>7</sup> Podľa tohto prístupu sa dovozná náročnosť v roku 2017 pohybovala od 19 % do 32 % v prípade energetických položiek HICP, blízko úrovne 22 % v prípade potravinových položiek HICP, od 3 % do 68 % v prípade položiek služieb HICP a od 11 % do 44 % v prípade položiek neenergetických priemyselných tovarov HICP (graf A).<sup>8</sup>

<sup>6</sup> Jedným z dôvodov na opatnosť je skutočnosť, že na ceny by mohol mať vplyv aj stupeň nahraditeľnosti dovozom, čo nie je v plnej miere zohľadnené. Napríklad, v prípade položky s nulovou dovoznou náročnosťou môžu domáce podniky držať cenu na úrovni medzinárodných cien, aby neprišli o tržový podiel v prospech dovážaných alternatív. Navyše, nad rámec nášho prevažne štatistického prístupu by sa domáca inflácia mohla definovať aj podľa zdrojov hospodárskych šokov. Ak by napríklad cenu tovaru – pokojne aj s vysokou dovoznou náročnosťou – mal výrazne ovplyvňovať dopyt v rámci eurozóny, túto dovezenú infláciu by sme stále mohli označiť za „domácu“ v tom zmysle, že by sa mohla dostať pod kontrolu domácej menovej politiky.

<sup>7</sup> Hlavnými zdrojmi údajov používaných na odvodenie dovoznej náročnosti jednotlivých položiek HICP sú databáza FIGARO, ako aj zodpovedajúce tabuľky dodávok a použitia. Údaje FIGARO sa poskytujú s ročnou periodicitou a za dostatočný počet sektorov; pokrývajú obdobie rokov 2010 až 2017 (pri výpočtoch za roky 2000 až 2009 sa používajú údaje z databázy WIOD). Výpočet prevodníkov medzi 64-položkovou konečnou klasifikáciou produktov podľa činnosti (Classification of Products by Activity – CPA) v databáze FIGARO a 94 položkami HICP na úrovni 4-miestneho kódu COICOP je založený na zozname [Eurostat correspondence list](#) (COICOP označuje klasifikáciu individuálnej spotreby podľa účelu). Ako pomocné údaje pri mapovaní sa používajú údaje Eurostatu o veľkoobchode a maloobchode a o výdavkoch na konečnú spotrebu v kúpnych cenách, ako aj váhy jednotlivých položiek HICP v rámci COICOP. Za obdobie rokov 2000 až 2017 sa dovozné náročnosti menili každý rok. V nasledujúcom období, až do ďalšieho vydania údajov FIGARO, sa dovozné náročnosti ukotvili na úrovni z roku 2017. Mapovanie je založené na verejne dostupných informáciách a slúži len na aproximáciu dovoznej náročnosti.

<sup>8</sup> Dve položky služieb HICP – osobná letecká doprava a osobná lodná doprava – vykazujú veľmi vysokú dovoznú náročnosť. Dôvodom je, že dovoznú náročnosť dopravných služieb nie je možné vypočítať oddelene pre osobnú a nákladnú dopravu, nakoľko zodpovedajúce položky CPA – lodná a letecká doprava – nerozlišujú medzi osobnou a nákladnou dopravou. Tretiu najvyššiu dovoznú náročnosť vykazuje položka dovolenkové balíky, a to na úrovni 35 %.

## Graf A

Položky HICP s dovoznou náročnosťou nižšou ako 18 % v roku 2017



Zdroj: Eurostat, výpočty autorov.

Poznámka: Z dôvodu priestorových obmedzení graf zobrazuje iba položky HICP (na úrovni 4-miestneho kódu COICOP) s dovoznou náročnosťou nižšou ako 18 %, čo je hraničná hodnota stanovená na základe empirického hodnotenia.

**Hlavným kritériom na určenie optimálnej hraničnej hodnoty dovoznej náročnosti je schopnosť sledovať celkovú infláciu v strednodobom horizonte, pričom položky HICP s dovoznou náročnosťou pod touto hodnotou sa zahrňajú do inflačného ukazovateľa LIMÍ.** Hraničná hodnota pre náš inflačný ukazovateľ LIMÍ je stanovená na základe empirických kritérií. Tie zahrňujú historické skreslenie a celkovú presnosť – merané pomocou strednej kvadratickej odchýlky (mean squared error – MSE) – pri sledovaní vývoja celkovej inflácie v strednodobom horizonte.<sup>9</sup> V období po globálnej finančnej kríze zvykne byť skreslenie väčšie v prípade hraničných hodnôt nízkej dovoznej náročnosti (graf B).<sup>10</sup> Môže to odrážať skutočnosť, že práve položky služieb majú zvyčajne nízku dovoznú náročnosť, ale súčasne vykazujú aj pomerne vysokú priemernú mieru inflácie. S rastúcou hraničnou hodnotou má skreslenie tendenciu klesať, keďže inflačný ukazovateľ LIMÍ pokrýva viac položiek neenergetických priemyselných tovarov, ktoré zvyknú vykazovať nižšiu priemernú mieru inflácie. Ukazovateľ založený na hraničnej hodnote 18 % podľa

<sup>9</sup> Ako referenčnú hodnotu je potrebné použiť odhad trvalej zložky inflácie, ktorá sa nedá pozorovať. Hlavná referenčná hodnota v mesiaci  $t$  sa definuje ako anualizovaná miera rastu HICP počas nasledujúcich dvoch rokov, t. j.  $1200 \cdot (p_{t+h} - p_t) / h$ , kde  $p_t$  predstavuje cenovú úroveň v čase  $t$  a  $h$  predstavuje 24 mesiacov. Výsledky sú robustné aj pri použití alternatívnych zástupných ukazovateľov trvalej zložky inflácie, napríklad zodpovedajúcej referenčnej hodnoty založenej na inflácii v najbližších troch rokoch. Skúmané obdobie po globálnej finančnej kríze trvá od septembra 2008 do decembra 2017. Na výpočet referenčnej hodnoty na najbližšie dva roky sú potrebné údaje za obdobie od januára 2018 do decembra 2019. Údaje za obdobie pandémie sa nepoužili.

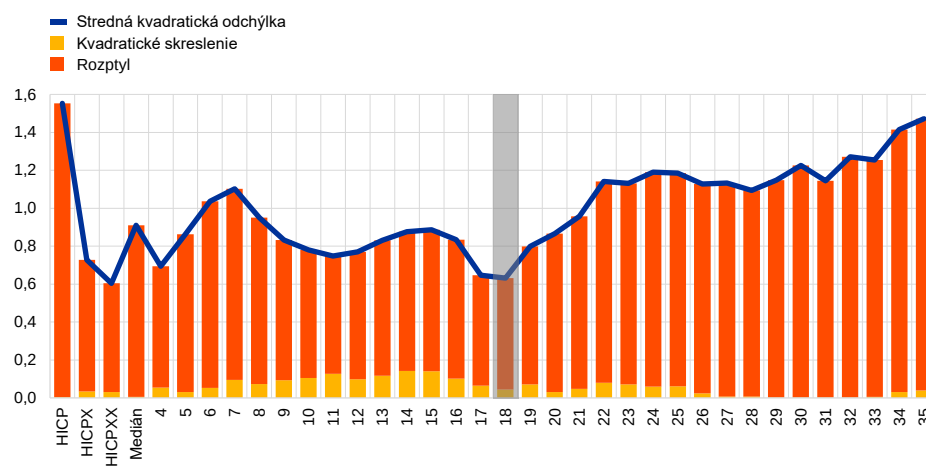
<sup>10</sup> Pre skúmané obdobie pred globálnou finančnou krízou neexistuje jednoznačná optimálna hraničná hodnota dovoznej náročnosti. Za výrazným pozitívnym skreslením celkovej inflácie HICP počas skúmaného obdobia pred globálnou finančnou krízou sa skrýva vysoká priemerná miera inflácie položiek vysoko náročných na ropu, ako sú kvapalné palivá. Tieto položky majú vysokú dovoznú náročnosť a zvyknú byť vylúčené z rozsahu relevantných hraničných hodnôt.

všetkého vykazuje najvyššiu presnosť predikcií a pomerne malé skreslenie.<sup>11</sup> Zo štandardných ukazovateľov základnej inflácie založených na štatistickom vylúčení má inflácia HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom a položiek odevov a obuvi (HICPXX) najnižšiu hodnotu strednej kvadratickej odchýlky a je všeobecne porovnateľná s inflačným ukazovateľom LIMI s hraničnou hodnotou stanovenou na úrovni 18 %.

## Graf B

Presnosť kandidátskych inflačných ukazovateľov LIMI a bežných ukazovateľov základnej inflácie v období po globálnej finančnej kríze a pred pandémiou

(os x: maximálna dovozná náročnosť v %)



Zdroj: Eurostat, výpočty autorov.

Poznámka: Parametre, t. j. skreslenie, rozptyl a stredná kvadratická odchýlka, sú vypočítané pre kandidátske inflačné ukazovatele LIMI s hraničnými hodnotami dovoznej náročnosti od 4 % do 35 % za obdobie od septembra 2008 do decembra 2019; preferovaná hraničná hodnota 18 % je vytieňovaná. Referenčná hodnota sa definuje ako anualizovaná miera rastu HICP počas nasledujúcich dvoch rokov. HICPX znamená infláciu HICP bez energií a potravín, zatiaľ čo HICPXX predstavuje infláciu HICP bez položiek súvisiacich s cestovným ruchom a položiek odevov a obuvi.

## Inflačné ukazovatele LIMI vo všeobecnosti vykazujú výraznú väzbu na podmienky hospodárskeho cyklu.

Inflačný ukazovateľ LIMI by mal byť v zásade pomerne veľmi citlivý na nevyužité domáce kapacity. Pri regresii redukovanej formy Phillipsovej krivky na základe produkčnej medzery je krátkodobý sklon veľmi výrazný v prípade všetkých regresií s výnimkou inflačných ukazovateľov LIMI s hraničnou hodnotou dovozu na úrovni 8 % alebo menej.<sup>12</sup> Výrazné dlhodobé sklony sú prítomné v intervale približne od 0,24 do 0,48. Pri použití medzery nezamestnanosti ako ukazovateľa nevyužitých kapacít sú sklony vo všeobecnosti výrazné v prípade hraničnej hodnoty dovozu na úrovni od 17 % do 23 %. Pomerne nízka hodnota strednej kvadratickej odchýlky celkovo poukazuje na hraničnú hodnotu 18 % ako najvhodnejšiu pre inflačný ukazovateľ LIMI. Podporuje ju aj veľmi výrazný sklon

<sup>11</sup> Obdobie pred globálnou finančnou krízou sa vyznačovalo dlhodobo vysokou infláciou cien komodít. Ak by opäť došlo ku komoditnému supercyklu, inflačné ukazovatele LIMI s nízkou hraničnou hodnotou dovoznej náročnosti, ktorá nezahŕňa mnohé energetické a potravinové položky, by pravdepodobne opäť vykazovali veľké skreslenie. Inflačný ukazovateľ LIMI s hraničnou hodnotou na úrovni 18 % by sa preto mal používať len ako doplnkový ukazovateľ v širšom hodnotení vývoja základnej inflácie.

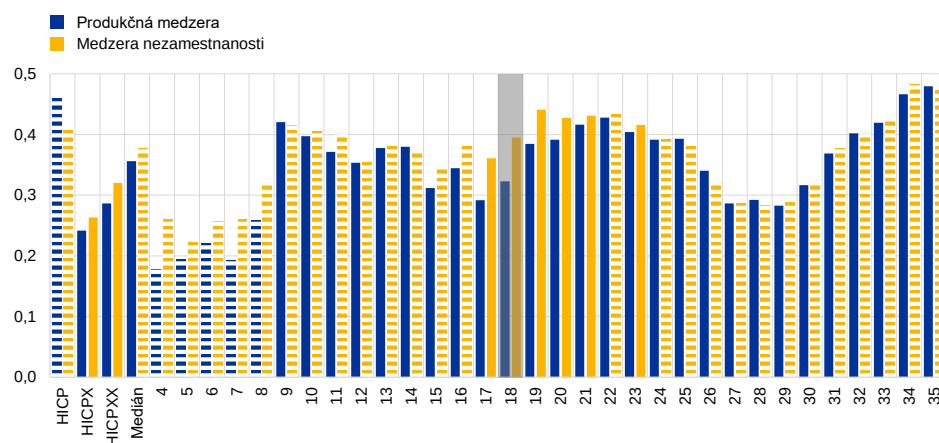
<sup>12</sup> Phillipsova krivka má nasledovnú špecifikáciu:  $y_i(t) = \alpha + \rho * y_i(t-1) + \beta_i * \text{nevyužité kapacity } (t-1) + \varepsilon(t)$ , kde  $y_i(t)$  je anualizovaná medzištvrtročná miera rastu ukazovateľa domácej inflácie  $i$  v čase  $t$  očistená od sezónnych vplyvov (súvisiaca s danou hraničnou hodnotou dovoznej náročnosti) a nevyužité kapacity predstavujú buď produkčnú medzeru alebo medzeru nezamestnanosti.

Phillipsovej krivky tak v prípade produkčnej medzery, ako aj medzery nezamestnanosti pri tomto ukazovateli.<sup>13</sup>

### Graf C

Dlhodobý sklon pri regresii Phillipsovej krivky inflačných ukazovateľov LIM1 a bežných ukazovateľov základnej inflácie

(os x: maximálna dovozná náročnosť v %)



Zdroj: Eurostat, výpočty autorov.

Poznámka: HICPX znamená infláciu HICP bez energií a potravín, zatiaľ čo HICPXX predstavuje infláciu HICP bez položiek súvisiacich s cestovným ruchom a položiek odevov a obuvi. Medián je vážený. Znamienko sklonu medzery nezamestnanosti je invertované. Zodpovedajúce krátkodobé sklony, ktoré nie sú významné na úrovni 1 %, sú znázornené pružkovým vzorom. Skúmané obdobie predstavuje obdobie od druhého štvrtroka 2003 do posledného štvrtroka 2019.

### Inflačný ukazovateľ LIM1 založený na hraničnej hodnote dovoznej náročnosti 18 % zahŕňa predovšetkým položky služieb v rámci HICP. Z celkového počtu 94 položiek HICP na úrovni rozkladu 4-miestneho kódu COICOP inflačný ukazovateľ LIM1 v roku 2017 obsahoval 29 položiek (v porovnaní s 34 v roku 2010), čo predstavovalo vážený podiel 35 % (40 % v roku 2010). Tento pokles môže sčasti odrážať istú prevahu globálnych dodávateľských reťazcov v danom období. Keďže dovozná náročnosť potravinových a energetických položiek býva vyššia ako hraničná hodnota 18 %, nezvyknú byť zahrnuté v inflačnom ukazovateli LIM1. Zahrnutá nie je ani väčšina položiek neenergetických priemyselných tovarov.<sup>14</sup>

Položky služieb sú zahrnuté, až na niekoľko výnimiek, ako napríklad služby súvisiace s dopravou, dovolenkové balíky, poštové služby a služby v oblasti kultúry. Vzhľadom na to, že tento ukazovateľ pozostáva najmä z položiek služieb, zvykne tiež vykazovať vyššiu priemernú mieru inflácie ako inflácia HICP bez energií a potravín.<sup>15</sup>

**Inflačný ukazovateľ LIM1 naznačuje, že hoci sa pod prudký nárast celkovej inflácie podpísala najmä dovezená inflácia, v minulom roku sa zvýšili aj domáce inflačné tlaky.** Ukazovateľ poukazuje na určitý nárast základných inflačných tlakov v rokoch bezprostredne pred pandémiou koronavírusu (COVID-19)

<sup>13</sup> Jediným inflačným ukazovateľom LIM1, ktorý v období od konca globálnej finančnej krízy do začiatku pandémie vykazuje výrazný sklon v prípade medzery nezamestnanosti, je ten s hraničnou hodnotou na úrovni 18 %.

<sup>14</sup> Od roku 2017 sú zahrnuté tieto položky neenergetických priemyselných tovarov: koberce a ostatné podlahové krytiny, dodávka vody a rôzne tlačoviny, kancelárske potreby a potreby na kreslenie.

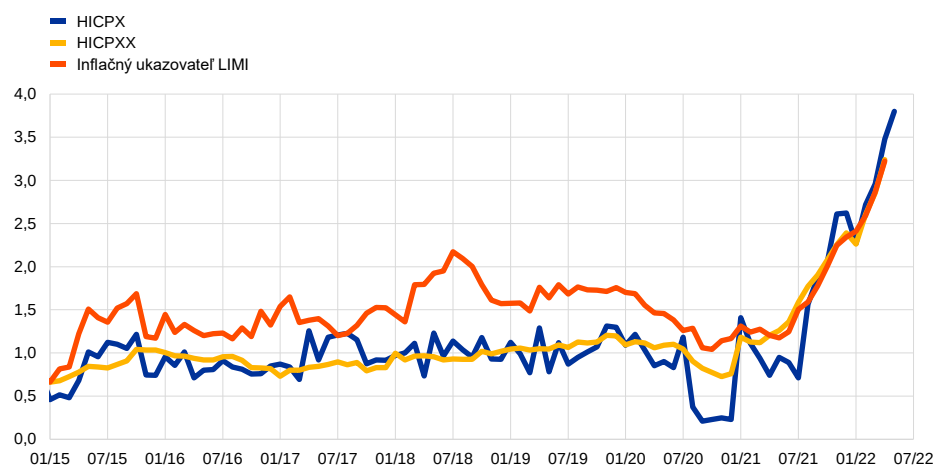
<sup>15</sup> Box s názvom [What is behind the change in the gap between services price inflation and goods price inflation?](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2019.

(graf D). Po prudkom poklese zaznamenanom po nástupe pandémie začal inflačný ukazovateľ LIMI v polovici roka 2021 stúpať.<sup>16</sup> Tento vývoj viac-menej potvrdzuje inflácia HICPXX. Inflačný ukazovateľ LIMI, ako aj inflácia HICPXX boli počas pandémie menej ovplyvnené výraznou volatilitou služieb v oblasti cestovného ruchu ako inflácia HICPX, keďže niektoré z týchto položiek majú dovoznú zložku prevyšujúcu hraničnú hodnotu 18 %. Inflačný ukazovateľ LIMI tiež naznačuje, že súčasné vysoké úrovne inflácie sú prevažne dovezené a odrážajú globálne ponukové a dopytové šoky, ktoré sa prostredníctvom dovozných cien v čoraz väčšej miere prenášajú aj do ekonomiky eurozóny (graf E).

### Graf D

#### Porovnanie inflačného ukazovateľa LIMI s bežnými ukazovateľmi základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat, výpočty autorov.

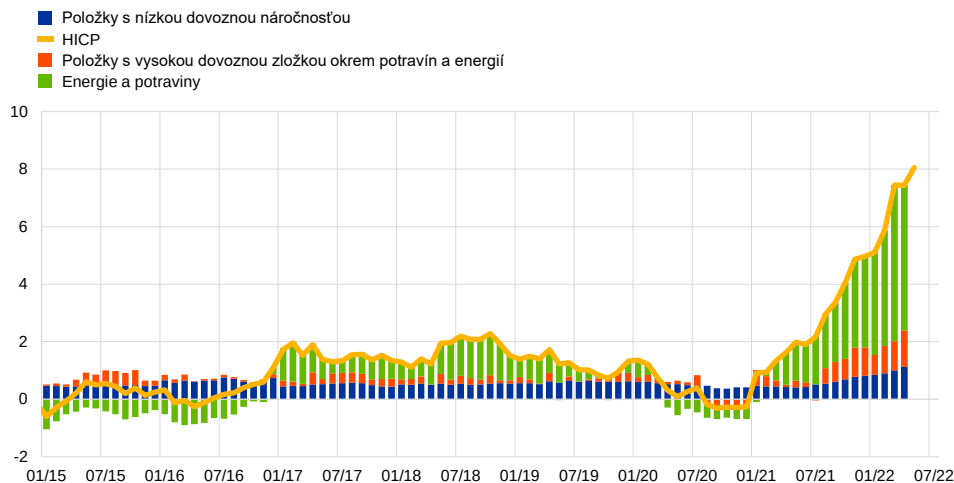
Poznámka: Inflačný ukazovateľ LIMI je založený na hraničnej hodnote dovoznej zložky na úrovni 18 %. HICPX znamená infláciu HICP bez energií a potravín, zatiaľ čo HICPXX predstavuje infláciu HICPX bez položiek súvisiacich s cestovným ruchom a položiek odevov a obuvi. Posledné údaje sú za máj 2022 v prípade indexu HICPX (rýchly odhad) a za apríl 2022 v prípade ostatných položiek HICP.

<sup>16</sup> Tento vzostupný trend by mohol byť čiastočne vysvetlený nepriamym vplyvom vyšších medzinárodných cien komodít na položky HICP zahrnuté v inflačnom ukazovateli LIMI. Rozsah tohto vplyvu je však ťažké kvantifikovať.

## Graf E

### Rozloženie inflácie HICP

(ročná percentuálna zmena; v p. b.)



Zdroj: Eurostat, výpočty autorov.

Poznámka: Položky s nižšou dovoznou zložkou korelujú s položkami zahrnutými v ukazovateli domácej inflácie založenom na hraničnej hodnote dovoznej zložky na úrovni 18 %. Posledné údaje sú za máj 2022 v prípade indexu HICP (rýchly odhad) a za apríl 2022 v prípade ostatných položiek HICP.

**Inflačný ukazovateľ LIMÍ môže poskytnúť dodatočné informácie na zhodnotenie základných inflačných tlakov.** Najmä v čase výrazných výkyvov medzinárodných cien komodít alebo pohybov výmenných kurzov eura môže tento ukazovateľ domácej inflácie pomôcť pri meraní perzistencie vývoja základnej inflácie.<sup>17</sup> Podobne však ako v prípade iných ukazovateľov základnej inflácie, presnosť inflačného ukazovateľa LIMÍ môže byť epizodická.<sup>18</sup> Vzhľadom na skutočnosť, že dovozné náročnosti sa môžu v čase meniť, môže sa meniť aj zloženie položiek HICP v rámci ukazovateľa domácej inflácie.<sup>19</sup> Vo všeobecnosti by bolo užitočné mať k dispozícii podrobnejšie informácie o dovoznej náročnosti zložiek HICP na vyššej úrovni rozkladu. Celkovo by sa mal inflačný ukazovateľ LIMÍ používať ako doplnkový ukazovateľ v rámci širšieho súboru ukazovateľov základnej inflácie. Hodnotenie založené na týchto ukazovateľoch by tiež malo byť doplnené štrukturálnejšou analýzou hlavných faktorov vplyvu s cieľom lepšie porozumieť inflačnému procesu.

<sup>17</sup> Je to možné za predpokladu, že takéto pohyby cien komodít a výmenných kurzov majú jednorazové účinky.

<sup>18</sup> Viac v kapitole 6 [Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#), Work stream on inflation measurement, *ECB Occasional Paper Series*, No 265, September 2021.

<sup>19</sup> Hoci uvedené zmeny v zložení nezvyknú byť časté, potenciálne by mohlo ísť o faktor, ktorý ovplyvňuje trajektóriu inflačného ukazovateľa LIMÍ, čo si bude vyžadovať väčšiu pozornosť.



## Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 9. februára do 19. apríla 2022

Joonas Koukkunen a Anne van der Graaf

**V tomto boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB a vývoj likvidity počas prvého a druhého obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2022.** Tieto dve udržiavacie obdobia trvali spoločne od 9. februára 2022 do 19. apríla 2022 (sledované obdobie).

**Priemerná nadbytočná likvidita v bankovom systéme eurozóny v sledovanom období vzrástla o 77,1 mld. € a dosiahla novú rekordnú úroveň 4 490,6 mld. €.** Dôvodom boli nákupy aktív realizované v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP) a programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP). Vplyv týchto nákupov aktív na nadbytočnú likviditu bol čiastočne kompenzovaný sezónnym nárastom čistých autonómnych faktorov a miernym poklesom nesplatených úverových operácií o približne 4,5 mld. €.

### Potreba likvidity

**Priemerná denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy, sa zvýšila o 81,1 mld. € a v sledovanom období dosiahla 2 575,9 mld. €.**

V porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím bol nárast takmer úplne spôsobený zvýšením čistých autonómnych faktorov o 81,2 mld. € na 2 422,1 mld. € (časť tabuľky A s názvom Ostatné informácie o likvidite), zatiaľ čo povinné minimálne rezervy stúpli len okrajovo, o 0,6 mld. € na 155,4 mld. €.

**Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa v sledovanom období zvýšili o 149,9 mld. € na 3 321,9 mld. €, najmä v dôsledku nárastu ostatných autonómnych faktorov a vládnych vkladov.** Ostatné autonómne faktory (ďalšie informácie sú v tabuľke A) stúpli v sledovanom období o 67,7 mld. € na 1 103,5 mld. €. Hodnota bankoviek v obehu sa výrazne zvýšila o 32,2 mld. € na 1 563,2 mld. €. Údajne to sčasti spôsobil zvýšený, aj keď iba dočasný preventívny dopyt v niektorých jurisdikciách v dôsledku ruskej invázie na Ukrajinu a sčasti domácnosti v niektorých krajinách eurozóny, ktoré uskutočňovali výbery ad hoc vládnych podporných platieb v hotovosti. Vládne vklady sledovali bežný sezónny vývoj, keď vzrástli o 50,0 mld. € na 655,2 mld. €.

**Autonómne faktory poskytujúce likviditu sa zvýšili o 68,7 mld. € na 900,1 mld. €.** Toto zvýšenie bolo výsledkom nárastu čistých aktív denominovaných v eurách o 26,9 mld. € a nárastu čistých zahraničných aktív o 41,8 mld. €.

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

## Tabuľka A

### Stav likvidity v Eurosysteme

#### Pasíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

|                                                                             | Aktuálne sledované obdobie<br>9. február 2022 – 19. apríl 2022 |                |                                                       |                |                                                       |                | Predchádzajúce<br>sledované obdobie<br>3. november 2021 –<br>8. február 2022 |                |
|-----------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|----------------|-------------------------------------------------------|----------------|-------------------------------------------------------|----------------|------------------------------------------------------------------------------|----------------|
|                                                                             | Prvé a druhé<br>udržiavacie obdobie                            |                | Prvé udržiavacie<br>obdobie<br>9. február – 15. marec |                | Druhé udržiavacie<br>obdobie<br>16. marec – 19. apríl |                | Siedme a ôsme<br>udržiavacie obdobie                                         |                |
| <b>Autonómne faktory likvidity</b>                                          | 3 321,9                                                        | (+149,9)       | 3 288,2                                               | (+90,7)        | 3 355,5                                               | (+67,3)        | 3 172,0                                                                      | (+55,3)        |
| Bankovky v obeh                                                             | 1 563,2                                                        | (+32,2)        | 1 550,6                                               | (+10,0)        | 1 575,9                                               | (+25,3)        | 1 531,0                                                                      | (+27,3)        |
| Vládne vklady                                                               | 655,2                                                          | (+50,0)        | 642,6                                                 | (+60,5)        | 667,8                                                 | (+25,2)        | 605,2                                                                        | (-48,3)        |
| Ostatné autonómne faktory (čisté) <sup>1</sup>                              | 1 103,5                                                        | (+67,7)        | 1 095,1                                               | (+20,2)        | 1 111,8                                               | (+16,7)        | 1 035,8                                                                      | (+76,4)        |
| <b>Bežné účty presahujúce povinné<br/>minimálne rezervy</b>                 | <b>3 758,7</b>                                                 | <b>(+85,7)</b> | <b>3 746,8</b>                                        | <b>(+89,9)</b> | <b>3 770,5</b>                                        | <b>(+23,7)</b> | <b>3 673,0</b>                                                               | <b>(+58,5)</b> |
| z toho oslobodené nadbytočné<br>rezervy v rámci dvojstupňového<br>systému   | 923,0                                                          | (+0,4)         | 915,7                                                 | (-10,2)        | 930,4                                                 | (+14,8)        | 922,7                                                                        | (+18,5)        |
| z toho neoslobodené nadbytočné<br>rezervy v rámci dvojstupňového<br>systému | 2 835,6                                                        | (+85,3)        | 2 831,2                                               | (+100,1)       | 2 840,1                                               | (+8,9)         | 2 750,3                                                                      | (+40,8)        |
| <b>Povinné minimálne rezervy<sup>2</sup></b>                                | <b>155,4</b>                                                   | <b>(+0,6)</b>  | <b>154,0</b>                                          | <b>(-1,4)</b>  | <b>156,8</b>                                          | <b>(+2,8)</b>  | <b>154,8</b>                                                                 | <b>(+2,9)</b>  |
| <b>Limit na oslobodenie<sup>3</sup></b>                                     | <b>932,3</b>                                                   | <b>(+3,3)</b>  | <b>923,8</b>                                          | <b>(-8,7)</b>  | <b>940,8</b>                                          | <b>(+17,0)</b> | <b>928,9</b>                                                                 | <b>(+17,7)</b> |
| <b>Jednoduché sterilizačné<br/>operácie</b>                                 | <b>730,4</b>                                                   | <b>(-9,2)</b>  | <b>746,0</b>                                          | <b>(+11,8)</b> | <b>714,9</b>                                          | <b>(-31,1)</b> | <b>739,6</b>                                                                 | <b>(-12,9)</b> |
| <b>Dolaďovacie operácie na<br/>stiahnutie likvidity</b>                     | <b>0,0</b>                                                     | <b>(+0,0)</b>  | <b>0,0</b>                                            | <b>(+0,0)</b>  | <b>0,0</b>                                            | <b>(+0,0)</b>  | <b>0,0</b>                                                                   | <b>(+0,0)</b>  |

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](#).

<sup>1</sup> 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<br>9. február 2022 – 19. apríl 2022 |                 |                                                       |                |                                                       |                | Predchádzajúce<br>sledované obdobie<br>3. november 2021 –<br>8. február 2022 |                 |
|-------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|-----------------|-------------------------------------------------------|----------------|-------------------------------------------------------|----------------|------------------------------------------------------------------------------|-----------------|
|                                                                               | Prvé a druhé<br>udržiavacie obdobie                            |                 | Prvé udržiavacie<br>obdobie<br>9. február – 15. marec |                | Druhé udržiavacie<br>obdobie<br>16. marec – 19. apríl |                | Siedme a ôsme<br>udržiavacie obdobie                                         |                 |
| <b>Autonómne faktory likvidity</b>                                            | <b>900,1</b>                                                   | <b>(+68,7)</b>  | <b>891,5</b>                                          | <b>(+99,2)</b> | <b>908,6</b>                                          | <b>(+17,1)</b> | <b>831,4</b>                                                                 | <b>(-147,2)</b> |
| Čisté zahraničné aktíva                                                       | 900,2                                                          | (+41,8)         | 887,2                                                 | (+9,6)         | 913,2                                                 | (+25,9)        | 858,4                                                                        | (+27,5)         |
| Čisté aktíva v eurách                                                         | -0,1                                                           | (+26,9)         | 4,3                                                   | (+89,7)        | -4,5                                                  | (-8,8)         | -27,0                                                                        | (-174,7)        |
| <b>Nástroje menovej politiky</b>                                              | <b>7 066,4</b>                                                 | <b>(+158,1)</b> | <b>7 043,6</b>                                        | <b>(+91,6)</b> | <b>7 089,3</b>                                        | <b>(+45,7)</b> | <b>6 908,3</b>                                                               | <b>(+251,0)</b> |
| Operácie na voľnom trhu                                                       | 7 066,4                                                        | (+158,1)        | 7 043,6                                               | (+91,6)        | 7 089,3                                               | (+45,7)        | 6 908,3                                                                      | (+251,0)        |
| Úverové operácie                                                              | 2 200,8                                                        | (-4,5)          | 2 201,6                                               | (-0,2)         | 2 200,1                                               | (-1,5)         | 2 205,4                                                                      | (-6,3)          |
| Hlavné refinančné operácie                                                    | 0,3                                                            | (+0,1)          | 0,3                                                   | (-0,0)         | 0,3                                                   | (+0,0)         | 0,2                                                                          | (+0,1)          |
| 3-mesačné dlhodobejšie<br>refinančné operácie (LTRO)                          | 0,1                                                            | (+0,0)          | 0,0                                                   | (-0,0)         | 0,1                                                   | (+0,0)         | 0,1                                                                          | (-0,0)          |
| Tretí program cielených<br>dlhodobějších refinančných<br>operácií (TLTRO III) | 2 197,2                                                        | (-5,0)          | 2 197,9                                               | (-0,2)         | 2 196,5                                               | (-1,3)         | 2 202,2                                                                      | (+7,2)          |
| Núdzové pandemické<br>dlhodobější refinančné<br>operácie (PELTRO)             | 3,2                                                            | (+0,4)          | 3,4                                                   | (+0,0)         | 3,1                                                   | (-0,2)         | 2,9                                                                          | (-13,5)         |
| Portfóliá priamych nákupov                                                    | 4 865,6                                                        | (+162,7)        | 4 842,0                                               | (+91,9)        | 4 889,2                                               | (+47,2)        | 4 702,9                                                                      | (+257,3)        |
| Prvý program nákupu krytých<br>dlhopisov                                      | 0,0                                                            | (-0,4)          | 0,0                                                   | (-0,3)         | 0,0                                                   | (-0,0)         | 0,4                                                                          | (-0,0)          |
| Druhý program nákupu krytých<br>dlhopisov                                     | 1,0                                                            | (-1,2)          | 1,1                                                   | (-0,7)         | 0,9                                                   | (-0,2)         | 2,1                                                                          | (-0,3)          |
| Tretí program nákupu krytých<br>dlhopisov                                     | 296,3                                                          | (-1,4)          | 296,0                                                 | (-1,4)         | 296,6                                                 | (+0,6)         | 297,7                                                                        | (+1,8)          |
| Program pre trhy s cennými<br>papiermi                                        | 4,2                                                            | (-2,3)          | 5,1                                                   | (-1,4)         | 3,3                                                   | (-1,8)         | 6,5                                                                          | (-3,0)          |
| Program nákupu cenných<br>papierov krytých aktívami                           | 27,0                                                           | (-1,4)          | 26,9                                                  | (-1,1)         | 27,1                                                  | (+0,2)         | 28,3                                                                         | (+1,3)          |
| Program nákupu aktív<br>verejného sektora                                     | 2 525,6                                                        | (+37,9)         | 2 517,7                                               | (+21,5)        | 2 533,5                                               | (+15,8)        | 2 487,7                                                                      | (+39,8)         |
| Program nákupu aktív<br>podnikového sektora                                   | 326,5                                                          | (+16,4)         | 322,5                                                 | (+9,3)         | 330,6                                                 | (+8,1)         | 310,2                                                                        | (+15,4)         |
| Núdzový pandemický program<br>nákupu aktív                                    | 1 685,1                                                        | (+115,1)        | 1 672,8                                               | (+66,0)        | 1 697,3                                               | (+24,5)        | 1 570,0                                                                      | (+202,4)        |
| Jednoduché 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<br>9. február 2022 – 19. apríl 2022 |         |                                                       |         |                                                       |         | Predchádzajúce<br>sledované obdobie<br>3. november 2021 –<br>8. február 2022 |
|-----------------------------------------|----------------------------------------------------------------|---------|-------------------------------------------------------|---------|-------------------------------------------------------|---------|------------------------------------------------------------------------------|
|                                         | Prvé a druhé<br>udržiavacie obdobie                            |         | Prvé udržiavacie<br>obdobie<br>9. február – 15. marec |         | Druhé udržiavacie<br>obdobie<br>16. marec – 19. apríl |         | Siedme a ôsme<br>udržiavacie obdobie                                         |
| Celková spotreba likvidity <sup>1</sup> | 2 575,9                                                        | (+81,1) | 2 551,1                                               | (-8,2)  | 2 600,7                                               | (+49,7) | 2 494,8 (+202,5)                                                             |
| Čisté autonómne faktory <sup>2</sup>    | 2 422,1                                                        | (+81,2) | 2 396,9                                               | (-8,5)  | 2 447,2                                               | (+50,2) | 2 340,8 (+202,5)                                                             |
| Nadbytočná likvidita <sup>3</sup>       | 4 490,6                                                        | (+77,1) | 4 492,6                                               | (+99,9) | 4 488,6                                               | (-4,0)  | 4 413,5 (+48,5)                                                              |

Zdroj: ECB.

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

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

2) Vypočítava sa ako rozdiel medzi autonómnymi faktormi likvidity na strane pasív a autonómnymi faktormi likvidity na strane aktív.

Na účely tejto tabuľky sa do čistých autonómnych faktorov pridávajú aj položky v procese zúčtovania.

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

## Vývoj úrokových sadzieb

(priemerné hodnoty; v %)

|                                  | Aktuálne sledované obdobie<br>9. február 2022 – 19. apríl 2022 |          |                                                       |          |                                                       |          | Predchádzajúce<br>sledované obdobie<br>3. november 2021 –<br>8. február 2022 |
|----------------------------------|----------------------------------------------------------------|----------|-------------------------------------------------------|----------|-------------------------------------------------------|----------|------------------------------------------------------------------------------|
|                                  | Prvé a druhé<br>udržiavacie obdobie                            |          | Prvé udržiavacie<br>obdobie<br>9. február – 15. marec |          | Druhé udržiavacie<br>obdobie<br>16. marec – 19. apríl |          | Siedme a ôsme<br>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                             | -0,580                                                         | (-0,003) | -0,577                                                | (+0,002) | -0,582                                                | (-0,005) | -0,576 (-0,007)                                                              |
| RepoFunds Rate Euro Index        | -0,638                                                         | (+0,108) | -0,633                                                | (+0,245) | -0,644                                                | (-0,011) | -0,746 (-0,156)                                                              |

Zdroj: ECB.

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

## Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

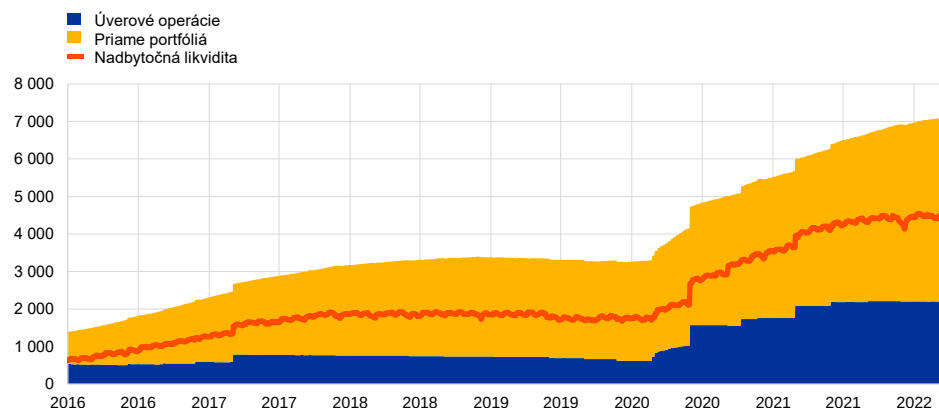
**Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky sa v sledovanom období zvýšil o 158,1 mld. € na 7 066,4 mld. € (graf A).**

Tento nárast bol výsledkom prebiehajúcich čistých nákupov v rámci programov nákupu aktív, najmä programu PEPP, počas prvého udržiavacieho obdobia v roku 2022. Čisté nákupy aktív v rámci programu PEPP sa v priebehu druhého udržiavacieho obdobia na konci prvého štvrťroka zastavili, čím sa obmedzil celkový príspevok programov nákupu aktív k zvýšeniu objemu poskytovanej likvidity. Splatné úverové operácie a splátky TLTRO III mali za následok veľmi mierny úbytok likvidity v sledovanom období.

## Graf A

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

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 19. apríla 2022.

**Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období znížil o 4,5 mld. €.** Tento pokles bol spôsobený splátkami

cielených dlhodobějších refinančných operácií TLTRO III počas druhého udržiavacieho obdobia. Hlavné refinančné operácie (MRO) a trojmesačné dlhodobější refinančné operácie (LTRO) naďalej zohrávali len okrajovú úlohu, keď priemerný objem využívania operácií LTRO zostal viac-menej stabilný a v prípade operácií MRO sa v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím mierne zvýšil o 0,1 mld. €.

**Priame portfóliá sa v dôsledku čistých nákupov v rámci PEPP a APP v rovnakom čase zvýšili o 162,7 mld. € na 4 865,6 mld. €.** Priemerné podiely na

PEPP sa v porovnaní s priemerom predchádzajúceho sledovaného obdobia zvýšili o 115,1 mld. € na 1 685,1 mld. €. Najväčší nárast spomedzi programov nákupu aktív ECB zaznamenali nákupy v rámci programu PEPP. Po nich nasledovali nákupy v rámci programu nákupu aktív verejného sektora (public sector purchase programme – PSPP) a programu nákupu aktív podnikového sektora (corporate sector purchase programme – CSPP), ktoré sa v priemere zvýšili pri PSPP o 37,9 mld. € na 2 525,6 mld. € a pri CSPP o 16,4 mld. € na 326,5 mld. €. V dôsledku splatnosti cenných papierov držaných v neaktívnych programoch sa objem priamych portfólií znížil o 3,8 mld. €.

## Nadbytočná likvidita

**Priemerná nadbytočná likvidita sa zvýšila o 77,1 mld. € na nové rekordné maximum na úrovni 4 490,6 mld. € (graf A).** Nadbytočná likvidita je súčet

bankových rezerv presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a objemu jednoduchých sterilizačných operácií mínus objem všetkých jednoduchých refinančných operácií. 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, vzrástol o 85,7 mld. € na 3 758,7 mld. €, kým priemerný objem jednoduchých sterilizačných obchodov klesol o 9,2 mld. € na 730,4 mld. €.

**Nadbytočné rezervy oslobodené od zápornej sadzby jednoduchých sterilizačných obchodov v rámci dvojstupňového systému<sup>2</sup> stúpili o 0,4 mld. € na 923,0 mld. €. Neoslobodená nadbytočná likvidita, ktorá zahŕňa jednoduché sterilizačné operácie, vzrástla o 76,1 mld. € a dosiahla 3 566,1 mld. €.**

Agregovaná miera využitia maximálneho limitu na oslobodenie, t. j. pomer oslobodených rezerv k maximálnej oslobodenej sume,<sup>3</sup> sa od tretieho udržiavacieho obdobia v roku 2020 držala nad 98 % a od predchádzajúceho sledovaného obdobia zostala stabilná na úrovni 99,0 %. Podiel oslobodených nadbytočných rezerv na celkovej nadbytočnej likvidite predstavoval 20,6 %, v porovnaní s 20,9 % v predchádzajúcom sledovanom období.

## Vývoj úrokových sadziieb

**Priemerná sadzba €STR zostala v sledovanom období takmer nezmenená na úrovni –58,0 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 jednoduchých sterilizačných operácií, hlavných refinančných operácií a jednoduchých refinančných operácií – zostali počas sledovaného obdobia nezmenené.

**Priemerná repo sadzba v eurozóne, meraná indexom RepoFunds Rate Euro Index, sa počas sledovaného obdobia zvýšila o 10,8 bázického bodu na –0,64 %.** Tento nárast možno pripísať normalizácii po dosiahnutí rekordného minima koncom minulého roka, ktoré výrazne ovplyvnilo priemernú hodnotu indexu RepoFunds Rate Euro Index v predchádzajúcom sledovanom období. Napriek zvýšeniu priemernej úrovne bol vývoj na konci štvrtroka najvýraznejší na konci marca, keď index RepoFunds Rate Euro Index dosiahol úroveň –0,904 %, čo je s výnimkou koncoročných období najnižšia úroveň od konca štvrtroka v marci 2017.

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

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

© Európska centrálna banka 2022

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

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

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

Uzavierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 8. júna 2022.

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

PDF ISSN 2363-3549 QB-BP-22-004-SK-N