



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 8/2022



Obsah

Hospodársky, finančný a menový vývoj	2
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	9
2 Hospodárska aktivita	16
3 Ceny a náklady	24
4 Vývoj na finančných trhoch	32
5 Podmienky financovania a úvery	38
6 Fiškálny vývoj	46
Boxy	51
1 Vývoj inflácie v eurozóne a Spojených štátoch	51
2 Zavedenie eura v Chorvátsku	58
3 Vplyv vyšších cien energií na spotrebu služieb a tovarov v eurozóne	64
4 Dynamika miezd v krajinách eurozóny od začiatku pandémie	68
5 Prístup podnikov k financovaniu a hospodársky cyklus: zistenia prieskumu SAFE	73
6 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 27. júla do 1. novembra 2022	79
7 Aké informácie poskytuje prieskum úverovej aktivity bánk v eurozóne o budúcom vývoji úverov?	87
8 Návrhy rozpočtových plánov členských krajín eurozóny na rok 2023 a ich dôsledky na fiškálnu politiku	96

Hospodársky, finančný a menový vývoj

Prehľad

Rada guvernérov sa 15. decembra 2022 rozhodla zvýšiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 50 základných bodov, pričom na základe podstatnej revízie výhľadu vývoja inflácie nahor očakáva, že v ich zvyšovaní bude pokračovať. Rada guvernérov predovšetkým usudzuje, že je potrebný ďalší výrazný rovnomerný rast úrokových sadzieb až na úroveň, ktorá je dostatočne reštriktívna na zabezpečenie včasného návratu inflácie k strednodobému cieľu 2 %. Udržiavanie reštriktívnej úrovne úrokových sadzieb časom zníži infláciu utlmením dopytu a zároveň chráni pred rizikom trvalého nárastu inflačných očakávaní. Budúce rozhodnutia Rady guvernérov o menovopolitických sadzbach budú i naďalej vychádzať z konkrétnych údajov a budú sa prijímať priebežne, zo zasadania na zasadanie.

Kľúčové úrokové sadzby ECB sú primárnym nástrojom Rady guvernérov pri určovaní nastavenia menovej politiky. Rada guvernérov na svojom decembrovom zasadaní rokovala aj o zásadách normalizácie portfólia cenných papierov držaných Eurosystemom na účely menovej politiky. Od začiatku marca 2023 sa bude postupným a predvídateľným tempom znižovať objem portfólia programu nákupu cenných papierov (asset purchase programme – APP), keďže Eurosystem nebude istinu zo splatených cenných papierov reinvestovať v plnej výške. Redukcia portfólia bude do konca druhého štvrtroka 2023 predstavovať v priemere 15 mld. € za mesiac, pričom jej neskorší rozsah sa určí postupom času.

Podrobné parametre redukcie portfólia APP Rada guvernérov oznámi na svojom zasadaní vo februári 2023. Rada guvernérov bude tempo redukcie portfólia APP pravidelne prehodnocovať s cieľom zabezpečiť jeho súlad s celkovou stratégiou a nastavením menovej politiky, zachovať fungovanie trhu a udržať si pevnú kontrolu nad podmienkami na peňažnom trhu v krátkodobom horizonte. Do konca roka 2023 Rada guvernérov tiež vykoná revíziu svojho operačného rámca riadenia krátkodobých úrokových mier s cieľom získať informácie k ukončeniu procesu normalizácie súvahy.

Dôvodom decembrového rozhodnutia Rady guvernérov o zvýšení úrokových sadzieb a ich očakávaného ďalšieho výrazného zvyšovania je naďalej príliš vysoká inflácia, ktorá má podľa projekcií zostať nad cieľovou úrovňou príliš dlhú dobu. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla inflácia v novembri 10,0 %, o niečo menej ako 10,6 % zaznamenaných v októbri. Príčinou poklesu bola najmä nižšia inflácia cien energií. Inflácia cien potravín a základné cenové tlaky sa zintenzívnili a určitý čas ešte potrvajú. Odborníci Eurosystemu v podmienkach výnimočnej neistoty výrazne upravili svoje inflačné projekcie nahor. Očakávajú, že priemerná inflácia v roku 2022 dosiahne 8,4 % a v roku 2023 klesne na 6,3 %, pričom v priebehu roka 2023 počítajú so značným poklesom inflácie. Následne by mala inflácia podľa projekcií dosiahnuť 3,4 % v roku 2024 a 2,3 % v roku 2025. Inflácia bez energií a potravín by

mala v roku 2022 v priemere dosiahnuť 3,9 %, v roku 2023 by sa mala zvýšiť na 4,2 % a neskôr by mala klesnúť na 2,8 % v roku 2024 a na 2,4 % v roku 2025.

Ekonomika eurozóny v poslednom štvrtroku 2022 a prvom štvrtroku 2023 v dôsledku energetickej krízy, vysokej neistoty, klesajúcej svetovej hospodárskej aktivity a prísnejších podmienok financovania pravdepodobne zaznamená pokles. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2022 má byť prípadná recesia pomerne krátkodobá a mierna. Očakáva sa však, že hospodársky rast bude v roku 2023 tlmenejší a v porovnaní s projekciami odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2022 bol jeho výhľad výrazne upravený nadol. V dlhodobejšom horizonte sa s ústupom súčasných nepriaznivých faktorov očakáva oživenie hospodárskeho rastu. Celkovo má tempo hospodárskeho rastu podľa decembrových projekcií dosahovať 3,4 % v roku 2022, 0,5 % v roku 2023, 1,9 % v roku 2024 a 1,8 % v roku 2025.

Hospodárska aktivita

Vzhľadom na zvýšenú geopolitickú neistotu, vysokú a rastúcu infláciu a prísne finančné podmienky došlo k zhoršeniu výhľadu vývoja svetového hospodárstva. Podľa projekcií z decembra 2022 by sa mala miera rastu svetového reálneho HDP (bez eurozóny) v roku 2023 spomaliť na 2,6 %, čo je pod dlhodobým priemerom. Neskôr by sa mala postupne oživiť na 3,1 % v roku 2024 a na 3,3 % v roku 2025. Tento výhľad je slabší ako v projekciách zo septembra 2022. V porovnaní so septembrovými projekciami došlo i k zhoršeniu výhľadu svetového obchodu a zahraničného dopytu po produkcii eurozóny. V prostredí stále pomerne silného dopytu, nedostatku pracovných síl a vysokých cien potravín pretrvávajú rozsiahle a zvýšené globálne cenové tlaky. Očakáva sa však, že so stabilizáciou komoditných trhov a s oslabením rastu budú klesať. V prostredí vysokej neistoty sú riziká spojené so základným scenárom vývoja naklonené na stranu pomalšieho svetového hospodárskeho rastu a silnejších globálnych cenových tlakov.

Hospodársky rast eurozóny sa v treťom štvrtroku spomalil na 0,3 %. Vysoká inflácia a prísnejšie podmienky financovania vedú k poklesu reálnych príjmov domácností a rastu nákladov podnikov, čím tlmia spotrebu a výrobu. Spomaľuje sa i svetová ekonomika, a to vzhľadom na pretrvávajúcu geopolitickú neistotu, spôsobenú predovšetkým neoprávnenou vojnou Ruska proti Ukrajine a jej ľudu, ako aj vzhľadom na celosvetovo prísnejšie podmienky financovania. Predchádzajúce zhoršenie obchodných podmienok v dôsledku rýchlejšieho rastu dovozných než vývozných cien aj naďalej nepriaznivo vplýva na kúpnu silu v eurozóne.

Positívny je naopak vývoj zamestnanosti, ktorá sa v treťom štvrtroku zvýšila o 0,3 %, ako aj nezamestnanosti, ktorá v októbri dosiahla historicky nízkych 6,5 %. Rastúce mzdy by mali do určitej miery kompenzovať stratu kúpnej sily a podporovať tak spotrebu. S oslabovaním ekonomiky sa však pravdepodobne spomalí i tvorba pracovných miest a v nadchádzajúcich štvrtrokoch by mohlo dôjsť k zvýšeniu nezamestnanosti.

Výhľad vývoja v eurozóne sa o niečo zhoršil – v porovnaní s predpokladmi projekcií zo septembra 2022 sa očakáva slabší hospodársky rast a vyššia a odolnejšia inflácia. Odborníci Eurosystemu momentálne počítajú s krátkou a miernou recesiou v eurozóne na prelome rokov. Naďalej sa prejavujú ekonomické dôsledky vojny na Ukrajine, ktoré prispievajú k silným inflačným tlakom. Spotrebiteľská a podnikateľská dôvera tak zostala tlmená, reálny disponibilný príjem sa oslabuje a prudko rastúce nákladové tlaky brzdia produkciu, predovšetkým v energeticky náročných odvetviach. Očakáva sa, že negatívne ekonomické dôsledky budú čiastočne zmierňovať opatrenia rozpočtovej politiky. Vzhľadom na vysoké úrovne zásob zemného plynu a pokračujúce úsilie znížiť dopyt a nahradiť ruský plyn alternatívnymi zdrojmi navyše možno očakávať, že eurozóna počas sledovaného obdobia nebude musieť pod vplyvom energetickej situácie pristúpiť k nútenému znižovaniu produkcie, hoci riziká narušenia dodávok energií zostávajú naďalej vysoké, najmä počas zimy 2023 – 2024. V strednodobom horizonte sa s ustálením energetického trhu očakáva pokles neistoty a zlepšenie reálnych príjmov. Následne by malo dôjsť k oživeniu hospodárskeho rastu, ku ktorému bude prispievať aj posilnenie zahraničného dopytu a odstránenie zvyšných ponukových obmedzení, i napriek menej priaznivým podmienkam financovania. Trh práce by mal vzhľadom na hromadenie pracovnej sily v prostredí jej stále výrazného nedostatku zostať voči prichádzajúcej miernej recesii odolný. Celkovo sa očakáva značné spomalenie priemerného ročného rastu reálneho HDP z 3,4 % v roku 2022 na 0,5 % v roku 2023, neskôr jeho oživenie na 1,9 % v roku 2024 a 1,8 % v roku 2025. V porovnaní s projekciami zo septembra 2022 bol výhľad rastu HDP na rok 2022 upravený o 0,3 percentuálneho bodu nahor v dôsledku nečakane pozitívnych údajov počas leta a na rok 2023 bol upravený o 0,4 percentuálneho bodu nadol, zatiaľ čo na rok 2024 zostáva nezmenený.

Rozpočtové saldo eurozóny by sa malo v roku 2023 podľa projekcií z decembra 2022 zhoršiť a neskôr zlepšiť, zatiaľ čo dlh verejnej správy by sa mal počas celého sledovaného obdobia znižovať. Po odhadovanom zlepšení v roku 2022 (z $-5,1$ % HDP v roku 2021 na $-3,5$ % v roku 2022) sa predpokladá, že rozpočtové saldo v roku 2023 klesne na $-3,7$ %. Ďalšie zlepšovanie sa očakáva v roku 2024 a v menšom rozsahu aj v roku 2025, keď sa má dostať na úroveň $-2,6$ % HDP. Napriek tomu je to stále výrazne pod úrovňou pred pandémie ($-0,6$ %). Očakáva sa, že po prudkom zvýšení v roku 2020 bude celkový verejný dlh eurozóny počas sledovaného obdobia klesať a že v roku 2025 dosiahne 88 % HDP, čo je stále nad úrovňou pred pandémie (84 %). Tento očakávaný pokles je spôsobený najmä priaznivými diferenciálmi úrokovej miery a rastu v dôsledku rastu nominálneho HDP, ktoré prevažujú pretrvávajúce, aj keď klesajúce, primárne deficity.

Podporné rozpočtové opatrenia na ochranu ekonomiky pred vplyvom vysokých cien energií by mali byť dočasné, cielené a mali by motivovať k nižšej spotrebe energií. Rozpočtové opatrenia, ktoré tieto zásady nerešpektujú, budú naopak pravdepodobne prispievať k inflačným tlakom, čo by si vyžadovalo dôraznejšiu reakciu menovej politiky. V súlade s rámcom správy hospodárskych záležitostí EÚ by zároveň rozpočtová politika mala byť orientovaná na zvyšovanie produktivity ekonomiky eurozóny a na postupné znižovanie vysokého dlhu verejnej správy. Politiky zamerané na zvýšenie ponukovej kapacity eurozóny, predovšetkým v energetickom sektore, môžu pomôcť znížiť cenové tlaky v strednodobom

horizonte. Vlády by v tomto smere mali pohotovo implementovať svoje plány investícií a štrukturálnych reforiem v rámci programu Next Generation EU. Reforma rámca správy ekonomických záležitostí EÚ by sa mala urýchlene dokončiť.

Inflácia

Inflácia sa v novembri znížila na 10,0 %, a to najmä vzhľadom na nižšiu infláciu cien energií, hoci mierne klesla aj inflácia cien služieb. Inflácia cien potravín však v dôsledku premietnutia vysokých vstupných nákladov vo výrobe potravín do spotrebiteľských cien pokračovala v raste a dosiahla 13,6 %. Cenové tlaky sú naďalej výrazné vo všetkých sektoroch, čiastočne z dôvodu vysokých nákladov na energie v celej ekonomike. Inflácia bez energií a potravín zostala v novembri nezmenená na úrovni 5,0 % a vysoké sú aj ďalšie ukazovatele základnej inflácie.

Rozpočtové opatrenia na kompenzáciu vysokých cien energií a inflácie domácnostiam by mali v priebehu roka 2023 infláciu tmiť, no ich následné ukončenie spôsobí jej nárast. Ponukové obmedzenia postupne poľavujú, ich účinok sa však na inflácii prejavuje naďalej a tlačí na rast cien, predovšetkým tovarov. To isté platí o rušení pandemických obmedzení: účinok odkladaného dopytu síce slabne, no stále prispieva k rastu cien, najmä v sektore služieb. Do spotrebiteľských cien sa naďalej premieta aj vplyv oslabovania eura v roku 2022.

Mzdový rast sa zrýchľuje, podporovaný stabilným trhom práce a určitým dobiehaním mzdovej úrovne pracovníkov v rámci kompenzácie vysokej inflácie. Keďže tieto faktory by mali pôsobiť aj naďalej, projekcie z decembra 2022 očakávajú, že tempo rastu miezd bude počas obdobia projekcií výrazne prekračovať historický priemer a vyvíjať tlak na rast inflácie. Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa v súčasnosti pohybuje na približne dvojpercentnej úrovni, hoci ďalšie revízie niektorých ukazovateľov nad úroveň cieľovej hladiny je naďalej potrebné monitorovať.

Odborníci Eurosystému v podmienkach výnimočnej neistoty výrazne upravili svoje inflačné projekcie nahor. Inflácia má klesnúť z priemerných 8,4 % v roku 2022 na 6,3 % v roku 2023 – z 10 % v poslednom štvrtroku 2022 na 3,6 % v poslednom štvrtroku 2023. Následne by sa mala znížiť na 3,4 % v roku 2024 a na 2,3 % v roku 2025. Pokles inflácie počas sledovaného obdobia je odrazom výrazných tlmiacich základných efektov cien energií počas roka 2023, postupného vplyvu normalizácie menovej politiky ECB, ktorá sa začala v decembri 2021, slabšieho výhľadu hospodárskeho rastu a predpokladaného poklesu cien energií a potravinových komodít v súlade s cenami futures, ako aj predpokladu, že dlhodobější inflačné očakávania zostanú ukotvené. Celková inflácia by mala v druhom polroku 2025 klesnúť na úroveň strednodobého inflačného cieľa ECB, t. j. na 2 %, zatiaľ čo inflácia HICP bez energií a potravín zostane počas sledovaného obdobia nad úrovňou 2 %. Pretrvávanie jej zvýšenej úrovne je spôsobené oneskorenými nepriamymi účinkami vysokých cien energií a prudkým znehodnotením eura v minulosti (napriek jeho nedávnomu miernemu zhodnoteniu), ako aj silným trhom práce a pôsobením kompenzácie inflácie na mzdy. Tie by mali rásť tempom, ktoré v nominálnom

vyjadrení výrazne prekračuje historické priemery (hoci v reálnom vyjadrení zostáva počas celého sledovaného obdobia pod úrovňou zaznamenanou pred vojnou na Ukrajine). V porovnaní s projekciami zo septembra 2022 bola celková inflácia výrazne upravená nahor na rok 2022 (o 0,3 percentuálneho bodu), 2023 (o 0,8 percentuálneho bodu) i 2024 (o 1,1 percentuálneho bodu), a to v dôsledku aktuálnych nečakane vysokých údajov, prehodnotenia intenzity a pretrvávania cenových tlakov a ich šírenia, rýchlejšieho rastu miezd a vyšších cien potravinových komodít. Tieto rastové účinky prevažujú tlmiaci účinok nižších predpokladaných cien ropy, plynu a elektriny, rýchlejšieho uvoľňovania ponukových obmedzení, nedávneho zhodnocovania eura a výhľadu slabšieho hospodárskeho rastu. Je dôležité poznamenať, že nové rozpočtové opatrenia, o ktorých bolo rozhodnuté od septembrových projekcií a ktoré sú väčšinou zamerané na zníženie rastu cien energií v roku 2023, majú za následok miernejšiu revíziu inflácie na rok 2023 nahor, zatiaľ čo v prípade roka 2024 predpokladané ukončenie mnohých opatrení k revízii inflácie nahor výrazne prispieva.

Hodnotenie rizík

Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu sú na strane pomalšieho rastu, predovšetkým v krátkodobom horizonte. Vojnа proti Ukrajine naďalej predstavuje významné riziko ohrozujúce rast hospodárstva. Ceny energií a potravín by tiež mohli zostať dlhodobo vyššie, než sa očakáva. Hospodársky rast v eurozóne by mohlo dodatočne nepriaznivo ovplyvniť aj prudšie oslabenie svetového hospodárstva, než sa očakáva.

Riziká týkajúce sa výhľadu vývoja inflácie sú najmä na strane rýchlejšieho rastu. V krátkodobom horizonte by súčasné tlaky v cenovom reťazci mohli viesť k výraznejšiemu než očakávanému rastu retailových cien energií a potravín. V strednodobom horizonte riziká vyplývajú z domácich faktorov, ako je trvalý nárast inflačných očakávaní nad úroveň dvojpercentného cieľa ECB alebo rýchlejší než predpokladaný rast miezd. Pokles nákladov na energie alebo ďalšie oslabovanie dopytu by naopak cenové tlaky znížili.

Finančné a menové podmienky

Vzhľadom na sprísňovanie menovej politiky ECB sa podnikom a domácnostiam zvyšujú náklady na úvery. Objem úverov poskytovaných podnikom je naďalej výrazný, keďže podniky bankovými úvermi nahrádzajú dlhopisy a prostredníctvom úverov financujú vyššie náklady na výrobu a investície. Domácnosti si vzhľadom na prísnejšie úverové štandardy, rastúce úrokové miery, horšie vyhliadky na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie a nižšiu spotrebiteľskú dôveru požičiavajú menej.

V súlade so stratégiou menovej politiky Rada guvernérov dvakrát ročne vykonáva hĺbkovú analýzu vzájomného vzťahu medzi menovou politikou a finančnou stabilitou. Od posledného hodnotenia v júni 2022 došlo k zhoršeniu prostredia finančnej stability z dôvodu slabšej ekonomiky a rastúceho kreditného rizika. Vzhľadom na

slabší výhľad hospodárskeho vývoja a slabšie fiškálne pozície sa tiež zvýšila zraniteľnosť jednotlivých krajín. Prísnejšie podmienky financovania by zmiernili nárast finančnej zraniteľnosti a znížili krajné riziká inflačného vývoja v strednodobom horizonte, za cenu vyššieho rizika systémového napätia a pomalšieho rastu v krátkodobom horizonte. Likviditné potreby nebankových finančných inštitúcií by okrem toho mohli znásobiť volatilitu trhu. Banky v eurozóne však zároveň disponujú dostatkom kapitálu, čo pomáha znižovať vedľajšie účinky prísnejšej menovej politiky na finančnú stabilitu. Makroprudenciálna politika zostáva prvou obrannou líniou pri zachovávaní finančnej stability a odstraňovaní strednodobej zraniteľnosti.

Rozhodnutia o menovej politike

Rada guvernérov sa na svojom decembrovom zasadaní rozhodla zvýšiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 50 bázických bodov, pričom na základe podstatnej revízie výhľadu vývoja inflácie nahor očakáva, že v ich zvyšovaní bude pokračovať. Úroková sadzba hlavných refinančných operácií a úrokové sadzby jednoduchých refinančných a jednoduchých sterilizačných operácií tak boli zvýšené na 2,50 %, 2,75 % a 2,00 %, a to s účinnosťou od 21. decembra 2022. Rada guvernérov usudzuje, že je potrebný ďalší výrazný rovnomerný rast úrokových sadzieb až na úroveň, ktorá je dostatočne reštriktívna na zabezpečenie včasného návratu inflácie k strednodobému cieľu 2 %. Udržiavanie reštriktívnej úrovne úrokových sadzieb postupom času zníži infláciu utlmením dopytu a zároveň chráni pred rizikom trvalého nárastu inflačných očakávaní. Budúce rozhodnutia Rady guvernérov o menovopolitických sadzbách budú i naďalej vychádzať z konkrétnych údajov a budú prijímané priebežne, zo zasadania na zasadanie.

Rada guvernérov plánuje reinvestovať istinu zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu APP v plnej výške do konca februára 2023. Následne sa bude objem portfólia APP postupným a predvídateľným tempom znižovať, keďže Eurosystem už nebude istinu zo splatených cenných papierov reinvestovať v plnej výške. Redukcia portfólia bude do konca druhého štvrtroka 2023 predstavovať v priemere 15 mld. € za mesiac, pričom jej neskorší rozsah bude určený postupom času. Pokiaľ ide o núdzový pandemický program nákupu aktív (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP), Rada guvernérov mieni reinvestovať istinu zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci tohto programu minimálne do konca roka 2024. Redukcia portfólia PEPP v budúcnosti bude v každom prípade prebiehať riadeným spôsobom, aby nenarúšala primerané nastavenie menovej politiky. Rada guvernérov bude naďalej pružne reinvestovať prostriedky zo splatených cenných papierov v rámci portfólia PEPP na potlačenie rizík súvisiacich s pandemiou ohrozujúcich fungovanie transmisného mechanizmu menovej politiky.

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

Rada guvernérov je pripravená všetky svoje nástroje v medziach svojho mandátu upraviť, aby zabezpečila návrat inflácie na jej cieľovú úroveň 2 % v strednodobom horizonte. Nástroj na ochranu transmisie menovej politiky umožňuje zasiahnuť proti neopodstatnenému, nesystematickému vývoju na trhu predstavujúcemu vážnu hrozbu pre transmisiu menovej politiky v jednotlivých krajinách eurozóny a Rade guvernérov tak umožňuje účinnejšie plniť jej mandát cenovej stability.

1 Vonkajšie prostredie

Výhľad globálneho hospodárstva sa vzhľadom na zvýšenú geopolitickú neistotu, vysokú a ďalej rastúcu infláciu a napäté finančné podmienky zhoršil. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2022 by sa mal rast globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) v roku 2023 spomaliť na 2,6 %, teda pod úroveň dlhodobého priemeru, následne by sa však mal postupne oživiť na 3,1 % v roku 2024 a 3,3 % v roku 2025. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2022 sa tento výhľad zhoršil, rovnako ako výhľad vývoja globálneho obchodu a zahraničného dopytu eurozóny. Globálne cenové tlaky zostávajú plošné a zvýšené, a to v dôsledku pretrvávajúceho pomerne silného dopytu, nedostatku pracovnej sily a vysokých cien potravín. Po stabilizácii situácie na komoditných trhoch a spomalení rastu sa však očakáva ich oslabenie. V prostredí vysokej miery neistoty je rovnováha rizík spojených so základnými projekciami naklonená k pomalšiemu globálnemu hospodárskemu rastu a k silnejším globálnym cenovým tlakom.

V priebehu roka 2022 bolo globálne hospodárstvo vystavené viacerým šokom, ktoré tlmili tempo rastu a ktoré budú aj naďalej negatívne vplývať na globálny výhľad.

Ruská vojna na Ukrajine naďalej spôsobuje turbulencie na trhoch energetických a potravinových komodít a ceny energií zostávajú volatilné napriek poklesu zaznamenanému po zverejnení makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2022. Vojna tiež zvyšuje neistotu, pokiaľ ide o potravinovú bezpečnosť, a to najmä v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. Hospodársku aktivitu v Číne naďalej tlmí politika nulovej tolerancie COVID-19 (uplatňovaná aj v čase zostavenia makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2022) a recesia v sektore nehnuteľností na bývanie. K spomaľovaniu hospodárskej aktivity v hlavných vyspelých ekonomikách počas roka 2022 prispelo oslabenie dopytu a začiatok cyklu sprísňovania menovej politiky v úvode roka 2022. Naopak, až do tretieho štvrťroka ju podporovalo uvoľňovanie protipandemických obmedzení a zmierňovanie výpadkov v dodávkach od jari, ako aj klesajúce ceny energií.

Údaje z prieskumov naďalej poukazujú na plošné spomaľovanie hospodárskej aktivity na prelome rokov, najmä vo vyspelých ekonomikách.

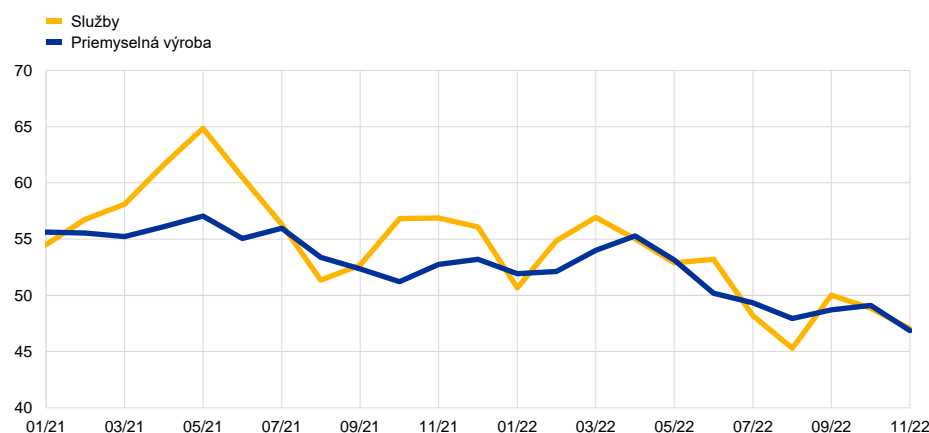
Globálne kompozitné indexy PMI (bez eurozóny) dosiahli v júni vrchol a odvtedy majú klesajúcu tendenciu. V novembri indexy PMI klesli až pod neutrálnu hranicu tak vo vyspelých ekonomikách (bez eurozóny), ako aj v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, v sektore priemyselnej výroby aj v sektore služieb (graf 1). Očakáva sa, že v poslednom štvrťroku 2022 sa medzištvrtročný rast globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) spomalí na 0,3 % z 1,1 % v treťom štvrťroku, a to v dôsledku stále vysokých a pretrvávajúcich inflačných tlakov a napätých finančných podmienok, ktoré aj naďalej znižujú disponibilný príjem domácností a ich úspory naakumulované počas pandémie. V porovnaní so septembrovými projekciami bol rast v poslednom štvrťroku upravený smerom nadol o 0,5 percentuálneho bodu z dôvodu pomalšieho očakávaného rastu vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách.

Graf 1

Index PMI pre produkciu podľa sektora vo vyspelých a rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách

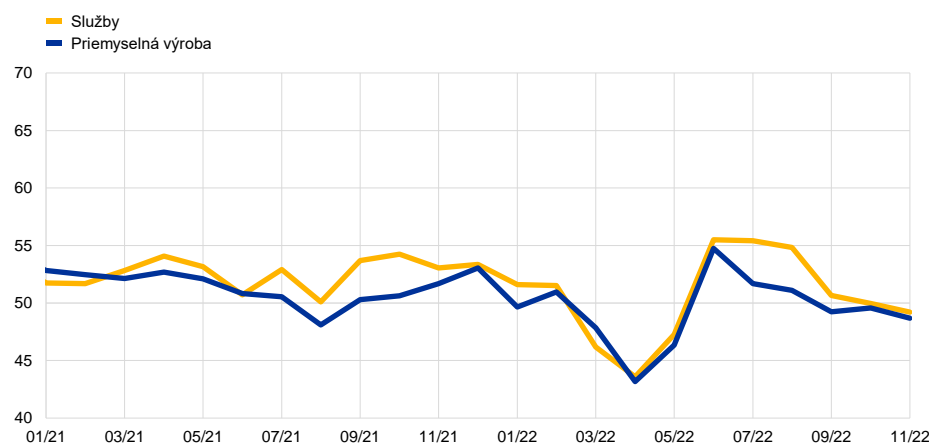
a) Vyspelé ekonomiky (bez eurozóny)

(difúzný index)



b) Rozvíjajúce sa trhové ekonomiky

(difúzný index)



Zdroj: S&P Global a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z novembra 2022.

Rast globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) by mal v roku 2023 klesnúť

a v rokoch 2024 a 2025 by sa mal postupne oživovať. Rast globálneho HDP sa v roku 2022 znížil na 3,3 %. V roku 2023 by mal klesnúť na 2,6 %, a to v dôsledku výrazného spomalenia rastu vo vyspelých ekonomikách vrátane Spojených štátov a Spojeného kráľovstva. Očakáva sa, že niektoré rozvíjajúce sa trhové ekonomiky dokážu lepšie čeliť súčasným nepriaznivým faktorom vzhľadom na ich menšiu makrofinančnú zraniteľnosť v porovnaní s predchádzajúcimi cyklami sprísňovania menovej politiky, najmä pre nižšiu infláciu, menšie dlhové expozície denominované v amerických dolároch a menej výrazný nesúlad výmenných kurzov. Aj v tejto skupine však naďalej panujú značné rozdiely a vyhliadky niektorých krajín zostávajú nestabilné, napríklad v prípade Číny, vzhľadom na ťažkosti v sektore nehnuteľností na bývanie a nedávny opätovný nárast počtu prípadov nákazy koronavírusom (COVID-19). Výhľad rastu v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách je tlmený pomalším tempom rastu v krajinách Latinskej Ameriky a prehlbujúcou sa recesiou

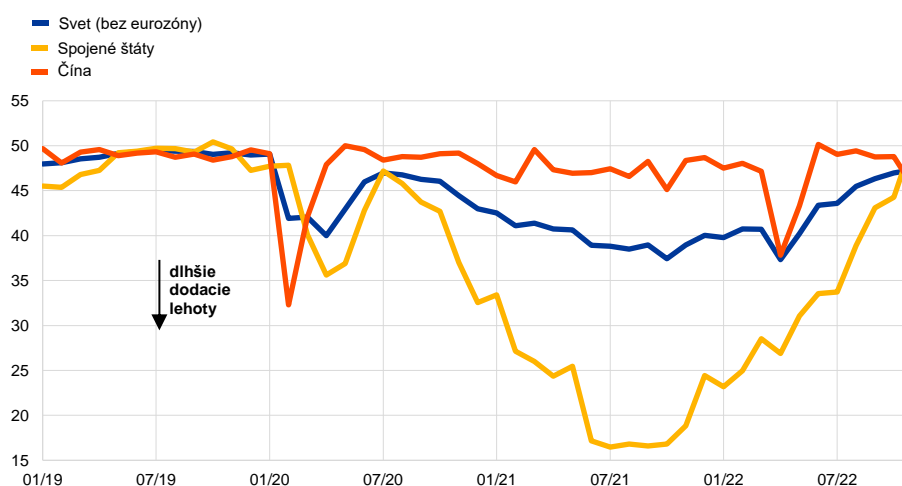
v Rusku, a to aj napriek ďalšej výraznej revízii rastu smerom nahor najmä za rok 2022. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2022 bolo tempo rastu globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) upravené na rok 2022 smerom nahor o 0,4 percentuálneho bodu a na roky 2023 a 2024 smerom nadol o 0,4 a 0,3 percentuálneho bodu.

Očakáva sa, že slabnúca aktivita v sektore priemyselnej výroby bude na prelome rokov negatívne vplývať na globálny obchod. V prvej polovici roka 2022 zostal globálny obchod pomerne odolný, keďže nepriaznivý vplyv ruskej vojny na Ukrajinu a pretrvávajúcich ponukových obmedzení čiastočne vykompenzovalo oživenie služieb v cestovnom ruchu a doprave po zrušení opatrení proti šíreniu nákazy COVID-19. Dynamika globálneho obchodu s tovarom (bez eurozóny, meraného na základe medzištvrtročných zmien) sa od júla zhoršuje, a to v dôsledku slabého rastu vo vyspelých ekonomikách. Negatívny vývoj pretrval aj v prípade nových vývozných objednávok globálneho indexu PMI (bez eurozóny), ktoré sú skorším ukazovateľom globálneho obchodu. Tlaky v ponukovom reťazci sa naďalej postupne zmierňujú, hoci vývoj v súvislosti s ochorením COVID-19 v Číne predstavuje potenciálne riziko ich zhoršenia, najmä v krátkodobom horizonte. Globálny index PMI pre dodacie lehoty dodávateľov (bez eurozóny) sa v novembri opäť zvýšil na 47,3 a v Spojených štátoch dokonca prekonal hranicu expanzie (+50), zatiaľ čo v Číne klesol zo 48,7 na 45,4 (graf 2) najmä v dôsledku opätovného sprísnenia opatrení proti šíreniu nákazy v novembri pre prudký nárast počtu nových prípadov nákazy COVID-19. Situácia však zostáva veľmi neistá, keďže začiatkom decembra miestne orgány začali uvoľňovať opatrenia proti šíreniu nákazy a zvažujú zavedenie novej fázy opatrení na boj proti vírusu.

Graf 2

Index PMI pre dodacie lehoty dodávateľov

(index)



Zdroj: S&P Global a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z novembra 2022.

V súlade s projekciami globálnej hospodárskej aktivity sa zhoršil výhľad rastu globálneho obchodu. Rast globálneho dovozu (bez eurozóny), ktorý v roku 2022

dosiahol 5,6 %, by sa mal v roku 2023 spomaliť na 1,9 %. V roku 2024 sa však očakáva zrýchlenie na 3,3 % a v roku 2025 by mal zostať stabilný. Zahraničný dopyt eurozóny vzrástol v roku 2022 podľa odhadov o 6,0 %. V roku 2023 by sa mal jeho rast výrazne spomaliť na 1,2 % v dôsledku slabších vyhládok hospodárskeho rastu niektorých hlavných obchodných partnerov eurozóny. V súlade s vývojom globálneho dovozu sa potom predpokladá, že v rokoch 2024 a 2025 sa zahraničný dopyt eurozóny zvýši približne o 3,0 %. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2022 bol zahraničný dopyt eurozóny v roku 2022 upravený smerom nahor, keďže v druhom štvrtroku bola v niektorých vyspelých ekonomikách a v krajinách strednej a východnej Európy nepatriacich do eurozóny zaznamenaná výraznejšia dynamika obchodu, ako sa pôvodne očakávalo. Zahraničný dopyt eurozóny na roky 2023 a 2024 bol upravený smerom nadol v dôsledku pomalšieho rastu hospodárskej aktivity. Zníženie odhadu na rok 2023 je čiastočne kompenzované lepšími obchodnými vyhládkami Ruska, a to aj napriek výraznému zníženiu váhy Ruska v zahraničnom dopyte eurozóny.¹

Globálne inflačné tlaky zostávajú silné a rovnomerne rozložené, pričom odrážajú stále pomerne vysoký dopyt, nedostatok pracovnej sily a vysoké ceny potravín. Po poklese cien energií sa príslušné inflačné tlaky začali zmierňovať. Ročná celková inflácia v krajinách OECD (bez Turecka) sa v októbri zvýšila na 8,3 % zo septembrových 8,2 %, k čomu prispeli vyššie ceny potravín.² Tempo rastu celkovej inflácie (bez Turecka) sa však spomaľovalo už piaty mesiac po sebe až na 5,9 % (anualizovaný medzištvrtročný rast), a podporilo tak ďalšie oslabovanie cenových tlakov (graf 3). Očakáva sa, že vývozné ceny konkurentov eurozóny zostanú v najbližšom období vyššie, no po poklese cien komodít a zmiernení cenových tlakov by mali začať klesať. Predpokladané tempo ich rastu je o niečo nižšie ako v prípade krátkodobého výhľadu uvedeného v projekciách zo septembra 2022, a to vplyvom nižších predpokladaných cien komodít a klesajúcich domácich cenových tlakov v konkurenčných krajinách eurozóny.

¹ Hoci váhy zahraničného dopytu eurozóny sa zvyčajne aktualizujú na základe viacročných kľzavých priemerov, k výraznému zníženiu váhy Ruska s účinnosťou od prvého štvrtroka 2023 z 2,9 % na 1,5 % došlo na základe údajov o obchode z druhého štvrtroka 2022, čo zohľadňuje prudký pokles objemu obchodu tejto krajiny s eurozónou aj skutočnosť, že základný scenár vychádza z predpokladu zachovania sankcií počas celého obdobia projekcií.

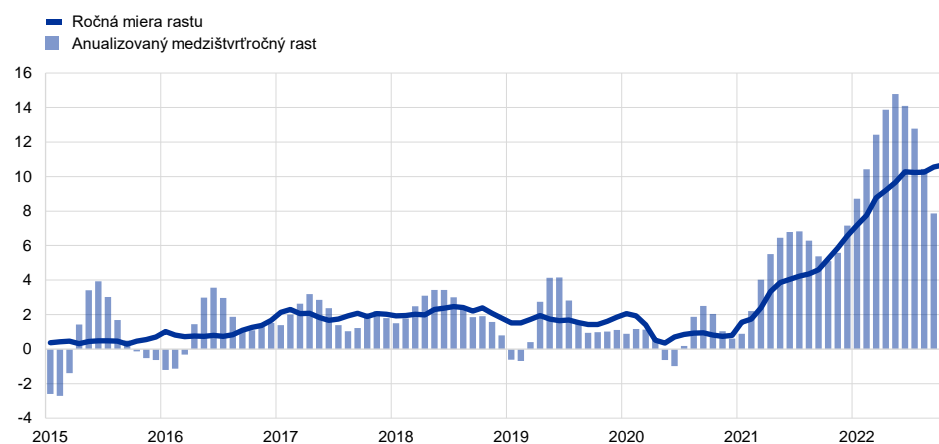
² Údaje o inflácii v krajinách OECD sa vykazujú bez Turecka, keďže táto krajina je vzhľadom na októbrovú ročnú mieru celkovej inflácie spotrebiteľských cien na úrovni 85,5 % extrémnym prípadom spomedzi krajín OECD.

Graf 3

Inflácia spotrebiteľských cien v OECD

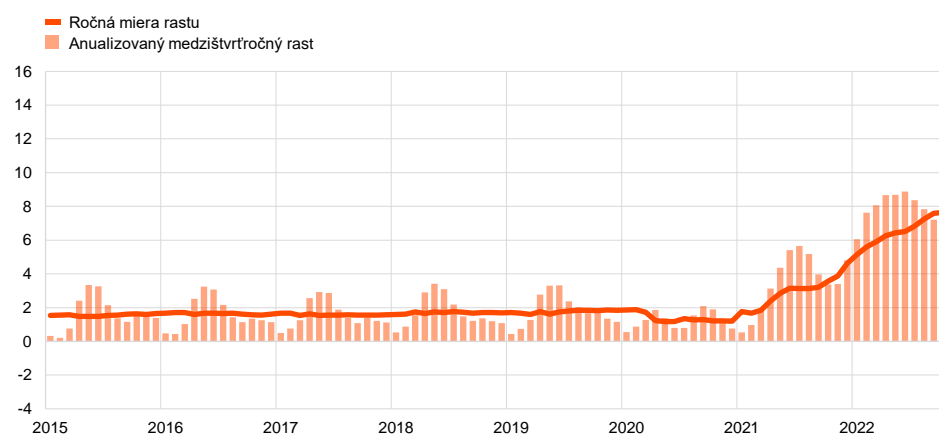
a) Celková inflácia

(medziročná percentuálna zmena a anualizovaná medzištvrtročná percentuálna zmena)



b) Jadrová inflácia

(medziročná percentuálna zmena a anualizovaná medzištvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Agregáty za OECD uvedené v jednotlivých častiach sú vypočítané bez Turecka. Ročné miery celkovej a jadrovej inflácie v krajinách OECD vrátane Turecka (v grafoch sa neuvádza) dosiahli v októbri úroveň 10,7 % a 7,6 % a v septembri 10,5 % a 7,6 %. Jadrová inflácia nezahŕňa ceny energií a potravín. Posledné údaje sú z októbra 2022.

Ceny ropy a plynu sa v porovnaní s projekciami zo septembra 2022 znížili.

Tlak na pokles cien ropy súvisel s nižším dopytom po rope v prostredí spomaľovania globálneho hospodárskeho rastu a lockdownov v Číne. Slabší dopyt prevážil dôsledky novembrového zníženia cieľov produkcie ropy v krajinách združenia OPEC+, pričom naďalej existuje značná neistota, pokiaľ ide o účinky embarga EÚ a cenového stropu na ruskú ropu, ktorý krajiny G7 zaviedli 5. decembra. Pokles cien plynu v Európe odrážal veľmi mierne poveternostné podmienky v októbri a na začiatku novembra, ktoré spolu s nižším dopytom po priemyselnom plyne a s úsilím o nahradenie ruského plynu v priebehu roka 2022 spôsobili, že v polovici novembra mala EÚ takmer plné zásobníky. Od druhej polovice novembra však pre chladnejšie počasie v Európe dochádzalo k určitému obnoveniu rastu cien plynu, ktorý zodpovedal predchádzajúcim cenám futures. Zvýšené ceny futures na rok 2023 zároveň signalizujú významné riziká, pokiaľ ide o dodávky plynu. Poklesli aj ceny

potravinových komodít, k čomu prispeli najmä nižšie ceny kávy v dôsledku lepšej prognózy dodávok z Brazílie na rok 2023. Ceny pšenice a kukurice sú však volatilné vzhľadom na neistotu spojenú s ochotou Ruska ponechať otvorený čiernomorský koridor pre ukrajinský vývoz obilnín. Obavy týkajúce sa ponuky kovov prevážili účinky spomalenia globálneho hospodárskeho rastu, čo spôsobilo nárast ich cien. K rastu cien tejto komodity na konci sledovaného obdobia prispelo aj postupné uvoľňovanie niektorých opatrení proti šíreniu nákazy COVID-19 v Číne, a to aj napriek stále vysokej neistote spojenej s výhľadom čínskeho hospodárskeho rastu.

Globálne finančné podmienky sa v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami v podstate nezmenili a zostávajú napäté.

Predtým sa však zhoršili finančné podmienky vo vyspelých aj v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. Prekvapivo rýchly rast inflácie prinútil centrálné banky udržiavať svižné tempo sprísňovania menovej politiky, čo viedlo k vyšším výnosom z dlhopisov a ďalšiemu poklesu cien rizikových aktív. V dôsledku nižšieho celkového indexu spotrebiteľských cien v Spojených štátoch, než sa pôvodne očakávalo, sa nálada na trhu zmenila. Súviselo to so zohľadnením pomalšieho zvyšovania úrokových sadziieb Federálneho rezervného systému, čo prispelo k zlepšeniu rizikového sentimentu na celom svete. Výsledkom bol pokles výnosov dlhodobých dlhopisov, zmenšenie spreadov a oživenie cien akcií, čo viedlo k miernemu zlepšeniu finančných podmienok. Celkovo sa tak finančné podmienky v sledovanom období zmenili len čiastočne a naďalej zostávajú napäté.

Po dvoch štvrtrokoch mierneho poklesu sa americká ekonomika vrátila k rastu, hoci základný domáci dopyt zostal nízky.

Hlavnými zdrojmi rastu v treťom štvrtroku boli čistý vývoz a investície do nerezidenčných nehnuteľností. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, domáci dopyt by mal zostať tlmený vzhľadom na to, že vysoká inflácia a napätejšie finančné podmienky naďalej nepriaznivo ovplyvňujú reálny disponibilný príjem domácností a obmedzujú súkromnú spotrebu. Investície do nehnuteľností na bývanie by zasa mal negatívne ovplyvniť prudký pokles nových projektov v rezidenčnom sektore, ako aj nižšia cenová dostupnosť bývania a rastúce úrokové sadzby hypotekárnych úverov. Celková inflácia sa v októbri znížila viac, ako sa očakávalo, keď dosiahla 7,7 %. Hoci z historického hľadiska je stále vysoká, vzhľadom na pokračujúce zmierňovanie indexov cien energií a potravín sa predpokladá, že už dosiahla vrchol. Ročná miera jadrovej inflácie klesla na 6,3 %, v roku 2023 sa však v dôsledku tlakov na rýchlejší rast cien služieb (napr. vysoké nájomné) neočakáva jej výraznejší pokles.

Na hospodársku aktivitu v Číne vplyvajú meniace sa politiky súvisiace s ochorením COVID-19 a pokračujúci slabý vývoj v sektore nehnuteľností na bývanie.

Hospodárstvo krajiny sa spočiatku v treťom štvrtroku 2022 oživilo, keď sa postupne rušili protipandemické opatrenia zavedené po aprílovej a májovej vlne nových nákaz. Hospodársky rast v treťom štvrtroku podporilo oživenie spotreby aj investícií, ktoré sa aj napriek dlhému obdobiu tlmeného vývoja v sektore nehnuteľností oživilo, a to vďaka fiškálnym stimulom. V decembri však čínska vláda nečakane upustila od politiky nulovej tolerancie COVID-19 a zrušila väčšinu protipandemických opatrení. Výsledkom bol rýchly rast počtu nových prípadov, ktorý v krátkodobom horizonte zrejme spôsobil oslabenie hospodárskej aktivity. Aktivita by

mala počas obdobia projekcií zostať tlmená vzhľadom na dlhodobejší pokles investícií do nehnuteľností na bývanie a neistý vývoj pandémie. Očakáva sa, že rast reálneho HDP v roku 2022 bude výrazne nižší ako cieľ na úrovni 5,5 % stanovený príslušnými orgánmi. V porovnaní s projekciami zo septembra 2022 bol výhľad hospodárskeho rastu Číny na roky 2023 a 2024 upravený výrazne smerom nadol. Tlaky na rast spotrebiteľských cien zostávajú mierne.

V Japonsku sa v treťom štvrtroku 2022 neočakávane znížil reálny HDP, v poslednom štvrtroku by však mal opäť rásť. Reálny HDP sa v treťom štvrtroku neočakávane znížil, a to v dôsledku značného dovozu, zatiaľ čo domáci dopyt zostal relatívne silný, k čomu prispelo rušenie protipandemických opatrení. V poslednom štvrtroku 2022 by mal reálny HDP opäť vzrásť v prostredí ďalšieho otvárania ekonomiky vrátane zvýšených výdavkov na služby a pokračujúcich podporných opatrení. Očakáva sa, že hospodársky rast sa počas horizontu projekcií mierne spomalí, keďže príspevok zahraničného dopytu by sa mal vzhľadom na slabnúci globálny dopyt výrazne znížiť. Ročná miera celkovej inflácie sa v priebehu roka 2022 výrazne zvýšila, k čomu prispeli vyššie ceny potravín a energií a ukončenie záporných bazických efektov. Hoci inflácia by mala v najbližšom období zostať približne na súčasnej úrovni, na začiatku roka 2023 by mala postupne klesať v dôsledku nižších cien komodít a obmedzených domácich cenových tlakov.

Výhľad vývoja reálnej hospodárskej aktivity v Spojenom kráľovstve sa po poklese HDP v treťom štvrtroku ďalej zhoršoval. Vysoká inflácia spotrebiteľských cien, rastúce náklady na hypotéky a napäté finančné podmienky výrazne brzdia spotrebu a súkromné investície. Fiškálne opatrenia oznámené v novembri mierne zvýšia rozpočtový deficit v najbližšom období, v strednodobom horizonte však prispievajú k fiškálnej konsolidácii. Aktuálne sa očakáva, že hospodársky rast bude od tretieho štvrtroku 2022 do druhého štvrtroku 2023 klesať. Situácia na trhu práce zároveň zostáva napätá a zvyšujúce sa tlaky na rast miezd prispievajú k pretrvávaniu domácej inflácie. Rastúce ceny energií by mali až do posledného štvrtroku 2022 prispievať k zvyšovaniu inflácie spotrebiteľských cien. Inflácia by mala vrcholiť na úrovni okolo 11 %, čo je výrazne pod úrovňou očakávanou v makroekonomických projekciách odborníkov ECB zo septembra 2022, a to v dôsledku zastropovania cien energií zo strany vlády.

Ruská ekonomika sa v roku 2022 dostala do hlbokej recesie. Keďže reálny HDP v druhom štvrtroku výrazne klesol a v treťom štvrtroku zostal takmer 5 % pod úrovňou z obdobia pred inváziou, Rusko je v súčasnosti v hlbokoj recesii. Hospodárstvo zaznamenalo miernejší pokles vývozu, ako sa pôvodne očakávalo, kým dovoz sa významne znížil, a to najmä z krajín, ktoré na Rusko uvalili sankcie. Hospodársky pokles by mal pokračovať do konca roka 2022 aj v roku 2023, keďže sankcie majú čoraz negatívnejší vplyv na produkčnú kapacitu Ruska, jeho medzinárodný obchod a domáci dopyt. Po pozvoľnom poklese v posledných mesiacoch sa očakáva, že inflácia zostane v najbližšom období vysoká a k cieľu ruskej centrálnej banky na úrovni 4 % sa vráti len postupne ku koncu obdobia prognózy.

2 Hospodárska aktivita

Rast HDP sa v treťom štvrtroku 2022 spomalil medzištvrtročne na 0,3 %, po výrazných tempách rastu v prvom polroku v dôsledku opätovného otvárania ekonomiky a postupného zmiernenia ponukových obmedzení. Domácu spotrebu a výrobu odvtedy čoraz viac tlmí zvýšená neistota spojená s ďalšími dôsledkami vojny na Ukrajine pre hospodárstvo, pretrvávajúce obavy z možného prerušenia dodávok energií a vysoké cenové tlaky. Očakáva sa, že tieto faktory spolu s rastúcimi nákladmi na financovanie a so spomalením globálneho hospodárskeho rastu budú v poslednom štvrtroku a v prvých mesiacoch roka 2023 ďalej obmedzovať hospodársku aktivitu v eurozóne. Pokles hospodárskej aktivity by však mal byť pomerne krátkodobý a mierny, a to vďaka pretrvávajúcej odolnosti trhov práce, vysokej úrovni úspor domácností naakumulovaných počas pandémie a dodatočným fiškálnym opatreniam na zmiernenie vplyvu vyšších cien energií na spotrebiteľov a podniky v krátkodobom horizonte. V dlhodobejšom horizonte sa očakáva, že po poklese neistoty, obnovení rovnováhy na energetických trhoch, vyriešení ponukových obmedzení a opätovnom zlepšení situácie s reálnymi príjmami dôjde od druhého polroka 2023 k postupnému oživeniu hospodárskeho rastu v eurozóne.

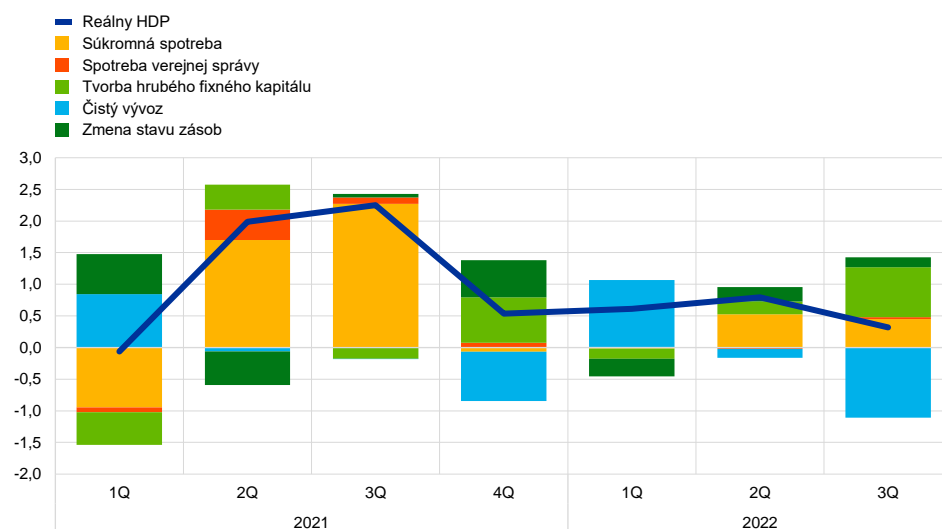
Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2022 by mal ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 3,4 % v roku 2022, 0,5 % v roku 2023, 1,9 % v roku 2024 a 1,8 % v roku 2025. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2022 bol výhľad upravený smerom nahor na rok 2022 (najmä v dôsledku neočakávaných pozitívnych údajov počas leta), smerom nadol na rok 2023 a na rok 2024 zostal nezmenený.

Po silnom raste v prvej polovici roka sa hospodárska aktivita v treťom štvrtroku 2022 výrazne oslabil. Rast reálneho HDP sa v treťom štvrtroku spomalil medzištvrtročne na 0,3 %, hoci v prvom a druhom štvrtroku dosahoval priemerné tempo na úrovni 0,7 %. Spomalenie bolo spôsobené najmä výrazným nepriaznivým vplyvom čistého obchodu, zatiaľ čo domáci dopyt a produkcia, ktoré ťažili zo zmien stavu zásob, zaznamenali v treťom štvrtroku kladný príspevok k rastu (graf 4). Spotreba zostala stabilná vďaka výraznej súkromnej spotrebe služieb, ktorá viac ako vykompenzovala záporný príspevok spotreby tovarov, a ďalšiemu miernemu príspevku spotreby verejnej správy. Investície podľa všetkého prudko rástli, medzištvrtročne o 3,6 %, hoci to bolo do značnej miery spôsobené mimoriadnym rastom produktov duševného vlastníctva v Írsku. Dynamika podnikových investícií do fixných aktív sa zreteľne spomalila a ďalej klesali aj stavebné investície. Príspevok čistého vývozu k celkovému rastu reálneho HDP bol záporný, keďže rast dovozu – opäť čiastočne spôsobený vývojom v Írsku – presiahol rast vývozu. Štruktúra pridanej hodnoty ukazuje pokračujúci silný rast v priemysle bez stavebníctva a služieb, zatiaľ čo stavebná produkcia ďalej klesala. Údaje z prieskumov a neoficiálne údaje za tretí štvrtrok 2022 naznačujú, že vzhľadom na pokles nových objednávok je za zjavným silným rastom priemyslu skôr zmiernenie ponukových obmedzení než zvyšovanie dopytu, čo pomohlo výrobcům riešiť veľké množstvo nevybavených objednávok (najmä v automobilovom priemysle). Pokiaľ ide

o služby, štruktúra pridanej hodnoty poukazuje na značné rozdiely medzi jednotlivými podsektormi; predtým obmedzené podsektory orientované na spotrebiteľov (ako je maloobchod, doprava, ubytovanie, stravovanie a hlavne rekreačné služby) pokračovali v treťom štvrťroku v silnom raste, zatiaľ čo podsektory viac orientované na podnikanie (ako sú informačné a komunikačné služby, financie a poistenie, nehnuteľnosti a profesionálne a administratívne služby) rástli prinajlepšom iba mierne, prípadne mierne klesli.

Graf 4
Reálny HDP eurozóny a jeho zložky

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



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

Najnovšie dostupné údaje poukazujú na ďalšie spomalenie hospodárskej aktivity v poslednom štvrťroku 2022 vzhľadom na vysokú infláciu a pretrvávajúcu neistotu spojenú s vojnou na Ukrajine a rizikom prerušenia dodávok energií. Údaje z prieskumov signalizujú ďalšie a čoraz výraznejšie oslabovanie dynamiky rastu, keďže klesajúci dopyt, pozorovaný v priemysle už niekoľko mesiacov, začal nepriaznivo ovplyvňovať aj sektor služieb, ktorý výrazne rástol po opätovnom otvorení ekonomiky. Kompozitný index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) pre produkciu v eurozóne klesol v októbri na 21-mesačné minimum, aj keď v novembri sa opäť mierne zvýšil. Údaje za obidva mesiace sa v porovnaní s tretím štvrťrokom opäť vzdialili od teoretickej hranice nulového rastu (graf 5, časť a). Najnovší vývoj naznačuje stabilizáciu priemyselnej produkcie na nízkej úrovni, keďže sa zdá, že výrazný príspevok výroby vozidiel zo začiatku roka sa vyrovnáva. Ukazovateľ ekonomického sentimentu Európskej komisie sa v poslednom štvrťroku opäť znížil, čo odrážalo ďalšie zhoršenie dôvery v priemysle v októbri a novembri (graf 5, časť b) v dôsledku poklesu nedokončených obchodov a zásob hotových výrobkov, ako aj ďalšieho prepadu nových objednávok pod úroveň priemeru za tretí štvrťrok. Odpovede na otázky v rámci štvrtročného prieskumu Komisie týkajúce sa faktorov obmedzujúcich produkciu naznačujú, že nedostatok pracovných síl sa zmierňuje a obmedzenia spôsobené nedostatkom materiálov a vybavenia sa od leta znižujú. Naopak, finančné obmedzenia sa

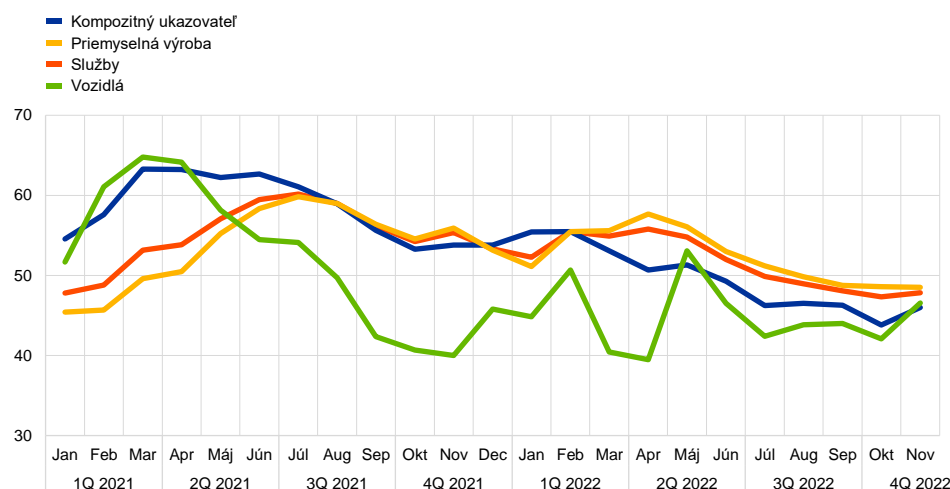
v októbri výrazne zvýšili, hoci stále zohrávali menšiu úlohu ako iné faktory. Tieto ukazovatele poukazujú na nepriaznivú perspektívu vývoja investícií v nadchádzajúcich mesiacoch. Spotrebiteľská dôvera zároveň vykázala určitú relatívnu odolnosť po tom, čo sa zotavila z rekordne nízkych hodnôt zaznamenaných v septembri, vďaka opatreniam na podporu pracovného trhu a fiškálnym opatreniam prijatým na podporu disponibilného príjmu domácností.

Graf 5

Ukazovatele z prieskumov v jednotlivých sektoroch hospodárstva

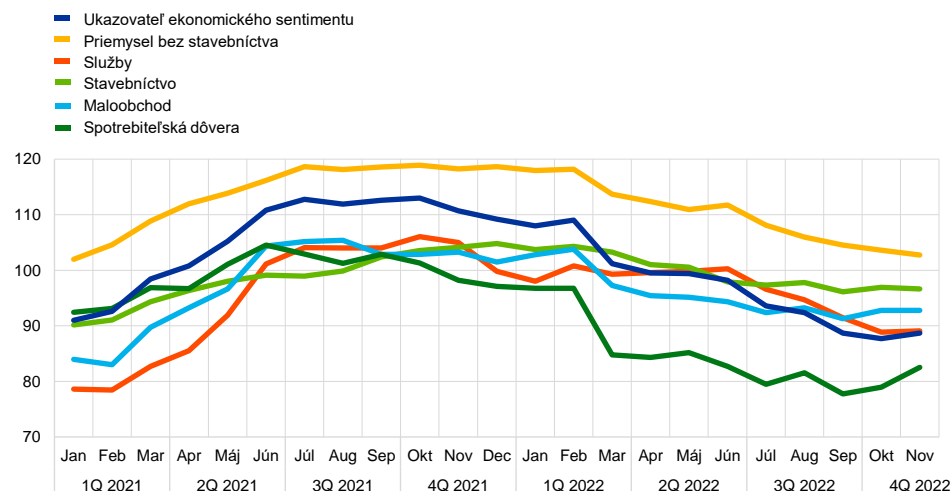
a) Ukazovatele indexu PMI pre produkciu

(difúzný indikátor)



b) Podnikateľská a spotrebiteľská dôvera

(difúzný indikátor)



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

Poznámka: Posledné údaje sú za október 2022 v prípade produkcie vozidiel a za november 2022 v prípade všetkých ostatných položiek.

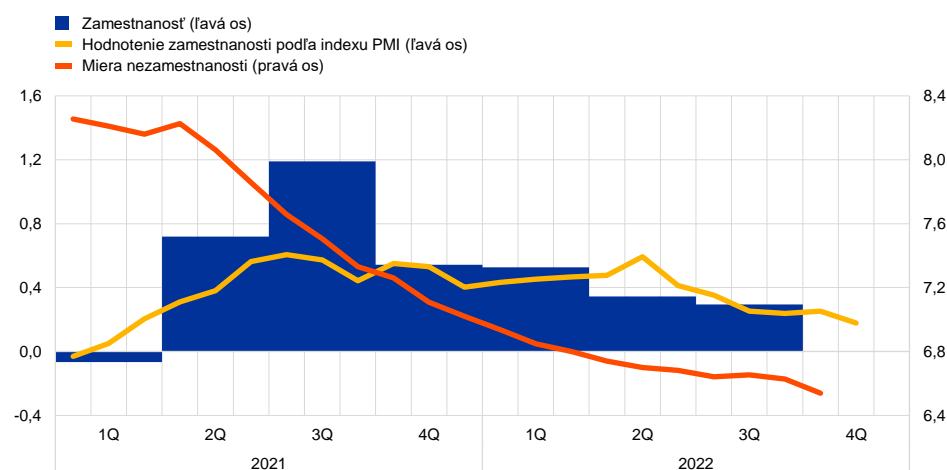
Trh práce bol aj naďalej výrazný a podporoval hospodársku aktivitu. Celková zamestnanosť sa v treťom štvrťroku 2022 zvýšila medzištvrťročne o 0,3 %. Počet zamestnaných sa tak v období od posledného štvrťroka 2019 do tretieho štvrťroka 2022 zvýšil o 3,1 milióna osôb. Počet odpracovaných hodín sa naopak v treťom štvrťroku 2022 znížil o 0,1 %, ale zostáva na úrovni o 0,2 % vyššej ako pred

pandémiou v poslednom štvrťroku 2019. Z rozdielu medzi rastom zamestnanosti a počtu odpracovaných hodín vyplýva výrazný pokles priemerného počtu odpracovaných hodín od posledného štvrťroka 2019, pod ktorý sa podpísal najmä vývoj vo verejnom sektore. Miera nezamestnanosti klesla v októbri 2022 na 6,5 %, čo je približne o 0,8 percentuálneho bodu menej ako pred pandémiou vo februári 2020 a historicky najnižšia úroveň (graf 6). Pracovná sila v porovnaní s posledným štvrťrokom 2019 výrazne vzrástla a odhaduje sa, že počet pracovníkov zapojených do schém na udržanie pracovných miest v posledných mesiacoch ďalej klesal. Podobne sa od nástupu pandémie výrazne zvýšil aj dopyt po pracovnej sile a v posledných mesiacoch vykazuje určité náznaky stabilizácie. V treťom štvrťroku 2022 bola miera voľných pracovných miest na úrovni 3,2 %, čo je o 1 percentuálny bod viac ako v poslednom štvrťroku 2019.

Graf 6

Zamestnanosť v eurozóne, hodnotenie zamestnanosti podľa PMI a miera nezamestnanosti

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



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

Poznámka: Dve čiary predstavujú mesačný vývoj, stĺpce zobrazujú štvrtročné údaje. Index PMI je vyjadrený ako odchýlka od 50 vydelená 10. Posledné údaje sú z tretieho štvrťroka 2022 v prípade zamestnanosti, z novembra 2022 v prípade hodnotenia zamestnanosti podľa indexu PMI a z októbra 2022 v prípade miery nezamestnanosti.

Krátkodobé ukazovatele trhu práce poukazujú na spomalenie rastu zamestnanosti.

Mesačný kompozitný ukazovateľ zamestnanosti PMI klesol z hodnoty 52,5 v októbri na 51,8 v novembri 2022, naďalej však zotrval nad prahovou úrovňou 50, ktorá predstavuje rast zamestnanosti. Ukazovateľ zamestnanosti PMI sa od februára 2021 nachádza v rastovom pásme, od mája 2022 však výrazne klesá. Pokiaľ ide o vývoj v jednotlivých sektoroch, tento ukazovateľ signalizuje pokračujúci, hoci slabší rast zamestnanosti v priemysle a v sektore služieb, ako aj pokles zamestnanosti v sektore stavebníctva.

Súkromná spotreba vrástla aj v treťom štvrťroku 2022, hoci vývoj jednotlivých zložiek bol rôznorodý.

Súkromná spotreba sa v treťom štvrťroku zvýšila o 0,9 %, v porovnaní s 1,0 % v druhom štvrťroku. K pozitívnej dynamike prispela najmä spotreba služieb, ktorá v dôsledku opätovného otvárania ekonomiky prudko rástla už dva štvrťroky za sebou. Spotreba tovarov krátkodobej spotreby naopak už tretí

štvrtrok po sebe klesala, odrážajúc najnovší vývoj maloobchodného predaja, ktorý sa v treťom štvrtroku znížil o 0,7 %. Spotreba tovarov dlhodobej spotreby, ktorá v dôsledku rastúcich cien energií v predchádzajúcich štvrtrokoch výrazne poklesla (box 3), sa v treťom štvrtroku 2022 začala zlepšovať, k čomu zrejme prispelo zmierňovanie ponukových obmedzení v automobilovom sektore. Počet registrácií nových osobných automobilov vzrástol v treťom štvrtroku o 12,8 %. Vstupné údaje z prieskumov, tzv. mäkké ekonomické údaje, naznačujú určitú relatívnu odolnosť výdavkov na prelome rokov, a to aj napriek pretrvávajúcim nepriaznivým vplyvom. Ukazovateľ spotrebiteľskej dôvery Európskej komisie sa v októbri a novembri zvýšil na úroveň mierne vyššiu ako v treťom štvrtroku (keď v septembri dosiahol rekordné minimum), čo bolo spôsobené najmä zlepšením hospodárskych a finančných očakávaní domácností. Najnovšie spotrebiteľské a podnikateľské prieskumy Komisie zároveň naznačujú, že očakávaný dopyt po ubytovacích a stravovacích službách a službách v oblasti cestovného ruchu sa v novembri zvýšil spolu s ukazovateľom očakávaných veľkých nákupov domácností, ktorý sa čiastočne zotavil z rekordne nízkej úrovne. V prostredí pokračujúceho zhoršovania spotrebiteľskej nálady a klesajúceho reálneho disponibilného príjmu najnovšie pozitívne signály naznačujú, že výdavky domácností v období sviatkov môžu vykazovať určitú odolnosť. Vzhľadom na stále vysokú infláciu a neistotu je však pravdepodobné, že reálny disponibilný príjem domácností bude na prelome rokov ďalej klesať, a tým tlmieť spotrebiteľské výdavky. Pokračujúce sprísňovanie podmienok poskytovania úverov domácnostiam navyše pravdepodobne pribrzdí domácnosti, pokiaľ ide o branie úverov. Podľa údajov z októbrového prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB domácnosti očakávajú, že v nasledujúcich troch mesiacoch budú čeliť rastúcemu nedostatku likvidity. Je preto pravdepodobné, že pri platení účtov za energie a uhrádzaní splátok úverov budú musieť siahnúť na svoje úspory. V dôsledku toho domácnosti upravili svoje vnímanie a očakávania v súvislosti s preventívnymi úsporami smerom nadol (podľa októbrového prieskumu spotrebiteľských očakávaní). Vzhľadom na klesajúci reálny disponibilný príjem by použitie úspor malo do určitej miery pomôcť podporiť spotrebu.

Tempo rastu podnikových investícií sa v treťom štvrtroku 2022 spomalilo a na prelome rokov by malo ďalej klesať. Nestavebné investície (najbližší ukazovateľ podnikových investícií v národných účtoch) sa v treťom štvrtroku zvýšili o 7,7 %, hoci vo veľkej miere to spôsobil mimoriadny rast produktov duševného vlastníctva v dôsledku vývoja v írskom sektore nadnárodných spoločností.³ Po vylúčení tejto volatilnej zložky sa rast podnikových investícií v treťom štvrtroku znížil na medzištvrtročných 1,2 % z priemernej štvrtročnej miery rastu 1,7 % v prvom polroku, hoci vo vývoji jednotlivých tried aktív existovali značné rozdiely. V sektore strojov a zariadení sa výrazne spomalili nedopravné investície do fixných aktív (medzištvrtročne klesli na 0,3 %), zatiaľ čo segment dopravných investícií vzrástol o 7,1 %, keď zmiernenie ponukových obmedzení umožnilo vybavenie stále značného množstva nedokončených objednávok. Inde zostal rast investícií do produktov duševného vlastníctva (bez Írska) oproti druhému štvrtroku nezmenený

³ Vysoká štatistická volatilita nehmotných investícií v Írsku niekedy výrazne ovplyvňuje investičnú dynamiku v eurozóne (box 1 s názvom Non-construction investment in the euro area and the United States v článku The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks, *Economic Bulletin*, No 5, ECB, 2022).

na medzištvrtročnej úrovni 1,1 %. Prvé signály za posledný štvrtrok poukazujú na pokles na prelome rokov. Najnovšie údaje z prieskumu PMI ukazujú, že v sektore investičných tovarov sa začínajú hromadiť zásoby hotových tovarov, pričom nové objednávky sa prudko znižujú a miera nedokončených obchodov a využitia kapacít klesá z vysokých úrovní spôsobených narušeniami vyvolanými pandemiou. Najnovší prieskum ECB o prístupe podnikov k financovaniu v eurozóne poukazuje na značný pokles čistého salda podnikov, ktoré žiadajú o financovanie na investičné účely. V októbrom polročnom investičnom prieskume Európskej komisie sa navyše zistilo, že počet podnikov, ktoré plánujú v roku 2023 zvýšiť investície v porovnaní s úrovňami z roku 2022, výrazne klesol, a to i napriek tomu, že rozvojové plány na rok 2022 sa od predchádzajúceho aprílového prieskumu zredukovali. Prieskum zatiaľ naznačuje, že finančné faktory zohrávajú pri investičných rozhodnutiach len sekundárnu úlohu, v roku 2023 však pravdepodobne budú spôsobovať výraznejšie obmedzenia. Novembrový prieskum S&P Global Business Outlook Survey očakáva významný pokles ziskovosti v roku 2023 v dôsledku prudkého nárastu vstupných nákladov a poklesu ukazovateľa kapitálových výdavkov na desaťročné minimum (ak neberieme do úvahy výnimočný vývoj v roku 2020).⁴ Čo sa týka budúceho vývoja, po obnovení rovnováhy na energetických trhoch, ďalšom zmiernení ponukových obmedzení a poklese neistoty, ako aj v súvislosti s možným výrazným stimulom v podobe pridelovania ďalších finančných prostriedkov z nástroja Next Generation EU v nadchádzajúcich štvrtrokoch, možno očakávať návrat podnikových investícií do rastového pásma.

Investície do nehnuteľností na bývanie v druhom štvrtroku 2022 klesli a je pravdepodobné, že v najbližšom období budú ďalej klesať. Investície do nehnuteľností na bývanie v treťom štvrtroku klesli o 0,7 %, čo je o niečo menej ako medzištvrtročný pokles o 0,8 % v druhom štvrtroku. V porovnaní s priemerom za tretí štvrtrok pokračoval priemerný trojmesačný ukazovateľ stavebnej aktivity Európskej komisie v októbri a novembri v poklese, zatiaľ čo index PMI pre oblasť výstavby nehnuteľností na bývanie sa posunul ešte hlbšie do pásma kontrakcie. Ako naznačujú údaje zo štvrtročného podnikateľského prieskumu Európskej komisie za obdobie do októbra, knihy stavebných objednávok sa zdajú byť dostatočne naplnené. To by malo v nasledujúcich mesiacoch podporiť stavebnú aktivitu, najmä vzhľadom na postupné uvoľňovanie ponukových obmedzení. Z mesačného prieskumu Európskej komisie týkajúceho sa obmedzení výroby v sektore stavebníctva za november tiež vyplynulo, že naďalej klesá percentuálny podiel stavebných podnikov vykazujúcich nedostatok materiálov a/alebo zariadení, zatiaľ čo percentuálny podiel podnikov vykazujúcich nedostatok pracovných síl zostáva vysoký. Podiel manažérov, ktorí uvádzajú nedostatočný dopyt ako faktor obmedzujúci ich stavebnú aktivitu, sa však v novembri opäť zvýšil, čo naznačuje slabší dopyt. Prejavuje sa to tiež v ďalšom poklese krátkodobých zámerov domácností renovovať a kúpiť alebo postaviť nehnuteľnosť na bývanie v poslednom štvrtroku, ako aj v nízkej úrovni zložky nových objednávok indexu PMI pre stavebníctvo. K uvedenému poklesu dopytu dochádza v prostredí výrazného zhoršovania podmienok financovania, zvýšenej neistoty a podstatne vyšších

⁴ Podľa investičného prieskumu Európskej investičnej banky z roku 2022 až 82 % podnikov v eurozóne v lete 2022 uviedlo náklady na energie ako významnú prekážku dlhodobějších investícií.

stavebných nákladov a v budúcnosti pravdepodobne nepriaznivo ovplyvní investície do nehnuteľností na bývanie.

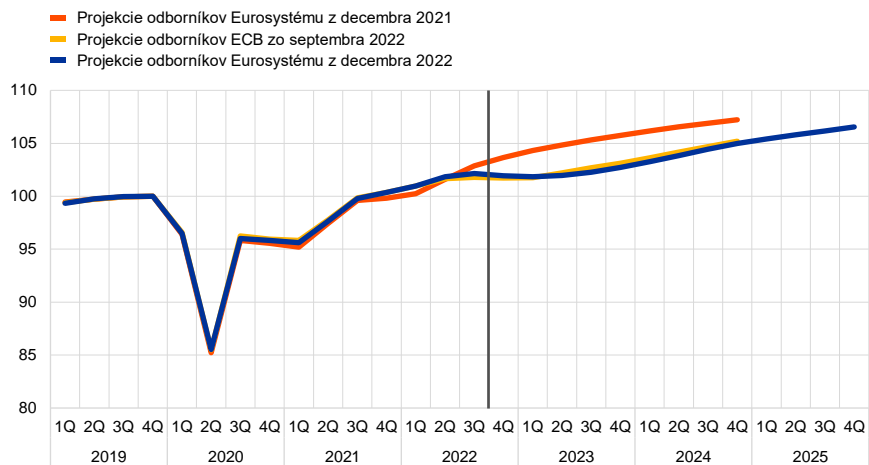
Zahraničný obchod v treťom štvrtroku 2022 negatívne ovplyvnil rast HDP, pričom výhľad poukazuje na ďalšie oslabenie vývozu z eurozóny v dôsledku spomaľovania globálnej hospodárskej aktivity. Vývoz tovarov a služieb sa v treťom štvrtroku 2022 z hľadiska objemu zvýšil medzištvrtročne o 1,7 %. Objem dovozu prudko vzrástol, medzištvrtročne o 4,3 %, k čomu prispel najmä dovoz služieb do Írska. V dôsledku toho zaznamenal čistý obchod záporný príspevok k rastu reálneho HDP na úrovni –1,1 percentuálneho bodu. Mesačné údaje ukazujú, že v septembri hodnota dovozu tovaru z krajín mimo eurozóny klesla po prvýkrát od januára 2021 o 2 %, zatiaľ čo vývoz vzrástol o 1,6 %, čo viedlo k zníženiu obchodnej bilancie tovarov na 37,7 mld. € z rekordne vysokej úrovne zaznamenatej v auguste. Po poklese dovozných cien eurozóny – v dôsledku nižších cien energií – a zvýšení vývozných cien došlo v septembri k zlepšeniu indexu výmenných relácií eurozóny. Základná dynamika rastu vývozu z eurozóny zostáva vzhľadom na slabnúci globálny dopyt tlmená. Krátkodobý výhľad poukazuje na ďalšie oslabovanie obchodu s tovarmi eurozóny, keďže ukazovatele vývozných objednávok, ako napríklad index PMI, zostali v novembri v pásme poklesu. Výhľadové ukazovatele súvisiace s cestovným ruchom tiež signalizujú spomalenie obchodu so službami v nadchádzajúcich mesiacoch.

V dlhodobejšom horizonte naďalej panuje výrazná neistota spojená s výhľadom vývoja, očakáva sa však, že hospodárska aktivita v eurozóne sa začne od polovice roka 2023 oživovať, keď pomíne vplyv súčasných nepriaznivých faktorov. Hospodársky rast by mal byť v roku 2023 tlmený a po zmiernení nepriaznivých faktorov by sa mal posilniť. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2022 by mal ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 3,4 % v roku 2022, 0,5 % v roku 2023, 1,9 % v roku 2024 a po predĺžení sledovaného obdobia o jeden rok 1,8 % v roku 2025 (graf 7). V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2022 bol výhľad rastu v eurozóne upravený smerom nahor na rok 2022, čiastočne v dôsledku neočakávaných pozitívnych údajov počas leta, smerom nadol na rok 2023, zatiaľ čo na rok 2024 zostal nezmenený. Súčasná projekcia ukazuje, že úroveň HDP by mala zotrvať pod úrovňou predpokladanou v rámci (predvojnových) projekcií z decembra 2021 a predpokladajú mierny pokles HDP na prelome rokov, pričom od polovice roka 2023 sa očakáva návrat do rastového pásma.

Graf 7

Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

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



Zdroj: Eurostat a [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2022](#).

Poznámka: Zvislá čiara predstavuje začiatok makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2022.

3 Ceny a náklady

Podľa rýchleho odhadu inflácia v eurozóne v novembri klesla na 10,0 %, odrážajúc predovšetkým nižšiu infláciu cien energií.⁵ Inflácia cien potravín však pokračovala v raste, pričom inflácia cien energií a potravín má na vysokej miere celkovej inflácie aj naďalej najväčší podiel. Cenové tlaky boli naďalej silné, hlavne v dôsledku nepriamych účinkov nákladov na energie. Ponukové obmedzenia a vplyv postpandemického oživenia sa zmiernili, no k inflácii naďalej prispievali, rovnako ako aj predošlé oslabovanie výmenného kurzu. S postupným slabnutím vplyvu súčasných príčin inflácie a premietaním normalizácie menovej politiky do ekonomiky a cenotvorby sa v projekciách očakáva postupný pokles inflácie v priebehu roka 2023. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2022 má inflácia dosiahnuť v priemere 8,4 % v roku 2022, pričom následne má klesnúť na 6,3 % v roku 2023, 3,4 % v roku 2024 a 2,3 % v roku 2025. Inflácia bez energií a potravín má predstavovať 4,2 % v roku 2023, 2,8 % v roku 2024 a 2,4 % v roku 2025. Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa v súčasnosti pohybuje na približne dvojpercentnej úrovni, hoci nedávne revízie niektorých ukazovateľov nad úroveň cieľovej hladiny je naďalej potrebné monitorovať.

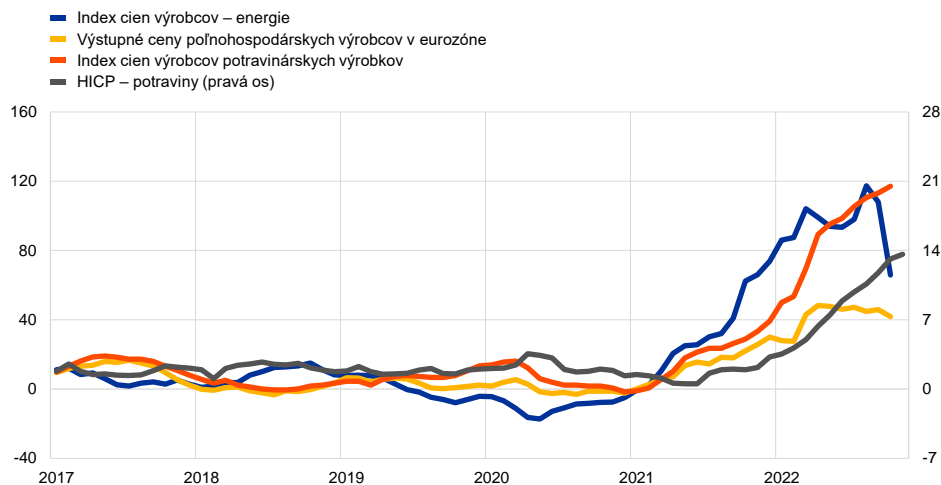
Podľa rýchleho odhadu Eurostatu za november sa celková inflácia meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP) znížila z októbrových 10,6 % na 10,0 %. Pokiaľ ide o hlavné zložky HICP, hlavným faktorom tohto poklesu v novembri bol prudký pád ročnej miery rastu cien energií (zo 41,5 % v októbri na 34,9 % v novembri). Príčinou poklesu ročnej miery inflácie cien energií z októbra na november bol výrazný záporný bazický efekt spojený s prudkým medzimesačným znížením cien energií v novembri. Pokles cien energií je tiež odrazom účinku nedávneho poklesu cien ropy, rafinérskych a distribučných marží a veľkoobchodných cien plynu od augusta. Inflácia potravinovej zložky HICP naopak pokračovala v raste a v novembri dosiahla 13,6 % (13,1 % v októbri), odrážajúc ďalší nárast ročnej miery rastu cien spracovaných potravín. Ročná miera rastu cien nespracovaných potravín naopak klesla. Na ceny potravín naďalej vplývali naakumulované cenové tlaky, vplyv letného sucha na zložku nespracovaných potravín však postupne slabne a rast cien výrobcov energií sa zmiernil (graf 8).

⁵ Podrobnejšie informácie o inflačnej dynamike: [Inflation Diagnostics](#).

Graf 8

Tlaky na vstupné náklady vyplývajúce z cien energií a potravín

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat.

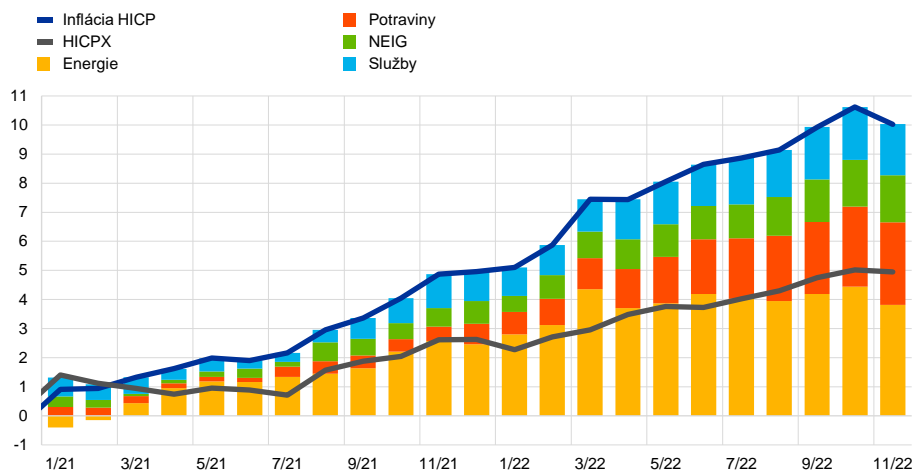
Poznámka: HICP (harmonised index of consumer prices); harmonizovaný index spotrebiteľských cien. V prípade potravinovej zložky HICP sú posledné údaje z novembra 2022 (rýchly odhad) a v prípade ostatných ukazovateľov z októbra 2022.

Inflácia HICP bez energií a potravín (HICPX) zostala v novembri podľa rýchleho odhadu na nezmenenej úrovni 5,0 %. Ročná miera rastu cien neenergetických priemyselných tovarov (non-energy industrial goods – NEIG) sa nezmenila, zatiaľ čo miera rastu cien služieb v novembri mierne klesla (graf 9). Hlavným faktorom boli aj naďalej vyššie vstupné náklady vyplývajúce z prudkého rastu cien energií, a to aj napriek určitým náznakom ich zmiernenia. Inflácia NEIG sa v novembri stabilizovala a dosiahla 6,1 %. Hlavnými faktormi inflácie NEIG boli naakumulované rastové tlaky v cenovom reťazci spôsobené ponukovými obmedzeniami a vysokými nákladmi na energie. Inflácia cien služieb mierne klesla na 4,2 % (zo 4,3 % v októbri), odrážajúc medzimesačný pokles cien služieb, hoci o niečo menej výrazný, než je zvyčajné v novembri. Za touto zmenou v novembri pravdepodobne stoja nepriame účinky vysokých cien energií a vysokých cien výrobcov potravín (hlavné vstupné náklady pre reštauračné služby).

Graf 9

Celková inflácia a jej hlavné zložky

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: HICP (harmonised index of consumer prices): harmonizovaný index spotrebiteľských cien. HICPX: inflácia HICP bez energií a potravín. NEIG: neenergetické priemyselné tovary. Posledné údaje sú z novembra 2022 (rýchly odhad).

Miery základnej inflácie zostali na zvýšenej úrovni, hoci vykazovali určité známky poklesu (graf 10).⁶

Príčinou boli rozsiahle cenové tlaky vo väčšom počte sektorov a zložiek HICP, čiastočne v dôsledku vplyvu vysokých nákladov na energie na eurozónu ako celok. V rámci širokého spektra ukazovateľov väčšina z nich založená na štatistickom vylúčení pokračovala v raste. Inflácia HICPX zostala v novembri nezmenená na úrovni 5,0 %. Údaje o ďalších ukazovateľoch sú k dispozícii len do októbra. Inflácia HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom a odevov a obuvi (HICPXX) sa v októbri zvýšila na 4,7 % (zo 4,4 % v predchádzajúcom mesiaci). Ukazovateľ Supercore, ktorý zahŕňa cyklicky citlivé zložky HICP, sa zo septembrových 5,5 % zvýšil na 5,7 %, zatiaľ čo ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) vychádzajúci z modelov sa zo septembrových 5,7 % mierne zvýšil na 5,8 % v októbri. Medzimesačné miery PCCI sa pohybovali viac-menej horizontálne. Neustále vysoké medzimesačné miery PCCI však naďalej poukazovali na silný tlak na zvyšovanie základnej inflácie do októbra. V raste pokračoval aj ukazovateľ domácej inflácie, ktorý vyjadruje cenový vývoj zložiek HICP s nižšou dovoznou náročnosťou.⁷ Stále však nie je jasné, do akej miery budú pretrvávajúť vysoké úrovne týchto rôznych ukazovateľov. Značnú časť tlaku na rast základnej inflácie možno pripísať nepriamym účinkom prudkého rastu cien energií a potravín a mimoriadnej nerovnováhe ponuky a dopytu v súvislosti s pandemiou a inváziou Ruska na Ukrajinu.

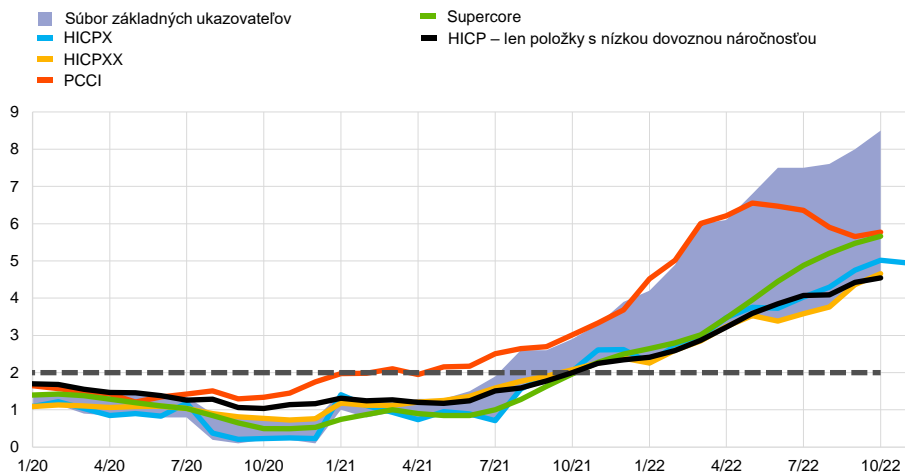
⁶ Podrobný prehľad ukazovateľov základnej inflácie: [Inflation Diagnostics](#).

⁷ Viac informácií v boxe: [Nový ukazovateľ domácej inflácie v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, č. 4, ECB, 2022.

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, HICPXX, orezaný priemer 10 % a 30 % a vážený medián. HICP (harmonised index of consumer prices): harmonizovaný index spotrebiteľských cien. HICPX: inflácia HICP bez energií a potravín. HICPXX: HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom, odevov a obuvi. PCCI: ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation. V prípade inflácie HICPX sú posledné údaje z novembra 2022 (rýchly odhad) a v prípade ostatných ukazovateľov z októbra 2022.

Rast dojednaných miezd poukazoval na silnejúce mzdové tlaky, zatiaľ čo rast kompenzácií na zamestnanca sa zmiernil, hoci bol naďalej skreslený protipandemickými opatreniami (graf 11).

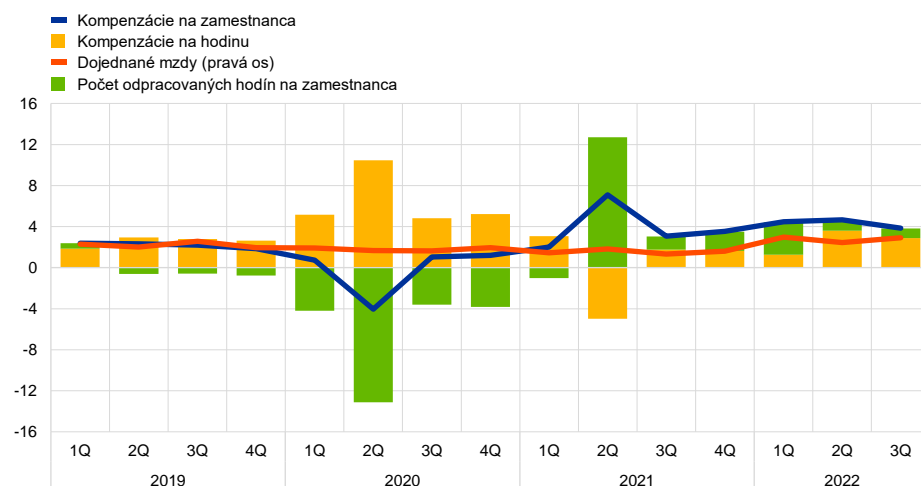
Rast dojednaných miezd sa v treťom štvrťroku 2022 zrýchlil na 2,9 % (oproti 2,5 % v predchádzajúcom štvrťroku), čo je odrazom rastúceho podielu kompenzácií na inflácii, napríklad prostredníctvom formálnych ustanovení o indexácii miezd. Svoju úlohu zohrali i jednorazové platby. V Nemecku bol napríklad rast dojednaných miezd v druhom štvrťroku v dôsledku základných efektov spojených s pandemickými jednorazovými platbami slabší, zatiaľ čo v treťom štvrťroku bol v dôsledku jednorazových platieb na kompenzáciu inflácie rýchlejší. Najnovšie dostupné informácie o mzdových dohodách od začiatku roka 2022 poukazujú na ďalšie zrýchľovanie rastu miezd. Skutočný mzdový rast meraný na základe kompenzácií na zamestnanca sa v treťom štvrťroku 2022 spomalil na 3,9 % (zo 4,6 % v predchádzajúcom štvrťroku), čo je čiastočne výsledkom základných efektov medziročných mier rastu. Odhliadnuc od týchto vplyvov sa medzištvrtročný rast v treťom štvrťroku zvýšil na 1,1 % (z 0,8 % v predchádzajúcom štvrťroku). Medziročný rast kompenzácií na hodinu sa naopak znížil na 2,9 % (z 3,6 % v predchádzajúcom štvrťroku). Medziročné miery rastu kompenzácií na hodinu i na zamestnanca sa v treťom štvrťroku znížili, zatiaľ čo miera rastu počtu odpracovaných hodín na zamestnanca sa v porovnaní s predchádzajúcim štvrťkom v podstate nezmenila. Ukazovatele mzdového rastu sú stále do istej miery ovplyvnené deformáciami súvisiacimi s pandemiou, hoci v čoraz menšom rozsahu.⁸

⁸ Viac informácií o týchto deformáciách a o mzdovom vývoji od začiatku pandémie: článok [Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#) a box 4 s názvom Dynamika miezd v krajinách eurozóny od začiatku pandémie v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

Graf 11

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

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

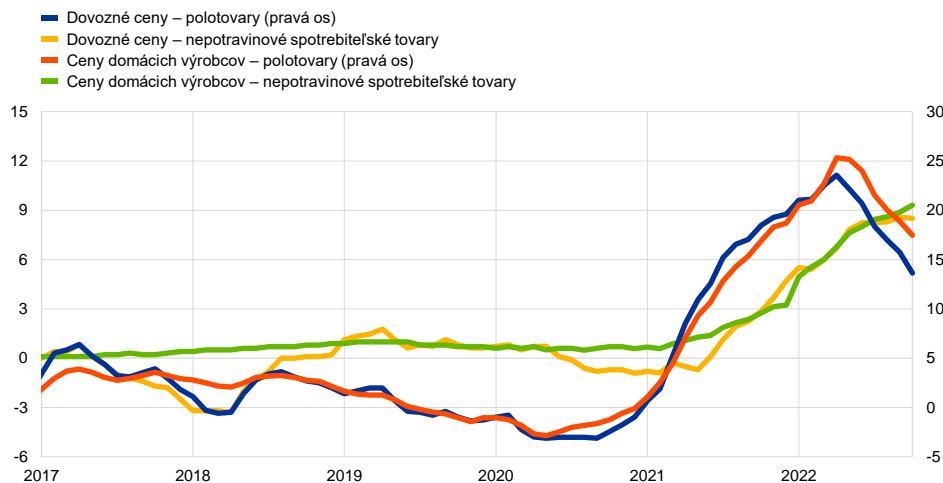
Poznámka: Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2022.

Tlaky v cenovom reťazci pôsobiace na infláciu cien tovarov boli naďalej silné, napriek určitým počiatkovým náznakom zmierňovania (graf 12). Medzimesačný rast inflácie cien neenergetických priemyselných tovarov (NEIG) bol vyšší, než je zvyčajné v novembri, no v menšej miere než v predchádzajúcich mesiacoch, čo by mohlo znamenať, že tlaky na rast cien spôsobené ponukovými obmedzeniami a vysokými nákladmi na energie sa začínajú zmierňovať. Z údajov za október vyplýva, že tlaky v cenovom reťazci boli stále silné, najmä v neskorších fázach cenového reťazca. Ročná miera rastu cien domácich výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov sa naďalej zvyšovala a v októbri dosiahla 9,3 % (8,9 % v septembri). Ročná miera rastu dovozných cien sa v rovnakom období znížila z 15,7 % na 13,6 % a ročná miera rastu cien domácich výrobcov polotovarov z 18,9 % na 17,4 %. Napriek spomaleniu bola inflácia cien polotovarov (dovozných aj domácich) na úrovni viac ako 10,0 %, čo je výrazne nad úrovňou inflácie NEIG. V októbri klesla aj inflácia dovozných cien výrobcov v prípade nepotravinových spotrebiteľských tovarov a predstavovala 8,5 % (8,6 % v predchádzajúcom mesiaci), čo je prvý pokles od marca 2022.

Graf 12

Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z októbra 2022.

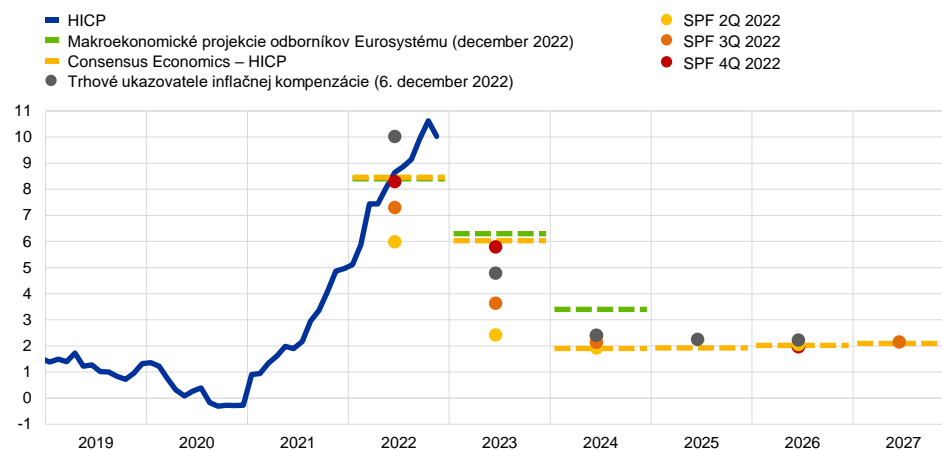
Podľa prieskumov a trhov prognostici naďalej očakávajú, že inflácia čoskoro dosiahne vrchol, pričom dlhodobejšie očakávania zostávajú v blízkosti dvojpercentného cieľa ECB. Je však potrebné pozorne monitorovať ďalšie revízie niektorých ukazovateľov nad úroveň cieľovej hladiny (graf 13).

V najnovšom prieskume Consensus Economics boli inflačné očakávania na rok 2023 upravené nahor o 0,3 percentuálneho bodu na 6,0 %. Dlhodobé inflačné očakávania na rok 2026 uvedené v decembrovom prieskume menových analytikov ECB zostali nezmenené na úrovni 2,0 %, čo je v súlade s októbrovými očakávaniami a poslednými kolami ďalších prieskumov (na rok 2027: podľa ECB Survey of Professional Forecasters na úrovni 2,2 % a podľa októbrového prieskumu Consensus Economics Survey na úrovni 2,1 %). Podľa trhových ukazovateľov inflačnej kompenzácie (na základe HICP bez tabaku) zo 6. decembra inflácia v eurozóne dosiahne v roku 2022 vrchol na úrovni približne 10,0 %, v roku 2023 klesne na 5,0 % a v priebehu roka 2024 sa napokon vráti na úroveň 2,0 %. Dlhodobejšie ukazovatele inflačnej kompenzácie sa zvýšili, hoci len mierne, pričom päťročná forwardová sadzba inflačne indexovaných swapov o päť rokov bola 6. decembra na úrovni 2,34 %. Je však dôležité poznamenať, že trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie nie sú priamym meradlom skutočných inflačných očakávaní účastníkov trhu, keďže zahŕňajú inflačné rizikové prémie na kompenzáciu neistoty spojenej s infláciou. Ukazovatele dlhodobých inflačných očakávaní odvodené z prieskumov, ktoré inflačné rizikové prémie nezahŕňajú, sú naopak relatívne stabilné, čo poukazuje na skutočnosť, že súčasná volatilita dlhodobých trhových ukazovateľov odráža predovšetkým variácie v inflačných rizikových premiách.

Graf 13

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

(ročná percentuálna zmena)



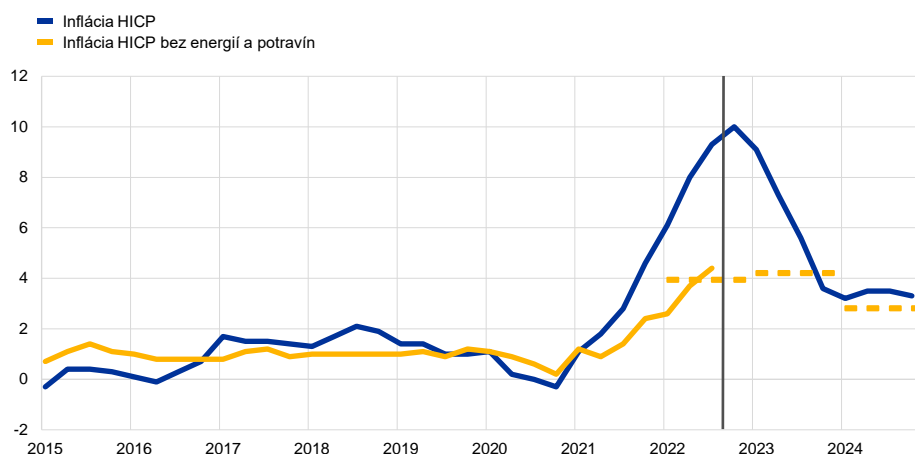
Zdroj: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, [Survey of Professional Forecasters](#) (štvrtý štvrťrok 2022), [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu](#), december 2022 a výpočty ECB.
Poznámka: HICP (harmonised index of consumer prices); harmonizovaný index spotrebiteľských cien. SPF: Survey of Professional Forecasters (prieskum profesionálnych prognostikov). 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 HICP sú z novembra 2022 (rýchly odhad). Dňom uzávierky údajov uvedených v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2022 bol 30. november 2022. Redakčná uzávierka údajov v dlhodobých prognózach Consensus Economics na roky 2024, 2025, 2026 a 2027 bola v októbri 2022; na roky 2022 a 2023 v novembri 2022. Posledné údaje v prípade trhových ukazovateľov inflačnej kompenzácie sú zo 6. decembra 2022. Prieskum SPF za štvrtý štvrťrok 2022 sa uskutočnil v októbri.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2022 má celková inflácia zostať v krátkodobom horizonte na vysokej úrovni a dosiahnuť v priemere 8,4 % v roku 2022, pričom následne má klesnúť na priemerných 6,3 % v roku 2023, 3,4 % v roku 2024 a 2,3 % v roku 2025 (graf 14). Vzhľadom na pokračujúce premietanie cenových tlakov súvisiacich s predchádzajúcim rastom cien komodít, oslabovaním eura, ponukovými obmedzeniami a nedostatkom pracovných síl do spotrebiteľských cien sa očakáva, že celková inflácia zostane na konci roka 2022 a začiatku roka 2023 na veľmi vysokej úrovni. Inflácia však má klesnúť z priemerných 8,4 % v roku 2022 na 6,3 % v roku 2023 – z 10 % v poslednom štvrťroku 2022 na 3,6 % v poslednom štvrťroku 2023. Následne by mala ďalej klesať a dosiahnuť v priemere 3,4 % v roku 2024 a 2,3 % v roku 2025. Očakávaný pokles inflácie je predovšetkým odrazom výrazných tlmiacich základných efektov cien energií počas roka 2023, postupného vplyvu normalizácie menovej politiky a vyhliadok slabšieho hospodárskeho rastu, predpokladaného poklesu cien energií a potravinových komodít v súlade s cenami futures, a predpokladu, že dlhodobjšie inflačné očakávania zostanú ukotvené. Celková inflácia by mala zostať nad cieľovou úrovňou ECB (2,0 %) do polovice roka 2025, zatiaľ čo inflácia HICPX zostane nad úrovňou 2 % počas celého sledovaného obdobia, a to vzhľadom na oneskorené účinky vysokých cien energií na neenergetické zložky inflácie, predošlé oslabovanie eura, stabilné trhy práce a vplyvy kompenzácie inflácie na mzdy, ktorých rast má výrazne presiahnuť historický priemer. V porovnaní s projekciami zo septembra 2022 bola celková inflácia na roky 2022, 2023 a 2024 výrazne upravená nahor (o 0,3 percentuálneho bodu, 0,8 percentuálneho bodu a 1,1 percentuálneho bodu). Príčinou sú nedávne

nečakané údaje, prehodnotenie intenzity a pretrvávania cenových tlakov a ich šírenia, rýchlejší rast miezd a vyššie ceny potravinových komodít, ktoré prevažujú tlmiaci účinok nižších predpokladaných cien ropy, plynu a elektriny, rýchlejšie uvoľňovanie ponukových obmedzení, nedávne zhodnocovanie eura a vyhliadky slabšieho hospodárskeho rastu. V rámci výhľadu inflácie počas sledovaného obdobia zohrávajú dôležitú úlohu aj rozpočtové opatrenia na kompenzáciu vysokých cien energií a inflácie. Odhaduje sa, že v roku 2022 celkovú infláciu HICP stlmili o 1,1 percentuálneho bodu a v roku 2023 by ju mali znížiť o 0,5 percentuálneho bodu. Očakáva sa však, že následné ukončenie týchto opatrení vyvolá výrazný tlak na rast inflácie, a to v rozsahu 0,7 percentuálneho bodu v roku 2024 a 0,4 percentuálneho bodu v roku 2025.⁹

Graf 14 Inflácia HICP a HICPX eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2022](#).

Poznámka: HICP (harmonised index of consumer prices): harmonizovaný index spotrebiteľských cien. HICPX: inflácia HICP bez energií a potravín. Zvislá čiara označuje začiatok projektovaného obdobia. Posledné údaje sú z tretieho štvrťroka 2022 (skutočné údaje) a štvrtého štvrťroka 2024 (projekcie). Redakčná uzávierka údajov uvedených v projekciách bola 30. novembra 2022. Historické údaje o inflácii HICP a inflácii HICPX majú štvrťročnú periodicitu. Pokiaľ ide o údaje prognóz, údaje o inflácii HICP majú štvrťročnú a údaje o inflácii HICPX ročnú periodicitu.

⁹ Ďalšie informácie: [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2022](#).

4 Vývoj na finančných trhoch

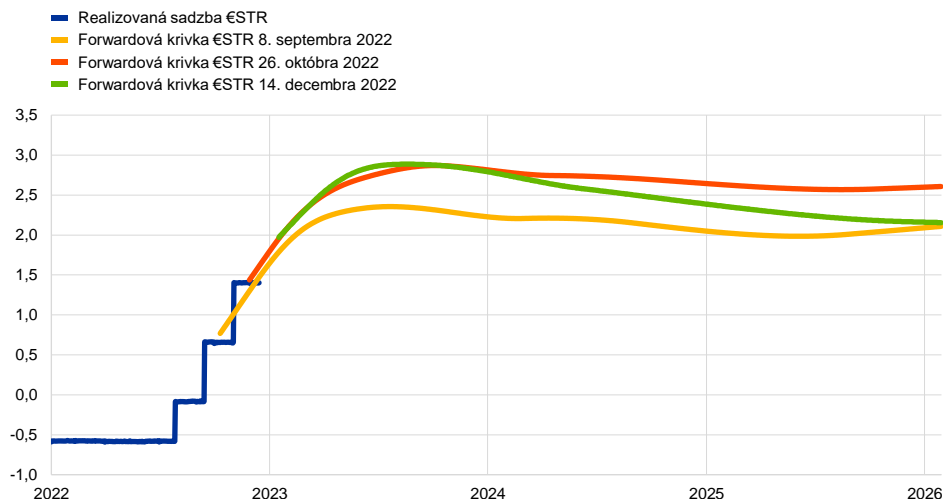
Vývoj na finančných trhoch ovplyvňovali počas sledovaného obdobia (od 8. septembra do 14. decembra 2022) očakávania rýchlejšieho a výraznejšieho sprísňovania menovej politiky v eurozóne. Zatiaľ čo krátkodobé bezrizikové sadzby v eurozóne počas tohto obdobia výrazne narástli, dlhodobé úrokové sadzby sa celkovo zvýšili len mierne, a to i napriek značnej volatilité na trhu. Výnosy štátnych dlhopisov eurozóny zhruba kopírovali vývoj dlhodobých bezrizikových sadzieb, pričom spready štátnych dlhopisov jednotlivých krajín sa zblížovali. Napriek vyšším bezrizikovým úrokovým sadzbám, a v kontraste s vývojom v Spojených štátoch, spready európskych podnikových dlhopisov poklesli a ceny akcií vzrástli, pričom mimoriadne silný rast zaznamenali najmä akcie bánk v eurozóne. Na devízových trhoch sa euro vážené zahraničným obchodom vo všeobecnosti zhodnotilo.

Krátkodobé bezrizikové sadzby v eurozóne sa počas sledovaného obdobia zvýšili, keďže trhy očakávali rýchlejšie a výraznejšie sprísňovanie menovej politiky. Forwardová krivka sadzby €STR sa následne na svojom veľmi krátkom konci stabilizovala a pri dlhších splatnostiach sa stala výrazne invertovanou. Referenčná krátkodobá eurová sadzba (€STR) úzko kopírovala zmeny sadzby jednodňových sterilizačných operácií, ktorú Rada guvernérov zvýšila najskôr na svojom septembrovom menovopolitickom zasadnutí z 0,00 % na 0,75 % a následne na októbrovom zasadnutí o ďalších 75 bázických bodov na 1,50 %. Kým v prvých dňoch septembra, teda na začiatku sledovaného obdobia, dosahovala sadzba €STR v priemere približne –8,5 bázického bodu, od začiatku novembra to bolo približne 140 bázických bodov. Forwardová krivka jednodňových indexových swapov (overnight index swap – OIS) založená na sadzbe €STR sa po oboch zvýšeníach úrokových sadzieb na svojom krátkom konci výrazne zvýšila. V závere sledovaného obdobia zahŕňala ďalší rast sadzieb v roku 2023 približne o 80 bázických bodov, pričom na začiatku tretieho štvrťroka 2023 by sadzba mala vrcholiť približne na úrovni 2,8 %. Zároveň však na konci sledovaného obdobia poukazovala na výrazne opačný vývoj v dlhšom ako veľmi krátkom horizonte, keď zahŕňala približne tri zníženia úrokových sadzieb v rokoch 2024 a 2025.

Graf 15

Forwardové sadzby €STR

(v % p. a.)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.

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

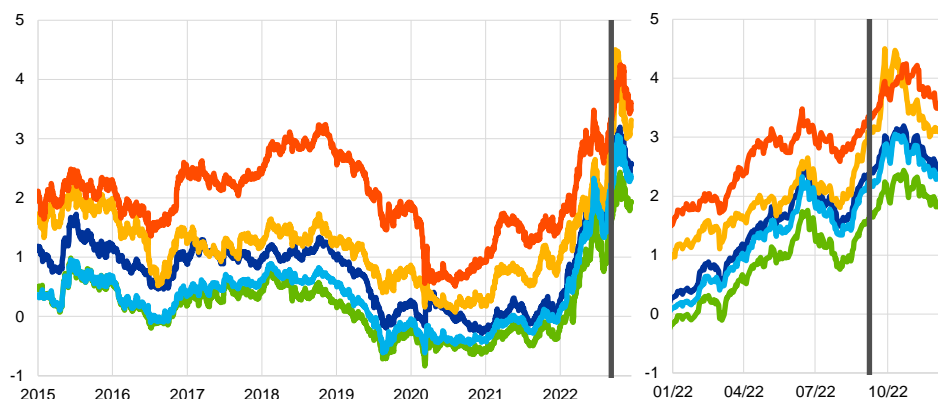
Dlhodobé výnosy sa v sledovanom období spočiatku zvýšili, keď trhy prehodnotili svoje očakávania vývoja menovej politiky, neskôr sa však podobne ako v Spojených štátoch opäť priblížili k septembrovým úrovniam (graf 16). Dlhodobé bezrizikové úrokové sadzby zostali počas sledovaného obdobia volatilné a veľmi citlivo reagovali na makroekonomické správy. V dôsledku nad očakávania vysokej inflácie spočiatku pokračovali v raste, následne sa však vrátili na úrovne zaznamenané začiatkom septembra. Desaťročná bezriziková sadzba eurozóny meraná sadzbou OIS sa, napríklad, dočasne zvýšila asi o 80 bázických bodov približne na 3 %. Na konci sledovaného obdobia však klesla späť na úroveň 2,3 %, keďže účastníci trhu sa pohrávali s myšlienkou, že tempo zvyšovania úrokových sadzieb v Spojených štátoch a v eurozóne by sa mohlo spomaliť a vývoj menovej politiky by sa mohol obrátiť skôr, ako sa očakávalo, čo viedlo ku globálnemu poklesu výnosov. Celkovo sa globálne výnosy štátnych dlhopisov ku koncu tohto obdobia napriek značnej volatilitate mierne zvýšili, pričom výnosy desaťročných dlhopisov Spojených štátov, Spojeného kráľovstva a Nemecka vzrástli o 16, 15 a 22 bázických bodov na 3,48 %, 3,31 % a 1,94 %.

Graf 16

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

(v % p. a.)

- Priemer eurozóny vážený HDP
- Spojené kráľovstvo
- Spojené štáty
- Nemecko
- Desaťročná sadzba OIS eurozóny



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (8. septembra 2022). Posledné údaje sú zo 14. decembra 2022.

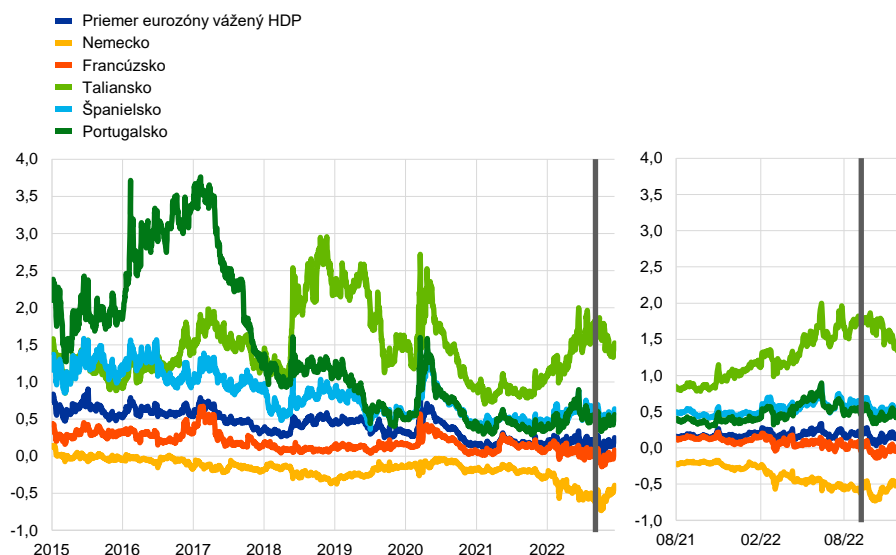
Výnosy štátnych dlhopisov eurozóny v sledovanom období zhruba kopírovali vývoj bezrizikových sadzieb, pričom spready štátnych dlhopisov jednotlivých krajín sa zblížovali (graf 17).

Zatiaľ čo dlhodobé bezrizikové sadzby počas sledovaného obdobia výrazne kolísali, spread výnosov desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážených HDP voči sadzbe OIS zostal celkovo pomerne stabilný, keď sa do konca sledovaného obdobia zvýšil o 7 bázických bodov v porovnaní so začiatkom septembra. Vývoj v jednotlivých krajinách však bol vzhľadom na znižovanie spreadov ich štátnych dlhopisov rôznorodý. Napríklad spready talianskych a gréckych desaťročných štátnych dlhopisov sa znížili o 18 a 22 bázických bodov, zatiaľ čo spread desaťročných nemeckých štátnych dlhopisov vykázal o 14 bázických bodov menej záporné hodnoty.

Graf 17

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

(v p. b.)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (8. septembra 2022). Posledné údaje sú zo 14. decembra 2022.

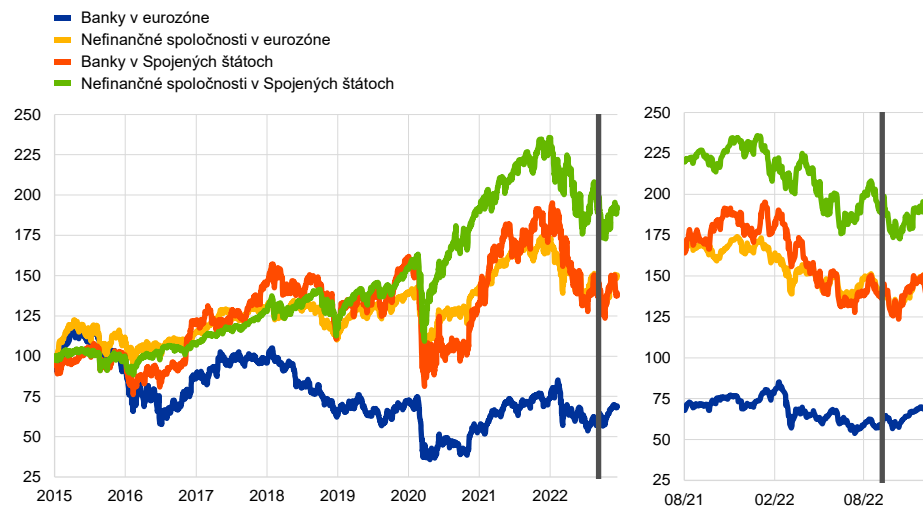
V dôsledku priaznivejšieho rizikového sentimentu sa spready podnikových dlhopisov počas sledovaného obdobia znížili, najvýraznejšie v segmente dlhopisov s vysokým výnosom. Napriek vyšším krátkodobým úrokovým sadzbám a nepriaznivým ekonomickým faktorom sa spready podnikových dlhopisov v sledovanom období znížili, a to v dôsledku priaznivejšieho rizikového sentimentu, keďže obmedzenia na strane ponuky sa ďalej postupne zmierňujú a indexy nákupných manažérov (PMI) vykazujú určitú odolnosť (viac v častiach 1 a 2). Najzreteľnejšie sa to prejavilo v prípade spreadov podnikových dlhopisov s vysokým výnosom, ktoré klesli o 35 bázických bodov, zatiaľ čo spready podnikových dlhopisov investičného stupňa sa znížili o 19 bázických bodov.

Európske akciové trhy sa zotavili, pričom najvýraznejší rast zaznamenali banky v eurozóne. Napriek určitému nepriaznivému vplyvu vyšších bezrizikových sadzieb sa akciové trhy zotavili, pričom európske akcie prekonali vývoj titulov ostatných globálnych partnerov vrátane Spojených štátov. Ceny akcií nefinančných spoločností v eurozóne vzrástli celkovo o 7,7 %, zatiaľ čo v Spojených štátoch zaznamenali pokles o 0,8 %. Tento rozdiel bol ešte výraznejší v prípade bankového sektora, keď ceny akcií bánk v eurozóne zaznamenali nárast až o 14,2 %, v porovnaní so Spojenými štátmi, kde sa znížili o 4,0 %. Toto oživenie odrážalo neočakávané pozitívne správy o ziskovosti bánk v eurozóne v treťom štvrtroku a očakávaná vyšších ziskov v najbližšom období, pričom realizované aj očakávané zvýšenia kľúčových úrokových sadzieb ECB sa vnímajú ako faktor podporujúci rast úrokových marží bánk, a tým aj ich zisku.

Graf 18

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2015 = 100)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (8. septembra 2022). Posledné údaje sú zo 14. decembra 2022.

Euro vážené zahraničným obchodom sa na devízových trhoch vo všeobecnosti posilnilo (graf 19).

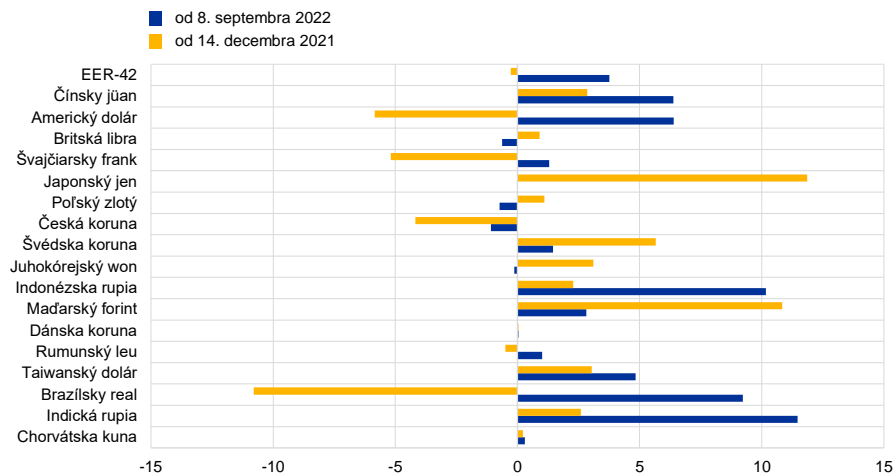
Nominálny efektívny výmenný kurz eura

meraný voči menám 42 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa počas sledovaného obdobia posilnil o 3,8 %. Pokiaľ ide o vývoj bilaterálnych výmenných kurzov, euro sa výrazne posilnilo voči americkému doláru (o 6,4 %), a to v dôsledku špekulácií, že tempo zvyšovania úrokových sadzieb v Spojených štátoch by sa mohlo spomaliť a vývoj menovej politiky by sa mohol obrátiť skôr, ako sa očakávalo. Posilnilo sa tiež voči menám väčšiny ostatných hlavných vyspelých ekonomík vrátane švajčiarskeho franku (o 1,3 %), zatiaľ čo voči japonskému jenu zostalo v podstate nezmenené. Euro sa zhodnotilo aj voči menám väčšiny hlavných rozvíjajúcich sa trhových ekonomík, a to najmä voči čínskemu jüanu (o 6,4 %). V porovnaní s niektorými európskymi menami sa euro mierne oslabilo, konkrétne voči britskej libře (o 0,6 %), českej korune (o 1,1 %) a poľskému zlotému (o 0,7 %), kým voči maďarskému forintu sa euro ďalej posilňovalo (o 2,8 %).

Graf 19

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálna zmena)



Zdroj: ECB.

Poznámka: EER-42 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 42 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny. Kladná (záporná) zmena znamená posilnenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané použitím výmenných kurzov zo 14. decembra 2022.

5 Podmienky financovania a úvery

Úrokové sadzby bankových úverov ďalej rástli, odrážajúc vyššie náklady na financovanie bánk spôsobené pokračujúcou normalizáciou menovej politiky. Bankové úvery podnikom zostali aj v októbri vysoké, zatiaľ čo poskytovanie úverov domácnostiam sa ďalej spomaľovalo. V období od 8. septembra do 14. decembra sa výrazne znížili náklady podnikov na financovanie prostredníctvom akcií, zatiaľ čo ich náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu mierne vzrástli. Výsledky prieskumu o prístupe podnikov k financovaniu (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE) z októbra 2022 naznačujú plošné sprísňovanie podmienok financovania podnikov. Pokiaľ ide o dostupnosť väčšiny zdrojov vonkajšieho financovania, podniky boli viac-menej pesimistické. Rast peňažnej zásoby začal v októbri opäť spomaľovať, a to v dôsledku vývoja v oblasti úverov podnikom a domácnostiam.

Náklady bánk eurozóny na financovanie sú vyššie, čo je odrazom zmien bezrizikových a trhových sadzieb vyvolaných pokračujúcou normalizáciou menovej politiky. Zložené náklady bánk eurozóny na dlhové financovanie pokračovali v raste aj v októbri, keď dosiahli najvyššiu úroveň od roku 2014 (graf 20, časť a). V prostredí sprísňujúcich sa podmienok financovania zo strany centrálnych bánk a pokračujúcej normalizácie menovej politiky sa celkové náklady bánk na financovanie v sledovanom období spočiatku zvýšili, neskôr však opäť mierne klesli v dôsledku novembrovej korekcie výnosov bankových dlhopisov smerom nadol (graf 20, časť b). Nedávne viacnásobné zvýšenie úrokových sadzieb ECB sa premieta aj do úročenia vkladov. Prenos aktuálnych menovopolitických opatrení do vkladov bol, podobne ako v minulosti, pozvoľnejší v porovnaní s okamžitou reakciou výnosov bankových dlhopisov. V októbri sa sadzba jednodňových sterilizačných operácií zvýšila na 0,35 %, čo bolo 22 bazických bodov nad úroveň zaznamenanou pred prvým zvýšením v júli a 28 bazických bodov nad úroveň zo začiatku roka 2022. Tieto stále mierne zvýšenia odrážajú postupné približovanie spreadov úrokových sadzieb z vkladov a úrokových sadzieb menovej politiky smerom k úrovniam zaznamenaným v minulosti, ktoré sú typické pre obdobia kladných úrokových sadzieb. K normalizácii nákladov na financovanie bánk prispieva aj nedávna recalibrácia tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III).¹⁰ V nadväznosti na túto recalibráciu banky v novembri a decembri urýchlili dobrovoľné splácanie v rámci TLTRO III, čím znížili nadbytočnú likviditu v bankovom sektore. Hoci z hľadiska stability súvah sú banky v eurozóne vo všeobecnosti dostatočne kapitalizované a prekračujú regulačné požiadavky i kapitálové ciele, riziká vyplývajúce zo zhoršujúceho sa hospodárskeho prostredia môžu znížiť kvalitu aktív a zvýšiť kreditné riziko.

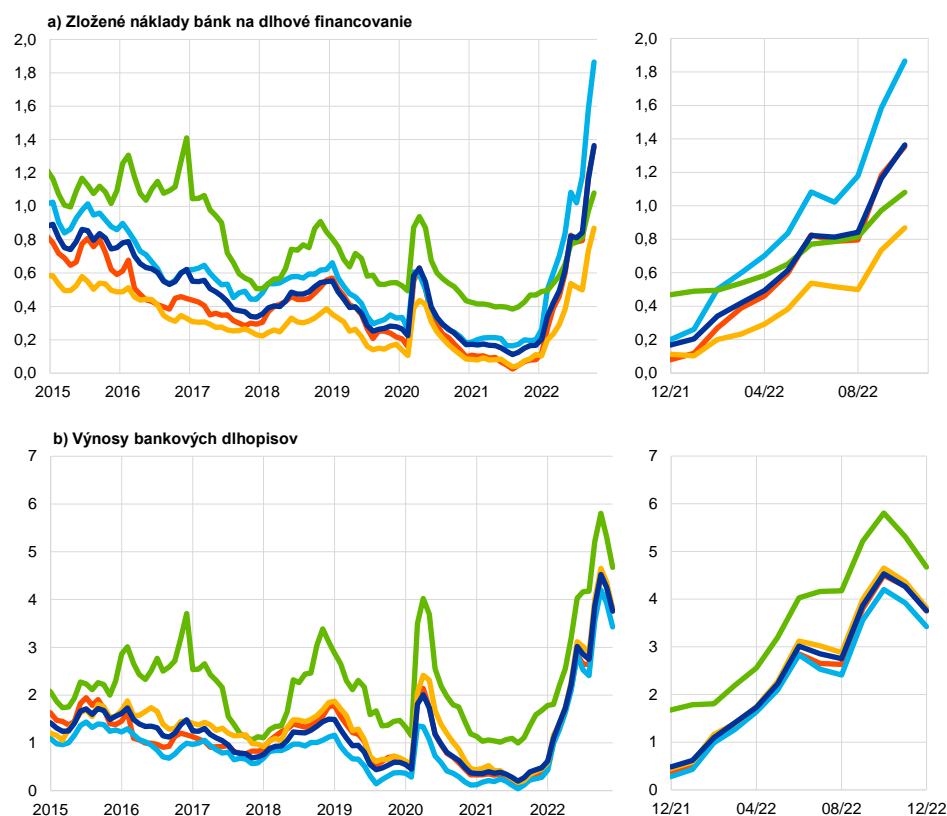
¹⁰ Tlačová správa ECB z 27. októbra 2022: [ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term.](#)

Graf 20

Zložené úrokové sadzby bankového financovania vo vybraných krajinách eurozóny

(v % za rok)

■ Eurozóna
■ Nemecko
■ Francúzsko
■ Taliansko
■ Španielsko



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

Poznámka: Zložené úrokové sadzby bankového financovania predstavujú vážené priemery zložených nákladov na vklady a financovanie dlhu na nezabezpečenom trhu. Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených jednodňovými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi splatnými na požiadanie, ktoré sú vážené príslušnými nesplatenými sumami. Výnosy bankových dlhopisov sú mesačné priemery dlhopisov prioritnej tranže. Posledné údaje v prípade zložených sadzieb bankového financovania sú z októbra 2022 a v prípade výnosov bankových dlhopisov zo 14. decembra 2022.

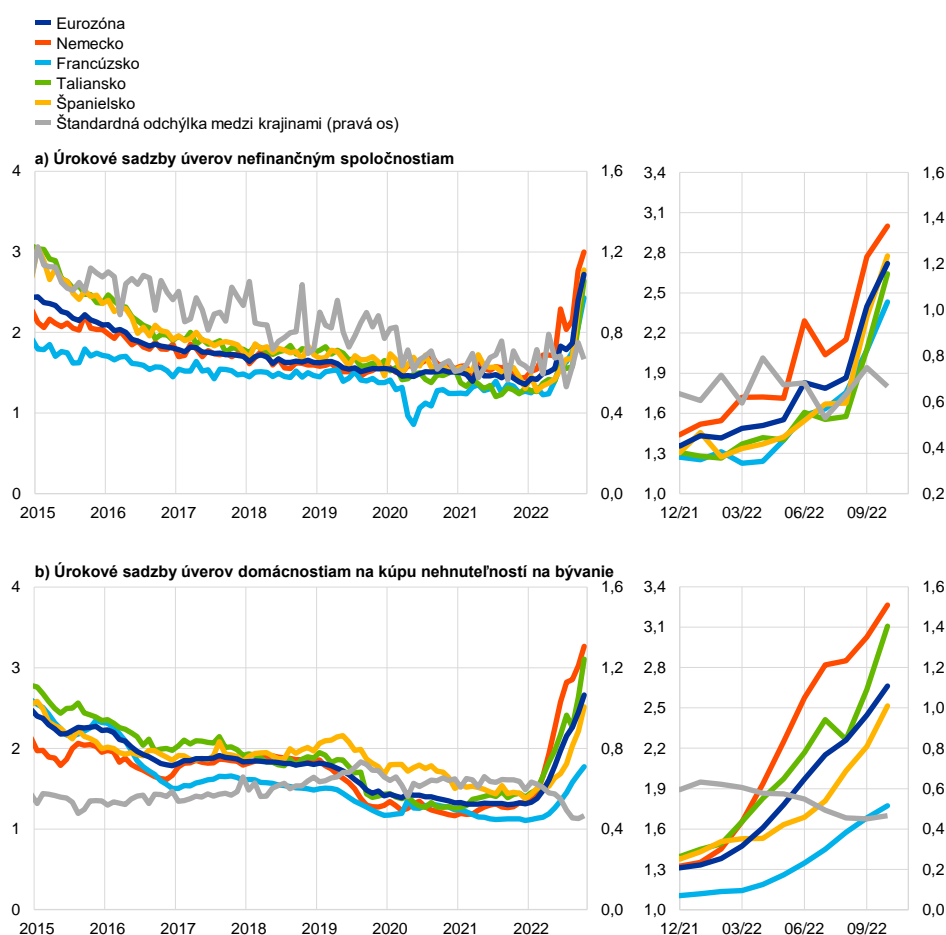
Sadzby bankových úverov podnikom a domácnostiam ďalej rástli v dôsledku normalizácie menovej politiky. Rast nákladov na financovanie bánk od februára 2022 spôsobil vo všetkých krajinách eurozóny zvýšenie úrokových sadzieb úverov, ktoré dosiahli úroveň naposledy zaznamenanú v roku 2015 (graf 21), pričom sa zároveň sprísňovali aj úverové štandardy. Toto zvýšenie úrokových sadzieb zodpovedá predchádzajúcim cyklom sprísňovania menovej politiky. Úrokové sadzby bankových úverov nefinančným spoločnostiam sa v októbri zvýšili na 2,72 %. Mesačný nárast sadzieb podnikových úverov o 32 bázických bodov spôsobil ich kumulované zvýšenie od konca roka 2021 o 136 bázických bodov. Úrokové sadzby bankových úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie sa v októbri zvýšili o ďalších 21 bázických bodov na 2,66 %, čo v porovnaní s koncom roka 2021 predstavuje nárast o 135 bázických bodov. Zaznamenané nárasty úrokových sadzieb úverov boli podstatne vyššie ako v prípade úrokových sadzieb z vkladov, čo je tiež charakteristické pre cyklus sprísňovania. Výraznejšie preceňovanie

bankových úverov v porovnaní s vkladmi podporuje čisté úrokové výnosy bánk prostredníctvom vyšších marží z úverov a vkladov pri nových obchodoch. Spread medzi úrokovými sadzbami veľmi malých bankových úverov a veľkých bankových úverov sa mierne zväčšil a pohyboval sa v blízkosti priemernej úrovne za posledné dva roky, hoci stále bol oveľa nižší ako spread zaznamenaný pred finančnou krízou. Rozptyl úrokových sadzieb úverov podnikom a domácnostiam v jednotlivých krajinách zostal zároveň obmedzený, čo naznačuje, že transmisia sprísňovania menovej politiky ECB funguje plynulo (graf 21, obe časti).

Graf 21

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

(ročná percentuálna zmena; štandardná odchýlka)



Zdroj: ECB.

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

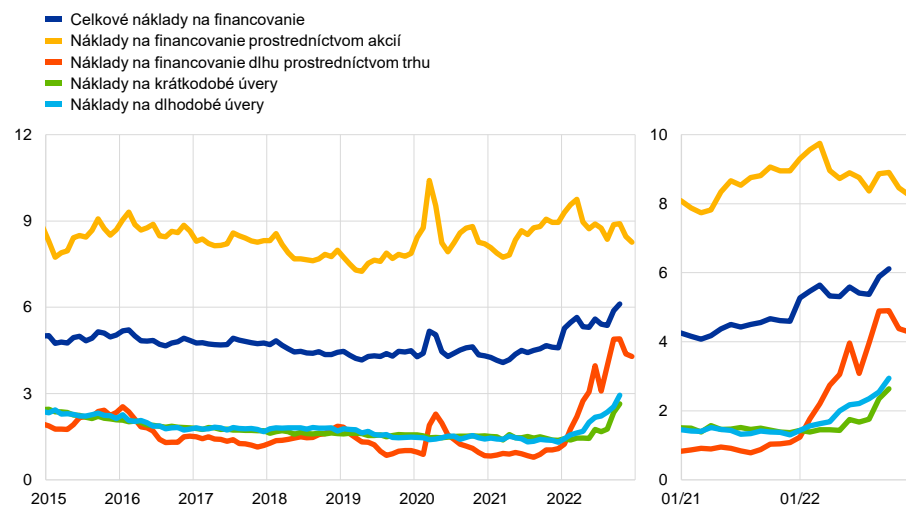
V období od 8. septembra do 14. decembra 2022 sa nefinančným spoločnostiam výrazne znížili náklady na financovanie prostredníctvom akcií, zatiaľ čo ich náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu sa mierne zvýšili. Vzhľadom na neskoršiu dostupnosť údajov týkajúcich sa nákladov na bankové úvery možno celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností, ktoré zahŕňajú náklady na bankové úvery, náklady na financovanie dlhu

prostredníctvom trhu a náklady na financovanie prostredníctvom akcií, vypočítať len do októbra 2022, keď dosiahli 6,1 %, teda približne o 20 bázických bodov viac ako v predchádzajúcom mesiaci (graf 22). Bolo to spôsobené zvýšením nákladov na krátkodobé aj dlhodobé financovanie dlhu prostredníctvom bankových úverov, ako aj nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu. Náklady na financovanie prostredníctvom akcií sa v októbri v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom výrazne nezmenili, keďže vplyv vyšších bezrizikových sadzieb na náklady na tento druh financovania bol vykompenzovaný poklesom rizikovej prémie akcií. K rastu nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu prispeli vyššie bezrizikové sadzby a širšie spready podnikových dlhopisov. Celkové náklady na financovanie dosiahli v októbri 2022 historicky najvyššiu úroveň za niekoľko rokov, ktorá bola naposledy zaznamenaná na konci roka 2010. Od 8. septembra do konca sledovaného obdobia došlo k nepatrnému poklesu nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu v dôsledku užších spreadov tak podnikových dlhopisov investičného stupňa, ako aj podnikových dlhopisov s vysokým výnosom, čo viac než dostatočne vykompenzovalo mierne zvýšenie bezrizikových sadzieb. Náklady na financovanie prostredníctvom akcií sa prudko znížili v dôsledku značného poklesu rizikovej prémie akcií, ktorý bol výraznejší ako okrajový vplyv mierne vyšších bezrizikových sadzieb.

Graf 22

Nominálne náklady na vonkajšie financovanie nefinančných spoločností eurozóny podľa zložiek

(v % za rok)



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

Poznámka: Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností sa vypočítavajú ako vážený priemer nákladov na bankové úvery, nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a nákladov na financovanie prostredníctvom akcií, na základe príslušných nesplatených objemov. Posledné údaje v prípade nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu (mesačný priemer denných údajov) sú zo 14. decembra 2022, v prípade nákladov na financovanie prostredníctvom akcií (týždenné údaje) z 9. decembra 2022 a v prípade celkových nákladov na financovanie a nákladov na bankové úvery (mesačné údaje) z októbra 2022.

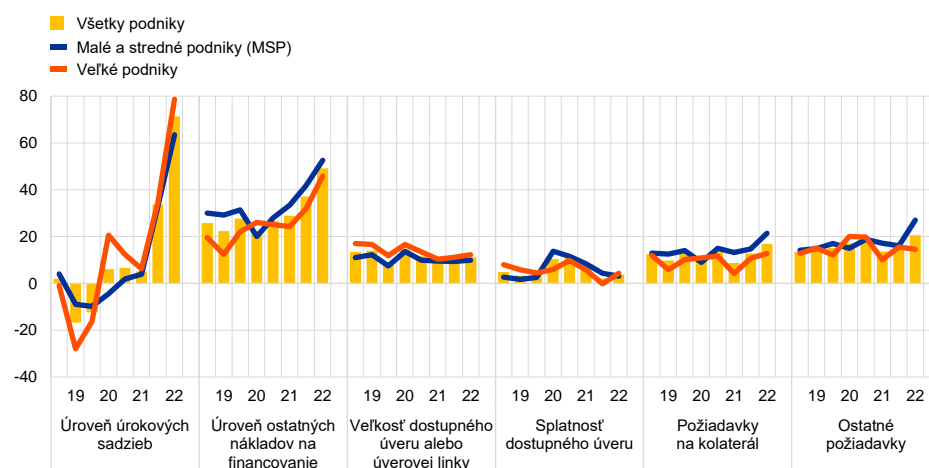
V prieskume o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE) z októbra 2022 podniky všetkých veľkostí a vo všetkých krajinách signalizovali sprísňovanie podmienok financovania. Čistý percentuálny podiel podnikov vykazujúcich vyššie bankové úrokové sadzby vyskočil na 71 % (z 34 % v predchádzajúcom kole), pričom podobný výsledok ešte nebol od začiatku prieskumu v roku 2009 zaznamenaný

(graf 23). Zároveň sa zvýšil aj čistý percentuálny podiel podnikov (z 37 % na 49 %), ktoré signalizovali nárast ostatných nákladov na financovanie ako poplatky a provízie. Zdá sa, že podobný rast bankových úrokových sadzieb a ostatných nákladov vykazujú tak malé a stredné podniky (MSP), ako aj veľké podniky. Prieskum tiež poukázal na prísnejšie požiadavky na kolaterál a väčšie zastúpenie podnikov signalizujúcich dlhšie splatnosti a vyššie objemy úverov. Počet podnikov poukazujúcich na prekážky pri získavaní bankového úveru bol zároveň nízky (7 %, podobne ako v predchádzajúcom kole prieskumu), k čomu prispela najmä nezmenená ochota bánk poskytovať úvery.

Graf 23

Zmeny podmienok bankového financovania podnikov eurozóny

(čistý percentuálny podiel respondentov)



Zdroj: Prieskum ECB o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE).

Poznámka: Údaje sa týkajú podnikov, ktoré požiadali o bankový úver (vrátane dotovaných bankových úverov), úverovú linku alebo prečerpanie na bankovom účte alebo kreditnej karte. Čisté percentuálne podiely predstavujú rozdiel medzi percentuálnym podielom podnikov vykazujúcich zvýšenie daného faktora a percentuálnym podielom podnikov, ktoré vykázali jeho pokles. Údaje sa vzťahujú na 20. – 27. kolo prieskumu (október 2018 – marec 2019 až apríl 2022 – september 2022).

Podniky vykázali zväčšovanie medzier vo financovaní a boli pesimistickejšie, pokiaľ ide o dostupnosť väčšiny zdrojov vonkajšieho financovania. Medzera vo vonkajšom financovaní – rozdiel medzi zmenou dopytu po vonkajšom financovaní a zmenou jeho ponuky – dosiahla v eurozóne 9 % (v porovnaní s 1 % v predchádzajúcom kole). Bolo to spôsobené zvýšenou potrebou vonkajšieho financovania podnikov, najmä s cieľom vyrovnáť sa s vyššími výrobnými nákladmi, v kombinácii s mierne nižšou vykázanou skutočnou dostupnosťou financovania. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, pomerne vysoký percentuálny podiel podnikov signalizoval zhoršenie očakávanej dostupnosti bankových úverov (31 %) a úverových liniek (25 %) v období od októbra 2022 do marca 2023. Z historického hľadiska dynamika týchto ukazovateľov súvisí so súčasnou a budúcou podnikateľskou aktivitou, pričom čoraz väčšie medzery vo financovaní a nižšia očakávaná dostupnosť financovania môžu mať nepriaznivý vplyv na rast HDP eurozóny.¹¹

Bankové úvery podnikom zostali aj v októbri vysoké, zatiaľ čo poskytovanie úverov domácnostiam sa opäť spomalilo. Ročná miera rastu úverov nefinančným

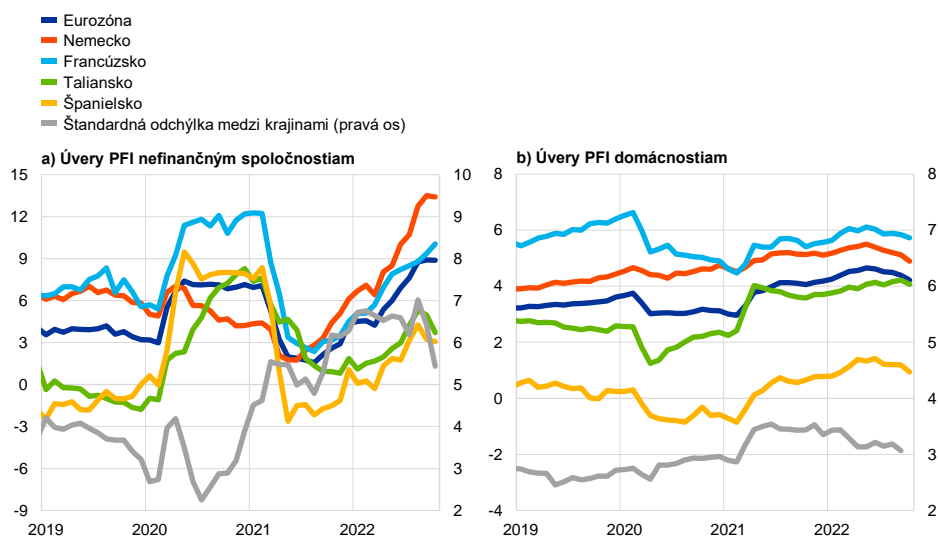
¹¹ Box s názvom Prístup podnikov k financovaniu a hospodársky cyklus: zistenia z prieskumu SAFE v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

spoločnostiam bola v októbri na nezmenenej úrovni 8,9 %, pričom v porovnaní s predchádzajúcimi mesiacmi sa zaznamenal nižší prílev (graf 24, časť a). Výrazné tempo rastu podnikových úverov naďalej odráža veľký dopyt po bankových úveroch. Podniky tieto úvery využívajú na financovanie vyšších výrobných a investičných nákladov a nahrádzajú nimi dlhopisy, pretože náklady na financovanie prostredníctvom trhu prevyšujú náklady na financovanie prostredníctvom bankových úverov. Čo sa týka štruktúry splatností, k rastu podnikových úverov v októbri najviac prispeli toky dlhodobějších úverov, a to v dôsledku výraznej potreby investičných úverov v nominálnom vyjadrení z dôvodu inflácie a nahrádzania dlhových cenných papierov. Prudký pokles príspevku tokov krátkodobých úverov v októbri by mohol súvisieť s obratom, pokiaľ ide o akumuláciu zásob podnikov, pričom zodpovedá signálom ukazovateľov z prieskumov týkajúcich sa zmeny stavu zásob, ktoré majú výhľadový charakter. Ročná miera rastu úverov domácnostiam sa v októbri spomalila na 4,2 % zo septembrových 4,4 % (graf 24, časť b). Tento vývoj možno vysvetliť spomalením poskytovania úverov na bývanie v dôsledku kombinácie dopytových a ponukových faktorov – banky sprísňovali úverové štandardy a dopyt klesal pre zhoršujúci sa hospodársky výhľad, vyššie úrokové sadzby hypotekárnych úverov a zhoršujúce sa vyhliadky na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie. Informácie z [prieskumu úverovej aktivity bánk v eurozóne](#), na základe ktorého možno v predstihu predpovedať budúci rast úverov podnikom a domácnostiam, naznačujú, že dynamika úverov by sa mala v nasledujúcich štvrtrokoch oslabiť.¹² Toto hodnotenie je v súlade s očakávaným oslabovaním hospodárskeho rastu eurozóny a normalizáciou menovej politiky.

Graf 24

Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena; štandardná odchýlka)



Zdroj: ECB.

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

¹² Box s názvom Aké informácie poskytuje prieskum úverovej aktivity bánk v eurozóne o budúcom vývoji úverov? v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

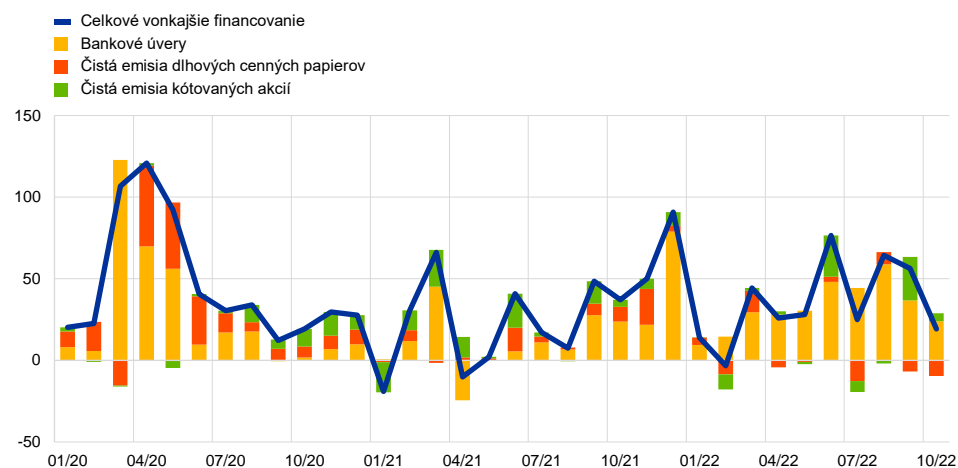
Celkový objem vonkajšieho financovania podnikov, ovplyvnený vývojom objemu bankových úverov, sa znížil.

Ročná miera rastu vonkajšieho financovania klesla z 3,6 % v septembri na 3,4 % v októbri, čo bolo odrazom vyšších úrokových sadzieb úverov a prísnejších úverových štandardov v prostredí výrazného nominálneho rastu investícií a pokračujúcej potreby prevádzkového kapitálu podnikov. Od začiatku roka 2022 sú toky vonkajšieho financovania výrazne podporované vyššími objemami bankových úverov podnikom, zatiaľ čo čistá emisia dlhových cenných papierov a kótovaných akcií bola celkovo slabšia (graf 25). Zvýšené čerpanie bankových úverov podnikmi a nižšia emisia dlhových nástrojov odrážajú nárast relatívnych nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu. Pod dočasné zvýšenie emisie kótovaných akcií v septembri sa podpísalo výnimočne veľké upísanie akcií jedného podniku.

Graf 25

Čisté toky vonkajšieho financovania nefinančných spoločností v eurozóne

(mesačné toky; v mld. EUR)



Zdroj: ECB, Eurostat, Dealogic a výpočty ECB.

Poznámka: Čisté vonkajšie financovanie je súčtom úverov z bánk (úvery PFI), čistej emisie dlhových cenných papierov a čistej emisie kótovaných akcií. Úvery PFI sú očistené od predaja úverov, sekuritizácie a účelovo vytváraných spoločných účtov (cash pooling). Posledné údaje sú z októbra 2022.

V súvislosti s normalizáciou menovej politiky pokračoval v októbri presun prostriedkov z jednodňových vkladov do termínovaných vkladov.

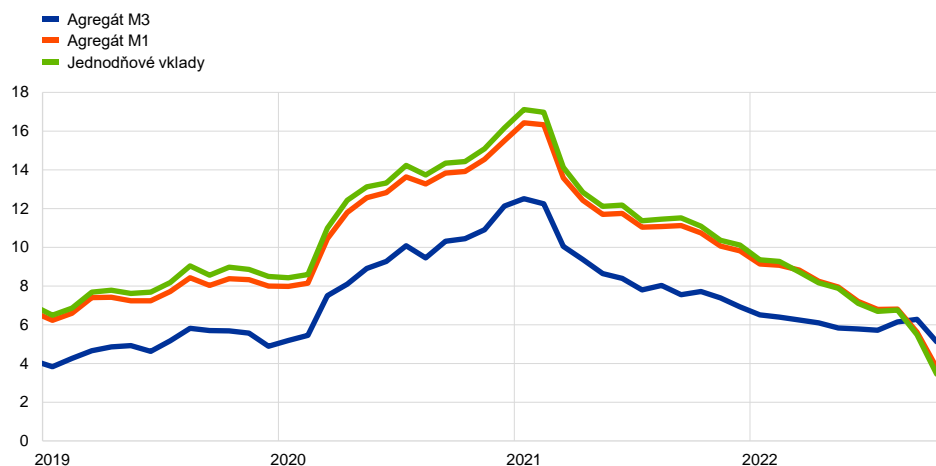
Ročná miera rastu jednodňových vkladov zaznamenala ďalší výrazný pokles zo septembrových 5,5 % na 3,4 % v októbri (graf 26). Tento pokles možno vysvetliť rozsiahlym nahrádzaním jednodňových vkladov termínovanými vkladmi. Presuny v rámci portfólií boli vyvolané postupným rastom úročenia termínovaných vkladov v porovnaní s jednodňovými vkladmi, v súlade s historickým vývojom typickým pre cykly sprísňovania menovej politiky. Výrazný záujem o termínované vklady bol zaznamenaný najmä v prípade podnikov a ostatných finančných inštitúcií; tie presúvajú prostriedky od leta 2022, keď termínované vklady začali ponúkať relatívne vyššie úročenie. Hoci domácnosti v minulosti uprednostňovali jednodňové vklady, čo odrážalo preventívne motívy a malý spread medzi úročením termínovaných vkladov a jednodňových vkladov, so zväčšujúcim sa spreadom v poslednom čase prejavujú väčší záujem o termínované vklady, aj keď portfóliové presuny nie sú také výrazné

ako v prípade ostatných dvoch sektorov. Rast držby vkladov podnikov a domácností je zároveň v jednotlivých krajinách odlišný.

Graf 26

Agregáty M3 a M1 a jednodňové vklady

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z októbra 2022.

Rast peňažnej zásoby začal v októbri opäť spomaľovať, a to v dôsledku vývoja v oblasti úverov podnikom a domácnostiam.

Ročná miera rastu agregátu M3 sa spomalila zo 6,3 % v septembri na 5,1 % v októbri (graf 26). Tento výrazný pokles súvisí so zmenou jednorazového technického faktora a s vývojom úverov podnikom a domácnostiam.¹³ Pokiaľ ide o jednotlivé zložky, presun z jednodňových vkladov v októbri viedol k výraznému poklesu úzkeho agregátu M1, čím sa znížil jeho príspevok k ročnému rastu agregátu M3. Zároveň, príspevok termínovaných vkladov zahrnutých do širokého menového agregátu M3 k rastu tohto agregátu bol v porovnaní s predchádzajúcimi mesiacmi väčší. Čo sa týka protipoložiek, najväčší príspevok k ročnému rastu agregátu M3 naďalej vykazovali úvery súkromnému sektoru. Príspevok nákupov štátnych cenných papierov Eurosystemom v rámci programu nákupu aktív a núdzového pandemického programu nákupu aktív sa od júla 2022 ďalej znižoval vzhľadom na ukončenie čistých nákupov aktív. Rast širokej peňažnej zásoby stále tlmili čisté ročné odlevy peňažnej masy do zvyšku sveta, a to predovšetkým v dôsledku záporného vplyvu vysokých cien energií na obchodnú bilanciu eurozóny.

¹³ V údajoch o agregáte M3 za september 2022 je v rámci sektora „nepeňažných finančných spoločností okrem poisťovní a penzijných fondov“ zahrnutá veľká dočasná pozícia Eurosystemu voči jednému zúčtovaciemu centru. Všetky agregáty, do ktorých tieto vklady patria, boli preto v septembri nadhodnotené týmto jednorazovým technickým faktorom.

6 Fiškálny vývoj

Saldo rozpočtu verejnej správy eurozóny v roku 2022 pokračovalo v zlepšovaní z vysokých deficitov zaznamenaných počas pandémie, čo sa odzrkadlilo aj v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu z decembra 2022. Očakáva sa však, že v roku 2023 sa saldo rozpočtu mierne zhorší, no v roku 2024 by sa malo opäť zlepšiť. K dočasnému zhoršeniu do značnej miery prispeli významné diskrečné podporné opatrenia vlád zamerané na potlačenie vplyvu rastúcich cien energií a zvýšených životných nákladov domácností. V predchádzajúcich projekciách sa očakávalo, že tieto opatrenia sa budú prevažne týkať iba roku 2022, čo viedlo k nepretržitému zlepšovaniu výhľadu vývoja deficitu. Odvtedy však vlády zahmuli do svojich rozpočtov alebo oznámili pokračovanie podporných opatrení v roku 2023 v podobnom rozsahu ako v roku 2022, teda približne na úrovni 2 % HDP. Fiškálne projekcie sú aj naďalej spojené s vysokou mierou neistoty, ktorá súvisí najmä s vojnou na Ukrajine a vývojom na trhoch s energiami, čo by mohlo vlády viesť k prijatiu dodatočných fiškálnych podporných opatrení. Pokiaľ ide o fiškálnu politiku, podporné opatrenia zamerané na ochranu hospodárstva pred vplyvom vysokých cien energií by mali byť dočasné, cielené a mali by motivovať k nižšej spotrebe energie. Fiškálne opatrenia, ktoré tieto zásady nespĺnia, môžu zhoršiť inflačné tlaky, čo by si vyžiadalo dôraznejšiu reakciu menovej politiky. V súlade s rámcom správy hospodárskych záležitostí EÚ by fiškálne politiky zároveň mali byť orientované na zvyšovanie produktivity nášho hospodárstva a na postupné znižovanie vysokého verejného dlhu. Reforma rámca správy hospodárskych záležitostí EÚ by sa mala urýchlene dokončiť.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2022 sa saldo rozpočtu verejnej správy eurozóny v roku 2023 mierne zhorší, no v roku 2024 sa opäť zlepší.¹⁴ Odhaduje sa, že pomer deficitu verejnej správy k HDP v eurozóne klesol v roku 2021 na 5,1 %, pričom v roku 2020 dosiahol bezprecedentnú úroveň 7,1 % (graf 27). V roku 2022 podľa predpokladov ďalej klesol na 3,5 % HDP, ale v roku 2023 by mal mierne vzrásť na 3,7 %. Očakáva sa však, že v roku 2024 pomer deficitu opäť klesne na 2,7 % a zhruba na tejto úrovni zotrúva až do konca horizontu projekcií v roku 2025. K zlepšeniu rozpočtového salda v roku 2022 zrejme prispel hospodársky cyklus a vyššie cyklicky upravené primárne saldo, keďže veľká časť núdzových pandemických opatrení sa začala ukončovať. Opatrenia prijaté v roku 2022 v reakcii na vysokú infláciu a vojnu na Ukrajine sú menej rozsiahle ako opatrenia prijaté počas pandémie, hoci stále sú veľmi významné, na úrovni približne 2 % HDP. Očakáva sa, že v roku 2023 bude rozsah podporných opatrení podobný (graf 28), ich štruktúra sa však presunie smerom k dotáciám, najmä na podporu cenových stropov na energie, a odkloní sa od sociálnych transferov, ako je podpora príjmov domácností, ktoré do veľkej miery dominovali v prvej reakcii vlád na energetický cenový šok. Nediskrečné faktory, ako napríklad nižšie neočakávané príjmy, by však mali v roku 2023 prispieť k malému a dočasnému zhoršeniu deficitu. Očakávané zlepšenie celkového salda

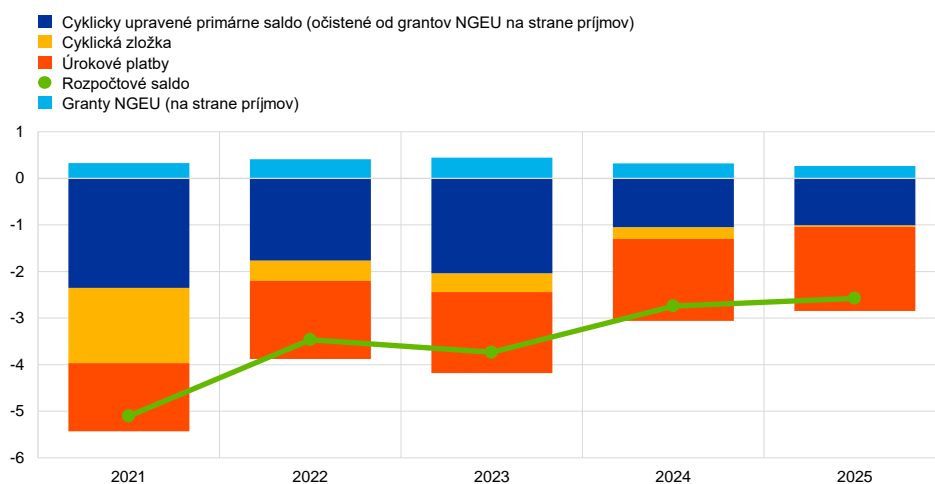
¹⁴ Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2022, zverejnené 15. decembra 2022 na internetovej stránke ECB.

rozpočtu verejnej správy v roku 2024 možno v plnej miere vysvetliť lepším cyklicky upraveným primárnym saldom, a to za predpokladu, že platnosť podporných opatrení vlád súvisiacich s cenami energií sa skončí.

Graf 27

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)

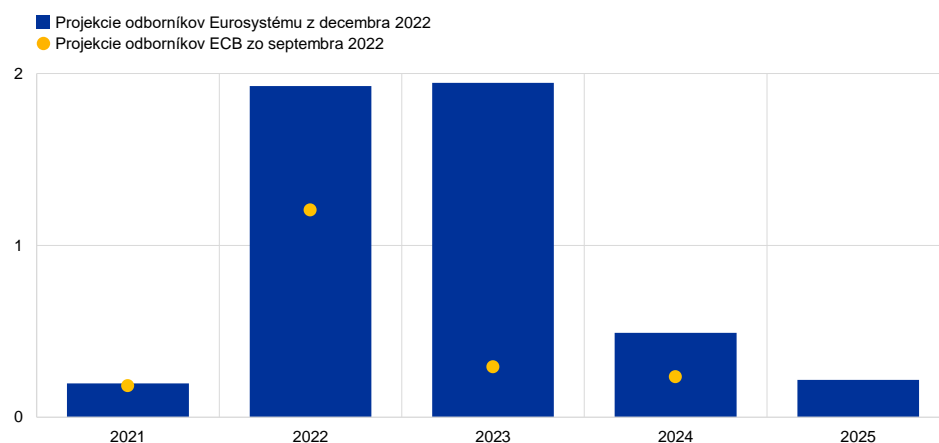


Zdroj: Výpočty ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu z decembra 2022.
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy krajín eurozóny.

Graf 28

Fiškálne podporné opatrenia prijaté v eurozóne v reakcii na vysoké ceny energií a vysokú infláciu

(v % HDP, za rok)



Zdroj: Výpočty a makroekonomické projekcie odborníkov ECB.

Nastavenie rozpočtovej politiky eurozóny sa podľa odhadov v roku 2022 sprísnilo a hoci sa v roku 2023 očakáva jeho mierne uvoľnenie, v roku 2024

by sa malo výrazne sprísniť, ak sa neprijmú ďalšie diskrečné opatrenia.¹⁵

Sprísnenie nastavenia rozpočtovej politiky v roku 2022 možno pripísať významným nediskrečným faktorom, najmä v dôsledku pokračujúcich výrazných neočakávaných príjmov, ktoré sa začali už v predchádzajúcom roku. Očakávané uvoľnenie nastavenia rozpočtovej politiky v roku 2023 sa vysvetľuje predpokladaným čiastočným zvratom, pokiaľ ide o tieto neočakávané príjmy, čo viac než vykompenzuje určité sprísnenie celkových diskrečných opatrení. Toto sprísnenie je odrazom ukončenia časti rozsiahlych podporných opatrení súvisiacich s pandémiou a opatrení na podporu oživenia, ktoré boli prijaté od vypuknutia krízy spôsobenej koronavírusom (COVID-19). V roku 2024 sa však aj napriek tomu očakáva výrazné sprísnenie nastavenia rozpočtovej politiky, keďže by malo dôjsť k ukončeniu väčšiny opatrení na zmiernenie vplyvu vysokej inflácie, hoci takýto vývoj je spojený so značnou neistotou. Na konci horizontu projekcií v roku 2025 sa predpokladá celkovo neutrálne nastavenie rozpočtovej politiky.¹⁶

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2022 bolo celkové rozpočtové saldo eurozóny na rok 2022 upravené mierne smerom nahor, v roku 2023 sa však očakáva výrazne nepriaznivejší výsledok.

Pomer rozpočtového salda eurozóny k HDP bol upravený smerom nahor o 0,3 percentuálneho bodu, a to v dôsledku lepšieho než očakávaného príspevku hospodárskeho cyklu a cyklicky upraveného primárneho salda. V prípade očakávaného rozpočtového salda na rok 2023 však došlo k jeho veľmi výraznej úprave smerom nadol o 0,9 percentuálneho bodu HDP, predovšetkým v dôsledku negatívnejšieho cyklicky upraveného primárneho salda, ktoré odráža očakávané pokračovanie podporných opatrení vlád súvisiacich s vysokou infláciou a vojnou na Ukrajine.¹⁷

Po výraznom náraste v roku 2020 sa očakáva, že pomer dlhu verejnej správy eurozóny k HDP sa v rokoch 2024 a 2025 pomaly zníži na úroveň tesne pod 90 %, zostane však výrazne nad úrovňou pred krízou. Po zvýšení pomeru dlhu približne o 13 percentuálnych bodov v roku 2020 na približne 97 % sa odhaduje, že stále vysoký primárny deficit bol v roku 2021 viac než vykompenzovaný výrazným príspevkom diferenciálu úrokových mier a rastu znižujúcim dlh. To viedlo k miernemu zníženiu pomeru dlhu k HDP, ktorý by mal podľa predpokladov v rokoch 2022 až 2025 pokračovať v pomalom, ale stabilnom poklese. Pod tento pokles by sa mali podpísať naďalej priaznivé príspevky diferenciálov úrokových mier a rastu, ktoré

¹⁵ 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 nástroja Next Generation EU (NGEU) z rozpočtu EÚ neznižujú dopyt, cyklicky upravené primárne saldo sa v tejto súvislosti upravuje tak, aby tieto príjmy nezahŕňalo. Konceptcia fiškálnej pozície eurozóny sa podrobne rozoberá v článku s názvom *The euro area fiscal stance*, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

¹⁶ Celkové nastavenie rozpočtovej politiky eurozóny upravené o príjmy súvisiace s grantmi nástroja NGEU (od roku 2021) sa odhaduje na +1,0 percentuálneho bodu HDP v roku 2021 a na +0,5 percentuálneho bodu HDP v roku 2022. Podľa projekcií by malo dosiahnuť -0,3 percentuálneho bodu HDP v roku 2023, +1,0 percentuálneho bodu HDP v roku 2024 a +0,1 percentuálneho bodu HDP v roku 2025. V porovnaní s projekciami zo septembra 2022 došlo k jeho úprave o +0,4 percentuálneho bodu na rok 2022, o -1,0 percentuálneho bodu na rok 2023 a o +1,1 percentuálneho bodu na rok 2024.

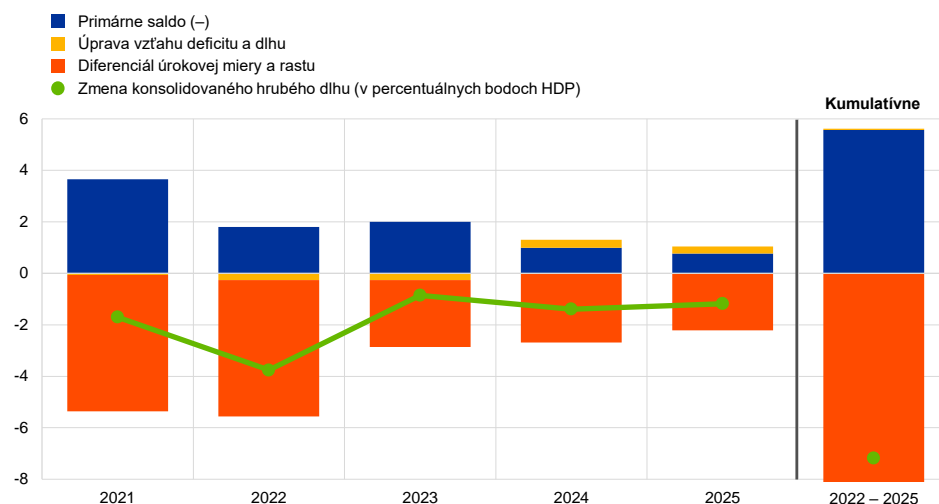
¹⁷ Dodatočná štátna podpora na vykompenzovanie vyšších cien energií a iných výdavkov v reakcii na vojnu na Ukrajine by mala podľa odhadov v roku 2022 dosiahnuť 0,9 % HDP eurozóny.

prevážia primárne deficity zvyšujúce dlh, zatiaľ čo kumulované úpravy vzťahu deficitu a dlhu by mali byť počas celého horizontu projekcií viac-menej neutrálne (graf 29). Na konci horizontu projekcií v roku 2025 by mal pomer dlhu k HDP dosahovať úroveň 88 %, čo sú 4 percentuálne body nad predkrízovou úrovňou v roku 2019.

Graf 29

Faktory zmeny dlhu verejnej správy eurozóny

(v % HDP, ak nie je uvedené inak)



Zdroj: Výpočty ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu z decembra 2022.
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy krajín eurozóny.

Základné prognózy fiškálneho vývoja sú aj naďalej spojené s vysokou mierou neistoty, ktorá súvisí najmä s vysokými cenami energií a inflačným prostredím a s možnými politickými reakciami. Pokiaľ ide o fiškálne predpoklady, riziká ohrozujúce súčasný základný scenár vývoja sú naklonené k dodatočným fiškálnym stimulom v rokoch 2023 a 2024 a k ďalšiemu odkladu ukončovania diskrečnej fiškálnej podpory, ktorý je už zahrnutý v súčasných projekciách.

Pokiaľ ide o fiškálnu politiku, podporné opatrenia zamerané na ochranu hospodárstva pred vplyvom vysokých cien energií by mali byť dočasné, cielené a mali by motivovať k nižšej spotrebe energie. Fiškálne opatrenia, ktoré tieto zásady nespĺnia, môžu zhoršiť inflačné tlaky, čo by si vyžiadalo dôraznejšiu reakciu menovej politiky. V súlade s rámcom správy hospodárskych záležitostí EÚ by fiškálne politiky zároveň mali byť orientované na zvyšovanie produktivity nášho hospodárstva a na postupné znižovanie vysokej úrovne verejného dlhu. Na zabezpečenie toho, aby fiškálne politiky nezvyšovali inflačné tlaky a aby zároveň zachovávali udržateľnosť dlhu a podporovali prorastový charakter verejných financií,

bude dôležitá nepretržitá účinná koordinácia politík v rámci eurozóny.¹⁸ Reforma rámca správy hospodárskych záležitostí EÚ by sa mala urýchlene dokončiť.

¹⁸ Z najnovšieho hodnotenia vplyvu podporných opatrení súvisiacich s vysokými cenami energií na rok 2023 uskutočneného Eurosystémom vyplýva, že ich rozsah by mohol byť podstatne väčší, než Komisia predpokladala vo svojej prognóze z jesene 2022 na základe informácií uvedených v návrhoch rozpočtových plánov členských štátov. Z toho vyplýva pravdepodobnosť naplnenia rizík, ktoré Komisia v tejto súvislosti identifikovala. Podrobnejšie informácie sa nachádzajú v boxe 8 s názvom Návrhy rozpočtových plánov členských krajín eurozóny na rok 2023 a ich dôsledky na fiškálnu politiku v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

Boxy

1 Vývoj inflácie v eurozóne a Spojených štátoch

Gerrit Koester, Eduardo Gonçalves, Ramon Gomez-Salvador, Julia Doleschel, Malin Andersson, Belén González Pardo a Laura Lebastard

Celková inflácia v eurozóne a Spojených štátoch sa od začiatku roka 2021 prudko zvýšila. V Spojených štátoch bol zaznamenaný skorší a výraznejší nárast, ale celková inflácia v eurozóne je vyššia od júla 2022.¹ Inflácia harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP) eurozóny predstavovala v novembri 10,1 %, v porovnaní s 10,6 % v októbri; inflácia amerického indexu spotrebiteľských cien (Consumer Price Index – CPI) dosiahla v júni najvyššiu úroveň 9,1 %, neskôr sa však o niečo zmiernila a v novembri dosiahla úroveň 7,1 %.

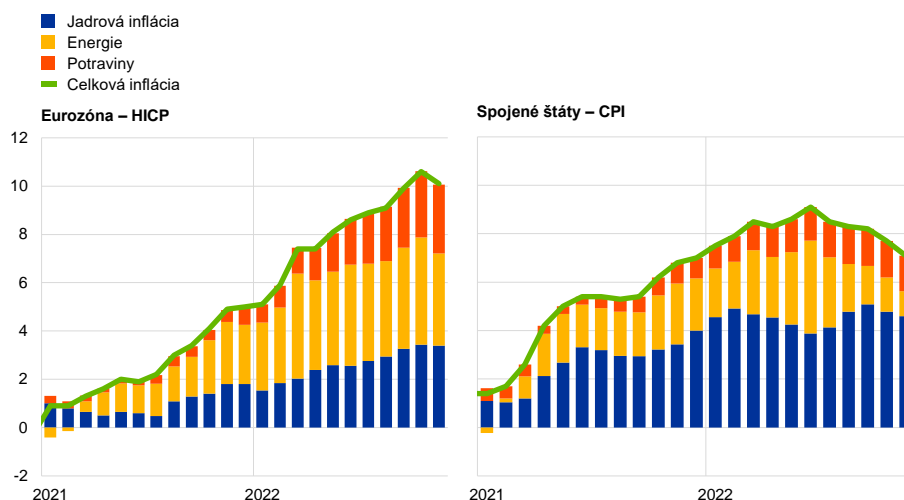
¹ Informácie o predchádzajúcom vývoji sa nachádzajú v boxe s názvom [Porovnanie najnovšieho vývoja inflácie v Spojených štátoch a v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2021, a v boxe s názvom [Recent inflation developments in the United States and the euro area – an update](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2022.

Graf A

Celková inflácia a jej zložky

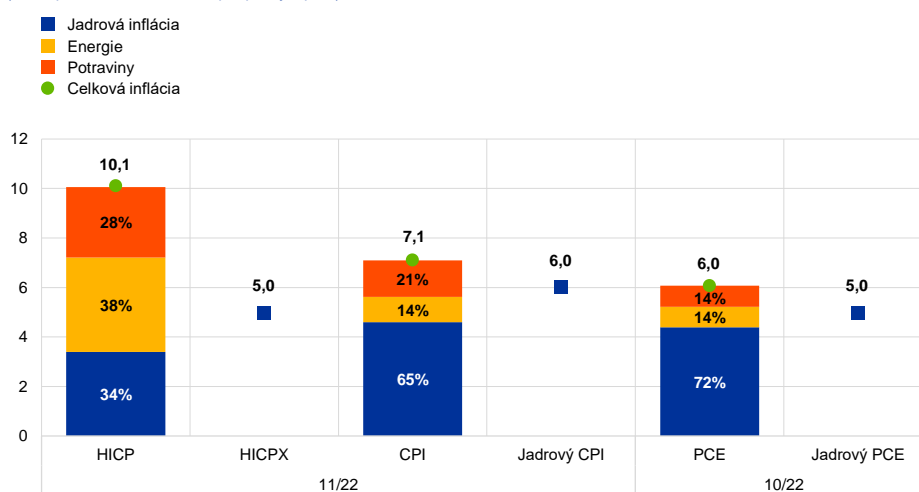
a) Vývoj inflácie

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



b) Príspevky hlavných zložiek inflácie

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



Zdroj: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics a výpočty ECB.

Poznámka: HICPX znamená index HICP eurozóny bez potravín a energií (t. j. jadrová inflácia). PCE predstavuje cenový index výdavkov na osobnú spotrebu v Spojených štátoch. Posledné údaje v prípade HICP a CPI sú z novembra a v prípade PCE z októbra.

Kľúčovú úlohu pri raste celkovej inflácie v eurozóne zohrávala inflácia cien energií a potravín. Iba samotná inflácia cien energií predstavovala v novembri 38 % celkovej inflácie v eurozóne, zatiaľ čo v Spojených štátoch to v novembri bolo len 14 %. Inflácia cien energií a potravín spolu predstavuje približne dve tretiny celkovej inflácie v eurozóne, ale len približne jednu tretinu celkovej inflácie v Spojených štátoch (graf A). Hlavným dôvodom vyššej inflácie cien energií v eurozóne sú oveľa vyššie ceny zemného plynu, odrážajúce dôležitosť ruského plynu pre eurozónu v období pred ruskou vojnou proti Ukrajine, a ich dominový efekt na ceny elektrickej

energie.² Inflácia HICP bez potravín a energií v eurozóne dosiahla v novembri 5,0 %, čo je stále menej ako inflácia CPI bez potravín a energií v Spojených štátoch (jadrová inflácia), ktorá v tom istom mesiaci predstavovala 6,0 %. Inflácia HICP bez potravín a energií však v novembri zaznamenala rôznorodý vývoj a zotrvala na vysokej úrovni, zatiaľ čo inflácia CPI bez potravín a energií v Spojených štátoch sa mierne znížila.

Hlavnou hybnou silou rôznorodého vývoja základnej inflácie v týchto dvoch ekonomikách bolo výraznejšie oživenie podporené spotrebou v Spojených štátoch. Reálny HDP Spojených štátov sa vrátil na predpandemickú úroveň približne o dva štvrtroky skôr ako reálny HDP eurozóny (graf B), a to najmä v dôsledku výraznejšieho oživenia súkromnej spotreby a investícií v Spojených štátoch. Zatiaľ čo v eurozóne sa súkromná spotreba tovarov aj služieb vrátila na úroveň zaznamenanú v poslednom štvrtroku 2019 len nedávno, v Spojených štátoch presiahla úroveň pred pandémie už začiatkom roka 2021. Vyššie spotrebiteľské výdavky spolu s rýchlejšim zmierňovaním ponukových obmedzení v Spojených štátoch podporili tiež návrat investícií do súkromných nerezidenčných nehnuteľností v Spojených štátoch na predpandemickú úroveň v prvom polroku 2021. Naopak, v eurozóne takéto investície, očistené od mimoriadne volatilných investícií do nehmotných aktív, presiahli úroveň pred pandémie až v závere roka 2021.

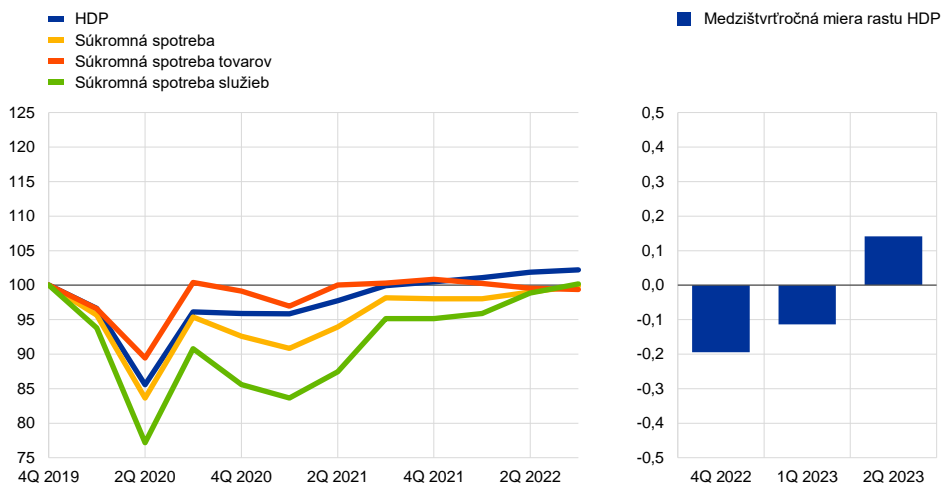
² Box s názvom [Natural gas dependence and risks to euro area activity](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2022, a box s názvom [Vplyv vojny na Ukrajine na trhy s energiami v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2022.

Graf B

Reálny HDP a spotreba

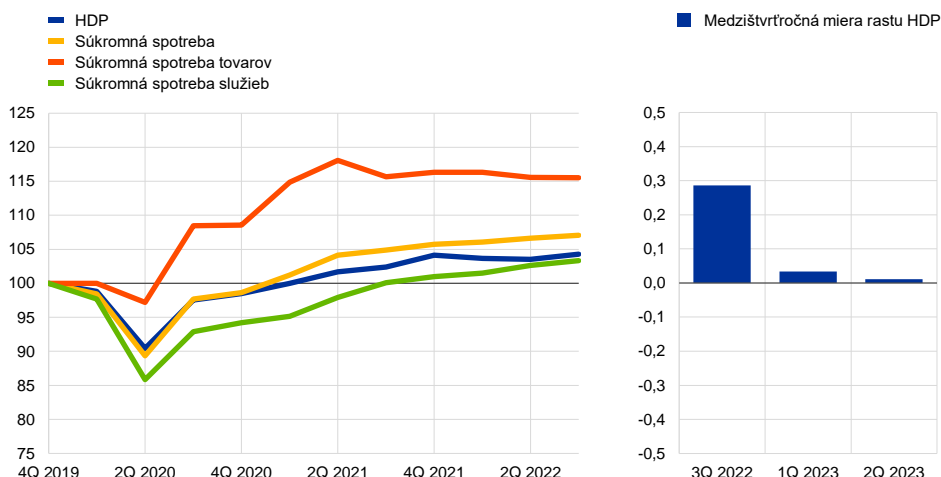
a) Eurozóna

(4Q 2019 = 100; medzištvrtročná percentuálna zmena)



b) Spojené štáty

(4Q 2019 = 100; medzištvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, databáza makroekonomických projekcií odborníkov Euro systému z decembra 2022 a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú v prípade grafov na ľavej strane z tretieho štvrtroka 2022. Grafy na pravej strane zobrazujú predpokladaný rast HDP.

Rozdiely v raste spotreby zaznamenané v týchto dvoch ekonomikách možno do značnej miery vysvetliť dvoma faktormi – štruktúrou fiškálnej politiky a dynamikou výmenných relácií.

Po prvé, k veľmi rýchlemu a výraznému oživeniu spotreby tovarov v Spojených štátoch prispela všeobecná a pomerne veľká podpora príjmov domácností počas pandémie vrátane priamej finančnej podpory a zvýšených dávok v nezamestnanosti.³ V eurozóne bola štátna podpora cielenejšia na tých, ktorí boli najviac zasiahnutí pandemiou, a to buď vo forme náhrady straty príjmu, alebo

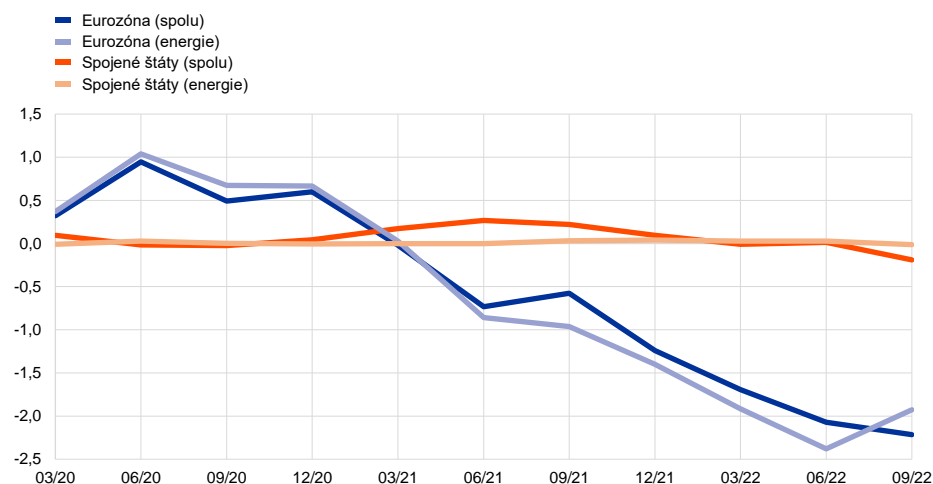
³ Viac v boxe s názvom [Hospodársky vývoj v eurozóne a Spojených štátoch v roku 2020](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2021; a v [The EA and the US in the COVID-19 crisis: Implications for the 2022-2023 policy stance](#), OECD, January 2022.

prostredníctvom schém na udržanie pracovných miest.⁴ Po druhé, rast cien energií zaznamenaný od jari 2021, ktorý sa o rok neskôr ešte viac prehĺbil v dôsledku vojny na Ukrajine, viedol k šoku výmenných relácií. Ten zasiahol eurozónu oveľa výraznejšie ako Spojené štáty, keďže eurozóna bola vo veľkej miere závislá od dovozu plynu z Ruska (graf C).⁵ Tento vplyv bol zosilnený vývojom výmenných kurzov, keď sa americký dolár výrazne zhodnocoval, zatiaľ čo euro sa oslabilo nielen voči americkému doláru, ale aj v efektívnom vyjadrení. Odhadovaný vplyv sa v eurozóne rovnal prevodu približne 2,2 % HDP do zvyšku sveta, kumulovaného za štyri štvrtroky do tretieho štvrtroka 2022. V Spojených štátoch bol vplyv na príjmy viac-menej neutrálny, keďže krajina je z hľadiska energií sebestačná. Straty vyplývajúce z vývoja výmenných relácií výrazne znížili disponibilný príjem domácností v eurozóne, čo malo obzvlášť veľký vplyv na dopyt po tovaroch dlhodobej spotreby.⁶ Straty príjmov prostredníctvom tohto kanála môžu ďalej rásť a tým v nadchádzajúcich štvrtrokoch tmiť hospodársku aktivitu v eurozóne.

Graf C

Vplyv výmenných relácií na príjmy

(vplyv na medziročný rast HDP v p. b.)



Zdroj: Haver analytics, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Vplyv výmenných relácií na príjmy sa vypočíta vážením zmien vývozných a dovozných cien ich príslušnými hodnotami z minulosti (jednoročné oneskorenie) a vyjadruje sa ako percentuálny podiel na HDP. Posledné údaje sú zo septembra 2022.

V súlade s minuloročným pomalším oživením sa význam dopytu ako faktora spôsobujúceho rast jadrovej inflácie v eurozóne zvyšoval viac postupne a neskôr ako v Spojených štátoch (graf D). Už v polovici roka 2021 dosiahol príspevok dopytu k jadrovej inflácii v Spojených štátoch úroveň približne 1,5 percentuálneho bodu a v poslednom čase sa zvýšil na takmer 2 percentuálne body, zatiaľ čo v eurozóne rástol oveľa postupnejšie a úroveň presahujúcu 1,5 percentuálneho bodu dosiahol len v posledných mesiacoch. Pokiaľ ide o infláciu cien tovarov, príspevok ponuky zostáva vyšší ako príspevok dopytu tak v Spojených

⁴ Licchetta, M. et al. (2022): [Economic adjustment in the euro area and the United States during the COVID-19 crisis](#), *European Economy Discussion Paper*, 160, European Commission, March.

⁵ Podrobnejšie informácie sa nachádzajú v boxe s názvom [Implications of the terms-of-trade deterioration for real income and the current account](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2022.

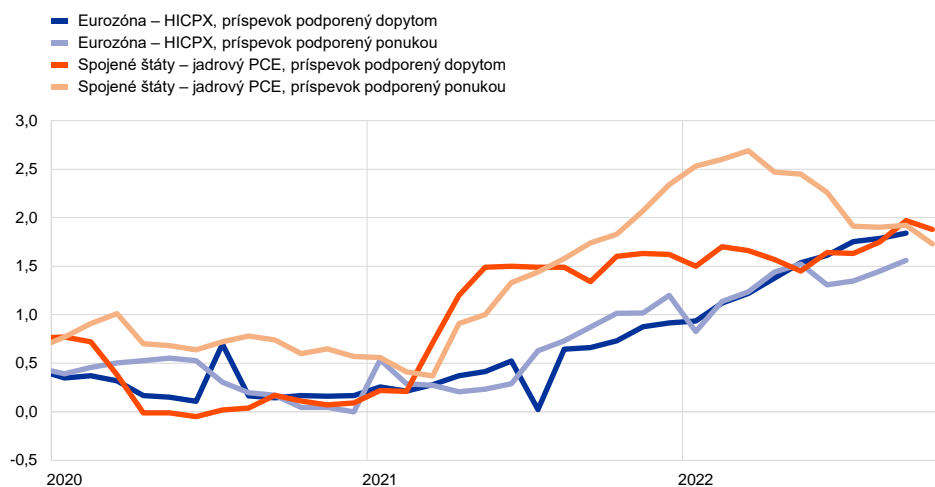
⁶ Box s názvom Vplyv vyšších cien energií na spotrebu služieb a tovarov v eurozóne v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

štátoch, ako aj v eurozóne. V oblasti služieb hrali v Spojených štátoch dôležitejšiu úlohu faktory na strane ponuky, zatiaľ čo v eurozóne boli výraznejšie faktory na strane dopytu. V prípade inflácie v oblasti služieb, kde je pracovná sila zvyčajne zďaleka najväčším vstupom, môže byť vyššia absolútna a relatívna dôležitosť faktorov na strane ponuky v Spojených štátoch čiastočne spojená s napätou situáciou na trhu práce a s výraznejším vplyvom nedostatku pracovných síl na mzdy ako v eurozóne.⁷

Graf D

Rozloženie jadrovej inflácie na zložky dopytu a ponuky

(príspevky v p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Ukazovateľmi jadrovej inflácie sú HICP bez energií a potravín (HICPX) v prípade eurozóny a deflátor výdavkov na osobnú spotrebu bez potravín a energií (jadrový PCE) v prípade Spojených štátov. Časové rady sú očistené od sezónnych vplyvov. Údaje vychádzajú z aplikácie Shapiro, A.H.: *How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?*, *FRBSF Economic Letters*, No 2022-15, Federal Reserve Bank of San Francisco, 21 June 2022; a Shapiro, A.H.: *Decomposing Supply and Demand Driven Inflation*, *Working Papers*, No 2022-18, Federal Reserve Bank of San Francisco, October 2022. Výsledky za eurozónu sa nachádzajú v boxe s názvom *The role of demand and supply in underlying inflation – decomposing HICPX inflation into components*, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2022. Posledné údaje v prípade eurozóny sú zo septembra 2022 a v prípade Spojených štátov z októbra 2022.

Čo sa týka ďalšieho vývoja, krátkodobý výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne je slabší ako v Spojených štátoch, z čoho vyplýva, že príspevok hospodárskej aktivity k ďalšiemu rastu inflácie v eurozóne zostane menší.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2022 by mal reálny HDP v poslednom štvrtroku 2022 a v prvom štvrtroku 2023 v eurozóne mierne klesnúť, zatiaľ čo v Spojených štátoch by mal naďalej zaznamenávať pozitívny, aj keď iba mierny rast (graf B). Projekcie odborníkov Eurosystemu z decembra 2022 predpokladajú, že celková inflácia HICP dosiahne 6,3 % v roku 2023 a 3,4 % v roku 2024, zatiaľ čo inflácia HICP bez potravín a energií by mala dosiahnuť 4,2 % v roku 2023 a 2,8 % v roku 2024. Zatiaľ čo celková inflácia v eurozóne by mala v krátkodobom horizonte zostať vyššia ako v Spojených štátoch, a to v dôsledku jej väčšej expozície voči energetickým cenovým šokom v súvislosti s vojnou na Ukrajine, základná inflácia by mala zostať o niečo nižšia ako

⁷ Podrobnejšie informácie o vývoji miezd sú v boxe s názvom *Comparing labour market developments in the euro area and the United States and their impact on wages* v rámci článku s názvom *Wage developments and their determinants since the start of the pandemic*, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2022.

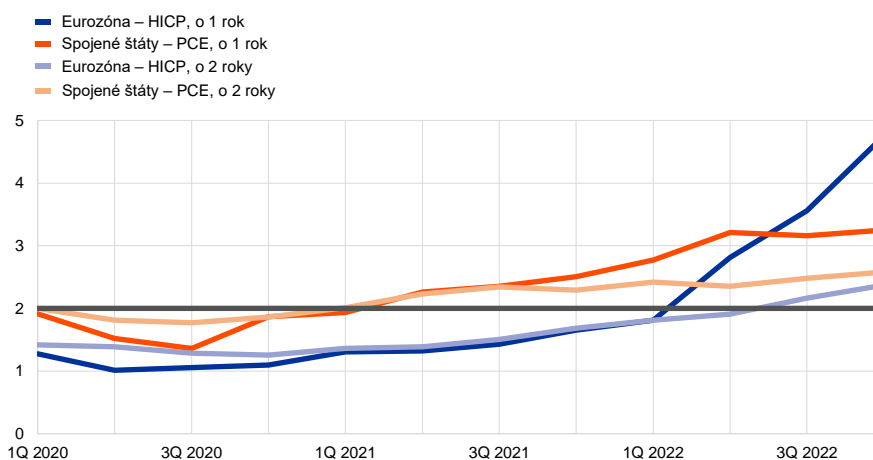
v Spojených štátoch, a to vzhľadom na pokračujúce straty vyplývajúce z vývoja výmenných relácií a menej výrazný nedostatok pracovných síl.

Profesionálni prognostici očakávajú, že o dva roky bude inflácia mierne vyššia v Spojených štátoch ako v eurozóne. Na základe údajov z prieskumu profesionálnych prognostikov (Survey of Professional Forecasters – SPF), ktorý uskutočnila ECB, by mala inflácia HICP v eurozóne o jeden rok dosiahnuť úroveň 4,8 %. Ide o podstatne vyššiu úroveň ako v prípade inflácie cenového indexu výdavkov na osobnú spotrebu (PCE), ktorá by podľa prieskumu uskutočneného Federálnou rezervnou bankou vo Philadelphii v poslednom štvrtroku 2022 (graf E) mala dosiahnuť o jeden rok úroveň 3 %. Inflačné očakávania o dva roky pre Spojené štáty predstavujú 2,6 % v prípade PCE a 2,8 % v prípade CPI, zatiaľ čo inflačné očakávania o dva roky pre HICP eurozóny predstavujú 2,4 % (graf E). Tieto výsledky naznačujú, že v Spojených štátoch sa bude inflácia pohybovať nad cieľovou úrovňou centrálnej banky o niečo dlhšie. Mohlo by to byť odrazom silnejšej domácej zložky inflácie v Spojených štátoch spolu s celkovo optimistickejšími očakávaniami, pokiaľ ide o dynamiku vývoja na americkom trhu práce.

Graf E

Krátkodobé a strednodobé inflačné očakávania a prognózy

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB Survey of Professional Forecasters (EA SPF) – štvrtý štvrtrok 2022, Federal Reserve Bank of Philadelphia Survey of Professional Forecasters – štvrtý štvrtrok 2022 (US SPF).

Poznámka: Prieskum US SPF sa realizuje o mesiac neskôr ako prieskum EA SPF. Pokiaľ ide o prieskum US SPF, očakávania vývoja o jeden rok sú vypočítané ako priemerná očakávaná miera inflácie počas štyroch štvrtrokov nasledujúcich po danom kole SPF (t. j. v prípade prieskumu uskutočneného v poslednom štvrtroku 2022 to znamená priemer za obdobie od prvého štvrtroka 2023 do štvrtého štvrtroka 2023) a inflačné očakávania o dva roky predstavujú očakávania v štvrtroku, v ktorom sa prieskum uskutočňuje, na kalendárny rok idúci po tom nasledujúcom. Pokiaľ ide o prieskum EA SPF, očakávania o jeden rok sú vypočítané ako očakávaná miera inflácie o rok od najnovších dostupných údajov (t. j. v poslednom štvrtroku 2022 boli k dispozícii údaje za september 2022, a preto očakávanie o jeden rok predstavuje ročnú mieru inflácie očakávanú v septembri 2023) a očakávania o dva roky sú vypočítané ako očakávaná miera inflácie o dva roky od najnovších dostupných údajov (t. j. v poslednom štvrtroku 2022 boli k dispozícii údaje za september 2022, a preto očakávanie o dva roky predstavuje ročnú mieru inflácie očakávanú v septembri 2024).

Matteo Falagiarda a Christine Gartner

Dňa 1. januára 2023 Chorvátsko prijalo euro a stalo sa 20. členom eurozóny.

Hodnotenia uvedené v konvergenčných správach [Európskej komisie](#) a [Európskej centrálnej banky](#) z roku 2022 pripravili pôdu na prvé rozšírenie eurozóny od vstupu Litvy do eurozóny v roku 2015.¹ Dňa 12. júla 2022 Rada Európskej únie formálne schválila vstup Chorvátska do eurozóny a stanovila konverzný kurz chorvátskej meny na úrovni 7,53450 kuny za euro,² ktorá predstavuje centrálnu paritu kuny počas celého obdobia účasti krajiny v mechanizme výmenných kurzov (ERM II).³

Chorvátsko je malou ekonomikou, ktorá je dobre integrovaná s eurozónou prostredníctvom obchodných a finančných prepojení.

Má približne 4 milióny obyvateľov a jeho HDP predstavuje približne 0,5 % HDP eurozóny. Štruktúra hrubej pridanej hodnoty Chorvátska je viac-menej podobná ako v prípade eurozóny ako celku, pričom príspevok priemyslu (vrátane stavebníctva) je približne 25 % a príspevok služieb približne 72 % (graf A, časť a). Odvetviu služieb v Chorvátsku dominuje cestovný ruch, s príjmami na úrovni približne 19 % HDP v roku 2019. V dôsledku pandémie koronavírusu (COVID-19) tento podiel v roku 2020 výrazne klesol, v rokoch 2021 a 2022 sa však opäť zvýšil. Spomedzi členských štátov EÚ ide zďaleka o najvyššiu hodnotu (graf A, časť b), pričom cestovný ruch má výrazný vplyv aj na iné odvetvia hospodárstva.

¹ Konvergenčné správy Európskej komisie a ECB sa pripravujú v súlade s článkom 140 ods. 1 Zmluvy o fungovaní Európskej únie.

² Tlačová správa ECB z 12. júla 2022: [Chorvátsko vstúpi do eurozóny 1. januára 2023](#).

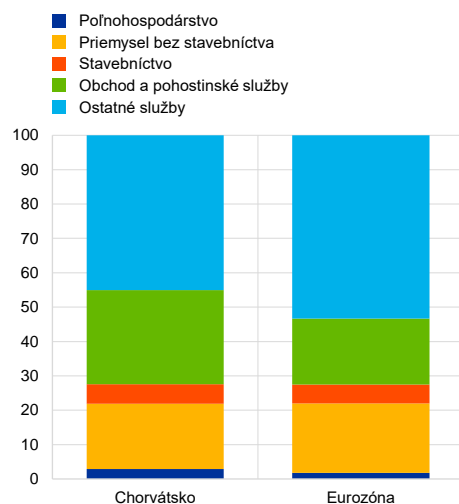
³ Box s názvom [Bulharský lev a chorvátska kuna v mechanizme výmenných kurzov \(ERM II\)](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2020; a článok s názvom [The European exchange rate mechanism \(ERM II\) as a preparatory phase on the path towards euro adoption – the cases of Bulgaria and Croatia](#), *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2020.

Graf A

Štruktúra chorvátskeho hospodárstva

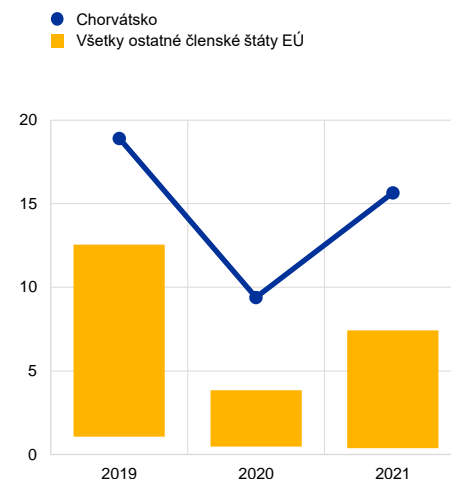
a) Hrubá pridaná hodnota podľa hospodárskej činnosti

(percentuálny podiel na celku)



b) Príjmy z cestovného ruchu

(v % HDP)



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty autorov.

Poznámka: Časť a grafu vychádza z hrubej pridanej hodnoty v bežných cenách v druhom štvrťroku 2022. Obchod a pohostinské služby zahŕňajú obchod, dopravu, ubytovacie a stravovacie služby. Časť b grafu vychádza z príjmov z cestovného ruchu v štatistike platobnej bilancie, ktorými sa merajú výdavky nerezidentov na tovary a služby pri návšteve krajiny. Žlté stĺpce označujú minimálny – maximálny rozsah vo všetkých ostatných členských štátoch EÚ.

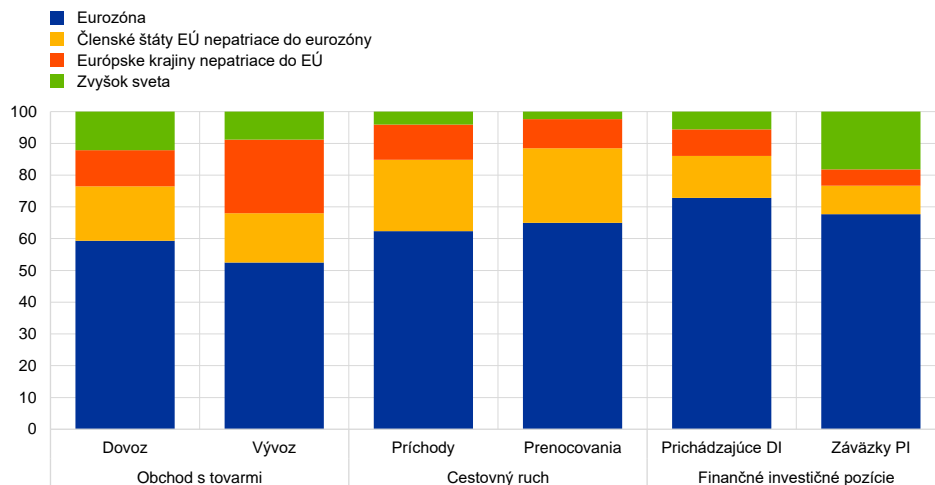
Eurozóna je hlavným obchodným a finančným partnerom Chorvátska (graf B). V chorvátskom bankovom systéme majú okrem toho dominantnú úlohu banky so sídlom v iných krajinách eurozóny. Ešte pred formálnym prijatím eura sa chorvátske hospodárstvo vyznačovalo vysokým stupňom euroizácie. Významný podiel verejného a súkromného dlhu bol emitovaný v eurách, čo odráža menovú štruktúru úspor domácností a likvidných aktív nefinančných spoločností (graf C).⁴ Hospodársky cyklus chorvátskeho hospodárstva bol v období desiatich rokov pred prijatím eura značne synchronizovaný s hospodárskym cyklom eurozóny.

⁴ V prípade krajín nepatriacich do eurozóny však môže vysoký stupeň euroizácie predstavovať riziká a obmedzovať mieru flexibility domácej hospodárskej politiky.

Graf B

Obchodné a finančné prepojenia medzi Chorvátskom a eurozónou

(percentuálny podiel na celku)



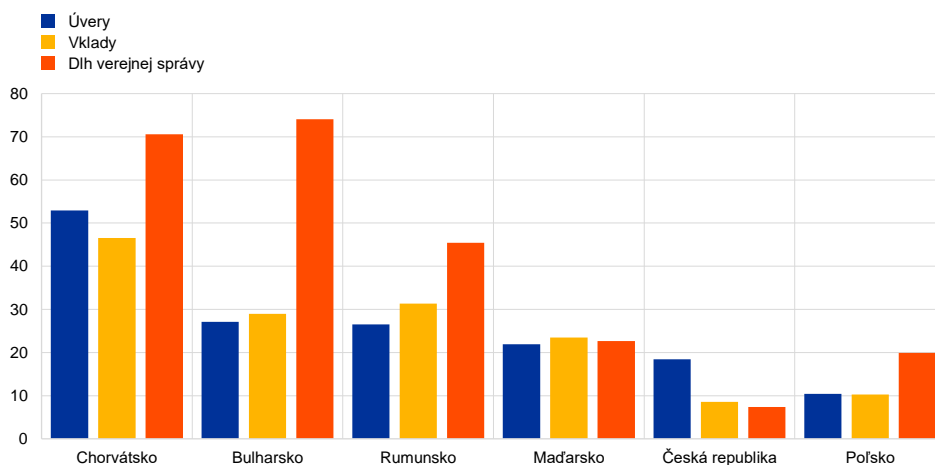
Zdroj: Chorvátsky štatistický úrad, Medzinárodný menový fond (CDIS a CPIS) a výpočty autorov.

Poznámka: DI znamená priame investície (direct investment) a PI znamená portfóliové investície (portfolio investment). CDIS predstavuje koordinovaný prieskum priamych investícií (Coordinated Direct Investment Survey) a CPIS predstavuje koordinovaný prieskum portfóliových investícií (Coordinated Portfolio Investment Survey). Údaje sú za rok 2021 v prípade obchodu s tovarmi, cestovného ruchu a záväzkov PI. V prípade pozícií DI sú údaje za rok 2020. Prichody turistov a počty prenocovaní nezahŕňajú domáчих turistov. Podiely záväzkov PI boli vypočítané pomocou zrkadlových údajov o bilaterálnych aktívach voči Chorvátsku.

Graf C

Podiel úverov, vkladov a dlhu verejnej správy denominovaných v eurách

(percentuálny podiel na celku)



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty autorov.

Poznámka: Údaje sa vzťahujú na zostatky úverov a vkladov nepeňažných finančných inštitúcií (bez verejnej správy) na konci augusta 2022 a na stav dlhu verejnej správy na konci roka 2021.

Očakáva sa, že chorvátske hospodárstvo bude mať prospech z odstránenia menového rizika, ako aj z nižších transakčných nákladov a nákladov na financovanie. Vzhľadom na už aj tak výraznú integráciu Chorvátska s eurozónou a za predpokladu, že Chorvátsko bude pokračovať v zdravej fiškálnej, štruktúrálnej a finančnej politike sa očakáva, že krajina bude z prijatia eura profitovať. Medzi prínosy patrí i) odstránenie menového rizika vo vzťahu k euru, ktoré bolo v poslednom čase jedným z hlavných zdrojov zraniteľnosti chorvátskeho

hospodárstva, ii) priaznivý vplyv na zahraničný obchod (vrátane cestovného ruchu) a investície v dôsledku nižších transakčných nákladov a väčšej transparentnosti a porovnateľnosti cien,⁵ iii) nižšie náklady na prijaté úvery a pôžičky pre hospodárstvo vďaka dobre ukotveným inflačným očakávaniam spolu s nižšími regulačnými nákladmi a menovému riziku. Očakáva sa, že akékoľvek náklady a riziká spojené s prijatím eura budú relatívne malé a prevažne jednorazové, ako napríklad náklady spojené s prechodom na euro alebo riziko neodôvodneného zvyšovania cien (v súvislosti s ktorým chorvátske orgány prijali niekoľko opatrení). Vzhľadom na už aj tak vysokú úroveň hospodárskej a finančnej integrácie Chorvátska s eurozónou a na predchádzajúcu stabilitu výmenného kurzu HRK/EUR je pravdepodobné, že náklady spojené so stratou schopnosti upraviť výmenný kurz ako nástroja makroekonomickej politiky v prípade asymetrických šokov budú nízke. Aby sa však týmto nákladom predišlo, chorvátske orgány musia vykonávať zdravú hospodársku a fiškálnu politiku a zároveň rešpektovať obmedzenia, ktoré sú so spoločnou menou a jednotnou menovou politikou nevyhnutne spojené.

Po vstupe do EÚ v roku 2013 Chorvátsko dosiahlo významný pokrok pri riešení makroekonomických nerovnováh a dosahovaní konvergenie k eurozóne. Makroekonomické nerovnováhy, ktoré sa zvýšili počas dlhotrvajúcej recesie v rokoch 2009 až 2014, sa postupne napravili. Súviseli s vysokou úrovňou vonkajšieho a súkromného dlhu a dlhu verejnej správy v kontexte nízkeho potenciálneho rastu. Následné hospodárske oživenie a dôveryhodné politické opatrenia, ako napríklad obozretná fiškálna politika a reformy zamerané na trh práce a podnikateľské prostredie, prispeli k stabilnému znižovaniu týchto slabých miest. Chorvátsko zároveň dosiahlo výrazný stupeň reálnej konvergenie k eurozóne. HDP na obyvateľa, ktorý v roku 2012 (tesne pred vstupom krajiny do EÚ) predstavoval približne 55 % priemeru eurozóny, dosiahol v roku 2022 úroveň mierne nad 70 % (graf D, časť a). Vývoj reálneho rastu Chorvátska zodpovedal typickému procesu dobiehania pozorovanému v krajinách, ktoré prijali euro po roku 2002, a v ostatných krajinách nepatriacich do eurozóny (graf D, časť b). Po nadobudnutí účinnosti rámca úzkej spolupráce v roku 2020 Chorvátsko dosiahlo konvergenciu aj v oblasti bankového dohľadu, čo v prípade krajín nepatriacich do eurozóny je predpokladom vstupu do bankovej únie.⁶ Tento rámec zabezpečuje uplatňovanie jednotných štandardov dohľadu, čím prispieva k zabezpečovaniu finančnej stability a podpore procesu finančnej integrácie.

⁵ Očakáva sa, že obchod a cestovný ruch Chorvátska budú profitovať aj zo vstupu krajiny do schengenského priestoru dňa 1. januára 2023.

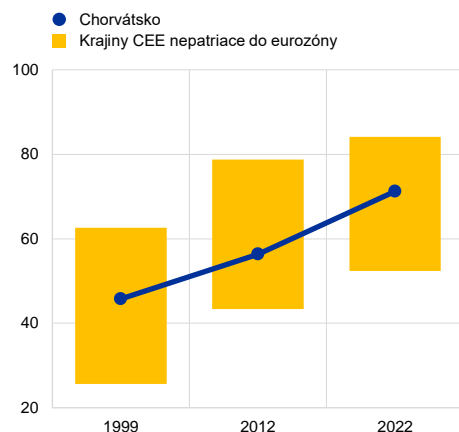
⁶ Podrobnejšie informácie sa nachádzajú v tlačovej správe ECB z 10. júla 2020: [ECB establishes close cooperation with Croatia's central bank](#).

Graf D

Reálny HDP na obyvateľa

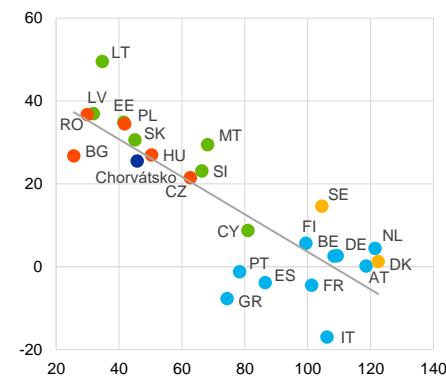
a) Vo vzťahu k priemeru eurozóny

(index: eurozóna = 100)



b) Počiatočná úroveň v roku 1999 v porovnaní s následnou zmenou vo vzťahu k priemeru eurozóny

(index: eurozóna = 100; os x: úroveň v roku 1999; os y: zmena úrovne v období rokov 1999 – 2022)



Zdroj: Európska komisia (databáza AMECO) a výpočty autorov.

Poznámka: Na základe reálneho HDP na obyvateľa vyjadreného štandardom kúpnej sily (purchasing power standard – PPS). Podrobnejšie informácie sa nachádzajú v boxe 2 publikácie Diaz del Hoyo, J.L., Dorrucchi, E., Heinz, F.F a Muzikarova, S.: *Real convergence in the euro area: a long-term perspective*, Occasional Paper Series, No 203, ECB, December 2017. Údaje za rok 2022 sú prevzaté z hospodárskej prognózy Európskej komisie z jesene 2022. CEE znamená strednú a východnú Európu. Časť a grafu: žlté stĺpce označujú minimálny – maximálny rozsah v krajinách CEE nepatriacich do eurozóny (Bulharsko, Česká republika, Maďarsko, Poľsko a Rumunsko). Časť b grafu: červené body označujú krajiny CEE nepatriace do eurozóny (Bulharsko, Česká republika, Maďarsko, Poľsko a Rumunsko), žlté body označujú Dánsko a Švédsko, zelené body označujú krajiny, ktoré vstúpili do eurozóny po roku 2002 (Cyprus, Malta, Slovinsko, Slovensko, Lotyšsko, Litva a Estónsko), a modré body označujú krajiny, ktoré vstúpili do eurozóny pred rokom 2002 (Belgicko, Nemecko, Grécko, Španielsko, Francúzsko, Taliansko, Holandsko, Rakúsko, Portugalsko a Fínsko). Írsko nie je zahrnuté z dôvodu mimoriadnej revízie HDP za rok 2015, ktorá neodrážala skutočný nárast hospodárskej aktivity. Luxembursko nie je zahrnuté, keďže výpočty HDP na obyvateľa sú skreslené vysokým počtom cezhraničných pracovníkov.

Chorvátske hospodárstvo sa výrazne zotavilo z významného poklesu produkcie v roku 2020 a zostalo odolné voči hospodárskym dôsledkom ruskej invázie na Ukrajinu.

Vzhľadom na vysokú závislosť Chorvátska od cestovného ruchu mala pandémia veľmi nepriaznivý vplyv na hospodárstvo, keď reálny HDP klesol v roku 2020 o 8,6 %. Hoci politické podporné opatrenia pomohli zmierniť hospodársky vplyv krízy, hospodársky pokles dočasne zvrátil pokrok pri náprave makroekonomických nerovnováh, dosiahnutý ešte pred pandémiou. V roku 2021 sa pokrok opäť zrýchlil, keď hospodárstvo zaznamenalo dvojciferný rast (13,1 %) na pozadí úspešnej turistickej sezóny a výraznej dynamiky súkromnej spotreby a investícií. Chorvátsko zaznamenalo jeden z najrýchlejších hospodárskych rastov spomedzi členských štátov EÚ aj v roku 2022, a to vďaka pokračujúcim dobrým výsledkom v sektore cestovného ruchu a relatívne obmedzenej priamej obchodnej a finančnej expozícii krajiny voči Rusku.⁷ V dôsledku prudkého rastu cien energií a potravín sa inflácia spotrebiteľských cien v roku 2022 ďalej zvyšovala a výrazne prekročila infláciu v eurozóne. Fiškálne opatrenia, ako napríklad zníženie sadzby dane z pridanej hodnoty a cenové stropy na plyn, elektrickú energiu a základné potraviny, zníženie spotrebných daní z palív a zmrazenie marží na ropné produkty pomohli dočasne zmierniť inflačné tlaky. Viaceré šoky vyplývajúce z krízy spôsobenej ochorením COVID-19 a z vojny na Ukrajine mali vo všeobecnosti

⁷ Európska komisia vo svojom [hlbkovom preskúmaní z roku 2022](#) zistila, že v Chorvátsku, v ktorom boli v roku 2021 zistené nerovnováhy, neexistujú žiadne nerovnováhy.

obmedzený vplyv na schopnosť Chorvátska splniť konvergenčné kritériá na prijatie eura. Existujú však obavy v súvislosti s udržateľnosťou konvergenzie v oblasti inflácie, napríklad ak fiškálne opatrenia na podporu agregovaného dopytu prispievajú k jej ďalšiemu rastu.

V záujme plného využitia výhod eura a efektívneho fungovania adaptačných mechanizmov v rámci rozšírenej menovej oblasti je dôležité, aby Chorvátsko zabezpečilo udržateľnosť hospodárskej konvergenzie. Hospodárske politiky by mali byť zamerané na podporu potenciálneho rastu a odolnosti s cieľom zabrániť vzniku makroekonomických nerovnováh. Potenciál hospodárskeho rastu Chorvátska ako dobiehajúcej ekonomiky sa zdá byť naďalej tlmený. V tejto súvislosti musí krajina zaviesť štrukturálne politiky zamerané na podporu potenciálneho rastu a zvyšovanie konkurencieschopnosti a odolnosti svojho hospodárstva. Prioritou by mohlo byť zlepšenie kvality a efektívnosti inštitucionálneho a podnikateľského prostredia, verejnej správy a súdneho systému, ako aj modernizácia infraštruktúry krajiny. Politiky by sa mali zamerať na podporu inovácií a investícií do nových technológií, okrem iného s cieľom rozšíriť zdroje hospodárskeho rastu mimo cestovného ruchu. V záujme zvýšenia produktivity práce je nevyhnutné prijať opatrenia zamerané na i) znižovanie nesúladu na trhu práce, ii) zvyšovanie množstva a kvality dostupnej pracovnej sily, iii) zvyšovanie nízkej miery zapojenia do pracovného procesu a iv) zosúladenie vzdelávacieho systému s potrebami hospodárstva. Na zabezpečenie úspešného dokončenia programu reforiem bude takisto mimoriadne dôležité efektívne čerpanie finančných prostriedkov EÚ pridelených krajine.⁸

⁸ Nedávny program reforiem bol podporený aj viacerými politickými záväzkami, ktoré chorvátske orgány prijali pri vstupe do mechanizmu ERM II, aby Chorvátsko mohlo pred prijatím eura dosiahnuť vysoký stupeň udržateľnej hospodárskej konvergenzie. Tieto záväzky sa týkajú rámca krajiny na boj proti praniu špinavých peňazí (AML), podnikateľského prostredia, riadenia verejného sektora a rámca platobnej neschopnosti. Podrobnejšie informácie sa nachádzajú v tlačovej správe ECB z 10. júla 2020: [Communiqué on Croatia](#).

Vplyv vyšších cien energií na spotrebu služieb a tovarov v eurozóne

Alina Bobasu a Johannes Gareis

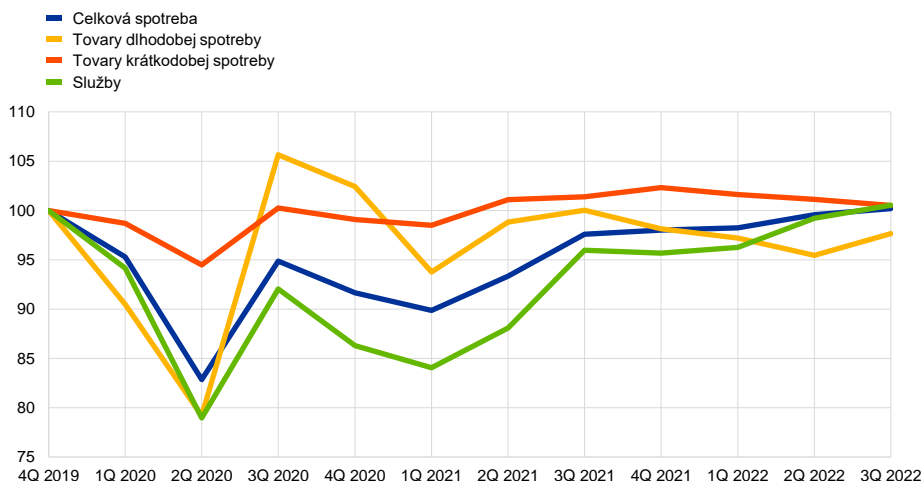
Nedávny rast reálnych spotrebiteľských výdavkov v eurozóne zakrýva rôznorodý vývoj v rámci jednotlivých zložiek spotreby.

Celková súkromná spotreba v eurozóne sa v druhom a treťom štvrťroku 2022 výrazne zvýšila, a to najmä s príspevom spotreby služieb, ktorá po tľmenom raste na začiatku roka prudko vzrástla (graf A).¹ Spotreba tovarov krátkodobej spotreby naopak už tretí štvrťrok po sebe klesala. Spotreba tovarov dlhodobej spotreby pokračovala až do druhého štvrťroku 2022 v klesajúcom trende (ktorý sa začal v poslednom štvrťroku 2021), v treťom štvrťroku sa však začala opäť zlepšovať. Zatiaľ čo oživenie celkovej súkromnej spotreby bolo odrazom viacerých faktorov vrátane rozsiahleho uvoľňovania pandemických obmedzení a postupného zmierňovania výpadkov v dodávkach, prudký nárast cien energií svojím vplyvom na kúpnu silu domácností výrazne nepriaznivo ovplyvnil rast spotreby.² Cieľom tohto boxu je kvantifikovať vplyv nedávneho zvýšenia cien energií na reálne spotrebiteľské výdavky v eurozóne. Box sa pritom zameriava na šoky v oblasti dodávok energií, ktorých rozsah rástol najmä od polovice roka 2021 a predovšetkým v súvislosti s ruskou inváziou na Ukrajinu začiatkom roka 2022.³

Graf A

Vývoj reálnej súkromnej spotreby v eurozóne

(4Q 2019 = 100)



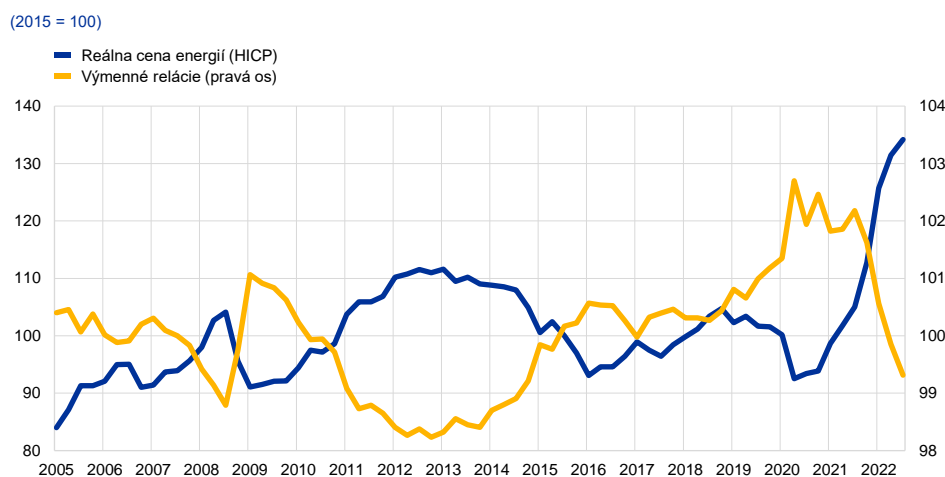
Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Tovary krátkodobej spotreby zahŕňajú aj tovary strednodobej spotreby.

- ¹ Reálne spotrebiteľské výdavky a ich zložky za eurozónu sú založené na agregácii dostupných údajov na úrovni jednotlivých krajín.
- ² Napríklad článok s názvom [Energy prices and private consumption: what are the channels?](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2022.
- ³ Článok s názvom [Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2022.

Nedávne prudké zvýšenie cien energií malo výrazný vplyv na reálny disponibilný príjem domácností. Pri hodnotení vplyvu zmien cien energií na reálnu súkromnú spotrebu je užitočným ukazovateľom pomer medzi deflátorom HDP a deflátorom súkromnej spotreby (alebo medzi príjmami a deflátorom výdavkov). Tento ukazovateľ výmenných relácií je opodstatnený z teoretického hľadiska a zachytáva tak priame kanály (napr. spotrebiteľské ceny), ako aj nepriame kanály (napr. mzdy), prostredníctvom ktorých ceny energií ovplyvňujú kúpnu silu domácností.⁴ V eurozóne tento ukazovateľ negatívne koreluje s reálnymi cenami energií a od konca roka 2021 prudko klesá, čo výrazne nepriaznivo vplyva na reálny disponibilný príjem domácností a ovplyvňuje súkromnú spotrebu (graf B).⁵

Graf B
Reálne ceny energií a výmenné relácie



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Reálna cena energií vyjadruje pomer medzi energetickou zložkou HICP a celkovým indexom HICP. Výmenné relácie sú vyjadrené pomerom medzi deflátorom HDP a deflátorom súkromnej spotreby.

Na odvodenie vplyvu šokov v oblasti dodávok energií na spotrebiteľské výdavky možno použiť štruktúrny vektorový autoregresný (structural vector autoregression – SVAR) model. Model SVAR zahŕňa pomer medzi deflátorom HDP a deflátorom súkromnej spotreby ako ukazovateľ výmenných relácií, index HICP, reálny HDP, trojmesačnú sadzbu EURIBOR a buď celkovú súkromnú spotrebu, alebo spotrebu tovarov dlhodobej spotreby, tovarov krátkodobej spotreby alebo služieb. Na identifikáciu štruktúrnych hospodárskych faktorov sa pre reakcie na vplyv modelových premenných používajú znamienkové reštrikcie. Pri určovaní šoku v oblasti dodávok energií sa neočakávaný pokles dodávok energií modeluje na základe predpokladu, že neočakávané zhoršenie výmenných relácií (t. j. zvýšenie reálnych cien energií) vedie k okamžitému pozitívnemu vplyvu na infláciu

⁴ Podrobnejšia diskusia sa nachádza v boxe s názvom [Ceny ropy, obchodné podmienky a súkromná spotreba](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2018.

⁵ Výmenné relácie môžu byť ovplyvnené aj inými faktormi (napr. nominálnym výmenným kurzom, cenami tovarov a služieb s výnimkou energií). Z empirickej skúsenosti však vyplýva, že väčšinou za zmenami výmenných relácií v eurozóne stoja ceny energií. Podrobnejší pohľad na dynamiku reálneho disponibilného príjmu domácností a rôzne zdroje príjmov a výmenných relácií v obdobiach výraznej fluktuácie cien energií sa nachádza v článku s názvom [Energy prices and private consumption: what are the channels?](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2022.

a k okamžitému negatívnemu vplyvu na reálnu hospodársku aktivitu a spotrebiteľské výdavky.⁶

Šoky v oblasti dodávok energií mali v posledných štvrtrokoch značný nepriaznivý vplyv na reálne spotrebiteľské výdavky, a to najmä pokiaľ ide o tovary dlhodobej spotreby.

Celkovú súkromnú spotrebu v posledných štvrtrokoch výrazne ovplyvnili šoky v oblasti dodávok energií (graf C). Jednotlivé zložky spotreby však boli ovplyvnené v rôznej miere. Na spotrebu služieb mali šoky v oblasti dodávok energií len zanedbateľný negatívny vplyv, čo znamená, že po opätovnom otvorení ekonomiky na jar 2022 sa táto zložka výrazne zvýšila. Tieto šoky však mali zreteľný, výraznejší negatívny vplyv na spotrebu tovarov krátkodobej spotreby, no najmä tovarov dlhodobej spotreby, čo odrážalo nedostatky zaznamenané v posledných štvrtrokoch. Pod relatívne silnú reakciu spotreby tovarov dlhodobej spotreby na zvýšenie cien energií sa pravdepodobne podpísala skutočnosť, že domácnosti sú schopné využívať svoje existujúce tovary dlhodobej spotreby bez bezprostredného vplyvu na ich blahobyť.⁷ Vzhľadom na zvýšenú neistotu spôsobenú kolísaním cien energií sa domácnosti navyše mohli rozhodnúť odložiť nezvratné nákupy tovarov dlhodobej spotreby.⁸

⁶ Model tiež identifikuje agregovaný dopytový šok, agregovaný ponukový šok, menovopolitický šok a reziduálny šok s cieľom zabezpečiť, aby sa všetky ostatné šoky v modeli nejavili ako energetický cenový šok. Uplatnené reštrikcie sú v súlade s odbornou literatúrou o identifikovaní energetických cenových šokov v prostredí iných štrukturálnych šokov, ako napríklad v Conti, A.M., Neri, S. a Nobili, A.: *Low inflation and monetary policy in the euro area*, *Working Paper Series*, No 2005, ECB, 2017.

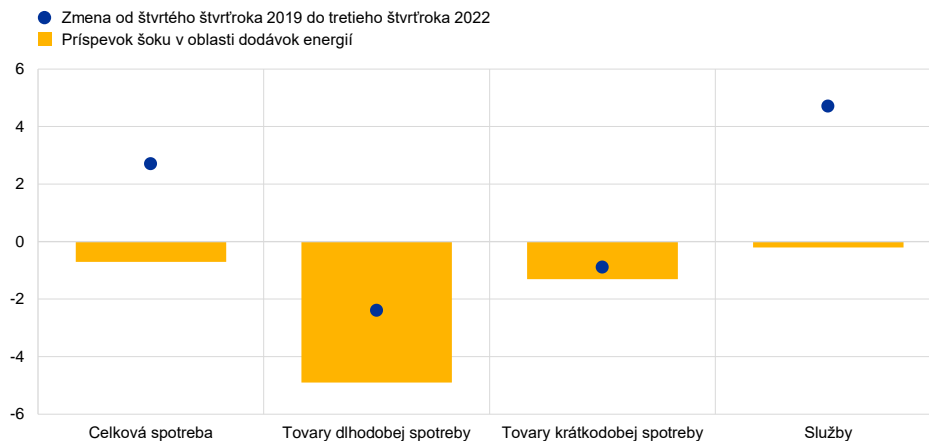
⁷ Browning, M. a Crossley, T.F.: *Shocks, stocks, and socks: smoothing consumption over a temporary income loss*, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 7, No 6, 2009.

⁸ Edelstein, P. a Kilian, L.: *How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?*, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 56, No 6, 2009, pp. 766-779. Stručný pohľad na úlohu tovarov dlhodobej spotreby ako cyklickej hybnéj sily spotreby v eurozóne sa nachádza v článku s názvom *Consumption of durable goods in the euro area*, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2020.

Graf C

Vplyv šokov v oblasti dodávok energií na reálne spotrebiteľské výdavky v eurozóne

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Výsledky sú založené na štyroch individuálnych štrukturálnych vektorových autoregresných (SVAR) modeloch identifikovaných so znamienkovými reštrikciami. Každý model zahŕňa pomer medzi deflátorom HDP a deflátorom súkromnej spotreby ako ukazovateľ výmenných relácií, index HICP, reálny HDP, trojmesačnú sadzbu EURIBOR a buď celkovú súkromnú spotrebu, alebo spotrebu tovarov dlhodobej spotreby, tovarov krátkodobej spotreby alebo služieb. Modely sú odhadnuté pomocou štvrťročných údajov (vyjadrených ako percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu štvrťroku, s výnimkou trojmesačnej sadzby EURIBOR). S cieľom predísť tomu, aby mimoriadne ekonomické výkyvy počas pandémie COVID-19 ovplyvnili odhadované modelové koeficienty, vzorka pokrýva obdobie od prvého štvrťroka 1999 do štvrtého štvrťroka 2019. Tovary krátkodobej spotreby zahŕňajú aj tovary strednodobej spotreby.

Zvýšené ceny energií budú tlmiť reálne spotrebiteľské výdavky aj

v nasledujúcich štvrťrokoch. Keďže ceny energií a neistota zostávajú vysoké, reálny disponibilný príjem domácností bude pravdepodobne na prelome rokov ďalej klesať, čo bude mať negatívny vplyv na spotrebiteľské výdavky, najmä na tovary dlhodobej spotreby, bez ohľadu na pravdepodobný pozitívny vplyv ďalšieho zmierňovania ponukových obmedzení. Napriek relatívnej odolnosti služieb voči rastúcim cenám energií sa v dôsledku postupného slabnutia účinkov opätovného otvorenia ekonomiky spotreba pravdepodobne zníži aj v tomto sektore. Celkovo to poukazuje na výrazne slabšiu dynamiku spotreby v krátkodobom horizonte, čo je v súlade s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2022.

Dynamika miezd v krajinách eurozóny od začiatku pandémie

Katalin Bodnár a Julien Le Roux

Pandémia koronavírusu (COVID-19) a reakcie na ňu mali výrazný vplyv na ukazovatele rastu miezd vo všetkých krajinách eurozóny.¹ V tomto boxe sa skúma vývoj kompenzácií na zamestnanca a na hodinu v jednotlivých krajinách od začiatku pandémie. Zatiaľ čo typ šoku bol vo všetkých krajinách rovnaký, rozsah jeho vplyvu sa líšil. Súviselo to okrem iného s dosahom pandémie na rôzne sektory, ako sú napríklad služby s intenzívnym osobným kontaktom (najmä cestovný ruch). Hoci typ reakcie bol vo všetkých krajinách rovnaký v tom zmysle, že sa zaviedli schémy na udržanie pracovných miest, tieto schémy sa výrazne líšili tak v spôsobe, akým boli zavedené, ako aj v podiele pracovníkov, ktorí sa do nich zapojili. Vo všeobecnosti hospodárske spomalenie po nástupe pandémie spôsobilo v jednotlivých krajinách výrazné zníženie spotreby práce, ktoré sa však prejavilo skôr v nižšom počte odpracovaných hodín na osobu než v poklese zamestnanosti. Naznačuje to, že na rozdiel od čiastočnej kompenzácie za neodpracované hodiny sa kompenzácie na zamestnanca vo všeobecnosti znížili, zatiaľ čo kompenzácie za odpracovanú hodinu sa dokonca dočasne zvýšili.²

Rozdiely medzi schémami na udržanie pracovných miest zavedenými v jednotlivých krajinách prispeli k rôznorodosti vývoja na trhu práce a vývoja miezd. Schémy sa líšili čo do nastavenia, pokrytia a miery subvencovania. Vo väčšine krajín mali formu skráteného pracovného času alebo povinných dovoleníek.³ Hlavný rozdiel medzi týmito schémami spočíval v tom, že v rámci schém skráteného pracovného času zamestnanci pracovali menej, ako bol ich zmluvne dohodnutý pracovný čas, zatiaľ čo v rámci schém povinných dovoleníek zamestnanci nepracovali, ale zostali im pracovné zmluvy (tzv. dočasné prepúšťanie).⁴ V oboch prípadoch bola strata kompenzácií, ktorú by za normálnych okolností prinieslo zníženie počtu odpracovaných hodín na zamestnanca, plne alebo čiastočne nahradená príslušnou národnou vládou. Väčšina schém počítala s kompenzovaním len časti celej mesačnej mzdy a miera podpory sa menila s klesajúcim počtom odpracovaných hodín. V rámci schém skráteného pracovného času bola finančná

¹ Viac v článku s názvom [Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#), *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2022.

² [The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#), *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2020.

³ Klasifikácia schém na udržanie pracovných miest sa nachádza v publikácii Drahokoupil, J. a Müller, T.: [Job retention schemes in Europe, A lifeline during the Covid-19 pandemic](#), *Working Paper*, No 07, 2021, European Trade Union Institute, 2021; a v Eurofound: [COVID-19: Implications for employment and working life](#), COVID-19 series, Publications Office of the European Union, 2021. Treba však poznamenať, že klasifikácia schém na udržanie pracovných miest sa môže v jednotlivých publikáciách mierne líšiť. V tomto boxe sa používa systém klasifikácie, ktorý zaviedli Drahokoupil a Müller. Informácie o vplyve jednotlivých typov schém na udržanie pracovných miest na štatistiku nákladov práce sa nachádza v [metodickej poznámke](#) Eurostatu z 24. apríla 2020: [Labour cost statistics - guidance note on the recording of government schemes related to the COVID-19 crisis](#).

⁴ Dočasné prepúšťanie označuje situáciu, keď sa pracovníci považujú za nezamestnaných, ich pracovná zmluva so spoločnosťou však zostáva zachovaná, a preto sa môžu vrátiť na svoju predchádzajúcu pozíciu za nezmenených podmienok.

podpora vyplácaná zamestnávateľom na základe počtu hodín, ktoré ich zamestnanci neodpracovali, pričom zamestnanci dostávali určitý percentuálny podiel svojej odmeny nezávisle od počtu skutočne odpracovaných hodín. Tieto transfery sa preto započítavali do kompenzácií zamestnancov. Pri schémach povinných dovolení mohli podniky naopak dočasne prepúšťať, pričom dávky sa zamestnancom vyplácali za neodpracované hodiny, a to buď priamo vládami alebo prostredníctvom zamestnávateľov. Tieto transfery sa nezapočítavali do kompenzácií zamestnancov.⁵ Len malý počet krajín využíval schémy mzdových dotácií, v rámci ktorých dotácie prijaté zamestnávateľmi nesúviseli so zmenou počtu odpracovaných hodín na zamestnanca.⁶ Niektoré krajiny eurozóny počas pandemickej krízy realizovali viaceré schémy súbežne, prípadne svoju schému zmenili.

Dva a pol roka po začiatku pandémie sa výrazne zmiernil počiatočný vplyv počtu odpracovaných hodín na osobu na kompenzácie na zamestnanca.

Graf A znázorňuje percentuálnu zmenu kompenzácií na zamestnanca, pričom sa porovnáva predkrízová úroveň s druhým štvrťkom 2020 (najnižšie hodnoty počas krízy vo väčšine krajín) a s tretím štvrťkom 2022 (najnovšie údaje). Počiatočná zmena bola vo veľkej väčšine v zápornom pásme, od –10,9 % v Taliansku do 3,1 % v Holandsku (graf A, časť a). Vzhľadom na výrazne nižší počet odpracovaných hodín sa kompenzácie na hodinu vo všeobecnosti zvýšili. Zmena zaznamenaná v treťom štvrťroku 2022 sa pohybovala v rozpätí od 2,9 % v Grécku do 29,3 % v Estónsku (graf A, časť b). Pri porovnaní najnovších údajov s predpandemickými údajmi boli kompenzácie na hodinu hlavným dôvodom kumulatívneho zvýšenia kompenzácií na zamestnanca vo všetkých krajinách. V niektorých krajinách zároveň došlo k poklesu počtu odpracovaných hodín na zamestnanca. Tento agregovaný obraz však nevyhnutne neznamená, že kompenzácie na hodinu sa v prípade jednotlivých pracovníkov vždy zvýšili. Okrem iných faktorov to môže odrážať meniacu sa štruktúru zamestnanosti. Ani kumulatívna zmena kompenzácií na zamestnanca, ani rozčlenenie miezd na kompenzácie na hodinu a počet odpracovaných hodín na zamestnanca nie sú jasne prepojené s typom zavedenej schémy na udržanie pracovných miest. Dôležitejším z hľadiska miery úpravy spotreby práce a miezd boli iné faktory, ako napríklad špecifické podmienky schém (pokiaľ ide o kritériá oprávnenosti, sektorové pokrytie, trvanie atď.). Úprava počtu odpracovaných hodín na zamestnanca po začiatku pandémie napríklad zvykla byť väčšia, keď schéma zahŕňala možnosť alebo požiadavku odpracovať nula hodín.⁷

⁵ [Systémy skráteného pracovného času a ich vplyv na mzdy a disponibilný príjem](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2020.

⁶ Holandsko využívalo hybridnú schému, v ktorej bola výška dotácie proporcionálna k poklesu príjmov. Ďalšie informácie sú v [Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond](#), OECD, 2020.

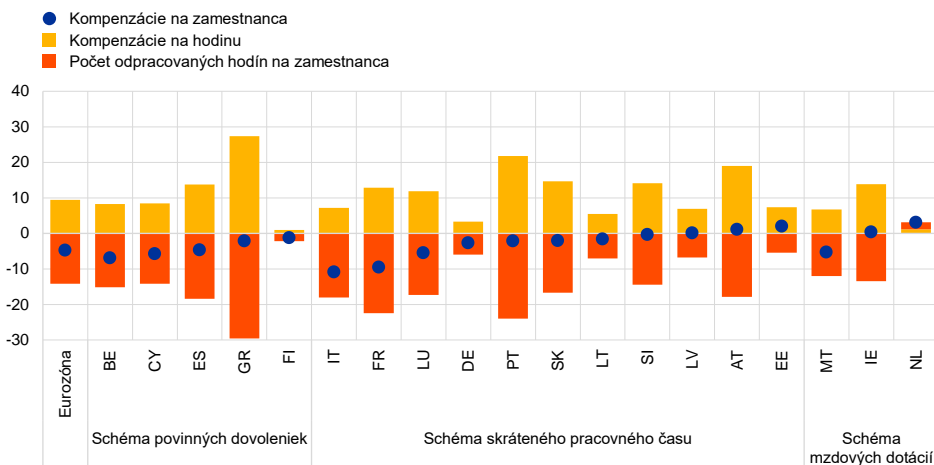
⁷ Úpravu spotreby práce ovplyvnili aj ďalšie faktory. Napríklad v Španielsku, kde je veľký podiel dočasných pracovných zmlúv, bola zamestnanosť pomerne vysoká.

Graf A

Kompenzácie na zamestnanca a ich štruktúra počas pandémie

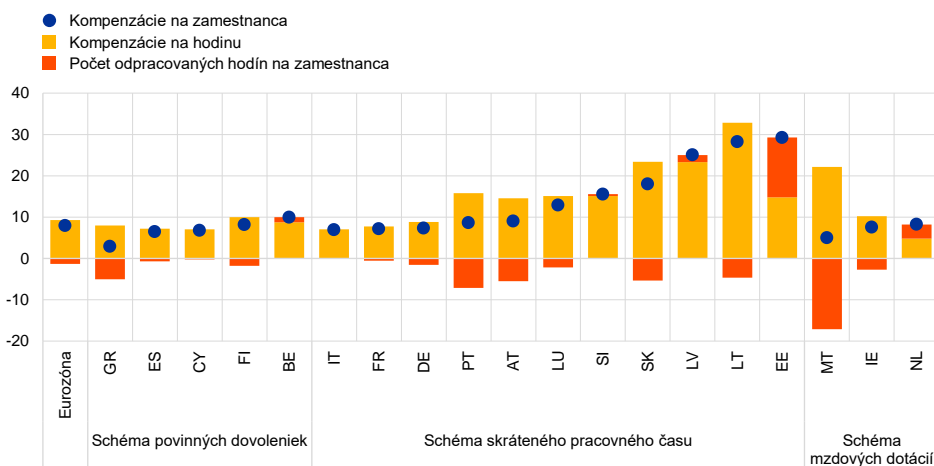
a) Zmena v druhom štvrtroku 2020 v porovnaní so štvrtým štvrtrokom 2019

(miera rastu v % a príspevky v p. b.)



b) Zmena v treťom štvrtroku 2022 v porovnaní so štvrtým štvrtrokom 2019

(miera rastu v % a príspevky v p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za prvý štvrtrok 2022 v prípade Írska, za druhý štvrtrok 2022 v prípade Talianska a Holandska a za tretí štvrtrok 2022 v prípade ostatných krajín.

Napriek rozsahu pandemického šoku a rôznemu vplyvu, ktorý mohol mať na jednotlivé sektory, sa sektorové zmeny v štruktúre rastu miezd v jednotlivých krajinách zdajú byť iba obmedzené. Vzhľadom na historicky významný rozsah šoku sa dalo očakávať, že zmeny v štruktúre pracovnej sily ovplyvnia celkový rast miezd. Stáva sa tak napríklad vždy, keď šok zasiahne sektory s vyššími a nižšími mzdami v rôznej miere. Vzhľadom na nedostatok podrobných porovnateľných mikroúdajov z jednotlivých krajín za obdobie pandémie je možné tieto zmeny preskúmať len na širokej sektorovej úrovni, ktorá je dostupná v rámci národných účtov. Tieto údaje ukazujú, že vo väčšine krajín zostali implikované štrukturálne účinky na celkový rast miezd malé (graf B).⁸ Viedli k zvýšeniu rastu miezd, keďže sa

⁸ Zodpovedá to tiež zisteniam z globálnej finančnej krízy. Viac v článku s názvom [The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth](#), *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2019.

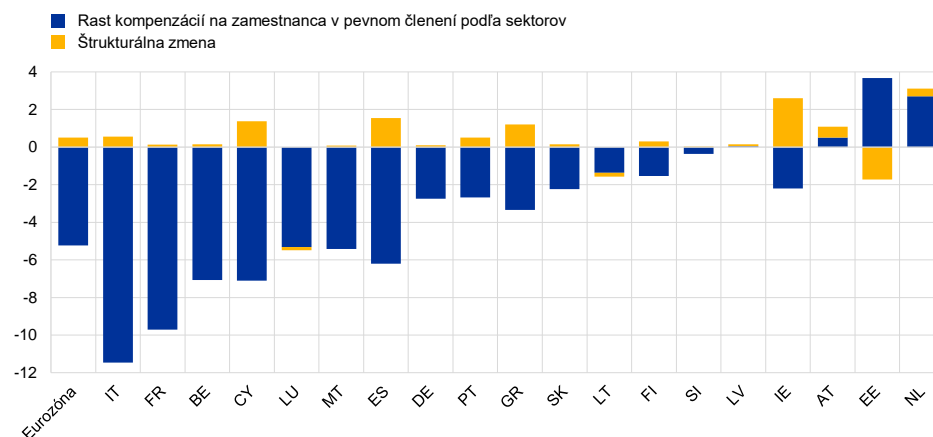
znížil podiel zamestnanosti v sektoroch s nižšou mzdovou úrovňou – predovšetkým v službách s intenzívnym osobným kontaktom –, zatiaľ čo v sektoroch s vyššou mzdovou úrovňou – častejšie v sektoroch bez intenzívneho osobného kontaktu – sa tento podiel zvýšil.⁹

Graf B

Sektorové štrukturálne vplyvy v prípade rastu kompenzácií na zamestnanca

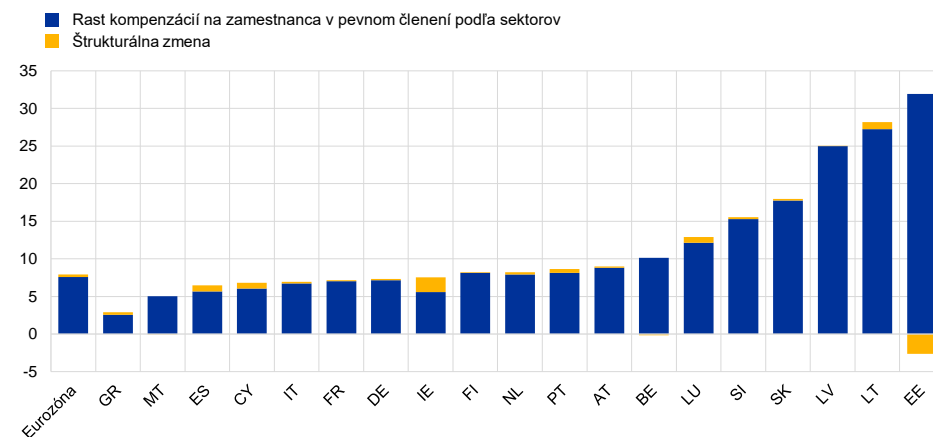
a) Druhý štvrťrok 2020 v porovnaní so štvrtým štvrťrokom 2019

(percentuálna zmena)



b) Tretí štvrťrok 2022 v porovnaní so štvrtým štvrťrokom 2019

(percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2022 v prípade Írska, za druhý štvrťrok 2022 v prípade Talianska a Holandska a za tretí štvrťrok 2022 v prípade ostatných krajín. Rast kompenzácií na zamestnanca v pevnom členení podľa sektorov je vypočítaný pomocou váh zamestnanosti v jednotlivých sektoroch, ktoré sa v poslednom štvrťroku 2019 nezmenili. Pri tomto výpočte sa používajú sektory NACE 10.

Vplyv schém na udržanie pracovných miest zakrýva vplyv typických faktorov určujúcich mzdovú infláciu, ako je rast produktivity alebo miera nedostatku pracovných síl na trhu práce. V pozadí však tieto faktory pôsobili aj naďalej

⁹ Podobne zostali obmedzené aj zmeny v štruktúre rastu kompenzácií na hodinu, hoci boli celkovo väčšie ako v prípade kompenzácií na zamestnanca.

a môžu pomôcť vysvetliť rôzne intenzity rastu miezd.¹⁰ Výrazný rast produktivity zaznamenaný v pobaltských štátoch napríklad mohol podporiť výrazný rast miezd po odznení okamžitých účinkov pandémie.¹¹ Podobne mohli k rôznym zmenám miezd viesť aj rôzne situácie na trhu práce, napríklad v dôsledku určitej sektorovej špecializácie alebo demografických faktorov. V krajinách s najvyššou mierou nezamestnanosti bol počas celého obdobia po pandémii zaznamenaný aj najmiernejší rast miezd. Vzhľadom na existujúce skreslenia, ako aj na rozdielne inštitúcie a podmienky na trhu práce pred pandémiou je však náročné ustáliť pevný vzťah medzi mzdami, produktivitou a nevyužitými kapacitami na trhu práce.

V rámci oživenia po pandémii sa v jednotlivých krajinách eurozóny začal zmierňovať skresľujúci vplyv schém na udržanie pracovných miest na rast miezd. Zatiaľ čo v druhom štvrtroku 2020 predstavovali pracovníci zapojení do schém na udržanie pracovných miest viac ako 15 % pracovnej sily v eurozóne, v treťom štvrtroku 2022 sa tento podiel odhaduje na menej ako 1 %, čo prispieva k menšiemu skresleniu pri meraní mzdového vývoja. S ústupom pandémie však vo všetkých krajinách začal rast miezd ovplyvňovať prudký rast inflácie, pričom medzi jednotlivými krajinami existujú výrazné rozdiely vo výške inflácie a v miere jej prenosu do miezd. Tieto rozdiely vyplývajú zo spôsobu tvorby miezd a z ďalších štrukturálnych charakteristík, z rôznych vládnych opatrení ovplyvňujúcich infláciu, z miezd a rozdielných cyklických pozícií jednotlivých krajín. Tieto faktory by v budúcnosti opäť mohli predstavovať zdroj rozdielov vo vývoji miezd v jednotlivých krajinách.

¹⁰ [The impact of the COVID-19 pandemic on labour productivity growth](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2021. Prehľadovanie kapitálu – a investície – ktoré je určujúcim faktorom produktivity práce, sa počas pandémie COVID-19 v jednotlivých krajinách do istej miery líšilo. Viac napríklad v článku s názvom [The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2022.

¹¹ Napríklad [Diagnostic of Estonia, Latvia and Lithuania](#), European Bank for Reconstruction and Development, April 2022.

5 Prístup podnikov k financovaniu a hospodársky cyklus: zistenia prieskumu SAFE

Giada Durante, Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund a Timo Reinelt

V tomto boxe sa skúma, ako medzery vo financovaní, ktorým čelia podniky v eurozóne, a očakávania podnikov týkajúce sa dostupnosti financovania v budúcnosti súvisia so súčasnými a budúcimi makroekonomickými výstupmi.

Pokračujúci proces normalizácie menovej politiky vedie k postupnému sprísňovaniu podmienok financovania a ovplyvňuje ponuku vonkajšieho financovania v rámci štandardnej transmisie menovej politiky. Kľúčovou otázkou je vplyv zmien podmienok financovania a prístupu k financovaniu tak na rast samotných podnikov, ako aj na agregovaný rast. Podrobné informácie o podmienkach financovania podnikov v eurozóne poskytuje [prieskum o prístupe podnikov k financovaniu \(Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE\)](#). Prieskum SAFE sa uskutočňuje od roku 2009, dvakrát ročne, pričom jeho respondentmi je približne desaťtisíc podnikov v celej eurozóne. V tomto boxe sa analyzuje prepojenie medzi makroekonomickým vývojom a dvoma hlavnými ukazovateľmi prieskumu SAFE: i) zmenou medzery vo vonkajšom financovaní, ktorá je definovaná ako rozdiel medzi zmenou dopytu po vonkajšom financovaní a zmenou jeho dostupnosti, a ii) zmenou očakávaní podnikov, pokiaľ ide o dostupnosť bankových úverov.¹

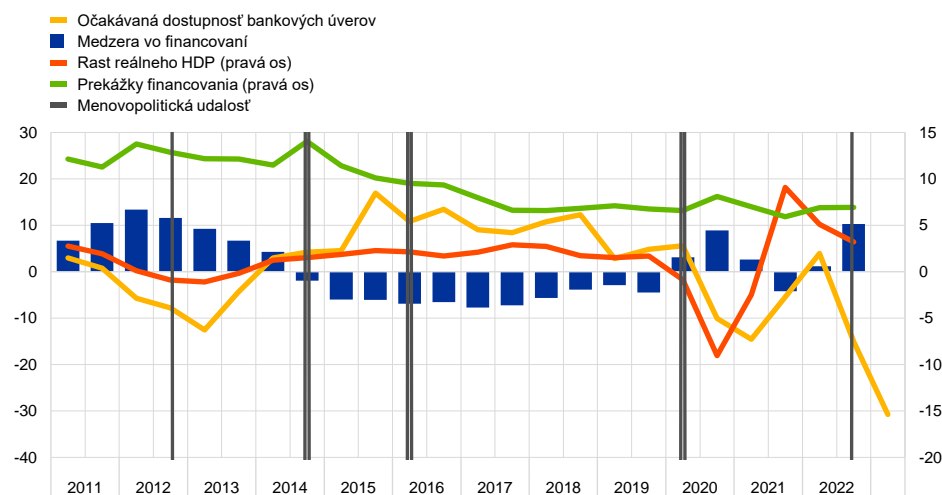
V súčasnej situácii podniky v eurozóne vykazujú zväčšovanie medzier vo financovaní a očakávajú pokles dostupnosti bankových úverov v budúcnosti (graf A). V podstate od začiatku prieskumu SAFE v roku 2009 existuje inverzný vzťah medzi zmenou medzery vo financovaní a zmenou očakávaní budúcej dostupnosti bankových úverov. Okrem toho, rast hospodárskej aktivity v eurozóne (t. j. kladné miery rastu reálneho HDP) bol zvyčajne paralelný so znižovaním medzier vo financovaní podnikov, ako aj s väčším optimizmom podnikov, pokiaľ ide o dostupnosť bankových úverov v budúcnosti. Vývoj týchto ukazovateľov bol v minulosti ovplyvnený hospodárskym cyklom eurozóny aj menovou politikou ECB. Počas krízy štátneho dlhu v rokoch 2011 – 2013 sa výrazne zväčšili medzery vo financovaní podnikov v eurozóne, čo naznačovalo ťažkosti podnikov pri krytí svojich potrieb vonkajšieho financovania. Vďaka následnému uvoľňovaniu menovej politiky ECB sa medzery vo financovaní postupne znižovali a zlepšili sa aj očakávania týkajúce sa dostupnosti bankových úverov. Po vypuknutí pandémie koronavírusu (COVID-19) v roku 2020 sa podmienky financovania prudko zhoršili, neskôr sa však v dôsledku opatrení menovej politiky a podpory zo strany verejného sektora opäť stabilizovali. Zhoršenie preto bolo len dočasné. V prostredí spomaľujúceho sa hospodárskeho rastu, zvyšujúcej sa inflácie a normalizácie menovej politiky začali podniky v poslednom období signalizovať narastajúce medzery vo financovaní, pričom v období od októbra 2022 do marca 2023 očakávajú pokles dostupnosti bankových úverov.

¹ Bankové úvery sú najpoužívanejším zdrojom vonkajšieho financovania podnikov v eurozóne.

Graf A

Zmeny medzery vo financovaní, očakávanej dostupnosti bankových úverov a prekážok financovania, ako ich vykazujú podniky v eurozóne, a vývoj rastu reálneho HDP eurozóny

(vážené čisté saldo medzery vo vonkajšom financovaní, čistá percentuálna zmena očakávanej dostupnosti financovania, analizovaná percentuálna zmena)



Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE) a Eurostat.

Poznámka: Ukazovateľ medzery vo financovaní kombinuje potreby financovania a dostupnosť bankových úverov na úrovni podnikov. Pre každý z piatich finančných nástrojov má ukazovateľ vnímanej zmeny medzery vo financovaní hodnotu 1 (–1), ak sa potreba zvýši (zníži) a dostupnosť sa zníži (zvýši). Ak podniky vnímajú len jednostranné zväčšenie (zmenšenie) medzery vo financovaní, príslušnej premennej sa priradí hodnota 0,5 (–0,5). Kladná hodnota ukazovateľa vyjadruje zväčšovanie medzery vo financovaní. Hodnoty sa vynásobia 100, aby sa získali vážené čisté saldá v percentách. Prvá zvislá sivá čiara označuje oznámenie priamych menových transakcií; druhá zvislá sivá čiara označuje začiatok prvej série cieľených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO I) a politiky záporných úrokových sadzieb; tretia zvislá sivá čiara označuje začiatok operácií TLTRO II a programu nákupu aktív podnikového sektora; štvrtá zvislá sivá čiara označuje začiatok núdzového pandemického programu nákupu aktív a operácií TLTRO III; posledná zvislá sivá čiara označuje zvýšenie troch kľúčových úrokových sadzieb ECB o 50 bázických bodov a schválenie nástroja na ochranu transmisie menovej politiky (Transmission Protection Instrument – TPI) v júli 2022.

Ani napriek nedávnomu zvýšeniu úverových nákladov neboli podniky v eurozóne osobitne znepokojené, pokiaľ ide o prístup k financovaniu (graf A).

V poslednom kole prieskumu zostal percentuálny podiel podnikov, ktoré vykázali prekážky pri získavaní bankových úverov, v porovnaní s predchádzajúcimi kolami prieskumu viac-menej nezmenený, k čomu prispela najmä nezmenená ochota bánk poskytovať úvery.²

Sprísňovanie menovej politiky zväčšuje medzery vo financovaní podnikov a znižuje ich očakávania dostupnosti bankových úverov v budúcnosti (graf B).

Ekonometrické posúdenie umožňuje lepšie kvantitatívne zhodnotiť transmisiu menovej politiky do podmienok financovania podnikov. Na tento účel sa používajú čiastkové projekcie,³ ktoré odhadujú, ako medzery vo financovaní podnikov a ich očakávania týkajúce sa dostupnosti bankových úverov v budúcnosti (merané na agregovanej úrovni pomocou čistých sald podnikov) reagujú na identifikované

² Ukazovateľom prekážok financovania je súčet percentuálnych podielov podnikov, ktoré vykázali zamietnutie žiadosti o úver, iba čiastočné uspokojenie žiadosti o úver, alebo odmietli schválený úver z dôvodu príliš vysokých úverových nákladov, a percentuálneho podielu podnikov, ktoré o úver nepožiadali z obavy zo zamietnutia. Viac v [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022](#), ECB, June 2022.

³ Jorda, Oscar: [Estimation and inference of impulse responses by local projections](#), *American Economic Review*, Vol. 95, No 1, March 2005, pp. 161–182.

menovopolitické šoky.⁴ Tieto šoky sa tu merajú pomocou cieľového faktora podľa Altavilla a kol. (2019), ktorý zachytáva prekvapenia vo vývoji úrokových sadzieb na kratšom konci výnosovej krivky v súvislosti s oznámeniami menovopolitických rozhodnutí ECB.⁵ Graf B ukazuje, že menovopolitické šoky majú výrazný vplyv na medzery vo financovaní podnikov a na ich očakávania budúcej dostupnosti bankových úverov v horizonte dvoch rokov. Odhaduje sa, že menovopolitický šok v rozsahu jednej štandardnej odchýlky, čo zodpovedá šoku jednomesačnej sadzby OIS v rozsahu 4 bázických bodov, spôsobí zväčšenie medzery vo financovaní priemerného podniku približne o 3 percentuálne body za šesť mesiacov.⁶ Na porovnanie, od roku 2009 bola štandardná odchýlka zmeny medzery vo financovaní na úrovni 7 %. Rovnaký šok má za následok pokles čistého podielu podnikov očakávajúcich zvýšenie dostupnosti bankových úverov o 5 percentuálnych bodov. Tieto účinky pretrvávajú až dva roky po šoku, čo naznačuje, ako menová politika ovplyvňuje podmienky financovania podnikov prostredníctvom ponuky úverov. Potvrdzujú sa tým zistenia z predchádzajúcich štúdií, podľa ktorých očakávania týkajúce sa financovania zohrávajú dôležitú úlohu v kanáli bankových úverov v rámci menovej politiky.⁷ Zmena skutočných úverových podmienok ovplyvňuje aj vzájomné pôsobenie medzi zmenou dostupnosti bankových úverov a zmenou dopytu po nich.

⁴ Čiastková projekcia je založená na sekvencii regresii špecifikovaných ako $y_{t+h} - y_{t-1} = a^h + b^h \varepsilon_t^{MP} + u_t^h$ pre $h = 0, \dots, 4$, kde y_t sú zmeny medzery vo financovaní alebo očakávaní financovania, a to na základe prieskumu SAFE v kole t . Koeficienty $\{b^h\}$ vyjadrujú reakčnú funkciu medzery vo financovaní alebo očakávaní dostupnosti bankových úverov v budúcnosti vzhľadom na identifikovaný menovopolitický šok ε_t^{MP} .

⁵ Uvedený šok je v tejto súvislosti vhodný, keďže nefinančné spoločnosti zvyčajne využívajú bankové úvery s úrokovými sadzbami fixovanými na menej ako jeden rok. V našej vzorke sa cieľový faktor pohybuje od -8,6 do 10,4 bázického bodu. Viac v Altavilla, C., Brugnolini, L., Gurkaynak, R. S., Motto, R. a Ragusa, G.: [Measuring euro area monetary policy](#), *Journal of Monetary Economics*, Vol. 108, December 2019, pp. 162–179.

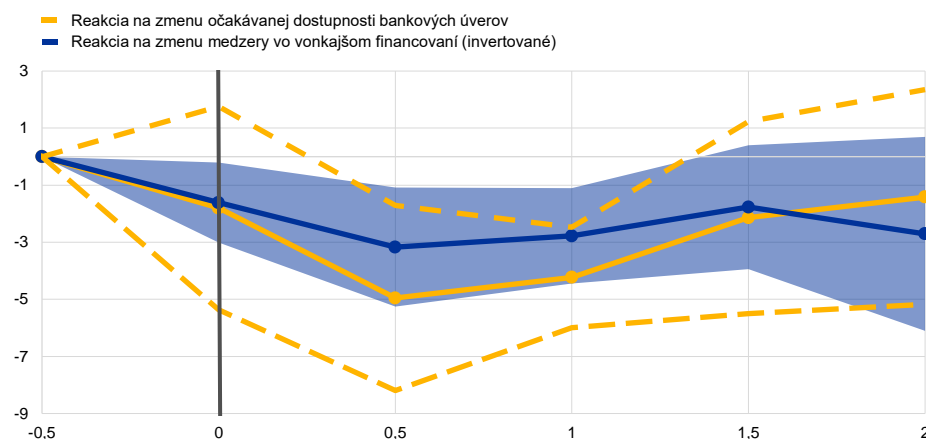
⁶ Pre porovnanie, najväčší menovopolitický šok vo vzťahu k jednomesačnej sadzbe OIS predstavuje v skúmanej vzorke približne 10 bázických bodov.

⁷ Ferrando, A., Popov, A. a Udell, G.: [Unconventional monetary policy, funding expectations and firm decisions](#), *European Economic Review*, Vol. 149, October 2022.

Graf B

Reakcia medzier vo financovaní podnikov a ich očakávaní dostupnosti bankových úverov v budúcnosti na identifikovaný menovopolitický šok

(vodorovná os: roky po šoku, zvislá os: zmena v p. b. v porovnaní s obdobím pred šokom)



Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE), Altavilla et al. (2019), výpočty ECB.

Poznámka: Reakcia medzier vo financovaní podnikov a čisté percento podnikov, ktoré vykazujú očakávaný nárast dostupnosti bankových úverov počas nasledujúcich šiestich mesiacov po menovopolitickom šoku v rozsahu jednej štandardnej odchýlky. Použitý šok predstavuje cieľový faktor zavedený v Altavilla a kol. (2019), ktorý zachytáva menovopolitické prekvapenia na veľmi krátkom konci krivky sadzby OIS v súvislosti s oznámeniami menovopolitických rozhodnutí ECB. Na odhadnutie vplyvu menovopolitických šokov na premenné prieskumu SAFE sa používajú čiastkové projekcie (Jorda, 2005). Oblasti vyznačené farebnou plochou a prerušovanou čiarou predstavujú 95 % intervaly spoľahlivosti podľa Newey-West.

So zväčšujúcimi sa medzerami vo financovaní zvykne narastať znepokojenie podnikov, pokiaľ ide o prístup k financovaniu v budúcnosti. To naznačuje, že zmeny medzier vo financovaní ovplyvňujú vyhliadky rastu podnikov (graf C).

Prírodný spôsob, ako posúdiť vplyv meniacich sa podmienok financovania na reálnu ekonomiku, je analýza ich dosahu na podnikateľský sentiment. Pri meraní podnikateľského sentimentu v rámci prieskumu SAFE sú podniky vyzvané, aby uviedli, do akej miery majú obavy v súvislosti s prístupom k financovaniu.⁸ Celkovo podniky v posledných rokoch nepovažovali prístup k financovaniu za svoju hlavnú obavu, pravdepodobne v dôsledku dlhšieho obdobia menovej akomodácie.⁹ S normalizáciou menovej politiky sa to však môže zmeniť. Pri skúmaní vzťahu medzi medzerami vo financovaní a obavami podnikov v súvislosti s prístupom k financovaniu sa používajú údaje na úrovni jednotlivých podnikov. Graf C zobrazuje koreláciu medzi medzerami vo financovaní a úrovňou obáv v súvislosti s prístupom k financovaniu. Odpovede podnikov od roku 2009 sa pritom rozdelia do skupín podľa závažnosti ich obáv v súvislosti s prístupom k financovaniu, po odstránení spoločných odchýlok v rámci krajín a časových období a vypočítaní priemernej úrovne obáv jednotlivých skupín v súvislosti s financovaním. Pozitívna korelácia naznačuje, že podniky s veľkými medzerami vo financovaní vnímajú prístup k financovaniu ako naliehavejšiu obavu. Medzery vo financovaní sa preto zdajú byť

⁸ Podniky odpovedajú na otázky týkajúce sa financovania, ako aj rôznych ďalších problémov, na stupnici od 1 (vôbec nie dôležité) do 10 (mimoriadne dôležité). Odvođený ukazovateľ sa zvyčajne používa na zistenie relatívnej dôležitosti financovania vo vzťahu k iným problémom ovplyvňujúcim podniky, ako sú rastúce výrobné náklady a náklady práce alebo ťažkosti pri hľadaní zákazníkov.

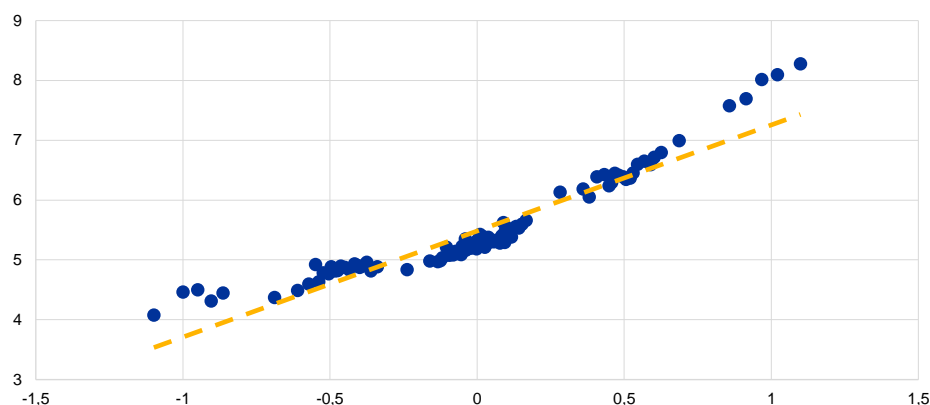
⁹ [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022](#), ECB, June 2022.

relevantné z hľadiska celkového sentimentu podnikov a je možné, že skutočne ovplyvňujú ich vyhladky budúceho rastu.

Graf C

Vzťah medzi obavami v súvislosti s prístupom k financovaniu a medzerami vo financovaní na úrovni podnikov

(vodorovná os: reziduálna zmena medzery vo vonkajšom financovaní, zvislá os: reziduálny stupeň obáv)



Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE), výpočty ECB.

Poznámka: Skladaný bodový graf znázorňujúci vzťah medzi medzerou vo financovaní prostredníctvom bankových úverov a stupňom obáv podnikov v súvislosti s prístupom k financovaniu, podmienený fixnými efektmi krajiny a času.

Medzery vo financovaní a očakávania týkajúce sa dostupnosti bankových úverov súvisia so súčasným a budúcim rastom reálneho HDP.

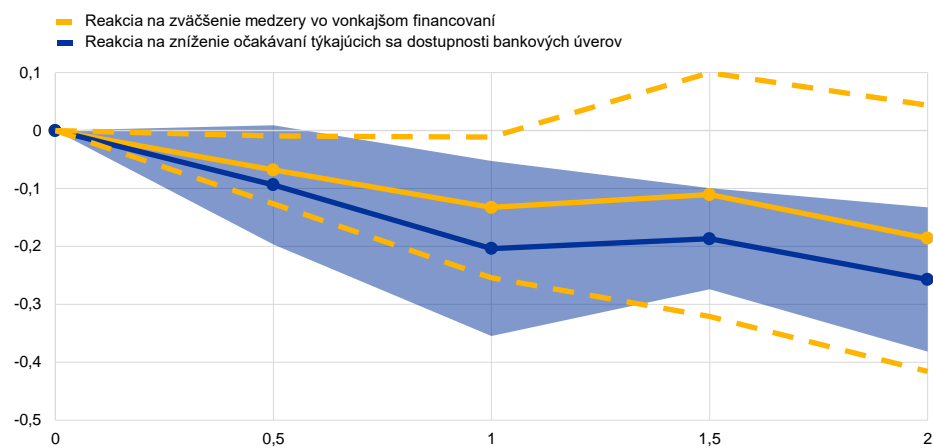
Hoci dostupnosť vonkajšieho financovania podnikov ovplyvňuje ich podnikateľský sentiment, je dôležité preskúmať súvislosť s makroekonomickými výstupmi. Priemerný vývoj rastu HDP eurozóny vyplývajúci z čistých zmien medzier vo financovaní a očakávaní podľa prieskumu SAFE ako ukazovateľov zmien podmienok financovania sa odhaduje pomocou čiastkových projekcií.¹⁰ Hoci odhady nemožno považovať za kauzálne efekty, poskytujú indikáciu priemerného budúceho vývoja po určitej zmene ukazovateľov prieskumu SAFE. Ako vyplýva z grafu D, po zvýšení ukazovateľa medzery vo financovaní alebo znížení salda očakávaní dostupnosti bankových úverov v budúcnosti o 1 percentuálny bod sa reálny HDP eurozóny znížil v nasledujúcom roku v priemere asi o 0,2 % viac ako v prípade žiadnej zmeny týchto ukazovateľov financovania, pričom mierny vplyv pretrval aj v nasledujúcom roku. Odhaduje sa, že tieto účinky sú podmienené súčasným a oneskoreným rastom HDP, a teda že používajú informačný obsah z prieskumu SAFE nad rámec aktuálne pozorovateľného vývoja hospodárskeho cyklu. Odhadované účinky sú trvalého charakteru, najmä pokiaľ ide o zmeny očakávaní podnikov týkajúcich sa dostupnosti financovania. Naznačuje to, že výhľadové premenné, ktoré sú jedinečným znakom prieskumu SAFE, obsahujú užitočné informácie na pochopenie budúceho vývoja hospodárstva eurozóny.

¹⁰ Podobné zhodnotenie vzťahu medzi informáciami z prieskumu úverovej aktivity bánk a budúcim objemom úverov sa nachádza v boxe s názvom Aké informácie poskytuje prieskum úverovej aktivity bánk v eurozóne o budúcom vývoji úverov? v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

Graf D

Priemerný vývoj reálneho HDP eurozóny po zhoršení podmienok financovania alebo očakávanej dostupnosti bankových úverov v porovnaní s nulovým zhoršením

(vodorovná os: roky po šoku, zvislá os: kumulovaný rast v % v porovnaní s obdobím pred šokom)



Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE), výpočty ECB.

Poznámka: Priemerný kumulovaný vývoj rastu reálneho HDP eurozóny po zmenách medzier vo financovaní podnikov a čistého percentuálneho podielu podnikov, ktoré vykázali očakávané zvýšenie dostupnosti bankových úverov. Čiastkové projekcie (Jorda, 2005) zahŕňajú súčasný a minulý rast HDP ako kontrolné premenné. Oblasť vyznačená farebnou plochou a prerušovanou čiarou predstavujú 95 % intervaly spoľahlivosti podľa Newey-West.

6 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 27. júla do 1. novembra 2022

Juliane Kinsele a Christian Lizarazo

V tomto boxe sa opisuje stav likvidity a menovopolitické operácie ECB počas piateho a šiesteho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2022. Tieto dve udržiavacie obdobia trvali spoločne od 27. júla do 1. novembra 2022 (sledované obdobie), zahŕňali teda obdobie, keď ECB pristúpila k zvýšeniu úrokových sadzieb menovej politiky.

Po skončení obdobia záporných úrokových sadzieb menovej politiky v júli 2022 došlo k zmenám rôznych autonómnych faktorov, najmä vládnych vkladov, ktoré mali vplyv na zloženie nadbytočnej likvidity. Zvýšenie kľúčových úrokových sadzieb menovej politiky ECB počas piateho udržiavacieho obdobia o 50 bázických bodov, čím sa skončilo obdobie záporných menovopolitických sadzieb, a o ďalších 75 bázických bodov počas šiesteho udržiavacieho obdobia spôsobilo pokles čistých autonómnych faktorov a zmeny v súvahe Eurosystemu.

Priemerná nadbytočná likvidita v bankovom systéme eurozóny sa počas piateho a šiesteho udržiavacieho obdobia v roku 2022 zvýšila o 46,5 mld. € na novú rekordnú úroveň 4 569,7 mld. €. Celkové zvýšenie bolo spôsobené najmä poklesom autonómnych faktorov absorbujúcich likviditu. K nárastu došlo najmä v piatom udržiavacom období, a to vzhľadom na všeobecne očakávané zvýšenie úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií na kladnú úroveň od šiesteho udržiavacieho obdobia. V sledovanom období sa zároveň znížil objem likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky.

Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy, sa v sledovanom období znížila o 96,2 mld. € a dosiahla 2 506,6 mld. €. Pokles v porovnaní s dvoma predchádzajúcimi udržiavacími obdobiami bol takmer výlučne spôsobený znížením čistých autonómnych faktorov o 100 mld. € na 2 343,7 mld. €, pod ktorý sa podpísal pokles autonómnych faktorov absorbujúcich likviditu (tabuľka A, časť s názvom Ostatné informácie o likvidite). Zároveň došlo len k nepatrnému nárastu povinných minimálnych rezerv o 3,8 mld. € na 162,9 mld. €.

Autonómne faktory absorbujúce likviditu boli počas sledovaného obdobia ovplyvnené zvyšovaním menovopolitických sadzieb ECB, čo spôsobilo ich pokles o 105,3 mld. € na 3 280 mld. €, a to najmä v dôsledku nižšieho objemu vládnych vkladov a hodnoty bankoviek v obehu. Vládne vklady (tabuľka A, časť s názvom Pasíva) klesli v sledovanom období v priemere o 97,4 mld. € na 545,3 mld. €, pričom k ich poklesu došlo najmä v piatom udržiavacom období. Po skončení uplatňovania záporných úrokových sadzieb menovej politiky v júli 2022

a v očakávaní zvýšenia úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií na kladnú úroveň na septembrovom zasadnutí Rady guvernérov ECB sa úrady pre správu dlhu rozhodli znížiť svoje likviditné rezervy v Eurosysteme a snažili sa nájsť alternatívne úložiská pre svoje finančné prostriedky. Po ďalšom zvýšení úrokových sadzieb menovej politiky v septembri, najmä úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií na 0,75 %, Rada guvernérov rozhodla o dočasnom zrušení nulovej sadzby úročenia vládnych vkladov a o úročení týchto vkladov nižšou spomedzi úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií a krátkodobej eurovej sadzby (€STR). Toto opatrenie má zostať v platnosti do 30. apríla 2023. Cieľom tohto rozhodnutia bolo zabrániť ďalšiemu náhlemu odlevu vládnych vkladov na trh, čo by mohlo narušiť transmisiu menovej politiky a riadne fungovanie trhu. V dôsledku tohto opatrenia bol pokles priemerných vládnych vkladov iba mierny, keď sa v šiestom udržiavacom období znížili o 17,2 mld. € na 536,7 mld. €. Priemerná hodnota bankoviek v obehu klesla v sledovanom období o 22,3 mld. € na 1 574,5 mld. €. Pre zníženie držby bankoviek sa banky rozhodli najmä v súvislosti s ukončením uplatňovania záporných úrokových sadzieb menovej politiky. V minulosti banky zvýšili objem pokladničnej hotovosti v držbe, a to v súvislosti so zápornými úrokovými sadzbami menovej politiky. Vzhľadom na to, že úroková sadzba jednodňových sterilizačných operácií sa v súčasnosti nachádza v kladnom pásme, s touto držbou sa spájajú oportunitné náklady, čo banky vedie k optimalizácii riadenia hotovosti a rýchlemu znižovaniu objemu pokladničnej hotovosti, ktorý od konca júna do konca októbra klesol o 40 mld. €. Uvoľnenie likvidity prostredníctvom nižších vládnych vkladov a hodnoty bankoviek v obehu bolo len nepatrne kompenzované ostatnými autonómnymi faktormi, ktoré sa v sledovanom období zvýšili o 14,5 mld. € na 1 160,2 mld. €.

Autonómne faktory poskytujúce likviditu mierne vzrástli o 5,4 mld. € na 936,6 mld. €. Nárast čistých zahraničných aktív o 14,6 mld. € bol viac ako vykompenzovaný poklesom čistých aktív denominovaných v eurách.

Prehľad vyššie spomínaných autonómnych faktorov¹ a ich zmien je uvedený v tabuľke A.

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

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosysteme

Pasíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie 27. júl – 1. november 2022						Predchádzajúce sledované obdobie 20. apríl – 26. júl 2022	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie 27. júl – 13. september		Šieste udržiavacie obdobie 14. september – 1. november		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory absorbujúce likviditu	3 280,0	(-105,3)	3 329,7	(-106,7)	3 230,3	(-99,4)	3 385,3	(+63,4)
Bankovky v obehu	1 574,5	(-22,3)	1 585,3	(-18,6)	1 563,7	(-21,6)	1 596,9	(+33,6)
Vládne vklady	545,3	(-97,4)	553,9	(-113,7)	536,7	(-17,2)	642,7	(-12,4)
Ostatné autonómne faktory (čisté) ¹	1 160,2	(+14,5)	1 190,5	(+25,6)	1 129,9	(-60,6)	1 145,7	(+42,3)
Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy	1 971,2	(-1 871,8)	3 774,7	(-7,8)	167,6	(-3 607,1)	3 843,0	(+84,3)
Povinné minimálne rezervy²	162,9	(+3,8)	161,4	(+0,5)	164,4	(+3,0)	159,1	(+3,7)
Jednodňové sterilizačné operácie	2 598,5	(+1 918,3)	707,0	(+28,3)	4 490,0	(+3 783,0)	680,2	(-50,2)
Dolaďovacie operácie na stiahnutie likvidity	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Zdroj: ECB.

Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokrúhlené na najbližších 0,1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcej revízii alebo predchádzajúcemu udržiavaciemu obdobiu. Po pozastavení dvojstupňového systému sa z tabuľky vypustili informácie o oslobodených nadbytočných rezervách.

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, preto by nemala byť zahrnutá do výpočtu celkových záväzkov.

Aktíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie 27. júl – 1. november 2022						Predchádzajúce sledované obdobie 20. apríl – 26. júl 2022	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie 27. júl – 13. september		Šieste udržiavacie obdobie 14. september – 1. november		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory poskytujúce likviditu	936,6	(-5,4)	891,7	(-58,0)	981,6	(+89,8)	942,0	(+42,0)
Čisté zahraničné aktíva	952,9	(+14,6)	950,1	(+6,3)	955,8	(+5,7)	938,3	(+38,1)
Čisté aktíva v eurách	-16,3	(-20,0)	-58,3	(-64,3)	25,8	(+84,1)	3,7	(+3,9)
Nástroje menovej politiky	7 076,3	(-49,6)	7 081,4	(-27,7)	7 071,0	(-10,4)	7 125,9	(+59,5)
Operácie na voľnom trhu	7 076,3	(-49,6)	7 081,4	(-27,7)	7 071,0	(-10,4)	7 125,9	(+59,5)
Úverové operácie	2 124,7	(-53,7)	2 126,6	(-23,7)	2 122,7	(-3,9)	2 178,3	(-22,5)
Hlavné refinančné operácie	2,8	(+2,1)	1,7	(+0,7)	4,0	(+2,2)	0,7	(+0,4)
Trojmesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO)	1,2	(+0,9)	0,8	(+0,4)	1,6	(+0,8)	0,3	(+0,2)
Tretí program cieľných dlhodobejších refinančných operácií (TLTRO III)	2 118,7	(-55,9)	2 121,7	(-24,7)	2 115,7	(-6,0)	2 174,6	(-22,6)
Núdzové pandemické dlhodobejšie refinančné operácie (PELTRO)	2,0	(-0,8)	2,4	(-0,2)	1,5	(-0,9)	2,8	(-0,4)
Portfóliá priamych nákupov ¹	4 951,6	(+4,0)	4 954,8	(-4,0)	4 948,3	(-6,6)	4 947,6	(+82,0)
Jednodňové refinančné operácie	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Zdroj: ECB.

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

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

Ostatné informácie o likvidite

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie 27. júl – 1. november 2022						Predchádzajúce sledované obdobie 20. apríl – 26. júl 2022	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie 27. júl – 13. september		Šieste udržiavacie obdobie 14. september – 1. november		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Celková spotreba likvidity ¹	2 506,6	(-96,2)	2 599,7	(-48,3)	2 413,4	(-186,4)	2 602,8	(+25,3)
Čisté autonómne faktory ²	2 343,7	(-100,0)	2 438,3	(-48,8)	2 249,0	(-189,3)	2 443,7	(+21,6)
Nadbytočná likvidita ³	4 569,7	(+46,5)	4 481,7	(+20,6)	4 657,6	(+175,9)	4 523,1	(+34,1)

Zdroj: ECB.

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

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

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

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

Vývoj úrokových sadzieb

(priemerné hodnoty; v % a p. b.)

	Aktuálne sledované obdobie 27. júl – 1. november 2022						Predchádzajúce sledované obdobie 20. apríl – 26. júl 2022	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie 27. júl – 13. september		Šieste udržiavacie obdobie 14. september – 1. november		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Hlavné refinančné operácie	0,88	(+0,88)	0,50	(+0,50)	1,25	(+0,75)	0,00	(+0,00)
Jednodňové refinančné operácie	1,13	(+0,88)	0,75	(+0,50)	1,50	(+0,75)	0,25	(+0,00)
Jednodňové sterilizačné operácie	0,38	(+0,88)	0,00	(+0,50)	0,75	(+0,75)	-0,50	(+0,00)
€STR	0,286	(+0,869)	-0,085	(+0,496)	0,657	(+0,742)	-0,583	(-0,004)
RepoFunds Rate Euro Index	0,148	(+0,794)	-0,162	(+0,489)	0,459	(+0,621)	-0,646	(-0,008)

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 klesol v sledovanom období o 49,6 mld. € na 7 076,3 mld. € (graf A).

Tento pokles bol výsledkom najmä zníženia objemu úverových operácií v dôsledku dobrovoľného splácania prostriedkov v rámci operácií TLTRO III. Na konci marca 2022 ECB ukončila čisté nákupy aktív v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP) a 1. júla aj v rámci programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP).

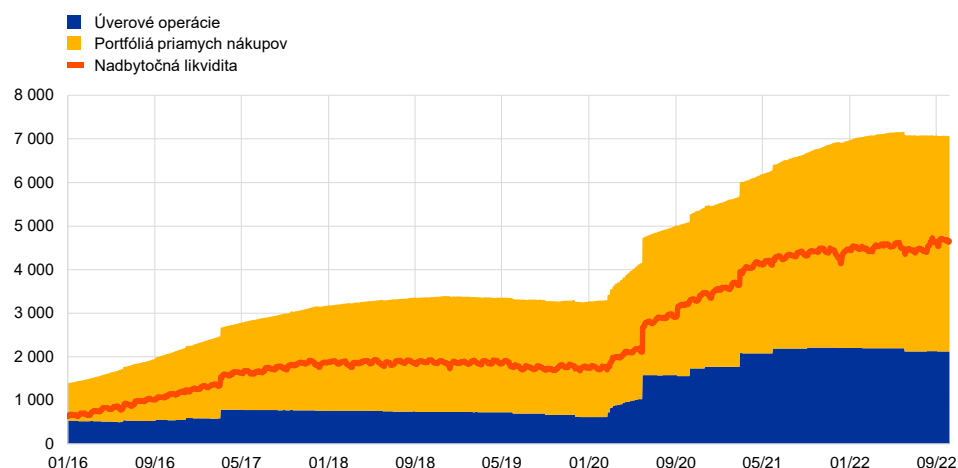
Prostredníctvom portfólií priamych nákupov sa tak už neposkytuje žiadna dodatočná likvidita.²

² Hoci boli čisté nákupy ukončené v predchádzajúcom sledovanom období, v aktuálnom sledovanom období je stále možné pozorovať ich plný vplyv na priemery za toto obdobie. Cenné papiere držané v tomto portfóliu sa navyše vykazujú v amortizovanej hodnote a na konci každého štvrťroka sa preceňujú, čo má tiež vplyv na celkové priemery a zmeny portfólií priamych nákupov.

Graf A

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

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 1. novembra 2022.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období znížil o 53,7 mld. €. Tento pokles odráža najmä dobrovoľné splátky operácií TLTRO III v objeme 74,0 mld. € na konci júna a 6,5 mld. € na konci septembra, ako aj splátky v objeme 1,9 mld. € z tendra TLTRO III splatného v septembri. Hoci k vyrovnaníu splátok TLTRO III v objeme 74,0 mld. € došlo vo štvrtom udržiavacom období, ich plný účinok na priemery za dané obdobie sa prejavil až v piatom udržiavacom období. Príspevok operácií PELTRO v objeme 0,5 mld. € splatných na konci júna a 1,3 mld. € splatných na konci septembra k tomuto poklesu v sledovanom období bol iba nepatrný. Hlavné refinančné operácie (MRO) a trojmesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO), ktoré sa v priemere zvýšili o 2,1 mld. € a 0,9 mld. €, vykompenzovali iba malú časť likvidity stiahnutej splátkami operácií TLTRO III a PELTRO.

Nadbytočná likvidita

Priemerná nadbytočná likvidita sa zvýšila o 46,5 mld. € a dosiahla nové rekordné maximum na úrovni 4 569,7 mld. € (graf A). Nadbytočná likvidita je súčet bankových rezerv presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a rozdielu objemu jednodňových sterilizačných operácií a jednodňových refinančných operácií. Odzrkadľuje rozdiel medzi celkovou likviditou poskytnutou bankovému systému a potrebami likvidity zo strany bánk.

Keď ECB začala zvyšovať svoje menovopolitické sadzby, banky začali presúvať nadbytočnú likviditu do svojich bežných účtov v Eurosysteme do jednodňových sterilizačných operácií. Kým ECB nezvýšila sadzbu jednodňových sterilizačných operácií nad nulovú úroveň, úročenie likvidity vložennej do jednodňových sterilizačných operácií bolo rovnaké ako úročenie likvidity uloženej

na bežných účtoch nad rámec oslobodených nadbytočných rezerv v rámci dvojstupňového systému. Keď ECB dňa 14. septembra 2022 zvýšila sadzbu jednoduchých sterilizačných operácií na 0,75 %, rezervy na bežných účtoch prevyšujúce povinné minimálne rezervy boli aj naďalej úročené sadzbou 0 %.³ Aby mohli banky ťažiť z kladnej úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií, museli presunúť nadbytočné rezervy zo svojich bežných účtov do jednoduchých sterilizačných operácií. Z toho dôvodu sa priemerný objem prostriedkov na bežných účtoch znížil počas šiesteho udržiavacieho obdobia o 3 607,1 mld. €, kým priemerný objem jednoduchých sterilizačných operácií vzrástol o 3 783 mld. €. Rozdiel medzi týmito dvoma hodnotami možno vysvetliť zvýšením priemerného objemu nadbytočnej likvidity v dôsledku nižších autonómnych faktorov absorbujúcich likviditu. Priemerný objem prostriedkov na bežných účtoch presahujúci povinné minimálne rezervy dosiahol v šiestom udržiavacom období 167,6 mld. €, čo predstavuje približne dvojnásobok likvidity potrebnej na splnenie povinných minimálnych rezerv vo výške 164,4 mld. €. Môže to byť výsledkom dočasných prevádzkových frikcií, ktoré by sa mali postupom času vyriešiť, aby sa minimalizovali nadbytočné rezervy úročené sadzbou 0 %.

ECB pozastavila dvojstupňový systém úročenia držby nadbytočných rezerv.

Tento systém, v rámci ktorého boli priemerné nadbytočné rezervy až do výšky šesťnásobku povinných minimálnych rezerv oslobodené od zápornej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií, sa po skončení obdobia záporných úrokových sadzieb v júli stal zbytočným. Po septembrovom zvýšení sadzby jednoduchých sterilizačných operácií nad nulovú úroveň ECB rozhodla o pozastavení tohto dvojstupňového systému, pričom hodnotu multiplikátora stanovila na nulu.

Vývoj úrokových sadzieb

Priemerná sadzba €STR sa v sledovanom období zvýšila o 87 bázických bodov na 0,29 % p. a. Prenos zvýšenia úrokových sadzieb menovej politiky ECB v júli a septembri na nezabezpečený peňažný trh bol vo všeobecnosti úplný a okamžitý. Počas piateho a šiesteho udržiavacieho obdobia sa sadzba €STR pohybovala v priemere o 8,5 a 9,3 bázického bodu nižšie ako príslušná úroková sadzba jednoduchých sterilizačných operácií.

Priemerná repo sadzba v eurozóne, meraná indexom RepoFunds Rate Euro Index, sa počas sledovaného obdobia zvýšila takmer o 79,4 bázického bodu na 0,148 %. Prenos na zabezpečený peňažný trh bol menej plynulý ako pri nezabezpečenom peňažnom trhu, a to najmä v prípade septembrového zvýšenia menovopolitických sadzieb. Vysoká neistota spojená so zmenou správania účastníkov trhu počas normalizácie úrokových sadzieb spolu so súvisiacimi posunmi v investičných tokoch vyvíjala tlak na pokles repo sadzieb v prípade transakcií motivovaných potrebou uložiť hotovosť. Napätie na trhu repo obchodov sa však

³ Počas sledovaného obdobia boli povinné minimálne rezervy úročené sadzbou ECB pre hlavné refinančné operácie. Dňa 27. októbra ECB oznámila, že úročenie povinných minimálnych rezerv sa zníži na úroveň sadzby jednoduchých sterilizačných operácií, ktorá nadobudne účinnosť na začiatku obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv začínajúceho 21. decembra 2022, teda až po súčasnom sledovanom období.

nakoniec ukázalo ako prechodné a týkalo sa najmä kolaterálu emitovaného nemeckou a francúzskou vládou. Do 21. septembra, približne týždeň po nadobudnutí účinnosti septembrového zvýšenia menovopolitických sadzieb, sa úrokové sadzby na zabezpečenom peňažnom trhu viac-menej normalizovali a prispôbili sa novej úrovni menovopolitických sadzieb, hoci v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím vykazovali o niečo väčšie rozpätie nad sadzbou €STR a sadzbou jednodňových sterilizačných operácií.

Aké informácie poskytuje prieskum úverovej aktivity bánk v eurozóne o budúcom vývoji úverov?

Franziska Huennekes a Petra Köhler-Ulbrich

Prieskum úverovej aktivity bánk v eurozóne poskytuje cenné informácie o úverových štandardoch a podmienkach poskytovania bankových úverov, ako aj o dopyte po úveroch v eurozóne. Prieskum na základe zozbieraných informácií objasňuje transmisiu menovej politiky v eurozóne, ktorá prebieha prostredníctvom kanála bankových úverov. Využíva pritom reprezentatívnu vzorku približne 150 bánk v eurozóne. Hoci výsledky prieskumu sú kvalitatívne, odpovede bánk úzko súvisia so skutočným rastom úverov a vývojom úrokových sadzieb úverov. Prieskum úverovej aktivity bánk je obzvlášť užitočný na účely menovej politiky, pretože poskytuje včasné signály o meniacich sa kritériách a podmienkach poskytovania bankových úverov a o zmenách dopytu po bankových úveroch ešte predtým, ako sa tieto zmeny prejavia v skutočnom vývoji úverov.¹ V tomto boxe sa opisuje, ako môže prieskum úverovej aktivity bánk poskytovať včasné signály o vývoji podnikových úverov a úverov domácnostiam v eurozóne na kúpu nehnuteľností.

Údaje z prieskumu úverovej aktivity bánk poskytujú včasné informácie o podmienkach poskytovania bankových úverov a o dopyte po nich. Banky v eurozóne odpovedajú na otázky prieskumu úverovej aktivity bánk približne na konci každého štvrťroka. Súhrnné údaje z prieskumu zverejňuje ECB tri týždne po prijatí odpovedí od vykazujúcich bánk. Vzhľadom na toto krátke oneskorenie vo vykazovaní v porovnaní s inými štatistickými údajmi tak prieskum úverovej aktivity bánk poskytuje včasné informácie o hlavných aspektoch vývoja v oblasti úverovania v eurozóne, čo je obzvlášť cenné pri identifikovaní meniacich sa podmienok poskytovania úverov a pri hodnotení vývoja v tejto oblasti počas výnimočných období. Napríklad, už od začiatku pandémie koronavírusu v roku 2020 prieskum signalizoval prudký nárast dopytu po úveroch z dôvodu zvýšenej potreby krátkodobého financovania podnikov (graf A) a tiež podstatný pokles dopytu domácností po úveroch na kúpu nehnuteľností na bývanie, predovšetkým v dôsledku poklesu spotrebiteľskej dôvery.² Prieskum úverovej aktivity bánk tiež poskytol včasné informácie o tom, ako ruská vojna na Ukrajine a výrazný rast nákladov na energie vplývali na podmienky poskytovania bankových úverov v roku 2022, keď odhalil čisté sprísňovanie úverových štandardov, ktoré bolo spôsobené najmä nárastom vnímaného rizika zo strany bánk v kontexte vysokej neistoty spojenej s hospodárskym výhľadom a obavami v súvislosti s úverovou bonitou dlžníkov. Hoci väčšina otázok v rámci prieskumu úverovej aktivity bánk sa zameriava na minulý vývoj, prieskum obsahuje aj niektoré výhľadové otázky zamerané na očakávania

¹ Článok s názvom [What does the bank lending survey tell us about credit conditions for euro area firms?](#), *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2019. Viac tiež v De Bondt, G., Maddaloni, A., Peydró, J.-L. a Scovel, S.: [The euro area bank lending survey matters – empirical evidence for credit and output growth](#), *Working Paper Series*, No 1160, ECB, February 2010.

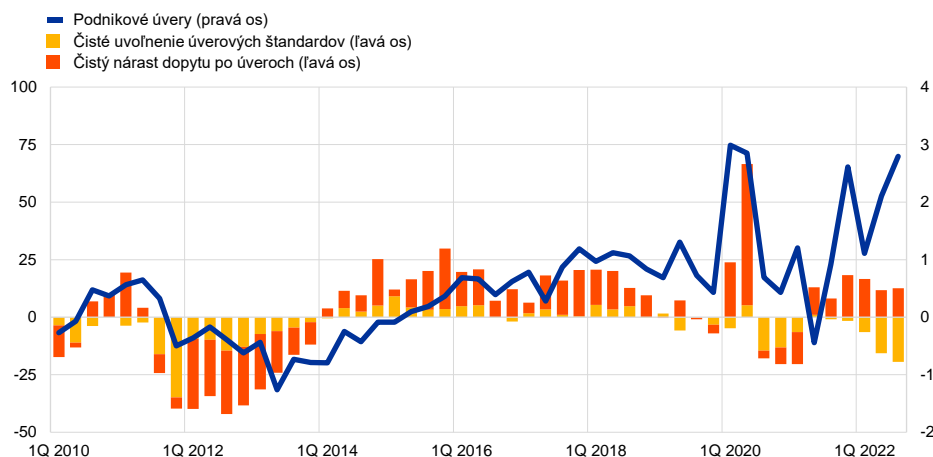
² Box s názvom [Drivers of firms' loan demand in the euro area – what has changed during the COVID-19 pandemic?](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2020.

bánk, pokiaľ ide o úverové štandardy a dopyt po úveroch v nadchádzajúcich troch mesiacoch, na základe ktorých možno do určitej miery predpovedať budúce podmienky poskytovania úverov.

Graf A

Rast úverov a ukazovatele o podnikoch v eurozóne podľa prieskumu úverovej aktivity bánk

(ľavá os: čisté percentuálne podiely bánk za posledné tri mesiace; pravá os: štvrťročná miera rastu v %)



Zdroj: ECB (prieskum úverovej aktivity bánk a štatistika súvahových položiek).

Poznámka: Podnikové úvery označujú štvrťročný čistý rast úverov poskytnutých nefinančným spoločnostiam. V prípade úverových štandardov sa čisté percentuálne podiely definujú ako rozdiel medzi percentuálnym podielom bánk vykazujúcich uvoľňovanie úverových štandardov a percentuálnym podielom bánk vykazujúcich ich sprísňovanie. V prípade dopytu po úveroch sa čisté percentuálne podiely definujú ako rozdiel medzi percentuálnym podielom bánk vykazujúcich nárast dopytu po úveroch a percentuálnym podielom bánk vykazujúcich jeho pokles.

Prieskum úverovej aktivity bánk tiež pomáha rozlíšiť údaje o ponuke úverov od údajov o dopyte po úveroch vo vývoji poskytovania úverov. Analytická práca týkajúca sa ponuky úverov a dopytu po nich a možných úverových obmedzení bola obzvlášť dôležitá na pochopenie vývoja v oblasti poskytovania úverov počas globálnej finančnej krízy a krízy štátneho dlhu.³ Prieskum úverovej aktivity bánk tiež zohral dôležitú úlohu pri hodnotení toho, ako na ponuku a dopyt po bankových úveroch vplývali menovopolitické opatrenia ECB, ako sú nákupy aktív a ciele dlhodobšie refinančné operácie (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO).⁴ Celkovo sa prieskum úverovej aktivity bánk ukázal byť veľmi užitočným nástrojom na pochopenie a analyzovanie podmienok poskytovania bankových úverov v eurozóne. V rámci uvedeného širšieho okruhu tém sa tento box zameriava

³ Napríklad Altavilla, C., Darracq Pariès, M. a Nicoletti, G.: Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 109, 2019, kde autori na základe prieskumu úverovej aktivity bánk zostavili ukazovateľ ponuky úverov a využili ho na identifikovanie vplyvu ponukových šokov v oblasti úverov na reálnu hospodársku aktivitu v eurozóne. Ďalšie príklady analytických prác v oblasti poskytovania úverov založených na prieskume úverovej aktivity bánk sú: Hempell, H. a Kok Sorensen, C.: [The impact of supply restrictions on bank lending in the euro area – crisis induced crunching?](#), *Working Paper Series*, No 1262, ECB, November 2010; a Maddaloni, A. a Peydró, J.-L.: Bank Risk-taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-area and the U.S. lending standards, *The Review of Financial Studies*, Vol. 24, No 6, 2011, pp. 2121-2165.

⁴ Napríklad Altavilla, C., Boucinha, M., Holton, S. a Ongena, S.: Credit Supply and Demand in Unconventional Times, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 53, No 8, 2021; a Andreeva, D.C. a García-Posada, M.: The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: The role of competition, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 122, 2021.

na jeden konkrétny aspekt prieskumu úverovej aktivity bánk, a to na jeho schopnosť v predstihu predpovedať rast objemu úverov.

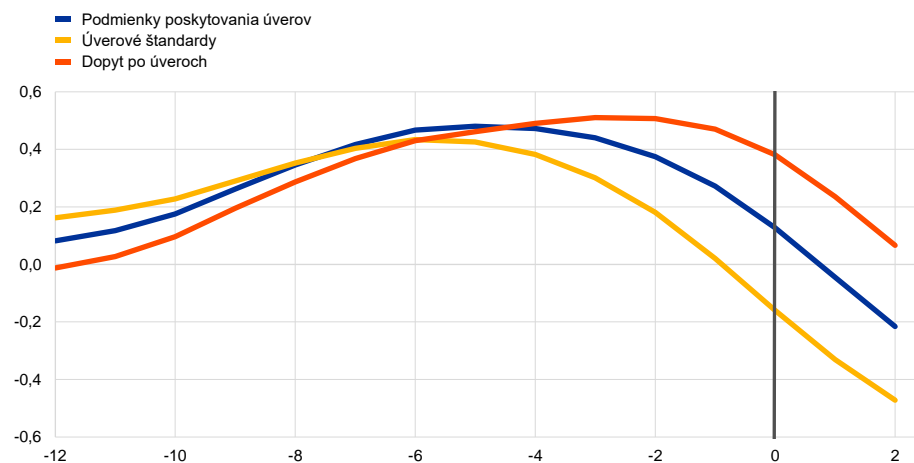
Zmeny úverových štandardov a dopytu po úveroch v rámci prieskumu úverovej aktivity bánk v predstihu signalizujú budúci rast objemu podnikových úverov. Pri informáciách, ktoré ukazovatele prieskumu úverovej aktivity bánk poskytujú o budúcom raste úverov, je v prvom rade potrebné vziať do úvahy vzájomné korelácie medzi ukazovateľmi tohto prieskumu pri rôznych predstíhoch vo vzťahu k údajom o skutočnom raste úverov. V prípade podnikových úverov je vzájomná korelácia medzi úverovými štandardmi a ročným rastom úverov najväčšia, keď je prieskum úverovej aktivity bánk v predstihu pred skutočným rastom úverov o päť až šesť štvrtrokov (graf B, časť a). Inými slovami, pomalší rast úverov zvykne nasledovať približne päť až šesť štvrtrokov po sprísnení úverových štandardov. V prípade dopytu po úveroch je maximálna korelácia väčšia a pozoruje sa v kratšom predstihu, približne na úrovni troch štvrtrokov. Dlhšie časové obdobie medzi zmenou úverových štandardov a skutočným vývojom úverov zodpovedá skutočnosti, že úverové štandardy sa stanovujú ešte pred rokovaniami o úveroch v bankách. Na druhej strane, zmeny potrieb financovania podnikov, ktoré sa premietajú do dopytu po úveroch, sa v skutočnom vývoji rastu objemu úverov odrážajú rýchlejšie.

Graf B

Vzájomné korelácie medzi rastom úverov a ukazovateľmi za podniky a domácnosti v eurozóne podľa prieskumu úverovej aktivity bánk

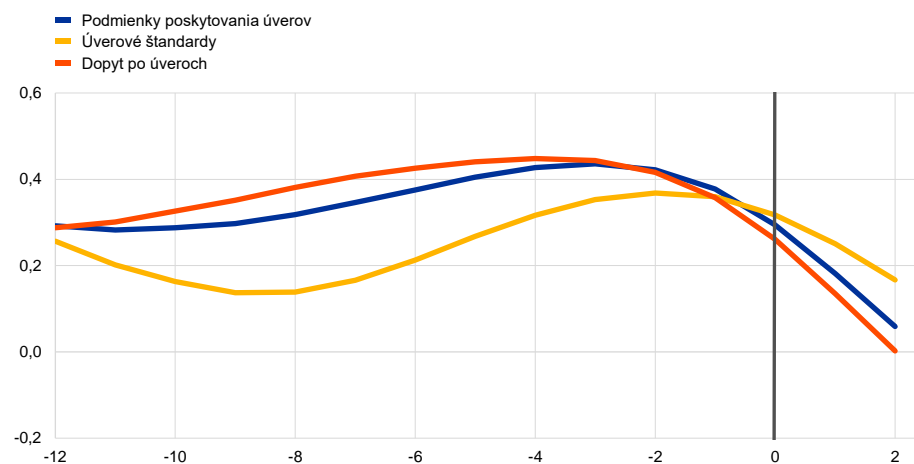
a) Podnikové úvery

(os y: korelačný koeficient; os x: oneskorenie ukazovateľov prieskumu úverovej aktivity bánk v porovnaní s rastom úverov vo štvrtrokoch)



b) Úvery domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie

(os y: korelačný koeficient; os x: oneskorenie ukazovateľov prieskumu úverovej aktivity bánk v porovnaní s rastom úverov vo štvrtrokoch)



Zdroj: ECB (prieskum úverovej aktivity bánk a štatistika súvahových položiek).

Poznámka: Graf znázorňuje koreláciu medzi agregovanými ukazovateľmi prieskumu úverovej aktivity bánk, založenými na vzorke približne 150 bánk, a ročnou mierou rastu úverov (čistý rast úverov) poskytnutých nefinančným spoločnostiam (časť a grafu) a domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie (časť b grafu). Ukazovatele prieskumu úverovej aktivity bánk sú vo vzťahu k rastu úverov buď v predstihu (záporná hodnota na osi y), alebo v oneskorení (kladná hodnota). Podmienky poskytovania úverov vyjadrujú čistý nárast dopytu po úveroch mínus čisté sprísenie úverových štandardov. Úverové štandardy sú invertované, t. j. čisté percentuálne podiely sa definujú ako podiel bánk vykazujúcich uvoľnenie úverových štandardov mínus podiel bánk vykazujúcich ich sprísenie. Ročná miera rastu úverov sa vypočíta ako súčet úverových tokov za posledných 12 mesiacov vydelený objemom nesplatených úverov pred 12 mesiacmi. Ukazovatele prieskumu úverovej aktivity bánk predstavujú kľzavé priemery za štyri štvrtroky. Úvery podnikom sú očistené od predaja úverov, sekuritizácie a účelového vytvárania spoločných účtov (cash pooling).

Okrem jednoduchých korelácií uvedených vyššie možno informácie o budúcom raste objemu úverov poskytované ukazovateľmi prieskumu úverovej aktivity bánk posudzovať aj na základe analýzy ich hodnôt pri prognózovaní skutočného rastu objemu úverov.

V porovnaní s autoregresným modelom, v ktorom sa rast úverov predpovedá na základe vlastného oneskorenia, model zahŕňajúci ukazovatele prieskumu úverovej aktivity bánk umožňuje lepšiu prognózu rastu úverov poskytnutých podnikom v eurozóne (graf C, časť a). Hoci

úverové štandardy a dopyt po úveroch sami o sebe zlepšujú prognózy vývoja úverov, skombinovaním oboch aspektov v ukazovateli podmienok poskytovania úverov je možné zlepšiť úspešnosť prognóz v priebehu času, t. j. výraznejšie znížiť priemernú chybovosť prognóz. Informácie, ktoré prieskum úverovej aktivity bánk poskytuje o budúcom raste úverov, sa vo všeobecnosti potvrdzujú aj v prípade jednotlivých krajín eurozóny.⁵

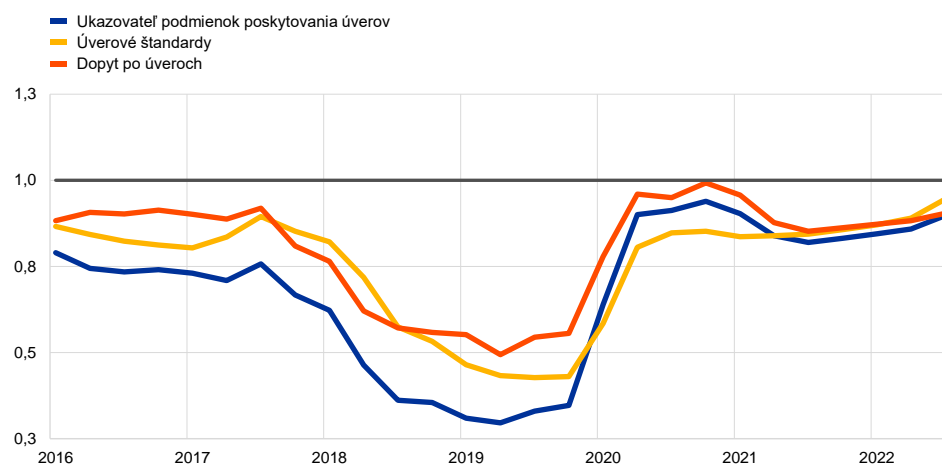
⁵ Negative interest rate policy period and pandemic as reflected in the Bank Lending Survey, Monthly Report, *Deutsche Bundesbank*, September 2022; a Levieuge, G.: On the coherence and the predictive content of the French Bank Lending Survey's indicators, *Working Paper Series*, Banque de France, No 567, August 2015.

Graf C

Predstihové ukazovatele o budúcom raste podnikových úverov v eurozóne podľa prieskumu úverovej aktivity bánk

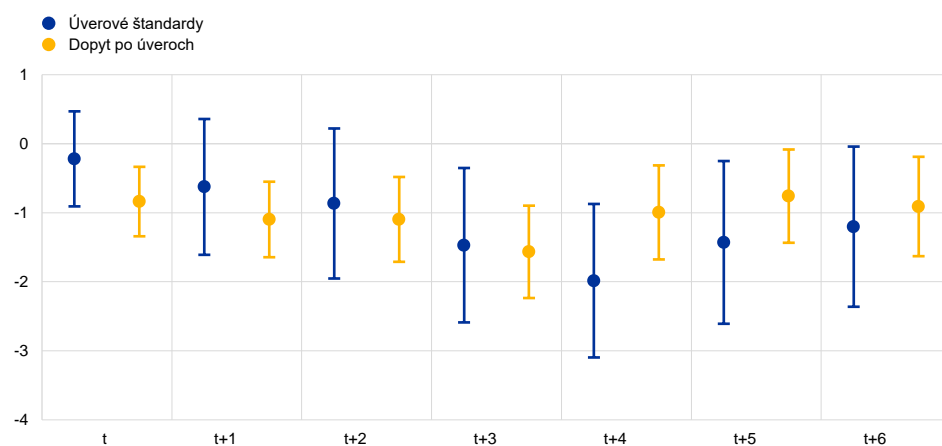
a) Úspešnosť ukazovateľov prieskumu úverovej aktivity bánk pri prognózovaní agregovaného rastu úverov

(pomer druhej odmocniny strednej kvadratickej odchýlky tzv. out-of-sample prognózy rastu úverov na základe modelov zahŕňajúcich a nezahŕňajúcich ukazovatele prieskumu úverovej aktivity bánk)



b) Vplyv zmien úverových štandardov a dopytu po úveroch na rast úverov na úrovni jednotlivých bánk

(vplyv na ročnú mieru rastu úverov v p. b.)



Zdroj: ECB (prieskum úverovej aktivity bánk a štatistika súvahových položiek v prípade časti a grafu; individuálne prieskumy úverovej aktivity bánk a individuálne štatistiky súvahových položiek v prípade časti b grafu) a výpočty ECB.

Poznámka: Časť a grafu zobrazuje úspešnosť ukazovateľov prieskumu úverovej aktivity bánk pri prognózovaní ročného rastu úverov v horizonte dvoch štvrtrokov. Hodnoty nižšie ako 1 naznačujú, že rozšírenie čisto autoregresného modelu o ukazovatele prieskumu úverovej aktivity bánk zvyšuje presnosť prognózy. Ročná miera rastu úverov sa definuje ako čisté úverové toky za posledných 12 mesiacov vydelené objemom nesplatených úverov pred 12 mesiacmi, očistené od predaja úverov, sekuritizácie a účelového vytvárania spoločných účtov (cash pooling). Modely sa odhadujú pre 10-ročné kĺzavé (rolling window) obdobia. Druhé odmocniny strednej kvadratickej odchýlky (root mean squared error – RMSE) sa počítajú za 4-ročné kĺzavé obdobia. Časť b grafu zobrazuje vplyv na ročnú mieru rastu úverov v obdobiach t+i, pričom ukazovatele prieskumu úverovej aktivity bánk sa merajú v období t. Účinky sa týkajú bánk, ktoré vykazujú uvoľnené alebo nezmenené úverové štandardy, resp. zvyšujúci sa alebo nezmenený dopyt po úveroch. Koefficienty sú výsledkom regresie s ročným čistým rastom podnikových úverov ako závislou premennou a s príslušnými oneskoreniami úverových štandardov a dopytu po úveroch vykázaných bankami, tromi oneskoreniami závislej premennej a efektmi banky a krajiny s fixným časom ako vysvetľujúcimi premennými. Vzorka zahŕňa 149 bánk a vzťahuje sa na obdobie od tretieho štvrtroka 2009 do druhého štvrtroka 2022.

Prieskum úverovej aktivity bánk obsahuje informácie o budúcom raste úverov nielen na agregovanej úrovni, ale tiež na úrovni jednotlivých bánk. Odhady na úrovni jednotlivých bánk ukazujú, že v prípade bánk, ktoré vykazujú prísnejšie úverové štandardy, skutočný rast podnikových úverov výrazne klesá 3 až 6 štvrtrokov po sprísnení, v porovnaní s bankami, ktoré vykazujú uvoľnené alebo

nezmenené úverové štandardy (graf C, časť b). V prípade bánk, ktoré v rámci prieskumu úverovej aktivity bánk vykazujú pokles dopytu po úveroch, je skutočný rast podnikových úverov pomalší v tom istom štvrtroku a v nasledujúcich štvrtrokoch, v porovnaní s bankami, ktoré vykazujú nezmenený alebo zvýšený dopyt po úveroch.⁶ Poukazuje to na skutočnosť, že časovo bližší vzťah medzi dopytom po úveroch a skutočným rastom objemu úverov v rámci vzájomných korelácií agregovaných časových radov existuje aj na úrovni jednotlivých bánk.

Pokiaľ ide o úvery na bývanie, ukazovatele prieskumu úverovej aktivity bánk taktiež poskytujú cenné informácie o budúcom raste objemu úverov, hoci s kratším predstihom a o niečo slabšou koreláciou ako v prípade podnikových úverov. Vzájomná korelácia medzi úverovými štandardmi a rastom objemu úverov na bývanie ukazuje, že ukazovateľ prieskumu úverovej aktivity bánk má vo vzťahu ku skutočnému rastu úverov na bývanie len mierny predstih (maximálne na úrovni dvoch štvrtkov; graf B, časť b). Pokiaľ ide o dopyt po úveroch na bývanie, vzájomná korelácia s rastom úverov na bývanie je vo všeobecnosti väčšia a vrchol dosahuje o niečo skôr ako v prípade zmenených úverových štandardov, pričom predstih dosahuje úroveň troch až štyroch štvrtkov. Okrem toho, pohyb ukazovateľov prieskumu úverovej aktivity bánk paralelne s čistým rastom úverov je pri úveroch na bývanie celkovo horší ako pri podnikových úveroch. Tento rozdiel však pravdepodobne súvisí so skutočnosťou, že miera splácania úverov na bývanie bola vysoká približne desať rokov po rozmachu na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie pred nástupom globálnej finančnej krízy, ktorá tlmila čistý rast úverov na bývanie.⁷ No korelácia v prípade úverových štandardov aj v prípade dopytu po úveroch na bývanie je vyššia, ak zohľadníme nové podnikové úvery na kúpu nehnuteľností (v oboch prípadoch dosahuje vrchol na úrovni 0,6 s predstihom štyroch štvrtkov), čo je zároveň v súlade s požiadavkou, aby banky v rámci prieskumu úverovej aktivity bánk vykazovali údaje o hrubom objeme úverov.

Informácie vykázané v rámci prieskumu úverovej aktivity bánk tiež pomáhajú zlepšovať prognózy rastu úverov na bývanie. Na rozdiel od prognóz vývoja podnikových úverov, kvalitnejšie prognózy rastu úverov na bývanie sa dosahujú viac pri zohľadnení dopytu po úveroch ako pri zohľadnení úverových štandardov (graf D, časť a). Zodpovedá to skutočnosti, že čistý rast úverov na bývanie vykazuje nižšiu vzájomnú koreláciu s úverovými štandardmi než s dopytom po úveroch, ako sa tiež uvádza vyššie. Dopyt po úveroch zároveň pomáha predpovedať budúci rast objemu úverov na bývanie na úrovni jednotlivých bánk – banky, ktoré vykážu pokles dopytu, zaznamenávajú v nasledujúcich štvrtrokoch pomalší rast objemu úverov ako banky, ktoré vykážu nezmenený alebo zvýšený dopyt po úveroch (graf D, časť b). Naopak, úverové štandardy sú pri predpovedaní rastu úverov na bývanie menej relevantné, a to nielen na agregovanej úrovni, ale aj na úrovni jednotlivých bánk.

⁶ Uvedené výsledky ukazujú, že odpovede bánk týkajúce sa úverových štandardov a dopytu po podnikových úveroch nielen pomáhajú zlepšiť celkové prognózy rastu úverov, ale tiež obsahujú cenné informácie o zmenách objemu úverov v jednotlivých bankách. Je dôležité poznamenať, že to platí aj pri zohľadnení minulého vývoja, faktorov špecifických pre jednotlivé banky a národného makroekonomického vývoja, ktorý môže ovplyvniť úverové trhy, na ktorých banky pôsobia.

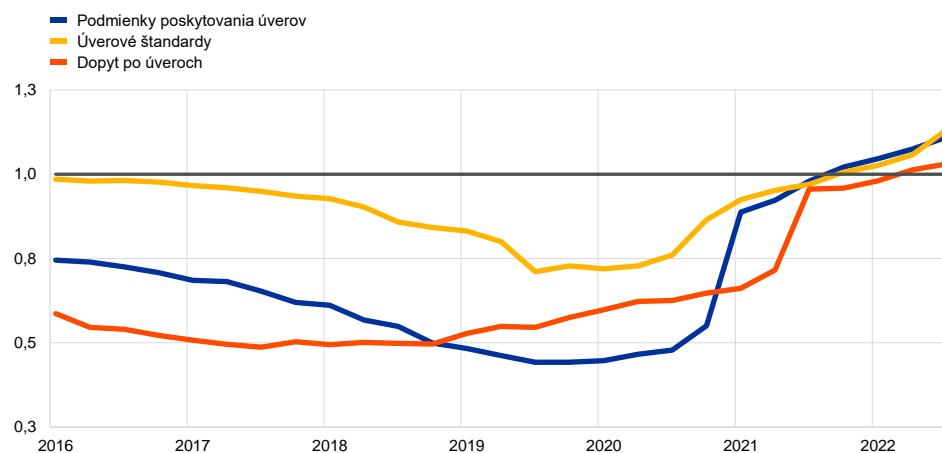
⁷ Box s názvom [Developments in mortgage loan origination in the euro area](#), *Economic Bulletin*, ECB, Issue 5, 2018.

Graf D

Predstihové ukazovatele budúceho rastu úverov poskytnutých domácnostiam v eurozóne na kúpu nehnuteľností na bývanie podľa prieskumu úverovej aktivity bánk

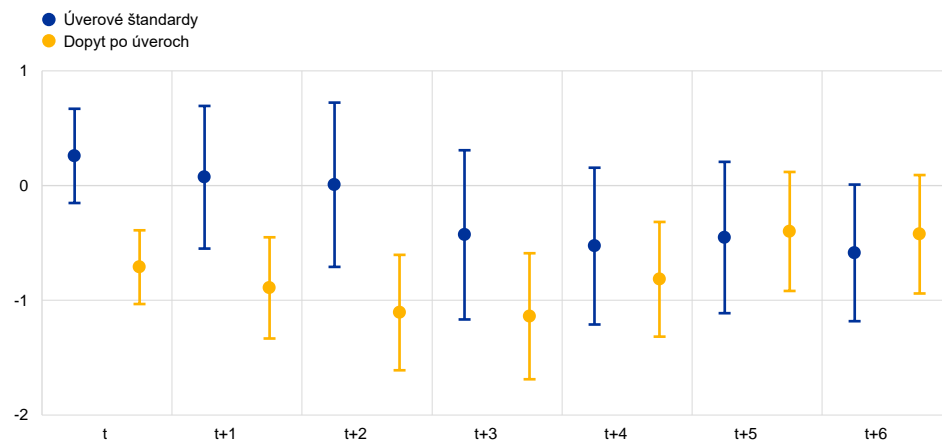
a) Úspešnosť ukazovateľov prieskumu úverovej aktivity bánk pri prognózovaní agregovaného rastu úverov

(poměr druhej odmocniny strednej kvadratickej odchýlky tzv. out-of-sample prognózy rastu úverov na základe modelov zahŕňajúcich a nezahŕňajúcich ukazovatele prieskumu úverovej aktivity bánk)



b) Vplyv zmien úverových štandardov a dopytu po úveroch na rast úverov na úrovni jednotlivých bánk

(vplyv na ročnú mieru rastu úverov v p. b.)



Zdroj: ECB (prieskum úverovej aktivity bánk a štatistika súvahových položiek v prípade časti a grafu; individuálne prieskumy úverovej aktivity bánk a individuálne štatistiky súvahových položiek v prípade časti b grafu) a výpočty ECB.

Poznámka: Časť a grafu zobrazuje úspešnosť ukazovateľov prieskumu úverovej aktivity bánk pri prognózovaní ročného rastu úverov v horizonte s najnižšou priemernou druhou odmocninou strednej kvadratickej odchýlky (dva štvrtroky v prípade úverových štandardov, päť štvrtrokov v prípade dopytu po úveroch a tri štvrtroky v prípade podmienok poskytovania úverov). Hodnoty nižšie ako 1 naznačujú, že rozšírenie čisto autoregresného modelu o ukazovatele prieskumu úverovej aktivity bánk zvyšuje presnosť prognózy. Ročná miera rastu úverov sa definuje ako čisté úverové toky za posledných 12 mesiacov vydelené objemom nesplatených úverov pred 12 mesiacmi. Modely sa odhadujú pre 10-ročné kĺzavé (rolling window) obdobia. Druhé odmocniny strednej kvadratickej odchýlky (root mean squared error – RMSE) sa počítajú za 4-ročné kĺzavé obdobia. Časť b grafu zobrazuje vplyv na ročnú mieru rastu úverov v obdobiach t+i, pričom ukazovatele prieskumu úverovej aktivity bánk sa merajú v období t. Účinky sa týkajú bánk, ktoré vykazujú uvoľnené alebo nezmenené úverové štandardy, resp. zvyšujúci sa alebo nezmenený dopyt po úveroch. Koefficienty sú výsledkom regresie s ročným čistým rastom úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie ako závislou premennou a s príslušnými oneskoreniami úverových štandardov a dopytu po úveroch vykázaných bankami, tromi oneskoreniami závislej premennej a efektmi banky a krajiny s fixným časom ako vysvetľujúcimi premennými. Vzorka zahŕňa 140 bánk a vzťahuje sa na obdobie od tretieho štvrtroka 2009 do druhého štvrtroka 2022.

Vzhľadom na tieto zistenia prieskum úverovej aktivity bánk v súčasnosti poukazuje na spomalenie rastu podnikových úverov a úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností v nasledujúcich štvrtrokoch. V prvých troch štvrtrokoch

2022 banky vykazovali čisté sprísnenie štandardov podnikových úverov.⁸ Najmä čisté sprísnenie v druhom a treťom štvrtroku bolo väčšie ako počas pandémie koronavírusu (keď ho tlmili podporné opatrenia verejného sektora vo forme programov úverových záruk a ďalších podporných fiškálnych opatrení, ako aj opatrenia menovej politiky a orgánov dohľadu), no zostalo pod úrovňou čistého sprísnenia zaznamenaného počas globálnej finančnej krízy a krízy štátneho dlhu.⁹ Pod sprísnenie sa podpísala najmä vyššia úroveň vnímaného rizika zo strany bánk a ich nižšia ochota tolerovať riziko vzhľadom na obavy súvisiace s celkovým hospodárskym výhľadom a úverovou bonitou dlžníkov. Na sprísnenie podmienok poskytovania úverov podnikom a domácnostiam v eurozóne na kúpu nehnuteľností mali vplyv aj náklady bánk na financovanie a stav ich súvah. Tento vplyv sa zväčšil v prvých troch štvrtrokoch 2022 vzhľadom na prebiehajúcu normalizáciu menovej politiky. Ukazuje to užitočnosť prieskumu pri hodnotení prenosu opatrení menovej politiky ECB na podniky a domácnosti v eurozóne prostredníctvom kanála bankových úverov. Banky zároveň vykázali, že dopyt podnikov po úveroch sa v prvých troch štvrtrokoch 2022 vo všeobecnosti ďalej zvyšoval, a to najmä v dôsledku potrieb podnikov financovať prevádzkový kapitál a zásoby. V prieskume úverovej aktivity bánk z októbra 2022 banky uviedli, že v poslednom štvrtroku 2022 očakávajú ďalšie výrazné čisté sprísňovanie úverových štandardov a zároveň čistý pokles dopytu po podnikových úveroch. Celkovo tieto výsledky poukazujú na pomalší rast podnikových úverov počas roka 2023.¹⁰ Pokiaľ ide o úvery na bývanie, po miernom poklese v druhom štvrtroku 2022 banky v treťom štvrtroku 2022 vykázali výrazný čistý pokles dopytu po úveroch na bývanie. Spolu s výrazným čistým sprísnením podmienok poskytovania úverov na bývanie v druhom a treťom štvrtroku 2022 to poukazuje na výrazný pokles skutočného rastu úverov na bývanie v nasledujúcich štvrtrokoch. Prvé náznaky obratu v skutočnom raste úverov na bývanie už sú viditeľné.

⁸ Informácie, ktoré banky poskytli v prieskume úverovej aktivity bánk, sú v súlade s najnovšími údajmi vykázanými podnikmi v rámci prieskumu o prístupe podnikov k financovaniu (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE), v ktorom podniky vykázali zväčšovanie medzier vo financovaní v období od apríla do septembra 2022 a očakávanie nižšej dostupnosti bankových úverov v období od októbra 2022 do marca 2023. Viac v boxe s názvom Prístup podnikov k financovaniu a hospodársky cyklus: zistenia prieskumu SAFE v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

⁹ Viac informácií sa nachádza v správach z prieskumu úverovej aktivity bánk za tieto štvrtroky na [internetovej stránke ECB](#).

¹⁰ Bez ohľadu na informácie, ktoré poskytujú ukazovatele prieskumu úverovej aktivity bánk o skutočnom raste poskytnutých podnikových úverov a úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností, je potrebné mať na pamäti, že tento vývoj predstavuje nepodmienené prognózy založené výhradne na prieskume úverovej aktivity bánk a že ďalšie zmeny ekonomického prostredia a výhľadu môžu tieto trajektórie zmeniť.

8 Návrhy rozpočtových plánov členských krajín eurozóny na rok 2023 a ich dôsledky na fiškálnu politiku

Johannes Simeon Bischl, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier a Steffen Osterloh

Dňa 22. novembra 2022 Európska komisia zverejnila svoje stanoviská k návrhom rozpočtových plánov členských krajín eurozóny na rok 2023.¹

Vzhľadom na to, že v roku 2023 sa naďalej uplatňuje všeobecná úniková doložka Paktu stability a rastu, Komisia sa pri hodnotení riadila postupom z dvoch predchádzajúcich rokov a zamerala sa na súlad návrhov rozpočtových plánov s odporúčaniami pre fiškálnu politiku, ktoré majú skôr kvalitatívnu než kvantitatívnu povahu.² Rada tieto odporúčania prijala 12. júla 2022 a krajinám eurozóny odporučila, aby v roku 2023 prijali diferencované fiškálne politiky. Krajinám s vysokým dlhom verejnej správy Rada zároveň odporučila, aby zabezpečili obozretnú fiškálnu politiku. Z prevádzkového hľadiska to znamená udržať rast primárnych bežných výdavkov financovaných z vnútroštátnych zdrojov bez diskrečných príjmových opatrení pod úrovňou strednodobého potenciálneho rastu. Krajinám eurozóny s nízkou alebo strednou úrovňou dlhu verejnej správy Komisia odporučila zabezpečiť, aby rast bežných výdavkov financovaných z vnútroštátnych zdrojov bol v súlade s celkovou rozpočtovou neutralitou. V oboch prípadoch Komisia uznala, že výdavkové plány vlád budú musieť zohľadniť prebiehajúcu dočasnú a cieľenú podporu pre domácnosti a podniky prostredníctvom kompenzačných opatrení súvisiacich s cenami energií a pre ľudí utekajúcich pred vojenskou agresiou Ruska voči Ukrajine. Krajinám eurozóny sa tiež odporučilo, aby zvýšili verejné investície do zelenej a digitálnej transformácie a energetickej bezpečnosti.³

Pri posudzovaní toho, či sú rozpočtové plány na rok 2023 v súlade s odporúčaniami Rady, sa Komisia zamerala na to, či jednotlivé krajiny dodržiavajú ukazovateľ vypracovaný v kontexte krízy spôsobenej koronavírusom (COVID-19), ktorým sa upravuje referenčná hodnota pre

¹ [Oznámenie Komisie Európskemu parlamentu, Rade a Európskej centrálnej banke o návrhoch rozpočtových plánov na rok 2023: celkové posúdenie](#), Európska komisia, 22. novembra 2022; a [Odporúčanie k odporúčaniam Rady o hospodárskej politike eurozóny](#), Európska komisia, 22. novembra 2022. Návrhy rozpočtových plánov Talianska a Lotyšska predložili odchádzajúce vlády na základe zásady „nezmenenej politiky“, a preto ich Komisia v čase jesenného balíka nehodnotila. Po predložení aktualizovanej verzie talianskeho návrhu rozpočtového plánu 21. novembra 2022 k nemu Komisia dňa 14. decembra 2022 uverejnila svoje stanovisko.

² Všeobecná úniková doložka bola zavedená v rámci tzv. reformného šesťbalíka Paktu stability a rastu v roku 2011. Doložku je možné aktivovať v prípade neobvyklej udalosti mimo kontroly dotknutého členského štátu, ktorá má zásadný vplyv na finančnú pozíciu verejnej správy, alebo v obdobiach výrazného hospodárskeho poklesu v eurozóne alebo EÚ ako celku. Po aktivácii doložky sa môžu členské štáty dočasne odchýliť od požiadaviek na fiškálne úpravy v rámci preventívnej aj nápravnej časti paktu za predpokladu, že to neohrozí fiškálnu udržateľnosť v strednodobom horizonte.

³ Okrem odporúčaní Rady Euroskupina vo svojom [vyhlásení z 11. júla 2022 o orientácii fiškálnej politiky na rok 2023](#) usúdila, že vzhľadom na prevládajúcu hospodársku situáciu, najmä na dynamiku inflácie, nie je podpora celkového dopytu prostredníctvom fiškálnych politik v roku 2023 v prípade eurozóny opodstatnená.

výdavky v rámci Paktu stability a rastu.⁴ Po prvé, tento ukazovateľ zohľadňuje výdavky financované z grantov EÚ v rámci Mechanizmu na podporu obnovy a odolnosti alebo z iných fondov EÚ. Tieto zdroje financovania poskytujú fiškálny impulz pre ekonomiku, ale keďže sa rovnako vykazujú ako príjmy aj výdavky, neodrážajú sa v rozpočtových saldách krajín eurozóny. Po druhé, ukazovateľ nezohľadňuje dočasné núdzové opatrenia prijaté v reakcii na pandémiu COVID-19. Je dôležité poznamenať, že výdavkové agregáty, z ktorých ukazovateľ vychádza, zahŕňajú výdavkové opatrenia prijaté v reakcii na energetickú krízu, ako aj vládne investície financované z vnútroštátnych zdrojov. Komisia zhodnotila úroveň súladu s odporúčaniami Rady z 12. júla 2022 na základe posúdenia vývoja v týchto výdavkových položkách.

Podľa posúdenia Komisie sú návrhy rozpočtových plánov krajín eurozóny na rok 2023 až na niekoľko výnimiek vo všeobecnosti v súlade s odporúčaniami Rady v oblasti fiškálnej politiky. Pokiaľ ide o krajiny s vysokou úrovňou dlhu verejnej správy, Komisia zhodnotila, že návrh rozpočtového plánu Belgicka je len čiastočne v súlade s odporúčaním vzhľadom na to, že rast bežných výdavkov financovaných z vnútroštátnych zdrojov presahuje potenciálny rast produkcie. V prípade Portugalska Komisia napriek celkovo pozitívnemu hodnoteniu identifikovala riziko len čiastočného súladu, ak by sa kompenzačné opatrenia súvisiace s cenami energií neukončili podľa plánu.⁵ V rámci skupiny krajín s nízkou alebo strednou úrovňou dlhu verejnej správy boli návrhy rozpočtových plánov Nemecka, Estónska, Litvy, Luxemburska, Holandska, Rakúska, Slovinska a Slovenska posúdené ako čiastočne v súlade s odporúčaním vzhľadom na expanzívny a nie neutrálny príspevok ich čistých bežných výdavkov financovaných z vnútroštátnych zdrojov k celkovej orientácii fiškálnej politiky v roku 2023.⁶ V súlade s odporúčaním Rady plánujú všetky krajiny eurozóny financovať verejné investície do zelenej a digitálnej transformácie a energetickej bezpečnosti okrem iného pomocou Mechanizmu na podporu obnovy a odolnosti a iných fondov EÚ.

Komisia vo svojom posúdení vyzdvihla rast vládnych investícií v celej eurozóne od roku 2018, ktorý pokračoval aj v rokoch 2020 až 2022 napriek šokom spôsobeným ochorením COVID-19 a ruskou vojnou na Ukrajine. Rast vládnych investícií od pandémie, hoci iba mierny z hľadiska percentuálneho podielu na HDP, je v protiklade so situáciou po globálnej finančnej kríze, keď sa hrubé

⁴ Komisia vypočítava tento ukazovateľ zachytávajúci orientáciu fiškálnych politik meraním ročného nárastu čistých výdavkov v pomere k desaťročnému potenciálnemu rastu a miere rastu deflátoru HDP. V súlade s odporúčaniami Rady k programom stability na rok 2021 sa základné čisté výdavkové agregáty upravili tak, aby zahŕňali výdavky financované z grantov Mechanizmu na podporu obnovy a odolnosti a z iných fondov EÚ, a aby nezahŕňali dočasné núdzové opatrenia súvisiace s krízou spôsobenou ochorením COVID-19. Okrem príspevku výdavkov financovaných z rozpočtu EÚ posúdenie Komisie zahŕňa príspevky rôznych výdavkových agregátov financovaných z vnútroštátnych zdrojov k celkovému nastaveniu fiškálnej politiky, konkrétne i) investícií, ii) ostatných kapitálových výdavkov a iii) primárnych bežných výdavkov (bez diskrečných príjmových opatrení). Tento ukazovateľ sa líši od bežne používaného ukazovateľa na hodnotenie nastavenia fiškálnej politiky Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB), ktorý vychádza z koncepcie cyklicky upraveného primárneho salda (časť 6 tohto vydania Ekonomického bulletinu).

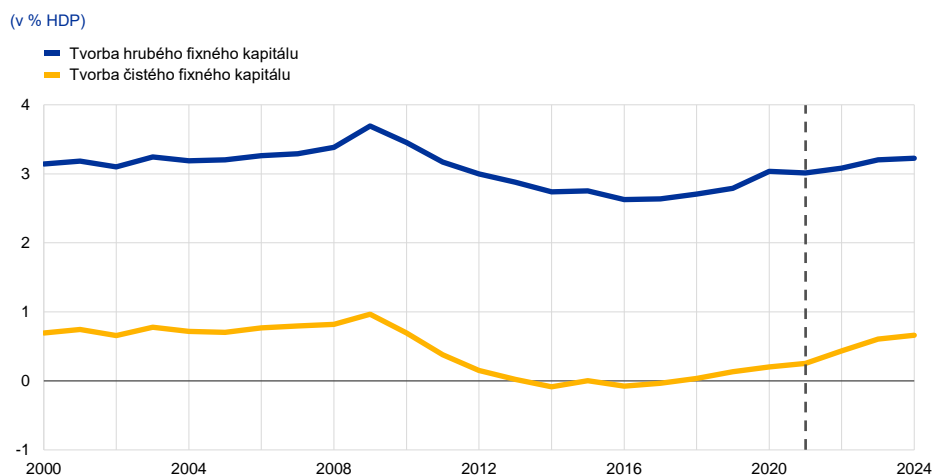
⁵ Vzhľadom na celkové posúdenie Komisie týkajúce sa návrhu rozpočtového plánu Portugalska sa vo [vyhlásení Euroskupiny k návrhom rozpočtových plánov na rok 2023](#) zverejnenom 5. decembra 2022 vyzdvihol pokrok, ktorý Portugalsko dosiahlo v oblasti znižovania deficitu a dlhu.

⁶ Podľa analýzy Komisie je celková orientácia fiškálnej politiky Holandska expanzívna, a to aj napriek tomu, že príspevok primárnych bežných výdavkov financovaných z vnútroštátnych zdrojov k nastaveniu fiškálnej politiky je vo všeobecnosti neutrálny.

vládne investície znížili o viac ako jeden percentuálny bod HDP a čisté investície, ktoré zohľadňujú znehodnotenie základného imania, sa v rokoch 2014 až 2017 dostali do záporného pásma (graf A).

Graf A

Verejné investície v eurozóne, 2000 – 2024



Zdroj: Európska komisia (databáza AMECO).

Poznámka: Údaje za roky 2022 až 2024 sú prevzaté z hospodárskej prognózy Európskej komisie z jesene 2022. Prerušovaná zvislá čiara označuje začiatok horizontu prognózy.

Komisia predpokladá, že v prostredí stále zvýšenej inflácie sa môžu fiškálne politiky v roku 2023 zmeniť na expanzívne. Podľa prognózy Komisie z jesene 2022, ktorá zahŕňa návrhy rozpočtových plánov na rok 2023, dosiahne fiškálna expanzia meraná vyššie uvedeným upraveným ukazovateľom v roku 2022 úroveň približne 2,2 % HDP, zatiaľ čo na rok 2023 sa predpokladajú vo všeobecnosti neutrálne fiškálne politiky.⁷ Projekcie Komisie zahŕňajú čistý rozpočtový vplyv opatrení zameraných na zmiernenie vplyvu vysokých cien energií na domácnosti a podniky v eurozóne v roku 2023 vo výške 0,9 % HDP, čo predstavuje pokles z 1,3 % HDP v roku 2022. Komisia takisto odhadla, že ak by sa platnosť existujúcich opatrení predĺžila až do konca roka 2023, náklady spojené s týmito opatreniami by sa mohli zvýšiť o ďalšie 1 % HDP a v roku 2023 by mohli dosiahnuť takmer 2 % HDP, čím by sa fiškálne politiky stali expanzívnejšími.

Najnovšie projekcie odborníkov Eurosystemu počítajú s podstatne výraznejšími podpornými opatreniami súvisiacimi s vysokými cenami energií než základný scenár Komisie a poukazujú na expanzívne nastavenie fiškálnej politiky v roku 2023. Objem celkovej podpory v eurozóne súvisiacej s vysokými cenami energií zahrnutý v makroekonomickom výhľade všeobecnej makroekonomickej projekcie (Broad Macroeconomic Projections Exercise – BMPE) z decembra 2022 sa odhaduje na približne 2 % HDP.⁸ Je to omnoho viac, ako Komisia predpokladala vo svojej prognóze z jesene 2022, čo je okrem iného odrazom neskoršieho dátumu uzávierky projekcie, v dôsledku čoho bolo viac

⁷ Oznámenie Komisie Európskemu parlamentu, Rade a Európskej centrálnej banke o návrhoch rozpočtových plánov na rok 2023: celkové posúdenie, op. cit.

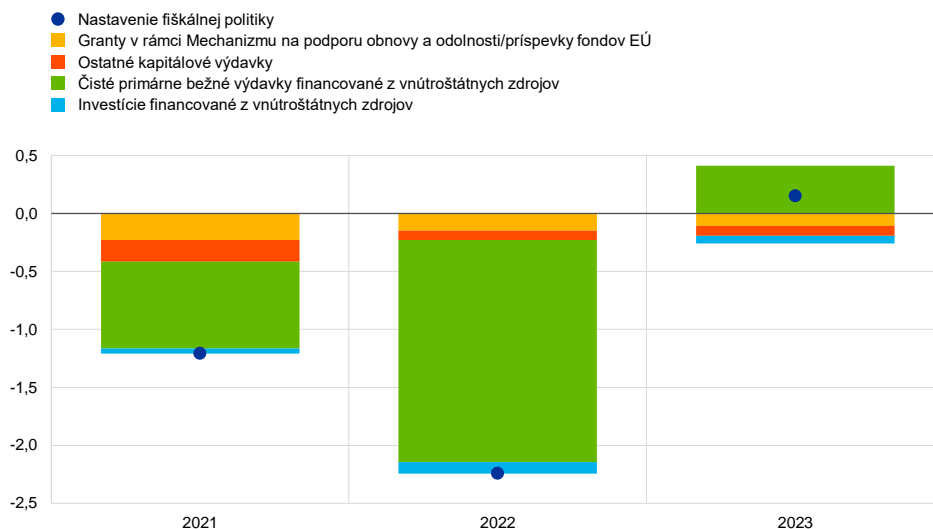
⁸ Časť 2 Makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu, december 2022 venovaná výhľadu rozpočtového vývoja.

podporných opatrení dostatočne konkretizovaných na to, aby boli zohľadnené v decembrových rozpočtových predpokladoch BMPE.⁹

Graf B

Posúdenie Komisie týkajúce sa orientácie fiškálnej politiky, 2021 – 2023

(v % HDP)



Zdroj: Európska komisia (databáza AMECO).

Poznámka: Pri posudzovaní nastavenia fiškálnej politiky eurozóny Komisia použila prístup založený na upravenej referenčnej hodnote pre výdavky, ktorý je vysvetlený v texte. Záporná (kladná) hodnota poukazuje na expanzívne (reštriktívne) nastavenie.

Na zabezpečenie toho, aby fiškálne politiky nezvyšovali inflačné tlaky a aby zároveň zachovávali udržateľnosť dlhu a podporovali prorastový charakter verejných financií, je potrebné, aby boli ciele, prispôbivé a dočasné.

Z hľadiska menovej politiky je potrebné, aby sa podporné opatrenia súvisiace s cenami energií ďalej upravovali v súlade s tzv. zásadou troch T. Opatrenia by mali byť: i) *cielené (targeted)* na najzraniteľnejšie skupiny, aby bol objem fiškálneho impulzu obmedzený a prinášal prospech tým, ktorí ho najviac potrebujú, ii) *prispôbivé (tailored)* tak, aby neoslabovali motiváciu znižovať spotrebu energie a iii) *dočasné (temporary)*, aby sa fiškálny impulz neudržiaval dlhšie, ako je nevyhnutne potrebné. Vzhľadom na očakávanú deaktiváciu všeobecnej únikovej doložky Paktu stability a rastu od roku 2024 bude mať zásadný význam včasná dohoda na reforme rámca správy hospodárskych záležitostí EÚ, keďže pomôže určiť budúce orientovanie fiškálnych politik.¹⁰ Celkovo by sa postupné, realistické a trvalé znižovanie verejného dlhu tam, kde je to potrebné, malo kombinovať s vyššou kvalitou štátnych rozpočtov a trvalými verejnými investíciami na podporu potenciálneho rastu, ako aj zelenej a digitálnej transformácie.

⁹ Za projekcie fiškálnych premenných v rámci BMPE zodpovedá pracovná skupina pre verejné financie. Fiškálne projekcie sú plne v súlade s makroekonomickými projekciami a zohľadňujú najnovšie informácie, napríklad najnovšie zverejnené údaje, rozpočtové zákony, doplnkové rozpočty, ako aj programy stability a konvergenčné programy. Fiškálne projekcie zahŕňajú len tie opatrenia, ktoré schválili národné parlamenty, alebo tie, ktoré už boli dostatočne konkretizované a existuje pri nich pravdepodobnosť, že prejdú legislatívnym procesom. Podrobnejšie informácie sa nachádzajú v dokumente [A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#), ECB, July 2016.

¹⁰ [Oznámenie o usmerneniach týkajúcich sa reformy rámca správy hospodárskych záležitostí EÚ](#), Európska komisia, 9. november 2022.

© Európska centrálna banka 2023

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

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

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

Uzavierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 14. decembra 2022.

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

PDF ISSN 2363-3549, QB-BP-22-008-SK-N