



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 8/2024



Obsah

Hospodársky, finančný a menový vývoj	2
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	8
2 Hospodárska aktivita	13
3 Ceny a náklady	20
4 Vývoj na finančných trhoch	27
5 Podmienky financovania a úvery	33
6 Fiškálny vývoj	40
Boxy	44
1 Čo stojí za odolnosťou cien amerických akcií – štruktúra trhu, výnosové očakávania alebo rizikové prémie akcií?	44
2 Účinky systému obchodovania s emisiami na európske investície v krátkodobom horizonte	50
3 Aké ekonomické signály vyplývajú z ukazovateľov neistoty	55
4 Čo vysvetľuje vysokú mieru úspor domácností v eurozóne	59
5 Prenesenie menovej politiky do inflácie tovarov a služieb: detailný pohľad	64
6 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 24. júla do 22. októbra 2024	69
7 Postupné ukončenie TLTRO III a podmienky poskytovania bankových úverov	75

Hospodársky, finančný a menový vývoj

Prehľad

Rada guvernérov sa na svojom zasadaní 12. decembra 2024 rozhodla znížiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov. Rozhodnutie znížiť sadzbu jednodňových sterilizačných operácií – sadzbu, prostredníctvom ktorej Rada guvernérov riadi nastavenie menovej politiky – vychádzalo z jej aktualizovaného hodnotenia inflačného výhľadu, dynamiky základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky.

Proces dezinflácie naďalej rovnomerne pokračuje. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2024 by celková inflácia mala dosiahnuť v priemere 2,4 % v roku 2024, 2,1 % v roku 2025, 1,9 % v roku 2026 a 2,1 % v roku 2027, keď sa začne uplatňovať rozšírený systém EÚ na obchodovanie s emisiami. Priemerná inflácia bez energií a potravín by mala predstavovať 2,9 % v roku 2024, 2,3 % v roku 2025 a 1,9 % v rokoch 2026 a 2027.

Z väčšiny ukazovateľov základnej inflácie vyplýva, že inflácia sa trvalo ustáli v blízkosti strednodobého cieľa Rady guvernérov 2 %. Domáca inflácia sa mierne znížila, no zostáva vysoká, najmä vzhľadom na pokračujúce výrazne oneskorené prispôsobovanie miezd a cien v určitých sektoroch predchádzajúcemu prudkému rastu inflácie.

V dôsledku nedávnych rozhodnutí Rady guvernérov o znížení úrokových sadzieb postupne klesá cena úverov pre podniky a domácnosti a finančné podmienky sa uvoľňujú. Sú však naďalej prísne, keďže menová politika je stále reštriktívna a minulé zvyšovanie úrokových sadzieb sa naďalej premieta do nesplatených úverov.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2024 odborníci Eurosystemu v projekciách z decembra 2024 počítajú s pomalším hospodárskym oživením. V treťom štvrtroku sa síce hospodársky rast zvýšil, no v poslednom štvrtroku podľa ukazovateľov vyplývajúcich z prieskumov zaznamenal spomalenie. Tempo hospodárskeho rastu má podľa projekcií odborníkov Eurosystemu dosahovať 0,7 % v roku 2024, 1,1 % v roku 2025, 1,4 % v roku 2026 a 1,3 % v roku 2027. Projektované oživenie sa opiera najmä o rastúce reálne príjmy, ktoré by mali domácnostiam umožniť zvýšiť spotrebu, a o zvýšenie investičnej aktivity firiem. Postupné slabnutie účinkov reštriktívnej menovej politiky by malo časom viesť k oživeniu domáceho dopytu.

Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť trvalé ustálenie inflácie na cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte. Pri určovaní primeraného nastavenia menovej politiky sa bude riadiť aktuálnymi údajmi a rozhodnutia bude prijímať priebežne, zo zasadania na zasadanie. Rozhodnutia Rady guvernérov o úrokových sadzbách budú vychádzať predovšetkým z jej hodnotenia inflačného výhľadu na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, dynamiky vývoja základnej inflácie a účinnosti

transmisie menovej politiky. Rada guvernérov sa vopred nezaväzuje k žiadnej konkrétnej trajektórii sadzieb.

Hospodárska aktivita

Hospodárska produkcia v treťom štvrtroku predstihla očakávania a vzrástla o 0,4 %. K rastu prispelo najmä zvýšenie spotreby, čiastočne v dôsledku jednorazových faktorov, ktoré v lete zvýšili cestovný ruch, ako aj tvorba zásob podnikov. Najnovšie informácie však poukazujú na spomalenie tempa. Z prieskumov vyplýva ďalšia kontrakcia priemyselnej produkcie a spomaľovanie rastu v sektore služieb. Podniky v podmienkach slabého dopytu a vysoko neistých vyhládok ďalšieho vývoja brzdia svoje investičné výdavky. Slabý je aj vývoz a niektoré európske odvetvia majú ťažkosti s udržaním konkurencieschopnosti.

Situácia na trhu práce je naďalej stabilná. Zamestnanosť v treťom štvrtroku 2024 vzrástla o 0,2 % – opäť o viac, ako sa očakávalo. Miera nezamestnanosti v októbri zostala na úrovni svojho historického minima 6,3 %. Dopyt po pracovnej sile zároveň naďalej klesá. Miera voľných pracovných miest sa v treťom štvrtroku znížila na 2,5 %, čo je 0,8 percentuálneho bodu pod jej maximom, pričom z výsledkov prieskumov vyplýva menší počet nových pracovných miest i v poslednom štvrtroku.

V prostredí značnej geopolitickej a politickej neistoty by sa hospodárstvo eurozóny malo v nasledujúcich rokoch naďalej postupne oživovať. K oživeniu, ktorého hlavnou hybnou silou zostáva spotreba, by mali prispieť predovšetkým rastúce reálne mzdy a zamestnanosť v kontexte stabilných trhov práce. Domáci dopyt by malo podporiť aj uvoľnenie podmienok financovania v súlade s trhovými očakávaniami budúceho vývoja úrokových sadzieb. Hoci je rozpočtová politika spojená s vysokou neistotou, predpokladá sa jej celková konsolidácia. Finančné prostriedky z programu Next Generation EU by však mali podporovať rast až do skončenia programu v roku 2027. Za predpokladu základného scenára projekcií, že obchodné politiky kľúčových obchodných partnerov Európy zostanú nezmenené, sa očakáva nárast zahraničného dopytu, ktorý podporí vývoz z eurozóny. V dôsledku toho sa napriek súčasným problémom v oblasti konkurencieschopnosti očakáva celkovo neutrálny príspevok čistého obchodu k rastu HDP. Miera nezamestnanosti by mala ďalej klesať k historicky nízkym úrovňam. Vzhľadom na ústup niektorých cyklických faktorov, ktoré v poslednom období znižovali produktivitu, sa v priebehu sledovaného obdobia očakáva jej zvýšenie, hoci štrukturálne problémy pretrvávajú. Celkovo by mal priemerný ročný rast reálneho HDP podľa projekcií z decembra 2024 dosiahnuť 0,7 % v roku 2024, 1,1 % v roku 2025 a 1,4 % v roku 2026, pričom v roku 2027 by sa mal zmierniť na 1,3 %. V porovnaní s projekciami zo septembra 2024 bol výhľad rastu HDP upravený smerom nadol, najmä v dôsledku revízií údajov o investíciách v prvom polroku 2024, očakávaní slabšieho rastu vývozu v roku 2025 a miernej revízie predpokladanej expanzie domáceho dopytu na rok 2026 smerom nadol.

Rozpočtová a štrukturálna politika by mala zvyšovať produktivitu, konkurencieschopnosť a odolnosť ekonomiky. Je nevyhnutné urýchlene prijať konkrétne a ambiciózne štrukturálne opatrenia v nadväznosti na návrhy Maria

Draghiho na zvýšenie konkurencieschopnosti Európy a návrhy Enricca Lettu na upevnenie jednotného trhu. Rada guvernérov víta hodnotenie Európskej komisie týkajúce sa strednodobých plánov rozpočtových a štrukturálnych politík jednotlivých krajín ako súčasť reformovaného rámca správy ekonomických záležitostí EÚ. Vlády by sa teraz mali sústrediť na dôslednú a bezodkladnú implementáciu svojich záväzkov na základe tohto rámca, čo pomôže udržateľným spôsobom znižovať rozpočtový deficit a dlh a zároveň prioritne realizovať prorastové reformy a investície.

Inflácia

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná inflácia v novembri vzrástla z októbrových 2,0 % na 2,3 %. Jej očakávaný nárast bol predovšetkým odrazom kladného bazického efektu súvisiaceho s energiami. Inflácia cien potravín mierne klesla na 2,8 % a inflácia cien služieb na 3,9 %. Inflácia cien tovarov vzrástla na 0,7 %.

Domáca inflácia, ktorá tesne sleduje vývoj inflácie cien služieb, v októbri opäť mierne klesla, je však stále vysoká na úrovni 4,2 %. Príčinou sú silné mzdové tlaky a pokračujúce oneskorené prispôsobovanie cien niektorých služieb minulému prudkému rastu inflácie. Celkový vývoj základnej inflácie však zodpovedá trvalému návratu inflácie na cieľovú úroveň.

Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa pohybuje okolo 2 % a trhové ukazovatele strednodobej až dlhodobejšej inflačnej kompenzácie od zasadania Rady guvernérov zo 17. októbra 2024 podstatne klesli.

Rast kompenzácií na zamestnanca sa v treťom štvrtroku 2024 mierne spomalil na 4,4 % (zo 4,7 % v druhom štvrtroku), čo v podmienkach stabilnej produktivity prispelo k pomalšiemu rastu jednotkových nákladov práce.

Slabnúce tlaky prameniace z nákladov práce a pokračujúci účinok predchádzajúceho sprísňovania menovej politiky Rady guvernérov na spotrebiteľské ceny by mali prispieť k trvalému ustáleniu inflácie v blízkosti strednodobého cieľa 2 %, keďže naďalej prebieha eliminácia predchádzajúcich prudkých znížení cien energií z výpočtu ročných mier

V projekciách z decembra 2024 sa predpokladá, že celková inflácia HICP sa koncom roka 2024 zvýši a následne bude klesať, pričom od druhého štvrtroku 2025 sa má pohybovať okolo inflačného cieľa ECB na úrovni 2 %. Hlavnou príčinou dočasného nárastu inflácie na začiatku sledovaného obdobia by mali byť bazické efekty v energetickej zložke. Na základe predpokladu klesajúcich cien ropy a plynu zostane inflácia cien energií pravdepodobne až do druhej polovice roka 2025 záporná a neskôr stále tlmená, s výnimkou mierneho zvýšenia v roku 2027 v dôsledku zavedenia nových klimatických opatrení. Inflácia cien potravín by mala podľa projekcií rásť do polovice roka 2025, najmä v dôsledku obnovenia dynamiky cien nespracovaných potravín, a následne do roku 2027 klesnúť na priemernú úroveň 2,2 %. Očakáva sa, že inflácia HICP bez energií a potravín (HICPX) na začiatku roka 2025 klesne, odrážajúc ústup nepriamych účinkov minulých šokov vývoja cien

energií, slabnutie tlakov vyplývajúcich z nákladov práce a pokračujúci vplyv oneskorených účinkov predchádzajúceho sprísňovania menovej politiky na spotrebiteľské ceny. Hlavným faktorom tohto poklesu by malo byť zníženie inflácie cien služieb, ktorá bola doteraz relatívne neústupná. Celkovo sa očakáva zmiernenie inflácie HICPX z 2,9 % v roku 2024 na 1,9 % v roku 2027. Rast miezd zostane spočiatku zvýšený, ale s ústupom tlakov inflačnej kompenzácie bude postupne klesať. Spomalenie rastu kompenzácií na zamestnanca v spojení s oživením rastu produktivity by malo viesť k výrazne pomalšiemu rastu jednotkových nákladov práce. V dôsledku toho by malo dôjsť k zmierneniu domácich cenových tlakov, pričom ziskové marže by mali spočiatku tlmieť stále vysoké tlaky vyplývajúce z nákladov práce, no počas sledovaného obdobia by sa mali zotaviť. Vonkajšie cenové tlaky by mali zostať celkovo mierne. V porovnaní s projekciami zo septembra 2024 bol výhľad celkovej inflácie HICP na roky 2024 a 2025 upravený mierne nadol, najmä v dôsledku nečakane nižších údajov a nižších predpokladaných cien ropy a elektrickej energie.

Hodnotenie rizík

Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu zostávajú naklonené na stranu pomalšieho rastu. Riziko zvýšenia svetového obchodného napätia by mohlo utlmiť vývoz, oslabiť svetovú ekonomiku a spomaliť tak hospodársky rast v eurozóne. Nižšia dôvera by mohla zabrániť očakávanému tempu oživovania spotreby a investícií. Tento vývoj by mohol byť znásobený geopolitickými rizikami, ako je neoprávnená vojna Ruska proti Ukrajine a tragický konflikt na Blízkom východe, ktoré by mohli narušiť dodávky energií a svetový obchod. Rast by tiež mohol byť pomalší, ak budú oneskorené účinky sprísnenia menovej politiky trvať dlhšie, než sa očakáva. Rast by mohol byť rýchlejší, ak by miernejšie podmienky financovania a klesajúca inflácia umožnili rýchlejšie oživenie domácej spotreby a investícií.

Inflácia by mohla byť vyššia v prípade rýchlejšieho než očakávaného rastu miezd alebo ziskov. Medzi riziká vyššej inflácie patrí i zvýšené geopolitické napätie, ktoré by mohlo viesť k nárastu cien energií a nákladnej prepravy v krátkodobom horizonte a narušiť svetový obchod. Extrémne prejavy počasia a celkové napredovanie klimatickej krízy by okrem toho mohli spôsobiť väčší než očakávaný nárast cien potravín. Inflácia by mohla byť naopak nižšia, ak by nízka dôvera a obavy spojené s geopolitickými udalosťami zabránili očakávanému tempu oživenia spotreby a investícií, ak by tlmiači vplyv menovej politiky na dopyt prekročil očakávania alebo ak by došlo k neočakávanému zhoršeniu hospodárskeho prostredia vo zvyšku sveta. V dôsledku väčšieho napätia vo svetovom obchode by bol výhľad vývoja inflácie v eurozóne spojený s väčšou neistotou.

Finančné a menové podmienky

Od októbrového zasadania Rady guvernérov došlo v eurozóne k ďalšiemu zníženiu trhových úrokových mier, čo je odrazom vnímaného zhoršenia výhľadu hospodárskeho vývoja. Hoci sú podmienky financovania naďalej reštriktívne,

v dôsledku rozhodnutí Rady guvernérov o znížení úrokových sadzieb sa postupne znižuje cena úverov pre podniky a domácnosti.

Priemerná úroková sadzba nových úverov bola v októbri na úrovni 4,7 %, čo je o viac ako polovicu percentuálneho bodu menej ako jej maximum spreď roka. Náklady trhového dlhového financovania klesli oproti svojmu maximu o viac ako jeden percentuálny bod. Priemerná sadzba nových hypotekárnych úverov, ktorá v októbri predstavovala 3,6 %, je o približne pol percentuálneho bodu nižšia ako jej najvyššia hodnota v roku 2023, hoci priemerná sadzba nesplatených hypoték ešte podľa všetkého vzrastie.

Objem bankových úverov poskytovaných podnikom postupne rastie z doterajších nízkych úrovní – v októbri sa medziročne zvýšil o 1,2 %. Objem vydaných podnikových dlhových cenných papierov sa v ročnom vyjadrení zvýšil o 3,1 %, čo je podobné tempo rastu ako v predchádzajúcich mesiacoch. Objem nových hypotekárnych úverov sa v októbri ďalej postupne zvyšoval, s ročnou mierou rastu 0,8 %.

V súlade so svojou stratégiou menovej politiky Rada guvernérov dôkladne posúdila vzájomný vzťah medzi menovou politikou a finančnou stabilitou. Banky v eurozóne sú naďalej odolné a existujú len slabé známky napätia na finančnom trhu. Riziká ohrozujúce finančnú stabilitu však zostávajú zvýšené. Prvou obrannou líniou proti prehĺbovaniu zraniteľnosti finančného sektora zostáva makroprudenciálna politika, ktorá zvyšuje odolnosť a zachováva makroprudenciálny manévrovací priestor.

Rozhodnutia o menovej politike

Úrokové sadzby jednodňových sterilizačných operácií, hlavných refinančných operácií a jednodňových refinančných operácií sa s účinnosťou od 18. decembra 2024 znížili na 3,00 %, 3,15 % a 3,40 %.

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

V druhom polroku 2024 už Eurosystem v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP) istinu zo splatených cenných papierov nereinvestoval v plnej výške, v dôsledku čoho sa objem portfólia PEPP znižoval priemerným tempom 7,5 mld. € za mesiac. Na konci roka 2024 Rada guvernérov reinvestície v rámci programu PEPP ukončila.

Banky v decembri 2024 splatili zostávajúce dlhy z cielených dlhodobějších refinančných operácií, čím sa uzavrela táto časť procesu normalizácie súvahy.

Záver

Rada guvernérov sa na svojom zasadaní 12. decembra 2024 rozhodla znížiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov. Rozhodnutie znížiť sadzbu jednodňových sterilizačných operácií – sadzbu, prostredníctvom ktorej Rada guvernérov riadi nastavenie menovej politiky – vychádzalo z jej aktualizovaného hodnotenia inflačného výhľadu, dynamiky základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky. Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť trvalé ustálenie inflácie na cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte. Pri určovaní primeraného nastavenia menovej politiky sa bude riadiť aktuálnymi údajmi a rozhodnutia bude prijímať priebežne, zo zasadania na zasadanie. Rozhodnutia Rady guvernérov o úrokových sadzbách budú vychádzať predovšetkým z jej hodnotenia inflačného výhľadu na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, dynamiky vývoja základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky. Rada guvernérov sa vopred nezaväzuje k žiadnej konkrétnej trajektórii sadzieb.

Rada guvernérov je v každom prípade pripravená všetky svoje nástroje v medziach svojho mandátu upraviť, aby zabezpečila trvalé ustálenie inflácie na jej cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte a naďalej plynulú transmisiu menovej politiky.

1 Vonkajšie prostredie

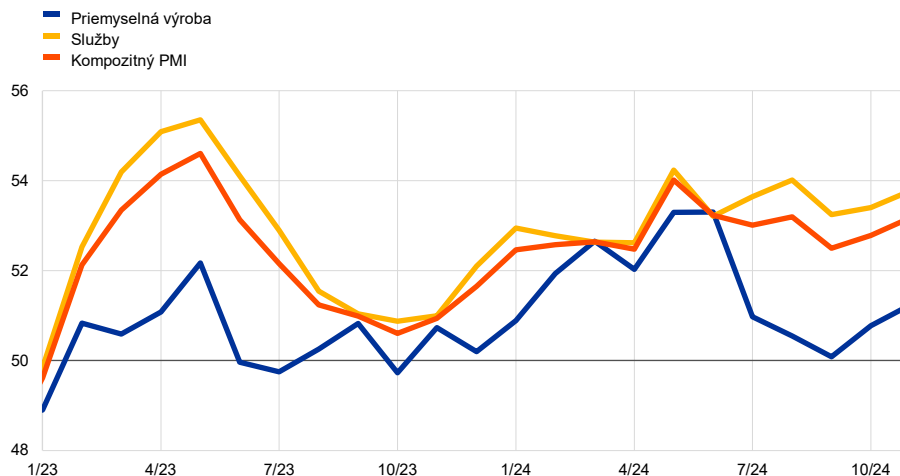
V sledovanom období (od 17. októbra do 11. decembra 2024) zostal globálny hospodársky rast značný aj napriek rastúcim nepriaznivým vplyvom. Údaje z prieskumov poukazujú na celkové zlepšenie vo všetkých sektoroch, pričom naďalej výrazne rastie sektor služieb. Globálny obchod zostal silný čiastočne v dôsledku predzásobenia dovozu tovarov v súvislosti s neistotou spojenou s budúcou obchodnou politikou Spojených štátov. Inflácia sa naďalej zmiernovala, tlak na rast cien služieb však pretrvával. Výhľad globálneho rastu a inflácie, ako sa odráža v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2024, sa v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2024 vo všeobecnosti nezmenil. Výsledok prezidentských volieb v Spojených štátoch však priniesol značnú neistotu z hľadiska politik medzinárodného obchodu. Údaje o globálnom obchode boli upravené výrazne nahor, aby odrážali lepšie výsledky za druhý a tretí štvrťrok. Po oživení v roku 2024 sa predpokladá, že svetový obchod bude rásť viac v súlade s hospodárskou aktivitou, hoci existujú zvýšené riziká spomalenia v súvislosti s väčším obchodným protekcionizmom a fragmentáciou. Inflácia naprieč významnými vyspelými ekonomikami aj rozvíjajúcimi sa trhovými ekonomikami by sa mala v sledovanom období postupne znižovať.

Globálna hospodárska aktivita zostáva silná, hoci čoraz viac nepriaznivých faktorov poukazuje na krehkosť výhľadu. Globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre výrobu (bez eurozóny) zostal v novembri 2024 bezpečne v pásme expanzie na úrovni 53,2, oproti októbrovým 52,8 (graf 1). Zatiaľ čo aktivita v sektore služieb sa naďalej zintenzívňovala, zlepšila sa tiež aktivita vo výrobnom sektore, keď sa v novembri posunula ešte viac nad hranicu nulového rastu, na 51,2. K rastu kompozitného ukazovateľa PMI pre výrobu prispeli najmä Spojené štáty a Čína. V prípade Číny to odzrkadľovalo značnú expanziu výrobného sektora, kým v Spojených štátoch sa aktivita výrazne zlepšila v sektore služieb. Najnovšie údaje naznačujú, že globálny rast zostal v poslednom štvrťroku 2024 silný. Podporujú ho priaznivejšie ekonomické údaje v Spojených štátoch a Číne, ako aj nedávno ohlásená fiškálna podpora v Číne a v menšej miere aj v Spojenom kráľovstve. Geopolitické napätie, pretrvávajúce oslabenie v sektore nehnuteľností v Číne a neistota súvisiaca s politikou budúcej americkej administratívy však naznačujú, že vyhliadky globálneho rastu sú stále krehké.

Graf 1

Globálny index PMI pre výrobu

(difúzný index)



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

Poznámka: PMI je index nákupných manažérov. Posledné údaje sú z novembra 2024.

Výhľad svetovej hospodárskej aktivity by mal zostať silný, počas sledovaného obdobia by sa však mal čiastočne zmierniť.

Predpokladá sa, že globálny reálny HDP sa zvýši v roku 2024 o 3,4 % a v roku 2025 o 3,5 %, kým v roku 2026 klesne na 3,3 % a v roku 2027 na 3,2 %. Mierne spomalenie globálneho rastu ku koncu sledovaného obdobia vyplýva najmä z očakávaného pomalšieho rastu v Číne pre nepriaznivú demografickú situáciu a z určitého spomalenia v Spojených štátoch. V Spojenom kráľovstve sa predpokladá, že fiškálne uvoľňovanie prispeje k rastu reálneho HDP len dočasne, keďže na aktivitu súkromného sektora bude mať pravdepodobne vplyv budúce zvyšovanie daní z príjmov právnických osôb. Výsledok amerických volieb priniesol značnú neistotu, pretože v tejto fáze je ťažké hodnotiť politické opatrenia novej americkej administratívy. Decembrové projekcie odborníkov Eurosystemu zahŕňajú prísnejšie imigračné právne predpisy a voľnejšiu fiškálnu politiku (najmä predĺženie zníženia dane z príjmov fyzických a právnických osôb, ktoré bolo zavedené v roku 2017 s platnosťou do roku 2025).

Po výraznejšom než očakávanom raste v treťom štvrtroku sa tempo globálneho obchodu v krátkodobom horizonte pravdepodobne spomalí.

Globálny dovoz v treťom štvrtroku prekvapil zvýšením, k čomu prispel prudký nárast obchodu v Spojených štátoch. Nepriame dôkazy naznačujú, že americké podniky sa predzásobili dovozom vzhľadom na neistotu v súvislosti s budúcou obchodnou politikou a vzhľadom na to, že v októbri očakávali štrajky v amerických prístavoch na východnom pobreží. Hoci je svetový obchod vo svojej podstate nestály, prichádzajúce údaje poukazujú na spomalenie globálneho dovozu v poslednom štvrtroku. Toto zmiernenie je odrazom stále slabého výrobného cyklu a normalizácie dovozu tovarov po výraznom raste v predchádzajúcich štvrtrokoch. Situáciu ďalej zhoršuje menej priaznivé zloženie globálneho dopytu, ktorý je v súčasnosti ovplyvnený sektorom služieb menej náročných na obchod a spotrebou verejného sektora. V súlade so spomaľujúcou sa dynamikou obchodu zostal globálny index PMI pre nové vývozné objednávky vo výrobnom sektore (bez eurozóny) v novembri

v pásme kontrakcie 49,4. V tejto súvislosti sa začali normalizovať aj prepravné náklady, po ich prudkom raste zaznamenanom v druhom štvrťroku 2024 v dôsledku vyššieho dopytu po lodnej doprave v súlade s predzásobením sa dovozom.

Podľa projekcií by sa mal svetový obchod v tomto roku oživiť a počas zvyšku sledovaného obdobia by mal rásť viac v súlade so svetovou hospodárskou aktivitou, hoci tu existujú výrazné riziká zvýšeného obchodného protekcionizmu a fragmentácie.

Rast svetového obchodu na rok 2024 bol v porovnaní s projekciami zo septembra 2024 upravený nahor o 0,9 percentuálneho bodu, najmä v dôsledku lepších výsledných údajov v druhom a treťom štvrťroku. Predpokladá sa, že svetový obchod sa v roku 2025 zvýši o 3,6 %, pričom následne v roku 2026 klesne na 3,3 % a v roku 2027 na 3,2 %. Výhľad však zostáva veľmi neistý. Ďalšie predzásobenie vyvolané očakávaniami obchodných obmedzení by mohlo obchod v krátkodobom horizonte posilniť. V strednodobom horizonte by sa mohol obchod ďalej oslabiť vzhľadom na pretrvávajúce geopolitické napätie, výrazný nárast obchodného protekcionizmu a fragmentáciu.

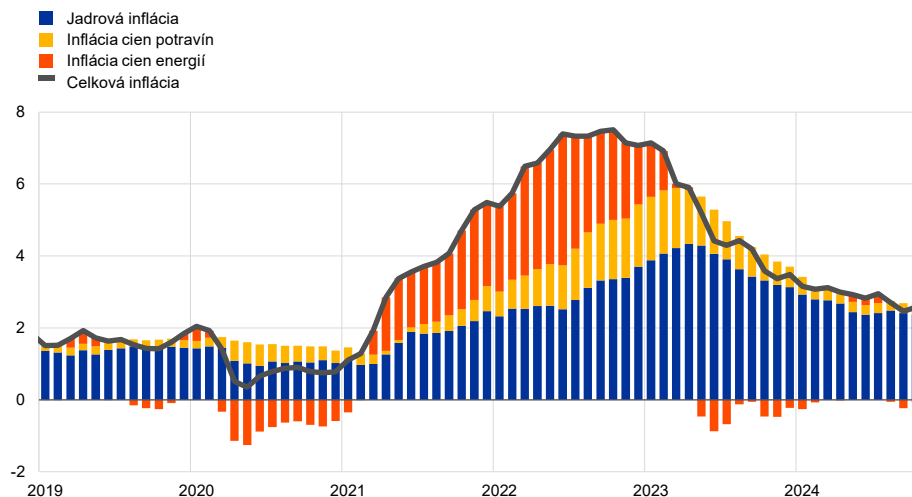
Inflácia v členských krajinách Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) sa naďalej zmiernuje, ale základné cenové tlaky pretrvávajú.

Ročná miera celkovej inflácie indexu spotrebiteľských cien (consumer price index – CPI) v krajinách OECD (bez Turecka) sa v októbri nepatrne zvýšila na 2,6 %, v porovnaní s 2,5 % v predchádzajúcom mesiaci (graf 2). Mierny nárast celkovej inflácie bol spôsobený miernejšou zápornou infláciou cien energií na úrovni -0,8 % v októbri, v porovnaní s -2,5 % v septembri. Inflácia cien potravín a jadrová inflácia zostali stabilné. Jadrová inflácia, ktorá v októbri predstavovala 90 % celkovej inflácie v porovnaní s mediánovým príspevkom 64 % pred pandémiou COVID-19, je spôsobená najmä zvýšenou infláciou služieb vo vyspelých ekonomikách. Keďže inflácia cien služieb úzko súvisí s rastom miezd, ktorý by sa mal v roku 2025 spomaliť vzhľadom na ochladenie na trhoch práce, očakáva sa, že celková inflácia v ekonomikách OECD sa bude ďalej normalizovať.

Graf 2

Inflácia spotrebiteľských cien v OECD

(medziročná percentuálna zmena)



Zdroj: Organizácia pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) a výpočty ECB.

Poznámka: Agregát OECD nezahŕňa Turecko a počíta sa pomocou ročných váh indexu spotrebiteľských cien (CPI) OECD. Posledné údaje sú z októbra 2024.

Od októbrového zasadania Rady guvernérov klesli ceny ropy Brent o 2,9 %, zatiaľ čo európske ceny plynu stúpli o 17,7 %.¹

Ceny ropy zaznamenali v sledovanom období značnú volatilitu, najmä v dôsledku geopolitického napätia na Blízkom východe. Na strane dopytu k tlaku na rast cien prispela vysoká spotreba pohonných hmôt v Spojených štátoch, keďže zásoby benzínu tu klesli na najnižšiu úroveň od novembra 2022. Tento vývoj však bol kompenzovaný nepriaznivým vplyvom nižšieho dopytu po rope v Číne, ktorý sa v septembri už šiesty mesiac po sebe znížil. Európske ceny plynu sa od októbrového zasadania Rady guvernérov zvýšili o 17,7 %, k čomu prispeli faktory ponuky i dopytu. Na strane ponuky možno tento nárast vo veľkej miere pripísať blížiacemu sa ukončeniu platnosti dohody o tranzite plynu medzi Ukrajinou a Ruskom na konci roka 2024. Navyše, spoločnosť Gazprom po súdnom rozhodnutí proti nej v prospech rakúskej spoločnosti OMV pohrozila zastavením dodávok plynu. Pokiaľ ide o dopyt, novembrové zníženie produkcie veterných elektrární v Európe viedlo k zvýšeniu závislosti od výroby energie spaľovaním plynu. Spolu s chladnejším počasím to spôsobilo zníženie úrovne zásob plynu v celej Európe, čo ďalej prispelo k zvyšovaniu cien tejto komodity. Ceny kovov medzitým klesli (-4,5 %), keď balík podporných opatrení v Číne nenaplnil očakávania. Ceny potravín sa v dôsledku faktorov súvisiacich s ponukou zvýšili o 15,9 %.

Hospodárska aktivita v Spojených štátoch zostáva výrazná. Reálny HDP rástol aj v treťom štvrtroku 2024 stabilným tempom, medzištvrtročne o 0,7 %, k čomu prispel silný domáci súkromný dopyt aj spotreba verejnej správy. Naopak príspevok súkromných investícií sa spomalil a príspevok súkromných zásob a čistého obchodu k rastu bol tiež záporný. Trh práce v Spojených štátoch sa ďalej ochladzoval, miera nezamestnanosti sa v novembri zvýšila o 0,1 percentuálneho bodu na 4,2 % oproti

¹ Redakčná uzávierka údajov uvedených v tomto čísle Ekonomického bulletinu bola 11. decembra 2024.

3,7 % na začiatku roka 2024. Ročný rast miezd sa po poklese v priebehu roka v októbri zvýšil na 4,0 % a zostal nad intervalom 3 až 3,5 %, ktorý zodpovedá inflačnému cieľu Federálneho rezervného systému. Celková inflácia CPI sa tiež mierne zvýšila zo septembrových 2,4 % na 2,6 % v októbri a jadrová inflácia zostala na úrovni 3,3 %. Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (Federal Open Market Committee – FOMC) sa na svojom novembrovom zasadnutí rozhodol znížiť sadzbu federálnych fondov o 25 bázických bodov, čo sa vo všeobecnosti očakávalo.²

Dynamika hospodárskeho rastu v Číne sa posilnila, ale neočakáva sa, že nový fiškálny balík prinesie výraznejšie stimuly. Mesačné ukazovatele za október boli lepšie, ako sa očakávalo, pričom došlo k výraznému zlepšeniu maloobchodného predaja a rastu vývozu. Oživenie maloobchodného predaja, ktoré pokračovalo aj začiatkom novembra, bolo vo veľkej miere spôsobené pokračujúcimi obchodnými dotáciami, pričom v kategóriách dotovaných čínskou vládou došlo k značnému rastu. Zároveň sa však neočakáva, že by nový fiškálny balík oznámený 8. novembra, aj keď je významný, výrazne podporil rast. Tento balík, ktorého cieľom je riešiť riziko finančnej stability spojené s dlhom miestnych samospráv, predstavuje najmä presun dlhu do dlhopisov s nižšími nákladmi na obsluhu. Keďže ponechá celkovú úroveň dlhu na nezmenenej úrovni, nevytvára priamy fiškálny impulz. Potenciálne dodatočné výdavky spojené s nižšími nákladmi na financovanie budú pravdepodobne malé a podpora rast len vo veľmi obmedzenej miere. Inflácia spotrebiteľských cien v Číne sa v novembri ďalej spomaľovala a zo septembrových 0,3 % medziročne klesla na 0,2 %. Inflácia cien výrobcov zostala v novembri záporná na úrovni -2,5 %, čo zvýšilo obavy z deflácie.

Hospodárska aktivita v Spojenom kráľovstve sa ďalej spomaľovala, zatiaľ čo celková inflácia stúpila v dôsledku vyšších cien energií. V treťom štvrtroku 2024 sa HDP Spojeného kráľovstva zvýšil len mierne, medzištvrtročne o 0,1 %. Nový jesenný rozpočet vlády zahŕňa zvýšenie verejných výdavkov o 2 % HDP, čo by spolu s pokračujúcim uvoľňovaním menovej politiky malo postupne podporiť dynamiku rastu v roku 2025. Celková inflácia v októbri stúpila na 2,3 % zo septembrových 1,7 %. Bank of England na svojom novembrovom zasadnutí znížila bankovú sadzbu o 25 bázických bodov na 4,75 %.³

² FOMC na svojom zasadnutí 18. decembra – teda po ukončení sledovaného obdobia od 17. októbra do 11. decembra – znížil cieľ sadzby federálnych fondov o ďalších 25 bázických bodov.

³ Bank of England na svojom zasadnutí 18. decembra – teda po ukončení sledovaného obdobia od 17. októbra do 11. decembra – rozhodla o zachovaní svojej sadzby na nezmenenej úrovni.

2 Hospodárska aktivita

V prostredí oživenej spotreby a hromadenia zásob ekonomika v treťom štvrtroku 2024 rástla o 0,4 %, po raste o 0,2 % v druhom štvrtroku, zatiaľ čo čistý obchod sa znížil. Zamestnanosť v treťom štvrtroku stúpila o 0,2 %, čo znamená určité oživenie produktivity. Pokiaľ ide o jednotlivé sektory, aktivita v priemyselnej výrobe okrem írskych produktov duševného vlastníctva v treťom štvrtroku naďalej klesala v dôsledku slabého dopytu, straty konkurencieschopnosti a rastúcej neistoty. Naopak, sektor služieb pokračoval v expanzii, ktorú podporili najmä netrhové služby a služby súvisiace s podnikaním. Ukazovatele z prieskumov naznačujú spomaľovanie hospodárskej aktivity na prelome rokov. Indexy nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) pre výrobný sektor aj služby boli v poslednom štvrtroku pod svojimi úrovňami z tretieho štvrtroka, pričom objednávky a očakávania podnikov sa znížili, čo naznačuje ďalší pokles na začiatku roka 2025. Pokiaľ ide o domáci dopyt, po výraznom raste v treťom štvrtroku sa súkromná spotreba v poslednom štvrtroku vzhľadom na pretrvávajúcu nízku dôveru pravdepodobne spomalí. Ukazovatele týkajúce sa nehnuteľností na bývanie, podnikových investícií a vývozu naznačujú pretrvávanie slabého vývoja v krátkodobom horizonte. Predpokladané oživenie reálnych príjmov podporené rastom miezd a silným trhom práce by malo domácnostiam umožniť vyššiu spotrebu. Okrem toho, zahraničný dopyt by sa mal posilniť a podporiť vývoz z eurozóny.

Takýto vývoj sa celkovo odráža v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2024, ktoré predpokladajú ročný rast reálneho HDP na úrovni 0,7 % v roku 2024, 1,1 % v roku 2025, resp. 1,4 % v roku 2026, a potom zmiernenie na 1,3 % v roku 2027.⁴

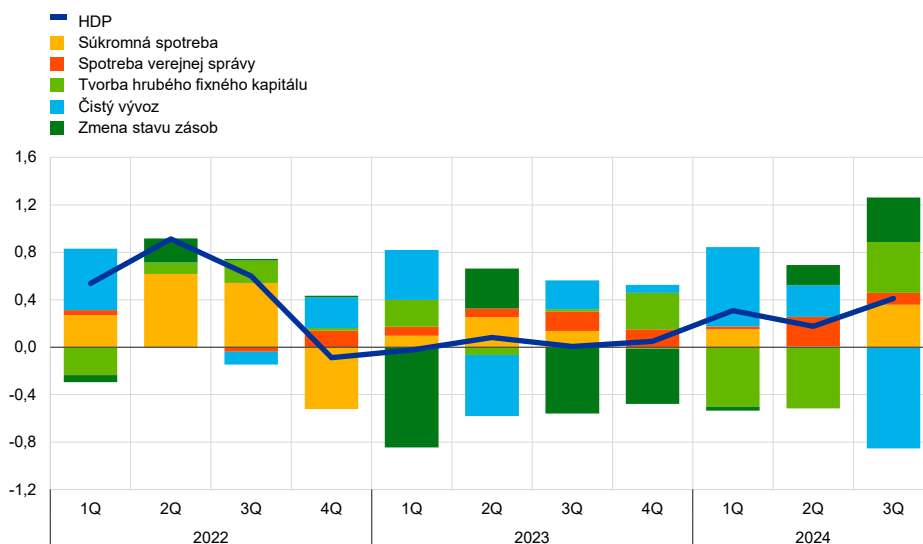
Podľa najnovšieho odhadu Eurostatu sa reálny HDP v treťom štvrtroku 2024 medzištvrtročne zvýšil o 0,4 %, pričom v predchádzajúcom štvrtroku vzrástol o 0,2 % (graf 3). Domáci dopyt a zmeny zásob zaznamenali v treťom štvrtroku kladný príspevok k rastu, zatiaľ čo čistý obchod sa znížil. Hoci bol rast celkových investícií v treťom štvrtroku kladný, odhaduje sa, že po vylúčení bezprecedentne veľkého nárastu nestavebných investícií v Írsku zostane negatívny.

⁴ [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2024](#), zverejnené 12. decembra 2024 na internetovej stránke ECB.

Graf 3

Reálny HDP eurozóny a jeho zložky

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z tretieho štvrťroka 2024.

Údaje z prieskumov poukazujú na horší vývoj v poslednom štvrťroku 2024.

PMI pre výrobu klesol v októbri a novembri v priemere na 49,2 (z 50,3 v treťom štvrťroku) v dôsledku poklesu v službách aj v priemyselnej výrobe. Vo výrobnom sektore sa PMI v poslednom štvrťroku ďalej znižoval, pričom už 20 mesiacov po sebe sa nachádza v pásme kontrakcie (graf 4). PMI pre nové objednávky tiež zostáva pod hodnotou 50, čo poukazuje na slabé krátkodobé vyhliadky pre priemysel. PMI pre sektor služieb klesol v novembri po prvýkrát od januára 2024 pod hranicu 50, hoci priemer za október a november je stále v pásme mierneho rastu na úrovni 50,5. Ukazovatele podnikateľskej dôvery Európskej komisie poskytujú podobný obraz. Ukazovateľ ekonomického sentimentu po októbrovom znížení zostal v novembri v podstate bez zmeny, čo naznačuje pretrvávanie nepriaznivých faktorov, ktoré brzdia oživenie. Výsledky prieskumu Komisie týkajúce sa faktorov obmedzujúcich produkciu v poslednom štvrťroku ukazujú, že výrobu stále ovplyvňuje slabý dopyt a nedostatok pracovných síl v porovnaní s historickými priemerami, zatiaľ čo v sektore služieb sa dopyt nepovažuje za obmedzujúci faktor.

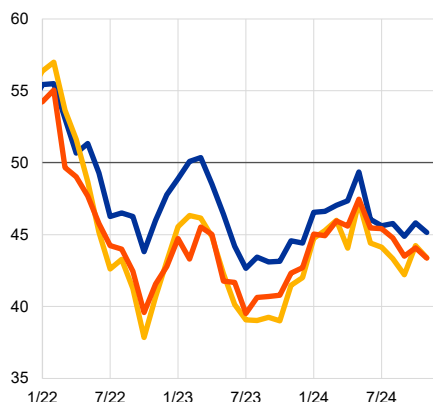
Graf 4

Ukazovatele PMI v hospodárskych sektoroch

a) Priemyselná výroba

(difúznny index)

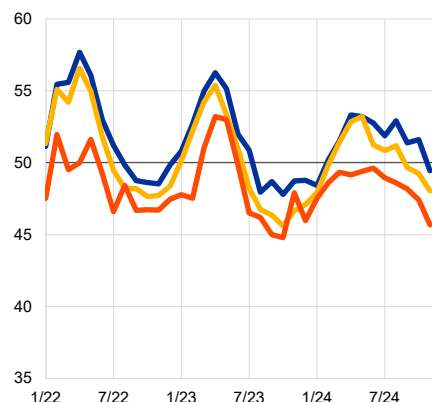
— Produkcia
— Nové objednávky
— Nové vývozné objednávky



b) Služby

(difúznny index)

— Podnikateľská aktivita
— Nové obchody
— Nové vývozné objednávky



Zdroj: S&P Global Market Intelligence.

Poznámka: Posledné údaje sú z novembra 2024.

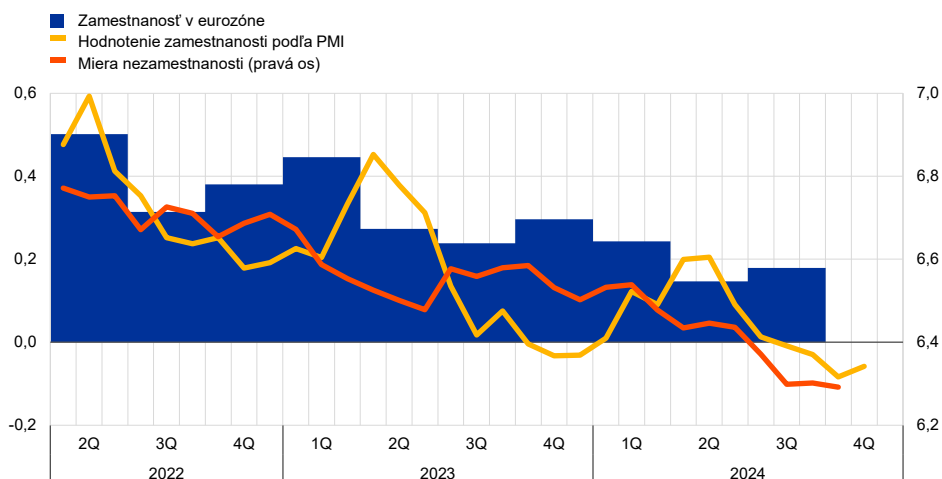
Zamestnanosť sa v treťom štvrtroku 2024 zvýšila o 0,2 %. V podstate išlo o rovnakú mieru ako v prvom polroku (graf 5). Rast zamestnanosti bol v treťom štvrtroku viac v súlade s rastom HDP, čo umožnilo určité oživenie produktivity, ktorá sa zvýšila o 0,2 %.⁵ Celkový počet odpracovaných hodín zostal v treťom štvrtroku nezmenený, a viedol tak k poklesu priemerného počtu odpracovaných hodín o 0,1 %. Miera nezamestnanosti dosiahla v októbri 6,3 %, rovnako ako v septembri, a zostala na najnižšej úrovni od zavedenia eura. Dopyt po pracovnej sile sa mierne znížil z vysokých úrovní zaznamenaných po pandémie, pričom miera voľných pracovných miest v treťom štvrtroku klesla na 2,5 %, teda o 0,1 percentuálneho bodu nižšie ako v predchádzajúcom štvrtroku a bližšie k vrcholu pred pandémie.

⁵ Prehľad vývoja na trhu práce eurozóny za posledné dva roky sa nachádza v článku s názvom [Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024](#), v tomto čísle Ekonomického bulletinu.

Graf 5

Zamestnanosť v eurozóne, hodnotenie zamestnanosti a miery nezamestnanosti podľa PMI

(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. PMI je vyjadrený ako odchýlka od 50 a následne vydelený desiatimi, čím sa meria medzištvrtročný rast zamestnanosti. Posledné údaje o miere zamestnanosti v eurozóne sú z tretieho štvrtroka 2024, o hodnotení zamestnanosti podľa PMI sú z novembra 2024 a o miere nezamestnanosti z októbra 2024.

Krátkodobé ukazovatele trhu práce poukazujú na stabilnú zamestnanosť

v poslednom štvrtroku 2024. Mesačný kompozitný ukazovateľ PMI pre zamestnanosť sa mierne zvýšil zo 49,2 v októbri na 49,4 v novembri, čo naznačuje pravdepodobne celkovo nezmenenú zamestnanosť v poslednom štvrtroku. Ukazovateľ PMI pre služby sa zvýšil z 50,3 v októbri na 51,0 v novembri, zatiaľ čo ukazovatele PMI pre priemyselnú výrobu a stavebníctvo zostali v pásme kontrakcie.

Súkromná spotreba v treťom štvrtroku výrazne vzrástla, na prelome rokov sa však očakáva jej zmiernenie.

Po slabom priemernom raste v predchádzajúcich štvrtrokoch súkromná spotreba v eurozóne v treťom štvrtroku medzištvrtročne stúpila o 0,7 % (graf 6), k čomu pravdepodobne prispeli dočasné faktory, ako napríklad olympijské a paralympijské hry v Paríži 2024, hoci len v obmedzenej miere. Spotreba tovarov sa v treťom štvrtroku obnovila a rástla zhruba v súlade so spotrebou služieb, čo naznačuje aj 1 % medzištvrtročné zvýšenie maloobchodného predaja v porovnaní s miernejším nárastom produkcie služieb o 0,2 %. Prichádzajúce údaje však naznačujú, že výdavky domácností sa v poslednom štvrtroku pravdepodobne znížili, keď maloobchodný predaj v októbri klesol. Rovnako ukazovateľ spotrebiteľskej dôvery Európskej komisie sa v novembri znížil na septembrovú úroveň. Viac výhľadových ukazovateľov však naznačuje oživenie v nadchádzajúcich štvrtrokoch, ako to odrážajú najnovšie makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu.⁶ Ukazovatele podnikateľských očakávaní Európskej komisie týkajúce sa dopytu v kontaktných službách sa v novembri ďalej zlepšovali. Najnovší prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB taktiež ukázal, že očakávaný nákup dovolení napriek nedávnomu zmierneniu zostáva na vysokej

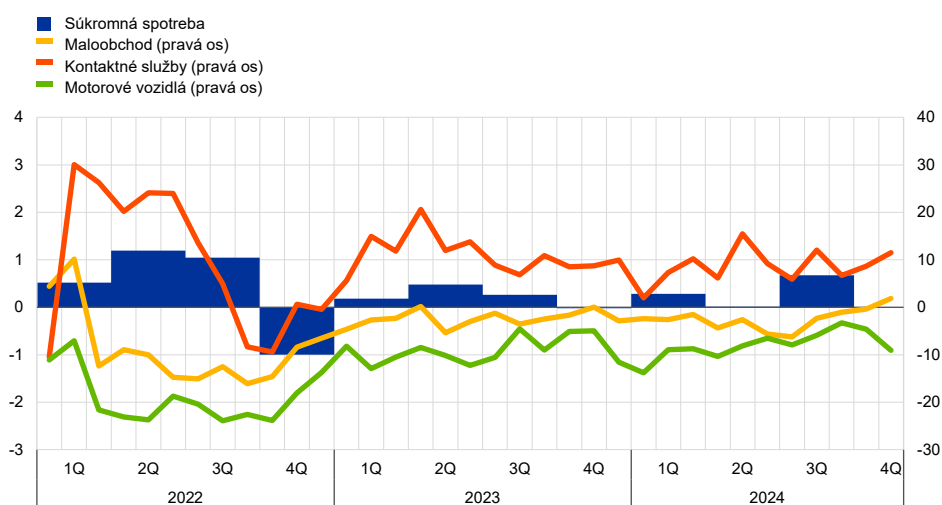
⁶ Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2024, zverejnené 12. decembra 2024 na internetovej stránke ECB.

úrovni. Očakávania spotrebiteľov v oblasti veľkých nákupov v nasledujúcich dvanástich mesiacoch sa v novembri ďalej zlepšovali, zvýšili sa nad úroveň pred pandémie a naznačujú nárast spotrebiteľského dopytu po tovare. Vyššia kúpna sila a pokračujúci rast reálnych pracovných príjmov by mali podporiť spotrebu v najbližších štvrťrokoch. Miera neistoty však zostáva zvýšená a domácnosti môžu mať naďalej obavy z dlhodobjších geopolitických problémov, ktoré by mohli mať nepriaznivý vplyv na ich rozhodnutia o výdavkoch (viac v boxe 3).

Graf 6

Súkromná spotreba a podnikateľské očakávania v oblasti maloobchodu, kontaktných služieb a motorových vozidiel

(medzištvrtročná percentuálna zmena; čistý percentuálny zostatok)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

Poznámka: Podnikateľské očakávania v oblasti maloobchodu (bez motorových vozidiel), očakávaný dopyt po kontaktných službách a očakávaný predaj motorových vozidiel na nasledujúce tri mesiace vyjadrujú čisté percentuálne zostatky; kontaktné služby predstavujú ubytovanie, cestovné a stravovacie služby. Posledné údaje o súkromnej spotrebe sú z tretieho štvrťroka 2024 a o očakávaniach podnikov v oblasti maloobchodu, kontaktných služieb a motorových vozidiel sú z novembra 2024.

Podnikateľské investície v treťom štvrťroku 2024 výrazne klesli a je pravdepodobné, že v najbližšom období zostanú v útlme.

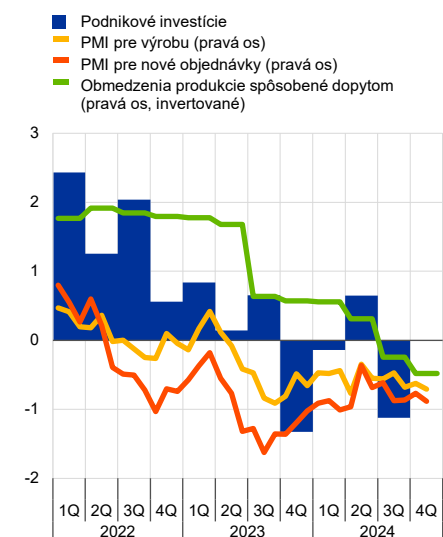
Po miernom raste v prvej polovici roka sa nestavebné investície bez írskych nehmotných investícií v treťom štvrťroku medzištvrtročne znížili o 1,1 %. Podľa ukazovateľov PMI pre výrobu a objednávky a podľa prieskumov Európskej komisie v oblasti dôvery v sektore investičných tovarov do novembra sa má rast investícií v poslednom štvrťroku ďalej znižovať (graf 7, panel a). Najnovší prieskum Komisie o faktoroch obmedzujúcich produkciu v sektore investičných tovarov odhalil slabý dopyt a malú potrebu ďalších investícií do zariadení v poslednom štvrťroku. Investície ďalej tlmí zvýšená neistota v súvislosti s geopolitikou, obchodnými clami a hospodárskou politikou (box 3). V tomto prostredí sa ďalej zvyšoval počet bankrotov a v treťom štvrťroku 2024 bola ich miera približne o 23 % vyššia ako v roku 2019. V budúcnosti sa očakáva postupné zvyšovanie investícií v dôsledku zníženia vplyvu prísnych podmienok financovania, zlepšenia dopytu a realizácie ekologických a digitálnych investičných plánov.

Graf 7

Dynamika reálnych investícií a údaje z prieskumov

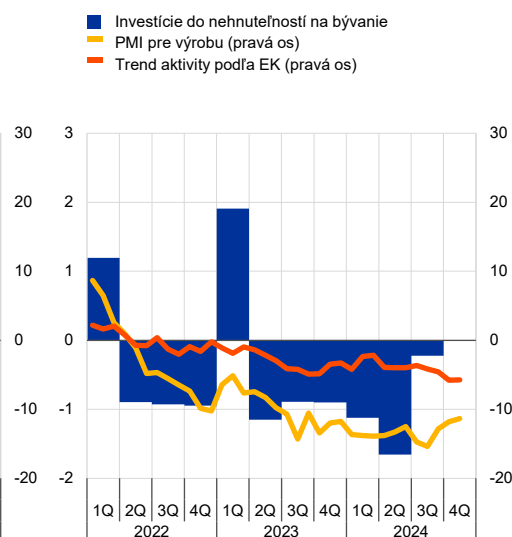
a) Podnikové investície

(medzištvrtročná percentuálna zmena; difúznny index a upravené podľa priemeru)



b) Investície do bývania

(medzištvrtročná percentuálna zmena; percentuálne zostatky a difúznny index)



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

Poznámka: Čiary označujú mesačný vývoj a stĺpce štvrtročné údaje (okrem údajov z prieskumov v prípade faktorov obmedzujúcich výrobu, ktoré sú tiež štvrtročné). PMI sú vyjadrené ako odchýlka od 50. V paneli a) sa podnikové investície merajú nestavebnými investíciami bez írskeho nehmotného majetku. Krátkodobé ukazovatele sa týkajú sektora investičných tovarov. Obmedzenia výroby spôsobené dopytom sú vyjadrené ako priemer za obdobie od prvého štvrťroka 1991 do posledného štvrťroka 2019 a následne sú invertované. Posledné údaje o podnikových investíciách sú z tretieho štvrťroka 2024 a o všetkých ostatných položkách sú z novembra 2024. V paneli b) sa krivka ukazovateľa trendu aktivity Európskej komisie vzťahuje na vážený priemer hodnotenia trendu aktivity v stavebníctve a v špecializovanej výstavbe v porovnaní s predchádzajúcimi tromi mesiacmi, ktorý je prepočítaný tak, aby mal rovnakú štandardnú odchýlku ako PMI. Krivka indexu PMI pre produkciu sa týka aktivity v oblasti nehnuteľností na bývanie. Posledné údaje o investíciách do nehnuteľností na bývanie sú z tretieho štvrťroka 2024 a o PMI pre výrobu a trende aktivity od Európskej komisie sú z novembra 2024.

Investície do nehnuteľností na bývanie v treťom štvrťroku 2024 mierne poklesli a očakáva sa, že v krátkodobom horizonte budú klesať ďalej.

Investície do nehnuteľností na bývanie v eurozóne v treťom štvrťroku marginálne klesli o 0,2 %, zatiaľ čo produkcia v stavebníctve a špecializovanej výstavbe sa znížila o 0,6 %. Ukazovatele aktivity založené na prieskumoch poukazujú na ďalší pokles investícií v poslednom štvrťroku 2024, keď ukazovateľ PMI pre produkciu v oblasti nehnuteľností na bývanie a ukazovateľ Európskej komisie týkajúci sa stavebnej a špecializovanej stavebnej činnosti za posledné tri mesiace až do novembra zostávajú v pásme kontrakcie (graf 7, panel b). Investície do nehnuteľností na bývanie by sa však mali v priebehu roka 2025 stabilizovať. Podľa prieskumu Komisie sa krátkodobý zámer domácností kúpiť alebo postaviť dom v poslednom štvrťroku 2024 ďalej zlepšoval. Podobne aj prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB naznačuje, že podiel domácností, ktoré považujú bývanie za dobrú investíciu, sa v roku 2024 celkovo zvýšil, hoci v októbri mierne klesol. K tomuto zlepšeniu nálady prispievajú klesajúce sadzby hypotekárnych úverov a odráža sa tiež v postupnom oživení úverov na bývanie, čo vyplýva aj z októbrového prieskumu bankových úverov v eurozóne.

Rast vývozu z eurozóny sa v treťom štvrťroku 2024 ďalej spomaľoval. Celkový rast vývozu z eurozóny sa v treťom štvrťroku medzištvrtročne spomalil o 1,5 %. Toto spomalenie potvrdzuje pretrvávajúce problémy s konkurencieschopnosťou vývozcov

eurozóny, a to aj v prostredí oživenia globálneho dopytu. Čo sa týka budúceho vývoja, prieskumy naznačujú, že výkonnosť vývozu bude v blízkej budúcnosti naďalej tlmená. Najnovšie PMI pre vývozné objednávky vo výrobnom sektore zostali v novembri výrazne pod hodnotou nulového rastu, kým v službách poukazujú na rastúce oslabenie. V dôsledku mierneho zvýšenia domácej spotreby sa zároveň v treťom štvrťroku okrajovo zvýšil rast dovozu, o 0,2 %, v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom. Čistý vývoz celkovo prispel k HDP záporne, a to vo výške 0,9 percentuálneho bodu v treťom štvrťroku.

Pokiaľ ide o ďalší vývoj, v sledovanom období sa očakáva ďalšie postupné oživenie hospodárstva eurozóny, avšak v prostredí značnej neistoty.

Po odhadovanom zvýšení HDP o 0,7 % v roku 2024 sa v nasledujúcich troch rokoch očakáva zrýchlenie rastu hospodárskej aktivity. Rastúce reálne mzdy a zamestnanosť v kontexte silného, aj keď slabnúceho trhu práce by mali podporiť udržateľné oživenie spotreby. Domáci dopyt by mal ťažiť aj z uvoľnenia podmienok financovania v súlade s trhovými očakávaniami budúceho vývoja úrokových sadzieb.

V súčasnosti sa očakáva pomalšie hospodárske oživenie ako v projekciách zo septembra 2024. Hoci sa rast v treťom štvrťroku 2024 zrýchlil, ukazovatele

z prieskumov naznačujú jeho spomalenie v aktuálnom štvrťroku. Podľa decembrových projekcií má ekonomický rast dosiahnuť 0,7 % v roku 2024, 1,1 % v roku 2025, 1,4 % v roku 2026 a 1,3 % v roku 2027. Predpokladané oživenie sa opiera najmä o rastúce reálne príjmy, ktoré by mali domácnostiam umožniť zvýšiť spotrebu, a o zvýšenie investícií podnikov. Postupne doznievajúce účinky reštriktívnej menovej politiky by mali časom podporiť rast domáceho dopytu.

Celková inflácia eurozóny v novembri 2024 vzrástla z októbrových 2,0 % na 2,3 %, odrážajúc predovšetkým nárast inflácie cien energií.⁷ Celkový vývoj základnej inflácie zároveň zodpovedá trvalému návratu celkovej inflácie na cieľovú úroveň 2 % v strednodobom horizonte. Ukazovateľ domácej inflácie sa v októbri mierne znížil, no zostáva vysoký, odrážajúc značný mzdový rast a pokračujúce výrazne oneskorené prispôsobovanie cien určitých položiek predchádzajúcemu prudkému rastu inflácie. Celkové tempo rastu nákladov práce sa zmiernuje, zatiaľ čo rast jednotkových ziskov naďalej čiastočne tlmí vplyv stále zvýšených tlakov vyplývajúcich z nákladov práce, a podporuje tak pokračujúcu dezinfláciu. Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní zostala počas sledovaného obdobia viac-menej stabilná v blízkosti 2 %, zatiaľ čo trhové ukazovatele klesli bližšie k tejto úrovni. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2024 by celková inflácia mala dosiahnuť v priemere 2,4 % v roku 2024, 2,1 % v roku 2025, 1,9 % v roku 2026 a 2,1 % v roku 2027, keď sa začne uplatňovať rozšírený systém EÚ na obchodovanie s emisiami.⁸

Celková inflácia eurozóny meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP) v novembri 2024 znova vzrástla z októbrových 2,0 % na 2,3 % (graf 8). Nárast možno pripísať najmä očakávanému zvýšeniu inflácie cien energií, ktorá v novembri vzrástla na -1,9 % z októbrových -4,6 %, najmä v dôsledku kladného bázického efektu. Inflácia cien potravín v novembri 2024 mierne klesla na 2,8 % (z 2,9 % v októbri), odrážajúc nižšiu ročnú mieru zmeny cien nespracovaných potravín, zatiaľ čo ročná miera zmeny cien spracovaných potravín mierne vzrástla. Inflácia HICP bez energií a potravín (HICPX) zostala v novembri na úrovni 2,7 %, rovnako ako v októbri a septembri, keďže mierny pokles inflácie cien služieb (zo 4,0 % v októbri na 3,9 % v novembri) bol vykompenzovaný nárastom inflácie neenergetických priemyselných tovarov (non-energy industrial goods – NEIG) (z 0,5 % v októbri na 0,7 % v novembri). Ročná miera inflácie NEIG sa pohybovala v blízkosti svojho dlhodobého predpandemického priemeru 0,6 %, zatiaľ čo odolnejšia inflácia cien služieb odráža vplyv stále zvýšených mzdových tlakov u niektorých jej zložiek a účinky oneskoreného preceňovania ďalších zložiek.

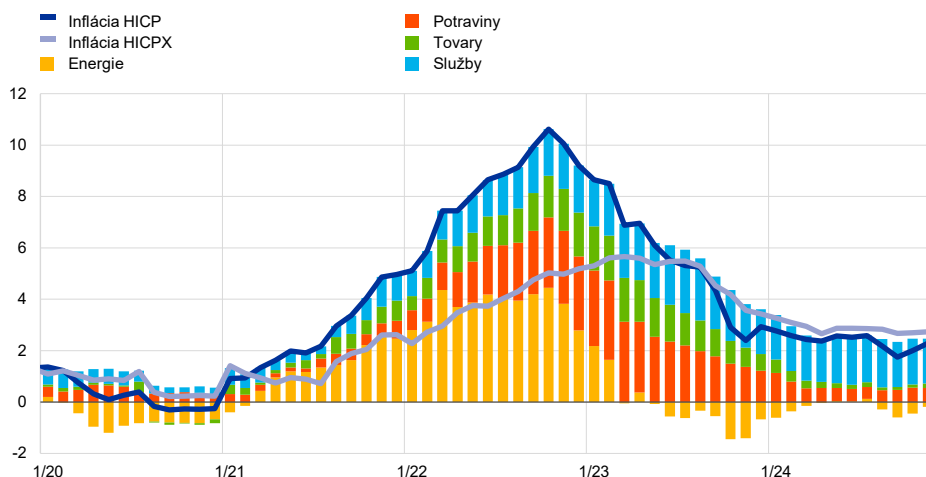
⁷ Redakčná uzávierka údajov uvedených v tomto čísle Ekonomického bulletinu bola 11. decembra 2024. Tento rýchly odhad Eurostatu bol v rámci údajov HICP za november zverejnených 18. decembra 2024 upravený o 0,1 percentuálneho bodu nadol na 2,2 %.

⁸ [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2024](#), zverejnené 12. decembra 2024 na internetovej stránke ECB.

Graf 8

Celková inflácia a jej hlavné zložky

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Tovary reprezentujú infláciu NEIG. Posledné údaje sú z novembra 2024 (rýchly odhad).

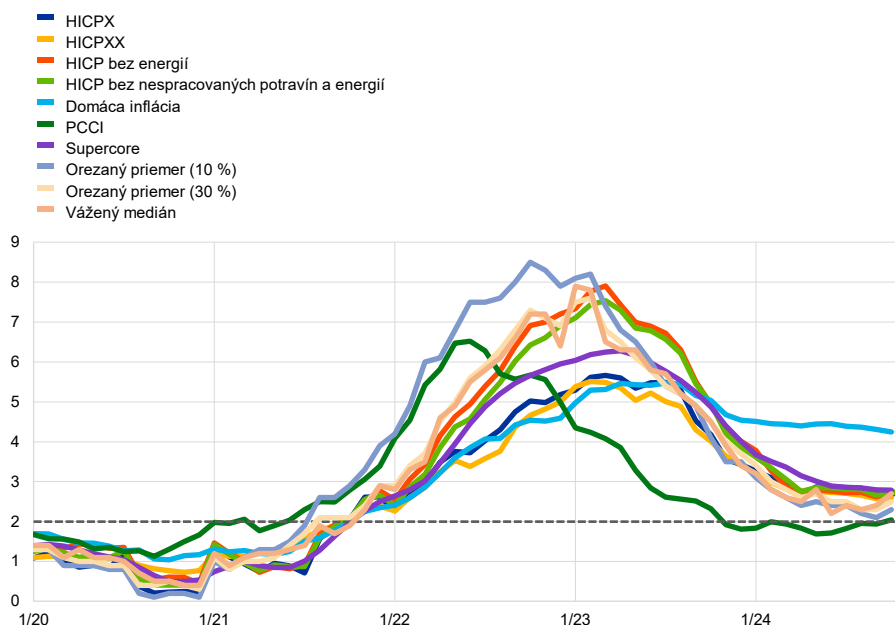
Z väčšiny ukazovateľov základnej inflácie vyplýva, že inflácia sa trvalo ustáli v blízkosti strednodobého cieľa 2 %, a rozpätie hodnôt medzi nimi sa zúžilo (graf 9). V októbri 2024 – v poslednom mesiaci, za ktorý sú k dispozícii údaje – sa hodnoty väčšiny ukazovateľov pohybovali v rozpätí od 2,0 % do 2,8 %.⁹ Ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI), ktorý zvyčajne najlepšie predpovedá budúcu celkovú infláciu, bol v spodnej časti tohto rozpätia, zatiaľ čo ukazovateľ Supercore, ktorý zahŕňa položky HICP citlivé na hospodársky cyklus, zostal na nezmenenej úrovni 2,8 %. Na nezmenenej úrovni (2,6 %) bola aj inflácia HICPX bez položiek súvisiacich s cestovným ruchom, odevov a obuvi (HICPXX). Hodnoty orezaných priemerov 10 %, resp. 30 %, ktoré odstraňujú 5 %, resp. 15 % z koncov distribúcie ročných zmien cien zložiek HICP, sa mierne zvýšili. Ukazovateľ domácej inflácie, hoci stále na dlhodobo vysokej úrovni, ďalej mierne klesol na 4,2 % (zo 4,3 % v septembri a 4,4 % v auguste). Tento vývoj je odrazom výraznej váhy položiek služieb, ako sú poistenie a nájomné, pri ktorých je reakcia na všeobecné inflačné tlaky a zmierňovanie reštrikcie menovej politiky pomalšia.

⁹ Viac informácií je v prejave Lane, P. R., [Underlying inflation: an update](#) na konferencii Inflation: Drivers and Dynamics, 2024 organizovanej Federal Reserve Bank of Cleveland a ECB, Cleveland, 24. októbra 2024.

Graf 9

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Šedá prerušovaná čiara predstavuje inflačný cieľ ECB na úrovni 2 % v strednodobom horizonte. V prípade HICPX, HICP bez energií a HICP bez nespracovaných potravín a energií sú posledné údaje z novembra 2024 (rýchly odhad) a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z októbra 2024.

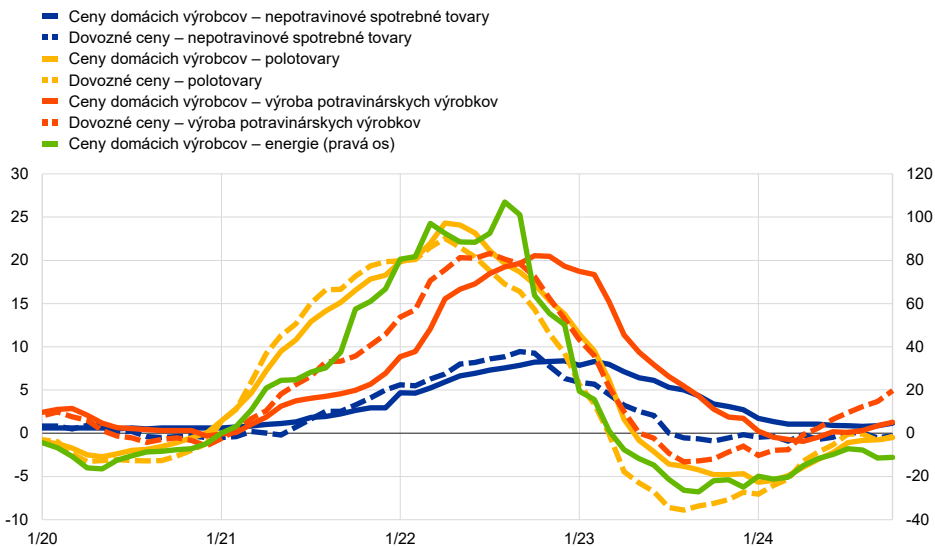
Tlaky v cenovom reťazci sa v októbri zvýšili, hoci vo všetkých priemyselných kategóriách boli naďalej mierne (graf 10).

V počiatočných fázach cenového reťazca sa inflácia cien výrobcov energií, ktorá je od marca 2023 záporná, v októbri mierne zvýšila na -11,2 % zo septembrových -11,5 %. V zápornom pásme (hoci o niečo menej než v predchádzajúcom mesiaci) zostala i ročná miera rastu cien výrobcov pri domácom predaji polotovarov (-0,5 % v októbri, oproti -0,8 % v septembri). Podobne aj zodpovedajúca ročná miera rastu dovozných cien polotovarov predstavovala v októbri -0,4 % (oproti -0,8 % v septembri). V neskorších fázach cenového reťazca inflácia cien domácich výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov vzrástla v októbri zo septembrových 0,9 % na 1,1 %. Zároveň došlo k zvýšeniu inflácie cien domácich výrobcov potravinárskych výrobkov, z 0,9 % v septembri na 1,3 % v októbri, ako aj inflácie dovozných cien výrobcov potravinárskych výrobkov, ktoré sa v októbri vyšplhali na 4,9 %, pravdepodobne pre nedávne dvojciferné miery rastu medzinárodných cien potravinových komodít. Celkovo sa tlaky v cenovom reťazci vo všetkých priemyselných kategóriách zvýšili, hoci zo stále miernych úrovní, čo naznačuje koniec zmierňovania tlakov v cenovom reťazci naakumulovaných v dôsledku predchádzajúcich nákladových šokov.

Graf 10

Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z októbra 2024.

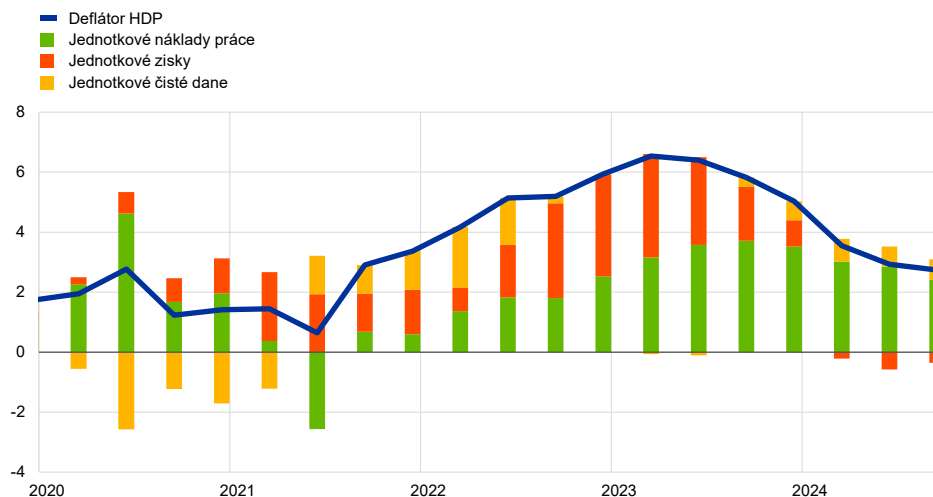
Domáce nákladové tlaky merané rastom deflátoru HDP v treťom štvrtroku 2024 ďalej klesali, no boli naďalej na vysokej úrovni (graf 11).

Ročná miera rastu deflátoru HDP sa v treťom štvrtroku 2024 znížila na 2,7 %, z 2,9 % v predchádzajúcom štvrtroku. Tento pokles bol odrazom menšieho príspevku jednotkových nákladov práce, zatiaľ čo príspevok jednotkových čistých daní sa nezmenil a príspevok jednotkových ziskov sa mierne zvýšil. Rast jednotkových ziskov zostal napriek zvýšeniu v zápornom pásme, čo naznačuje, že naďalej tlmi stále zvýšené tlaky vyplývajúce z nákladov práce. Nižší príspevok jednotkových nákladov práce bol výsledkom spomalenia rastu miezd (meraného kompenzáciou na zamestnanca), ktorý klesol zo 4,7 % v druhom štvrtroku 2024 na 4,4 % v treťom štvrtroku. Podobný pokles zaznamenal aj rast kompenzácií na hodinu. Rast dojednaných miezd sa naopak v treťom štvrtroku 2024 zvýšil na 5,4 %, z 3,5 % v druhom štvrtroku, no údaje o najnovších mzdových dohodách z výhľadového mzdového monitora ECB poukazujú na slabší rast v poslednom štvrtroku 2024.¹⁰ Z najnovšieho mzdového vývoja celkovo vyplýva čoraz menší vplyv kompenzácií za minulú vysokú infláciu a zodpovedajúceho dobiehania reálnych miezd. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2024 má rast kompenzácií na zamestnanca v roku 2024 dosiahnuť v priemere 4,6 % a následne sa má ďalej zmierňovať až na 2,8 % v roku 2027. Vzhľadom na pretrvávajúci nedostatok pracovných síl a inflačnú kompenzáciu však má zotrvať nad svojou historickou úrovňou.

¹⁰ L. Górnicka a G. Koester (red.), *A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area*, Occasional Paper Series, č. 338, ECB, Frankfurt nad Mohanom, február 2024.

Graf 11 Zložky deflátoru HDP

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z tretieho štvrťroka 2024. Príspevok kompenzácie na zamestnanca k zmenám jednotkových nákladov práce je kladný, príspevok produktivity práce záporný.

Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa pohybuje okolo 2 % a trhové ukazovatele strednodobej až dlhodobejšej inflačnej kompenzácie od zasadania Rady guvernérov zo 17. októbra 2024 podstatne klesli (graf 12).

Podľa prieskumu profesionálnych prognostikov (Survey of Professional Forecasters) ECB za štvrtý štvrťrok 2024 i prieskumu menových analytikov (Survey of Monetary Analysts) ECB za december 2024 zostal priemer a medián dlhodobějších inflačných očakávaní na úrovni 2 %. V blízkosti 2 % sa pohybovali aj krátkodobější očakávania na rok 2025 odvodené z prieskumov, no v závislosti od zohľadnenia najnovších údajov a pohybov cien energetických komodít vykazovali menšie výkyvy. Nárast zaznamenali trhové ukazovatele krátkodobej inflačnej kompenzácie meranej inflačnými fixáciami (na základe HICP bez tabakových výrobkov), čo naznačuje, že podľa účastníkov trhu bude inflácia mierne nad úrovňou 2 % na prelome rokov, približne na úrovni 2 % v roku 2025 a mierne pod úrovňou 2 % v roku 2026. Jednoročná forwardová sadzba inflačných swapov o jeden rok zostala v sledovanom období viac-menej nezmenená približne na úrovni 1,7 %. Pokiaľ ide o strednodobý a dlhodobější horizont, trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie mierne klesli približne na 2 %. Päťročná forwardová sadzba inflačných swapov o päť rokov sa konkrétne v sledovanom období znížila o 5 bázických bodov, najmä z dôvodu nižších inflačných rizikových prémieí. Modelové odhady skutočných inflačných očakávaní bez inflačných rizikových prémieí takisto naznačujú inflačné očakávania účastníkov trhu v dlhodobějšom horizonte na úrovni okolo 2 %. Čo sa týka spotrebiteľov, inflačné očakávania zostali vo všeobecnosti stabilné. Podľa prieskumu spotrebiteľských očakávaní (Consumer Expectations Survey – CES) ECB za október 2024 sa medián očakávaní celkovej inflácie na nasledujúcich 12 mesiacov mierne zvýšil na 2,5 % (z 2,4 % v septembri), zatiaľ čo očakávania na obdobie o tri roky zostali nezmenené na úrovni 2,1 %. Vnímaná inflácia za predchádzajúcich

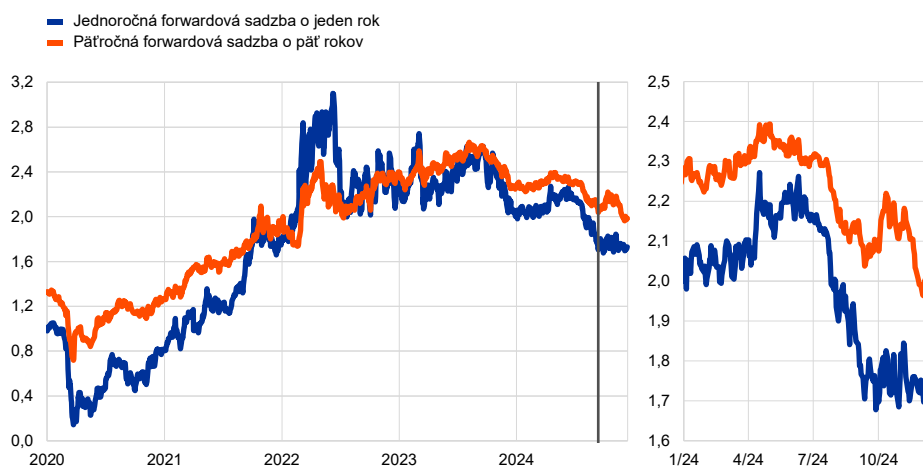
12 mesiacov ďalej klesala až na 3,2 % v októbri. Z najvyššej hodnoty 8,4 % zaznamenatej v septembri 2023 teda klesla o viac ako 5 percentuálnych bodov.

Graf 12

Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie a inflačné očakávania spotrebiteľov

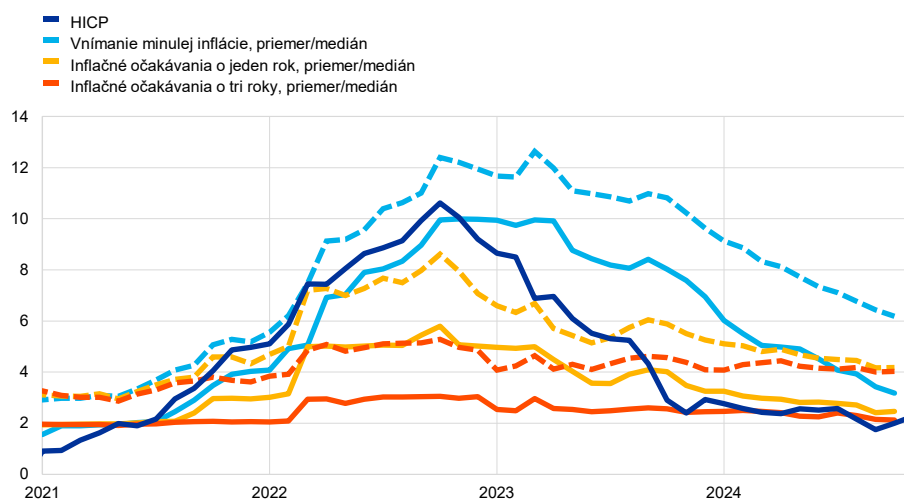
a) Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie

(ročná percentuálna zmena)



b) Celková inflácia HICP a prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: LSEG, Eurostat, CES a výpočty ECB.

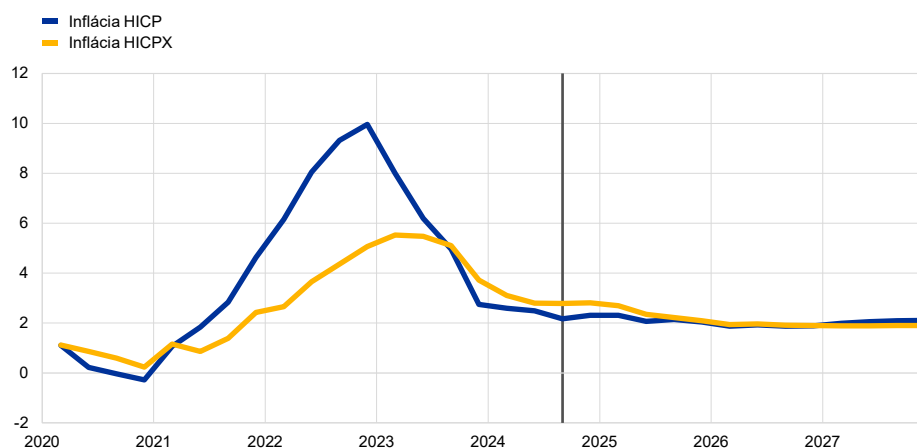
Poznámka: Panel a) znázorňuje forwardové sadzby inflačných swapov v rôznych horizontoch za eurozónu. Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 12. septembra 2024. Prerušované čiary v paneli b) označujú priemer, nepretržované čiary medián. V prípade forwardových sadzieb sú posledné údaje z 11. decembra 2024, v prípade HICP z novembra 2024 (rýchly odhad) a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z októbra 2024.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z decembra 2024 má celková inflácia v priemere dosiahnuť 2,4 % v roku 2024, následne má klesnúť na 2,1 % v roku 2025 a na 1,9 % v roku 2026, a v roku 2027 sa má vzhľadom na začiatok uplatňovania rozšíreného systému EÚ na obchodovanie s emisiami zvýšiť na 2,1 % (graf 13). Celková inflácia má v poslednom štvrtroku 2024 podľa projekcií mierne vzrásť, najmä v dôsledku základných efektov cien energií, kým začne znova klesať. V nasledujúcich rokoch sa očakáva jej ďalšie

zmierňovanie, a to vzhľadom na pokračujúce odznievanie tlakov inflačnej kompenzácie v prostredí nedostatku pracovných síl a výsledné spomaľovanie mzdového rastu. Predpokladané zvýšenie celkovej inflácie v roku 2027 odzrkadľuje najmä do veľkej miery dočasný vplyv implementácie balíka EU Fit for 55 – konkrétne nového systému obchodovania s emisiami (ETS2) pre vykurovanie budov a pohonné hmoty. V porovnaní s projekciami zo septembra 2024 bol výhľad celkovej inflácie na roky 2024 a 2025 mierne upravený o 0,1 percentuálneho bodu nadol, najmä v dôsledku nečakane nižších údajov a nižších predpokladaných cien ropy a elektrickej energie. Odborníci Eurosystemu zároveň naďalej očakávajú rýchly pokles jadrovej inflácie, z 2,9 % v roku 2024 na 2,3 % v roku 2025 a 1,9 % v rokoch 2026 a 2027, najmä v dôsledku poklesu inflácie cien služieb. V porovnaní s projekciami zo septembra 2024 bola inflácia HICPX na rok 2026 upravená o 0,1 percentuálneho bodu nadol.

Graf 13
Inflácia HICP a HICPX eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2024](#).

Poznámka: Sivá zvislá čiara označuje posledný štvrťrok pred začiatkom sledovaného obdobia. Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2024 (skutočné údaje) a posledný štvrťrok 2027 (projekcie). Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2024 boli dokončené 27. novembra 2024 a redakčná uzávierka technických predpokladov bola 20. novembra 2024. Historické i projektované údaje za infláciu HICP a infláciu HICPX majú štvrťročnú periodicitu.

K dôležitým faktorom vývoja na finančných trhoch počas sledovaného obdobia od 12. septembra do 11. decembra 2024 patrilo hodnotenie trhmi dôsledkov prezidentských volieb v Spojených štátoch a pokračujúce geopolitické napätie. Krátkodobé bezrizikové úrokové miery v eurozóne klesli v dôsledku očakávaní výraznejšieho a rýchlejšieho znižovania kľúčových úrokových sadzieb ECB, keďže trhy zaznamenali slabšie zverejnené makroekonomické údaje eurozóny. Trhy v plnej miere zohľadnili zníženie úrokovej miery o 25 bázických bodov na decembrovom zasadaní Rady guvernérov. Znížili sa aj dlhodobé bezrizikové úrokové miery v eurozóne, čo predovšetkým odrážalo pokles zložky reálnej úrokovej miery. Výnosy štátnych dlhopisov klesli o menej než bezrizikové swapové sadzby, pričom medzi jednotlivými krajinami existujú určité rozdiely v súvislosti s neistým politickým a fiškálnym výhľadom niektorých z nich. Ceny akcií v eurozóne počas sledovaného obdobia kolísali a na jeho konci boli o niečo vyššie. Spready podnikových dlhopisov sa na začiatku sledovaného obdobia zúžili, potom sa však mierne rozšírili. Na devízových trhoch sa euro oslabilo voči americkému doláru, kým v obchodnej váženom vyjadrení to bolo o niečo menej.

Po septembrovom zasadaní Rady guvernérov sa forwardová krivka jednodňových indexových swapov (OIS) posunula smerom nadol, keďže účastníci trhu očakávali rýchlejšie a väčšie kumulatívne zníženie politických úrokových sadzieb (graf 14). Potom ako Rada guvernérov na septembrovom

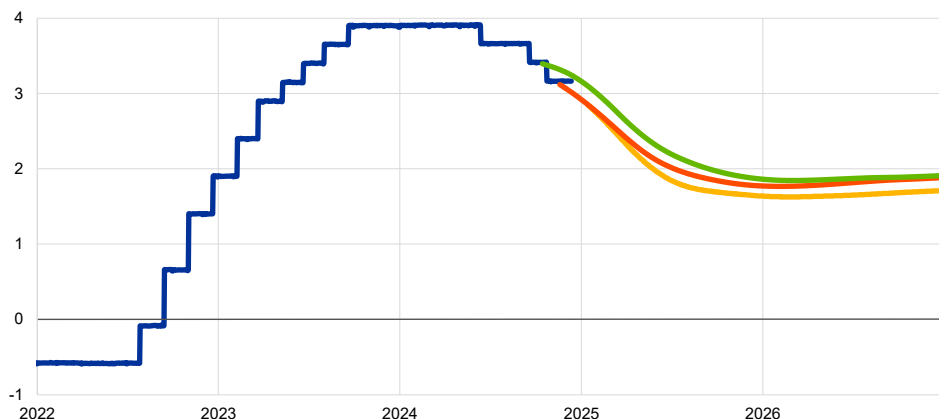
a októbrovom zasadaní znížila sadzbu jednodňových sterilizačných operácií o 25 bázických bodov, referenčná krátkodobá eurová sadzba (€STR) dosiahla počas sledovaného obdobia v priemere 3,3 %. Nadbytočná likvidita sa od 12. septembra do 11. decembra znížila približne o 155 mld. € na 2 912 mld. €. Bolo to predovšetkým odrazom septembrového splatenia finančných prostriedkov požičaných v rámci tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) a poklesu portfólií cenných papierov držaných na účely menovej politiky, keďže Eurosystem už nereinvestuje splátky istiny zo splatných cenných papierov v portfóliu programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP) a len čiastočne v portfóliu núdzového pandemického programu nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP). Forwardová krivka OIS založená na €STR sa v porovnaní s úrovňou v čase septembrového zasadania Rady guvernérov posunula nadol, čo naznačuje nižšie úrovne menovopolitických sadzieb v dôsledku zverejnených slabších makroekonomických údajov v eurozóne a výsledkov volieb v Spojených štátoch. Trhy 11. decembra v plnej miere zohľadňovali zníženie úrokovej sadzby o 25 bázických bodov na decembrovom zasadaní Rady guvernérov. Forwardová krivka pre obdobie do júna 2025 sa posunula nadol, z kumulatívneho zníženia úrokových sadzieb na úrovni 123 bázických bodov (12. septembra) na kumulatívny pokles o 133 bázických bodov (11. decembra).

Graf 14

Forwardové sadzby €STR

(v % p. a.)

- Realizovaná sadzba €STR
- Forwardová krivka €STR 11. decembra 2024
- Forwardová krivka €STR 17. októbra 2024
- Forwardová krivka €STR 12. septembra 2024



Zdroj: Bloomberg a výpočty ECB.

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

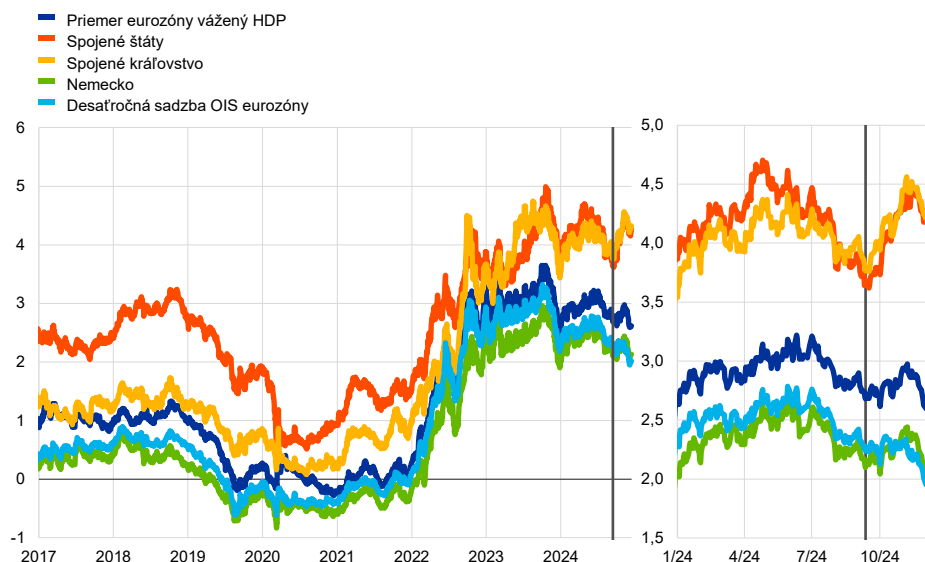
Od septembrového zasadania Rady guvernérov klesli v eurozóne aj dlhodobé bezrizikové sadzby, na rozdiel od ich amerických náprotivkov (graf 15).

Desaťročná sadzba jednodňových indexových swapov v eurozóne klesla v sledovanom období o 26 bázických bodov a na konci obdobia dosiahla približne 2,0 %. Tento pokles dlhodobých bezrizikových sadzieb odrážal najmä pokles zložky reálnej úrokovej sadzby. Bezrizikové sadzby v eurozóne boli nepriaznivo ovplyvnené očakávaniami v oblasti domácej menovej politiky a zverejnenými makroekonomickými údajmi, zatiaľ čo účinky prenosu vývoja zo Spojených štátov a sveta kompenzovali tieto negatívne vplyvy pri dlhších splatnostiach. Naopak, dlhodobé bezrizikové sadzby v Spojených štátoch sa v sledovanom období výrazne zvýšili, k čomu prispeli vyššie reálne sadzby a vyššia kompenzácia inflácie. Konkrétne výnosy desaťročných štátnych cenných papierov Spojených štátov sa zvýšili zhruba o 60 bázických bodov na 4,3 %. V dôsledku toho sa rozdiel medzi desaťročnými bezrizikovými sadzbami v eurozóne a v Spojených štátoch rozšíril o 85 bázických bodov. Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov Spojeného kráľovstva sa tiež zvýšili o 54 bázických bodov a na konci sledovaného obdobia dosahovali približne 4,3 %.

Graf 15

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

(v % p. a.)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

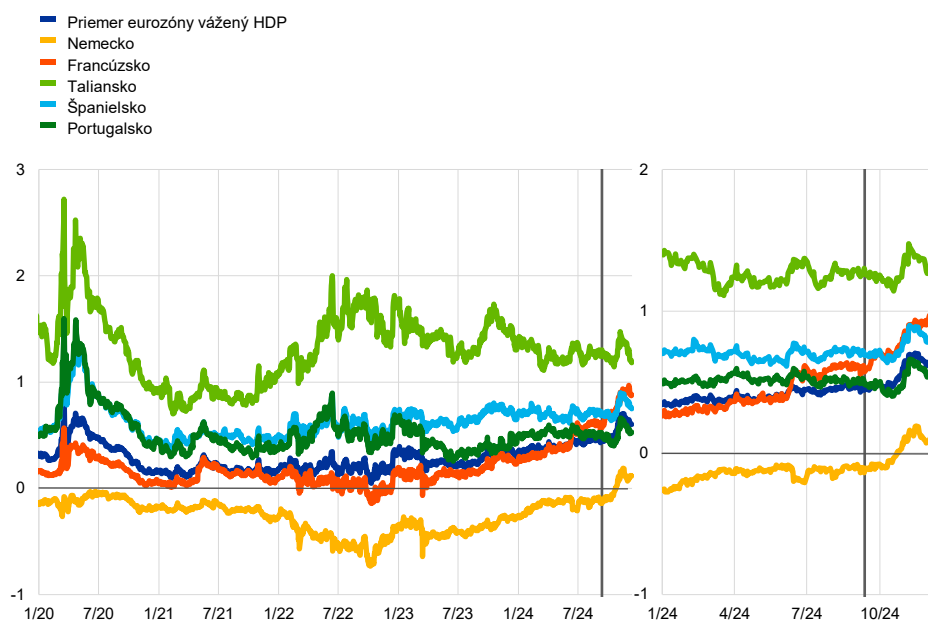
Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (12. septembra 2024). Posledné údaje sú z 11. decembra 2024.

Výnosy štátnych dlhopisov eurozóny klesli v menšej miere ako bezrizikové sadzby, čo viedlo k mierne väčším spreadom (graf 16). Na konci sledovaného obdobia boli výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP približne o 10 bázických bodov nižšie, zhruba na úrovni 2,6 %, čo viedlo k zvýšeniu spreadu voči sadzbe OIS o 15 bázických bodov. Veľká časť zväčšovania spreadov sa uskutočnila pred americkými voľbami, pričom tento trend pokračoval od roku 2022. Po voľbách sa spread rozšíril rýchlejšie, keďže sa vyššie výnosy štátnych dlhopisov Spojených štátov preniesli na trhy so štátnymi dlhopismi krajín eurozóny. Spread nemeckých desaťročných štátnych dlhopisov sa počas sledovaného obdobia zvýšil o 23 bázických bodov a pokračoval v trende, ktorý bol okrem iného odrazom nižšej držby dlhopisov Eurosystemu. Počas sledovaného obdobia sa nemecký spread po prvýkrát od roku 2016 dostal do kladného pásma, pričom vyhlásenie predčasných volieb v Nemecku ho výrazne neovplyvnilo. Významnejšie zmeny boli zaznamenané vo výnosoch desaťročných francúzskych štátnych dlhopisov, ktoré sa zvýšili približne o 5 bázických bodov v dôsledku neistoty súvisiacej s fiškálnym výhľadom Francúzska, pričom spread medzi desaťročnou sadzbou OIS sa zväčšil o 30 bázických bodov. Prenos do dlhopisov Grécka, Španielska, Talianska a Portugalska bol obmedzený vzhľadom na pozitívnejší sentiment v súvislosti s fiškálnym výhľadom niektorých z týchto krajín. Celkovo sa spread medzi výnosmi štátnych dlhopisov a OIS v prípade Talianska znížil o 9 bázických bodov, zatiaľ čo v prípade Portugalska sa zvýšil o 4 bázické body a v prípade Španielska o 6 bázických bodov.

Graf 16

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

(v p. b.)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (12. septembra 2024). Posledné údaje sú z 11. decembra 2024.

Spready podnikových dlhopisov sa na začiatku sledovaného obdobia zúžili a potom sa v dôsledku pohybov na akciových trhoch čiastočne rozšírili.

Spready podnikových dlhopisov investičného stupňa sa do polovice októbra zúžili približne o 10 bázických bodov, ale následne sa mierne rozšírili. Zúženie bolo výraznejšie v prípade dlhopisov finančných spoločností než pri nefinančných spoločnostiach, pričom spready dlhopisov nefinančných spoločností sa celkovo mierne rozšírili. V segmente s vysokými výnosmi spready kolísali výraznejšie, najmä od polovice októbra, ale celkovo mierne klesli.

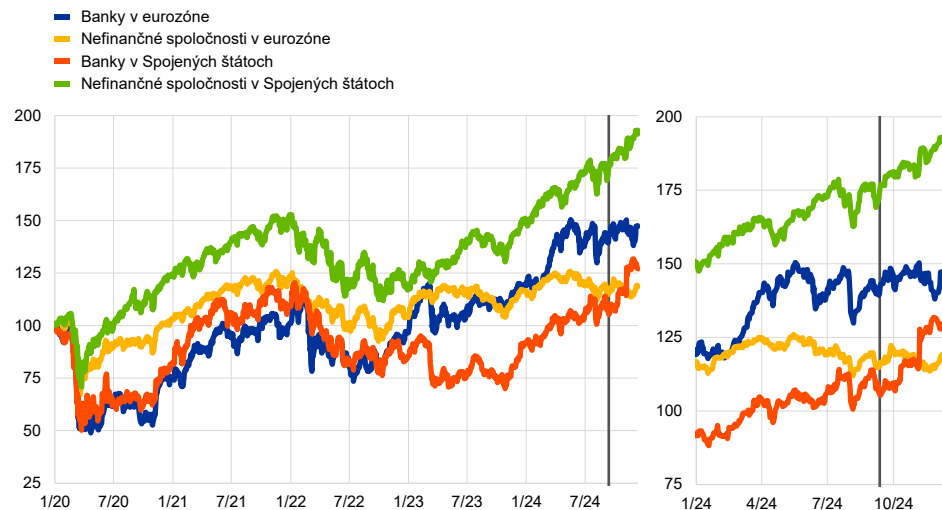
Ceny akcií v eurozóne počas sledovaného obdobia kolísali a na jeho konci boli o niečo vyššie ako v čase septembrového zasadania Rady guvernérov (graf 17).

Ceny akcií v eurozóne podporilo výrazné zvýšenie ochoty podstupovať riziko na začiatku sledovaného obdobia, ktoré viac než vykompenzovalo zníženie očakávaných výnosov. Zhoršenie výhľadu hospodárstva eurozóny, ktoré sa prejavilo napríklad v novembrových hodnotách indexu nákupných manažérov, viedlo k ďalšiemu poklesu očakávaných výnosov od polovice októbra. Širšie indexy akciových trhov v eurozóne klesli na úroveň zaznamenanú na začiatku sledovaného obdobia a potom sa na konci novembra znova zvýšili, k čomu prispelo aj zvýšenie ochoty podstupovať riziko. Ceny akcií nefinančných spoločností a bánk v eurozóne sa celkovo zvýšili o 2,5 % respektíve 3,7 %. V Spojených štátoch sa ceny akcií nefinančných korporácií zvýšili o 9,8 % a ceny akcií bánk o 20,6 %.

Graf 17

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2020 = 100)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (12. septembra 2024). Posledné údaje sú z 11. decembra 2024.

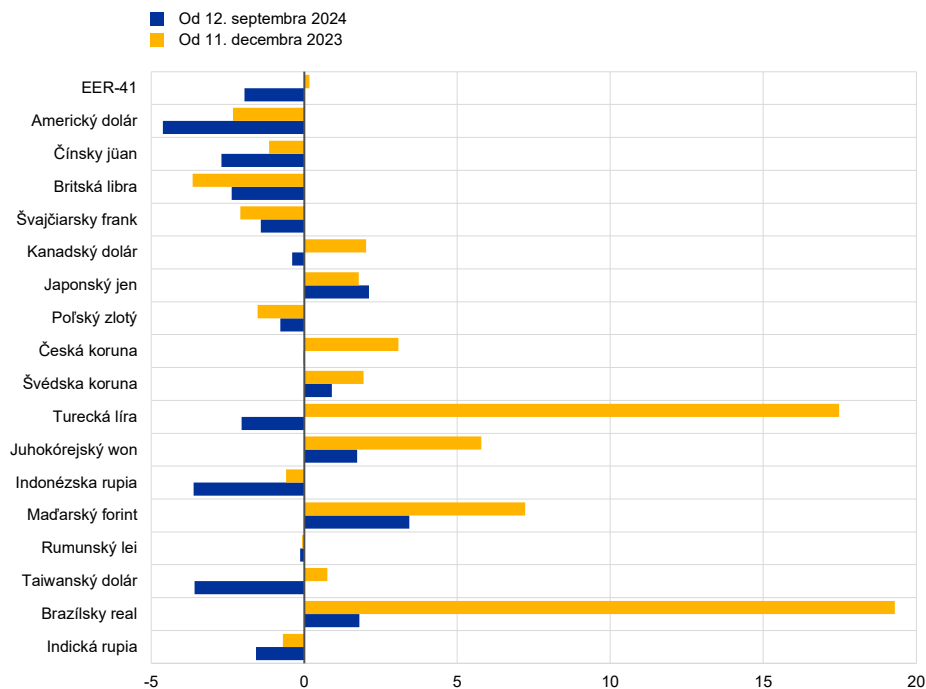
Na devízových trhoch sa euro oslabilo o 4,6 % voči americkému doláru a o 2,0 % v obchodne váženom vyjadrení (graf 18).

Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 41 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa počas sledovaného obdobia oslabil o 2,0 %. Euro sa oslabilo aj voči americkému doláru (o 4,6 %), čo bolo do značnej miery spôsobené zvýšením očakávaní účastníkov trhu na začiatku novembra, pokiaľ ide o vývoj sadzby menovej politiky Federálneho rezervného systému po amerických prezidentských voľbách, ako aj očakávaní možných zmien obchodnej, regulačnej a rozpočtovej politiky Spojených štátov. Euro sa oslabilo voči britskej libe o 2,4 % a voči švajčiarskemu franku o 1,4 %, ako aj voči menám niektorých krajín rozvíjajúcich sa trhov, čo bolo odrazom zmien názorov účastníkov trhu na relatívne vyhliadky týchto ekonomík. Euro sa posilnilo voči japonskému jenu (o 2,1 %), ktorý pokračoval v rozsiahлом znehodnocovaní v prostredí pretrvávajúcich nižších úrokových sadzieb v Japonsku než v ostatných vyspelých ekonomikách.

Graf 18

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálna zmena)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: EER-41 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 41 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny. Kladná (záporná) zmena znamená posilnenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané podľa výmenných kurzov z 11. decembra 2024.

5 Podmienky financovania a úvery

Nedávne aj očakávané znižovanie menovopolitických sadzieb ECB postupne znižuje náklady podnikov a domácností na úvery. V októbri 2024 náklady bánk na financovanie a úrokové sadzby bankových úverov naďalej klesali z maximálnych úrovní, podmienky financovania však stále zostali prísne. Priemerná úroková sadzba nových podnikových úverov klesla v októbri na 4,7 % a nových hypotekárnych úverov na 3,6 %. Rast úverov pre podniky a domácnosti zostal tlmený, čo je odrazom slabého hospodárskeho rastu a stále prísnych úverových štandardov. V období od 12. septembra do 11. decembra 2024 sa náklady podnikov na financovanie dlhu na trhu aj prostredníctvom akcií znížili, čo bolo sprevádzané zmiernením dlhodobej bezrizikovej úrokovej miery a znížením rizikovej prémie akcií. V rámci najnovšieho prieskumu o prístupe podnikov k financovaniu (Survey on Access to Finance of Enterprises – SAFE) podniky oznámili, že dostupnosť bankových úverov zostala v treťom štvrtroku 2024 v podstate nezmenená, pričom len málo z nich očakávalo zlepšenie dostupnosti bankových úverov v poslednom štvrtroku. Ročná miera rastu širokého peňažného agregátu M3 sa naďalej zotavovala z nízkych úrovní, pričom k rastu naďalej primárne prispieval prílev čistých zahraničných tokov.

Náklady bánk na financovanie v eurozóne klesli z najvyšších úrovní v dôsledku nedávneho zníženia menovopolitických sadzieb ECB a očakávaného vývoja úrokových sadzieb.

Zložené náklady bánk eurozóny na dlhové financovanie sa v októbri 2024 mierne znížili a dosiahli úroveň 2,0 % (graf 19, panel a). Pokles nákladov bánk na financovanie bol spôsobený najmä znížením výnosov bankových dlhopisov (graf 19, panel b) v dôsledku poklesu dlhodobejších bezrizikových sadzieb. Vysoké náklady bánk na financovanie však pretrvávali v podmienkach pokračujúceho posunu v štruktúre financovania smerom k drahším zdrojom. Priemerné úrokové sadzby z vkladov sa v treťom štvrtroku 2024 znížili len mierne, pričom kompozitná úroková sadzba z vkladov v októbri predstavovala 1,3 %. Úrokové sadzby termínovaných vkladov klesli výraznejšie ako úrokové sadzby jednodňových vkladov a vkladov splatných na požiadanie, ktoré zaznamenali počas tohto obdobia len nepatrný pokles.

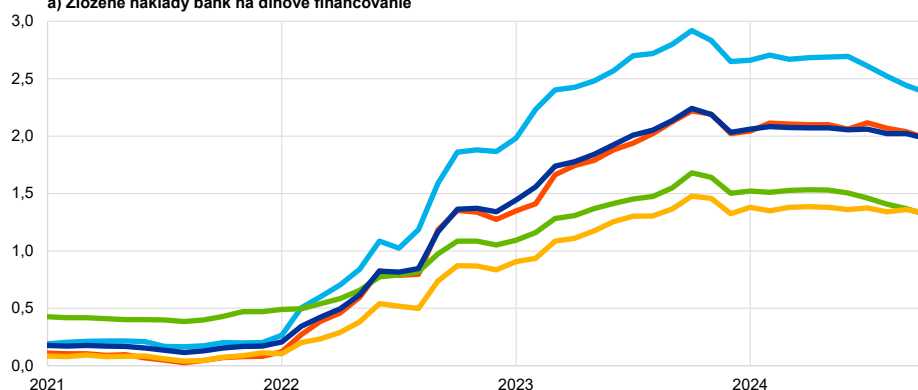
Graf 19

Zložené náklady bánk na financovanie vo vybraných krajinách eurozóny

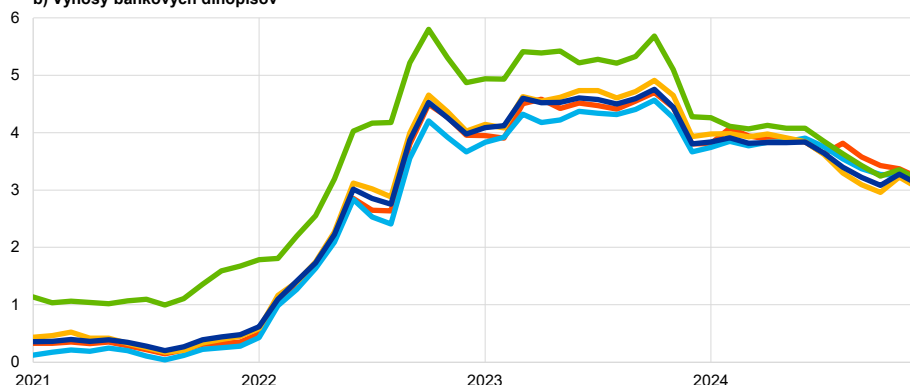
(ročná percentuálna miera)



a) Zložené náklady bánk na dlhové financovanie



b) Výnosy bankových dlhopisov



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

Poznámka: Zložené náklady bánk na financovanie predstavujú vážené priemery zložených nákladov na vklady a dlhové financovanie na nezabezpečenom trhu. Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených jednoduchými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi splatnými na požiadanie, ktoré sú vážené príslušnými nesplatenými sumami. Výnosy bankových dlhopisov predstavujú mesačné priemery dlhopisov prioritnej tranže. Posledné údaje o zložených nákladoch bánk na dlhové financovanie sú z októbra 2024 (panel a) a o výnosoch bankových dlhopisov z 11. decembra 2024 (panel b).

Sadzby bankových úverov pre podniky a domácnosti ďalej klesali, ale podmienky financovania zostávajú reštriktívne.

Úrokové sadzby úverov podnikom i domácnostiam v posledných mesiacoch klesali, čo podporilo postupné oživenie poskytovania úverov (graf 20). Úrokové sadzby nových úverov nefinančným spoločnostiam sa v októbri 2024 znížili o 22 bázických bodov na úroveň 4,68 %, čo je približne o 60 bázických bodov menej ako najvyššia hodnota zaznamenaná v októbri 2023 (graf 20, panel a), hoci s určitými rozdielmi medzi jednotlivými krajinami eurozóny a splatnosťami. Spread medzi úrokovými sadzbami malých a veľkých úverov podnikom sa v októbri opäť zúžil a dosiahol 0,34 %, čo sa blíži minimu dosiahnutému v lete 2024. Pokiaľ ide o jednotlivé splatnosti, najväčší pokles bol zaznamenaný pri úveroch so strednodobou fixáciou (od 1 do 5 rokov). Úrokové sadzby nových úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľnosti na bývanie v októbri predstavovali 3,55 %, teda poklesli zo septembrových 3,64 %, a v súčasnosti sú

približne o 50 bázických bodov nižšie ako vrchol z novembra 2023 (graf 20, panel b), pričom medzi jednotlivými krajinami existujú rozdiely. Tento pokles bol zaznamenaný pri všetkých dobách fixácie úrokovej sadzby a v súlade s trhovými sadzbami, zatiaľ čo hypotekárne úvery s pohyblivou úrokovou sadzbou zostali drahšie ako hypotekárne úvery s fixnými sadzbami.

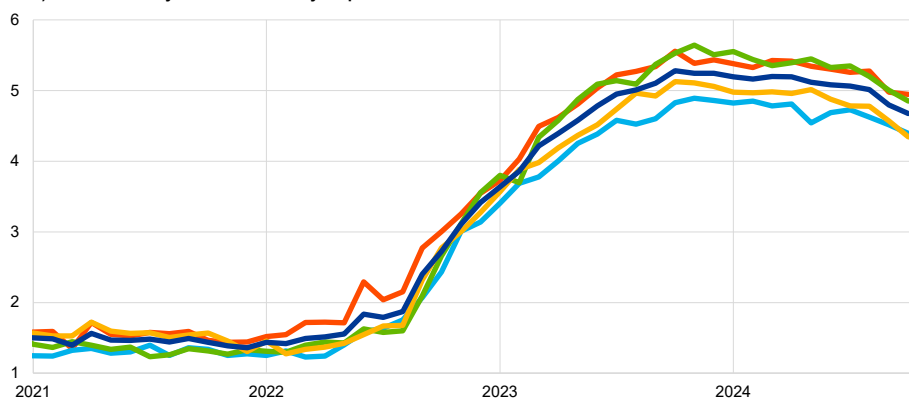
Graf 20

Zložené úrokové sadzby bankových úverov podnikom a domácnostiam vo vybraných krajinách eurozóny

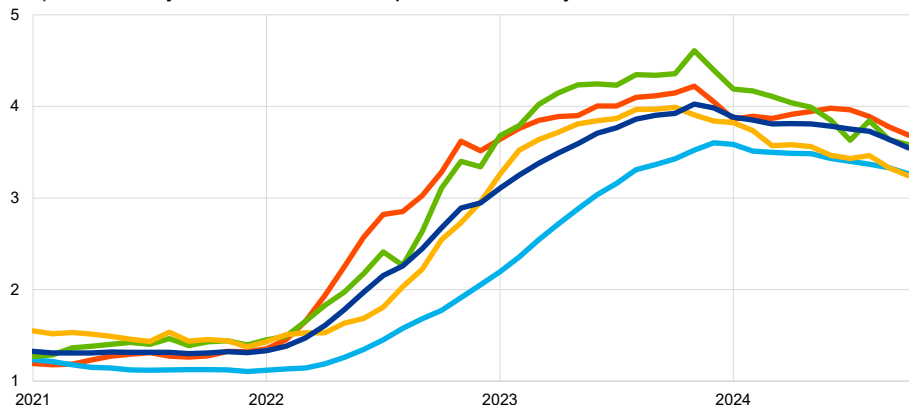
(ročná percentuálna miera)

- Eurozóna
- Nemecko
- Francúzsko
- Taliansko
- Španielsko

a) Úrokové sadzby úverov nefinančným spoločnostiam



b) Úrokové sadzby úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Zložené úrokové sadzby bankových úverov sa počítajú agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb na základe 24-mesačného kľzavého priemeru objemu nových obchodov. Posledné údaje sú z októbra 2024.

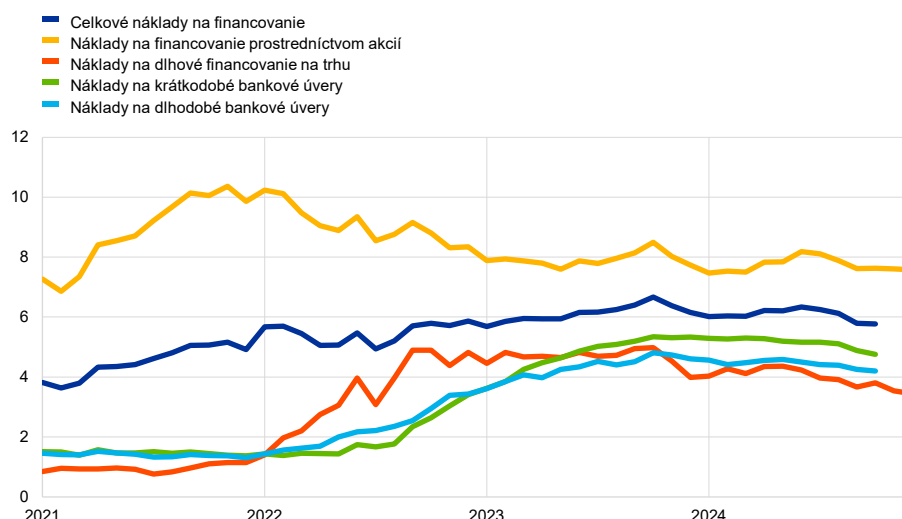
V období od 12. septembra do 11. decembra 2024 poklesli náklady podnikov na financovanie dlhu na trhu aj prostredníctvom akcií. Podľa mesačných údajov dostupných do októbra celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností – t. j. zložené náklady na bankové úvery, financovanie dlhu na trhu a na financovanie prostredníctvom akcií – zostali v októbri v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom nezmenené a dosiahli 5,8 %, čo je stále pod úrovňou viacročného maxima

zaznamenaného v októbri 2023 (graf 21).¹¹ Zatiaľ čo náklady na financovanie prostredníctvom akcií sa v tomto mesiaci prakticky nezmenili, mierny nárast nákladov na financovanie na trhu bol v plnej miere kompenzovaný poklesom nákladov na bankové úvery. Denné údaje za obdobie od 12. septembra do 11. decembra 2024 ukazujú, že náklady na financovanie na trhu aj prostredníctvom akcií poklesli. Zmiernenie nákladov na financovanie dlhu na trhu bolo podporené výrazným posunom krivky jednodňových indexových swapov (overnight index swap – OIS) smerom nadol pri všetkých splatnostiach do pätnástich rokov, napriek miernemu rozšíreniu spreadov dlhopisov vydaných nefinančnými spoločnosťami v segmente investičného stupňa. Zníženie nákladov na financovanie prostredníctvom akcií bolo výsledkom nižšej rizikovej prémie akcií a poklesu dlhodobej bezrizikovej sadzby aproximovanej desaťročnou sadzbou OIS.

Graf 21

Nominálne náklady na vonkajšie financovanie podnikov eurozóny podľa zložiek

(ročná percentuálna miera)



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

Poznámka: Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností vychádzajú z mesačných údajov a počítajú sa ako vážený priemer dlhodobých a krátkodobých nákladov na bankové úvery (mesačné priemerné údaje), financovanie dlhu na trhu a financovanie prostredníctvom akcií (údaje z konca mesiaca) na základe ich príslušných zostatkov. Posledné údaje v prípade nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a prostredníctvom akcií (denné údaje) sú z 11. decembra 2024 a v prípade celkových nákladov na financovanie a nákladov na bankové úvery (mesačné údaje) z októbra 2024.

Rast úverov podnikom a domácnostiam zostal tlmený, čo je odrazom slabého hospodárskeho rastu a stále prísnych úverových štandardov.

Poskytovanie bankových úverov podnikom sa postupne zvyšovalo z nízkych úrovní a v októbri 2024 vzrástlo na 1,2 % oproti septembrovým 1,1 % (graf 22, panel a). Dlhové financovanie podnikov zostalo v októbri na úrovni 1,6 %, pričom kladná čistá emisia dlhových cenných papierov podnikmi v plnej miere nevyvážila slabé bankové úvery. Ročná miera rastu úverov domácnostiam sa vzhľadom na zlepšenie krátkodobej dynamiky okrajovo zvýšila zo septembrových 0,7 % na 0,8 % v októbri (graf 22, panel b). Poskytovanie hypotekárnych úverov sa z predchádzajúcich poklesov stabilizovalo a vykazuje počiatkové známky oživenia. V októbri sa zvýšil aj rast

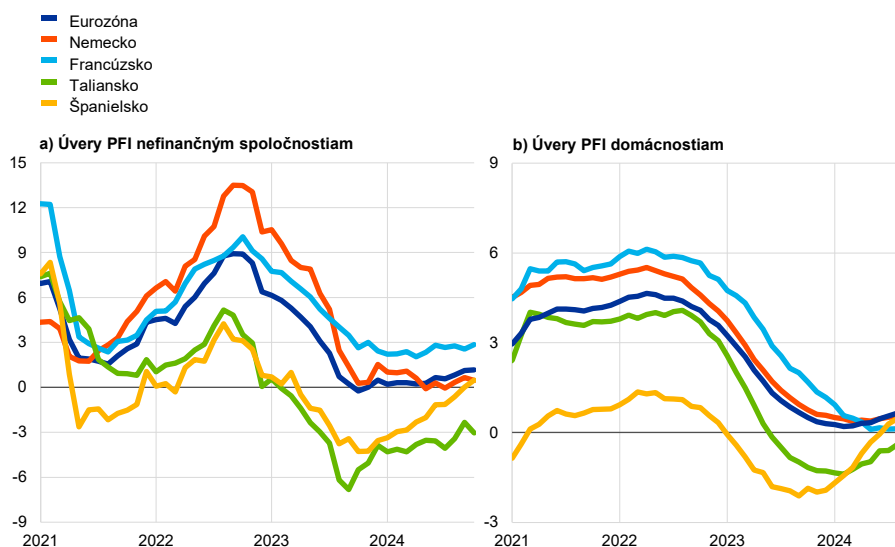
¹¹ Vzhľadom na oneskorenú dostupnosť údajov o nákladoch na bankové úvery sú údaje o celkových nákladoch nefinančných spoločností na financovanie k dispozícii len do októbra 2024.

spotrebiteľských úverov, zatiaľ čo ostatné úvery naďalej klesajú, aj keď pomalším tempom. [Prieskum spotrebiteľských očakávaní](#) ECB z októbra 2024 ukazuje, že rast spotrebiteľských úverov sa koncentruje v domácnostiach s nižšími príjmami. Okrem toho percento domácností, ktoré vnímali prístup k úverom ako ťažší, stále prevažuje nad tými, ktoré vnímali prístup k úverom ako ľahší (+14 % v septembri).

Graf 22

Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Úvery poskytované peňažnými finančnými inštitúciami (PFI) sú očistené od predaja úverov a sekuritizácie. V prípade nefinančných spoločností sú úvery očistené aj od účelovo vytváraných spoločných účtov (tzv. cash pooling). Posledné údaje sú z októbra 2024.

V prieskume o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE) podniky vykázali, že dostupnosť bankových úverov v treťom štvrtroku 2024 zostala v podstate nezmenená, pričom v poslednom štvrtroku málo z nich očakávalo kladnú zmenu (graf 23). Čistý percentuálny podiel podnikov, ktoré uvádzajú lepšiu dostupnosť bankových úverov, bol v treťom štvrtroku 2024 na úrovni 1 %, čo je pokles oproti 2 % v predchádzajúcom štvrtroku. Tento mierny pokles čistého percenta v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom možno pripísať veľkým podnikom, zatiaľ čo malé a stredné podniky (MSP) v priemere neuviedli žiadnu zmenu. Čisté 2 % podnikov očakávali zlepšenie prístupu k bankovým úverom v poslednom štvrtroku 2024. Hoci v čistom vyjadrení MSP nepredpokladajú zmenu dostupnosti úverov, veľké podniky očakávajú zlepšenie externého/úverového financovania.

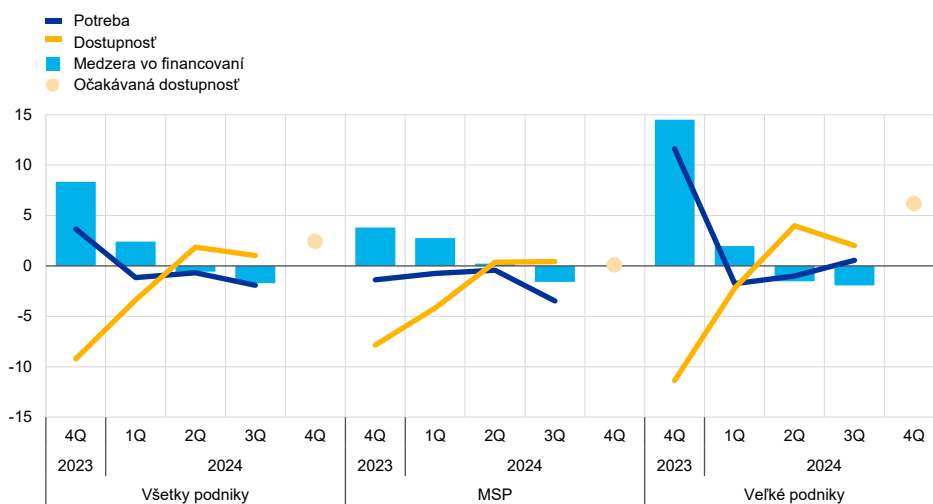
Podniky tiež signalizovali mierne zníženie potreby bankových úverov. V treťom štvrtroku 2024 vykázali nižšiu potrebu bankových úverov čisté 2 % podnikov, najmä MSP, zatiaľ čo malý čistý podiel veľkých podnikov naznačoval zvýšenú potrebu. V dôsledku toho rozdiel vo financovaní bankovými úvermi (odhadovaný rozdiel medzi zmenou potrieb a dostupnosťou) bol negatívny v prípade čistých 2 % podnikov, pričom tento rozdiel bol podobný pri malých a stredných podnikoch, ako aj pri veľkých podnikoch. Kým veľké podniky signalizovali veľmi malý negatívny rozdiel

vo financovaní už v druhom štvrtroku 2024, v prípade malých a stredných podnikov tomu tak bolo až v treťom štvrtroku.

Graf 23

Zmeny potrieb bankových úverov u podnikov v eurozóne, súčasná a očakávaná dostupnosť a medzera vo financovaní

(čistý percentuálny podiel respondentov)



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

Poznámka: MSP sú malé a stredné podniky. Čisté percentuálne podiely predstavujú rozdiel medzi percentuálnym podielom podnikov vykazujúcich zvýšenie dostupnosti bankových úverov (resp. potrieb a očakávanej dostupnosti) a percentuálnym podielom podnikov, ktoré vykázali pokles dostupnosti v posledných troch mesiacoch. Ukazovateľ medzery vo financovaní kombinuje potreby financovania a dostupnosť bankových úverov na úrovni podnikov. Ukazovateľ vnímanej zmeny medzery vo financovaní má hodnotu 1 (-1), ak sa potreba zvýši (zníži) a dostupnosť sa zníži (zvýši). Ak podniky vnímajú len jednostranné zväčšenie (zmenšenie) medzery vo financovaní, premenné 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. Údaje sú z prieskumu SAFE od jeho 29. kola (pilotné kolo október – december 2023) po 32. kolo (jún – september 2024).

Ročná miera rastu širokého peňažného agregátu M3 v eurozóne sa ďalej zlepšovala, pričom k tvorbe peňažnej zásoby naďalej najviac prispieval prílev čistých zahraničných tokov. Ročná miera rastu agregátu M3 sa v októbri 2024 zvýšila na 3,4 % zo septembrových 3,2 % (graf 24).

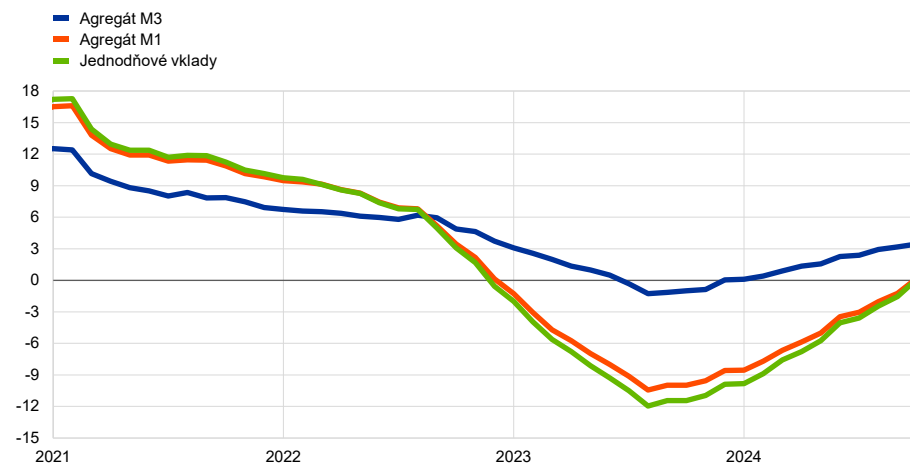
Ročná miera rastu úzkeho peňažného agregátu (M1) – ktorá zahŕňa najlikvidnejšie aktíva agregátu M3 – sa po prvýkrát od decembra 2022 dostala do kladného pásma a v októbri sa zvýšila na 0,2 % (v porovnaní s -1,3 % v septembri). Ročná miera rastu jednoduchých vkladov – komponent M1 – sa v októbri zvýšila na 0,1 % zo septembrových -1,6 %.

Primárnym zdrojom tvorby peňažnej masy bol aj naďalej prílev zahraničných tokov, vyvolaný najmä veľkým prebytkom bežného účtu eurozóny. Kým príspevok čistých bankových nákupov štátneho dlhu k rastu peňažnej zásoby bol tiež významný, príspevok úverov domácnostiam a podnikom zostal nízky. Naopak, k tvorbe peňazí negatívne prispelo pokračujúce znižovanie súvahy Eurosystemu a vydávanie dlhodobých bankových dlhopisov (ktoré nie sú zahrnuté do agregátu M3) v prostredí postupného ukončovania financovania z cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO) do konca roka 2024.

Graf 24

Agregáty M3 a M1 a jednodňové vklady

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z októbra 2024.

6 Fiškálny vývoj

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2024 by sa mal rozpočtový deficit verejnej správy eurozóny znížiť z 3,6 % HDP v roku 2023 na 3,2 % HDP v roku 2024 a potom postupne na 2,9 % v roku 2027. Celkovo v súlade s týmto vývojom sa podľa projekcií fiškálna pozícia eurozóny v roku 2024 značne sprísni, v rokoch 2025 a 2026 sa bude ďalej sprisňovať veľmi mierne, a potom v roku 2027 výraznejšie. Predpoklady a projekcie v oblasti fiškálnej politiky sú však spojené s nezvyčajnou mierou neistoty.¹² Fiškálne sprísnenie v roku 2024 je predovšetkým odrazom postupného ukončovania veľkej časti podporných opatrení súvisiacich s energiami a infláciou, ako aj značných nediskrečných faktorov, najmä výrazného vývoja príjmov. Relatívne veľké sprísnenie fiškálnej pozície v roku 2027 odráža predovšetkým nižšie predpokladané verejné výdavky v dôsledku ukončenia grantového financovania z nástroja Next Generation EU (NGEU). Pomer dlhu k HDP eurozóny by mal zo zvýšenej úrovne ďalej pomaly narastať a mal by sa ustáliť až na konci sledovaného obdobia na úrovni blízko 89 %. Pokiaľ ide o fiškálnu politiku, Európska komisia spustila prvý cyklus koordinácie politik v rámci nového rámca správy hospodárskych záležitostí, keď 26. novembra zverejnila svoj jesenný balík. Vlády by sa teraz mali zamerať na úplné a bezodkladné plnenie svojich záväzkov podľa tohto rámca. Pomohlo by to znížiť rozpočtové deficity a pomery dlhu udržateľným spôsobom a zároveň uprednostniť reformy podporujúce rast a investície.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2024 sa rozpočtové saldo verejnej správy eurozóny počas sledovaného obdobia mierne zlepší (graf 25).¹³ Zatiaľ čo rozpočtový deficit eurozóny bol

v rokoch 2022 a 2023 stabilný na úrovni 3,6 % HDP, očakáva sa, že v roku 2024 klesne na 3,2 % HDP a potom ročne o 0,1 percentuálneho bodu až do roku 2027, keď má podľa projekcií dosiahnuť 2,9 %. Predpokladaný vývoj odráža najmä postupne sa zlepšujúce, ale stále záporné cyklicky upravené primárne saldo počas sledovaného obdobia. Tento vývoj však bude čiastočne neutralizovaný postupným zvyšovaním úrokových výdavkov počas celého obdobia odrážajúcim pomalý prenos minulých zvýšení úrokových sadzieb vzhľadom na dlhé zostatkové splatnosti nesplatených štátnych dlhopisov. Cyklická zložka zostáva veľmi malá a záporná až do roku 2027, keď sa zmení na mierne kladnú. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2024 sa rozpočtové saldo na roky 2024 a 2025 upravilo mierne nahor, ale na rok 2026 zostáva nezmenené.

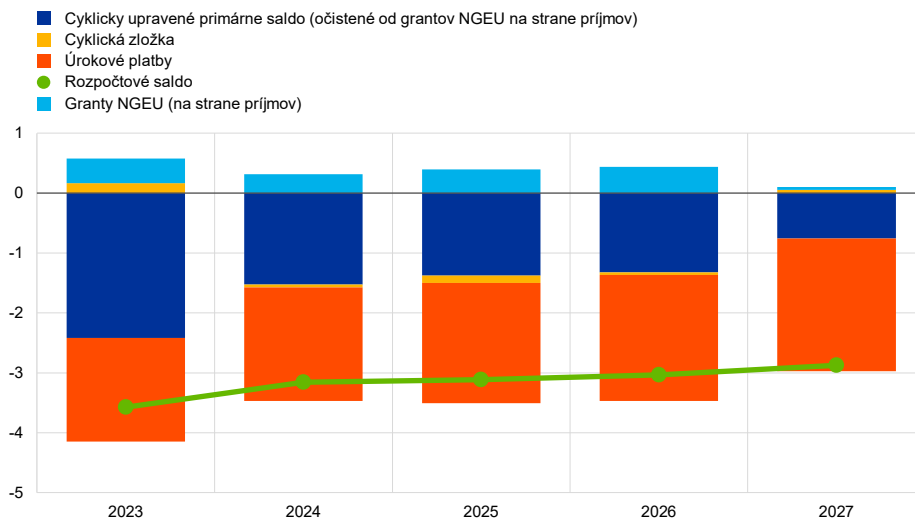
¹² Fiškálne plány niektorých veľkých krajín eurozóny ešte nie sú dokončené alebo sú vzhľadom na prevládajúcu politickú situáciu už neaktuálne. Napríklad vo Francúzsku sú východiskové predpoklady a projekcie fiškálnej politiky založené na posúdení rozpočtu na rok 2025 a strednodobých fiškálnych plánov vlády bývalého premiéra Michela Barniera. Francúzsky parlament 4. decembra predložil návrh na vyslovenie nedôvery vláde a jej fiškálnym plánom, s nejasnými dôsledkami pre rozpočet na rok 2025. V mnohých krajinách existujú aj riziká pre rozpočtové východiská vyplývajúce z možných, no zatiaľ nešpecifikovaných dodatočných opatrení potrebných na splnenie požiadaviek revidovaného fiškálneho rámca EÚ.

¹³ [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2024](#), zverejnené 12. decembra 2024 na internetovej stránke ECB.

Graf 25

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: Výpočty ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2024.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy všetkých 20 krajín eurozóny.

Fiškálna pozícia eurozóny by sa podľa projekcií mala výrazne sprísniť v roku 2024 a po skončení programu NGEU aj v roku 2027.¹⁴ Ročná zmena cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od grantov poskytnutých krajinám v rámci programu NGEU poukazuje na výrazné sprísnenie (0,9 percentuálneho bodu HDP) fiškálnych politík v eurozóne v roku 2024. Je to predovšetkým odrazom postupného ukončovania veľkej časti podporných opatrení vlád v oblasti energií a inflácie, ako aj značných nediskrečných faktorov odzrkadľujúcich priaznivý vývoj príjmov v niektorých krajinách. Fiškálna pozícia by sa podľa projekcií mala v nasledujúcich rokoch ďalej sprísnovať, aj keď v rokoch 2025 a 2026 len minimálne. Očakáva sa, že v roku 2025 bude sprísnujúci vplyv diskrečných opatrení kompenzovaný dynamickými verejnými investíciami a fiškálnymi transfermi, pričom sa predpokladá, že k sprísneniu v roku 2026 prispeje obmedzenie diskrečných opatrení. Po skončení programu NGEU v roku 2027 sa očakáva výraznejšie sprísnenie fiškálnej pozície, a to o 0,6 percentuálneho bodu HDP, predovšetkým v dôsledku nižších predpokladaných verejných investícií a rozpočtových transferov, ktoré boli predtým financované z grantov NGEU. V dôsledku toho kumulované sprísnenie fiškálnej pozície v sledovanom období 2024 až 2027 predstavuje 1,7 percentuálneho bodu HDP. Celkovo však vzhľadom na veľký objem fiškálnej podpory poskytnutej od pandémie zostáva kumulatívna fiškálna pozícia v rokoch 2020 až 2027 veľmi akomodačná.

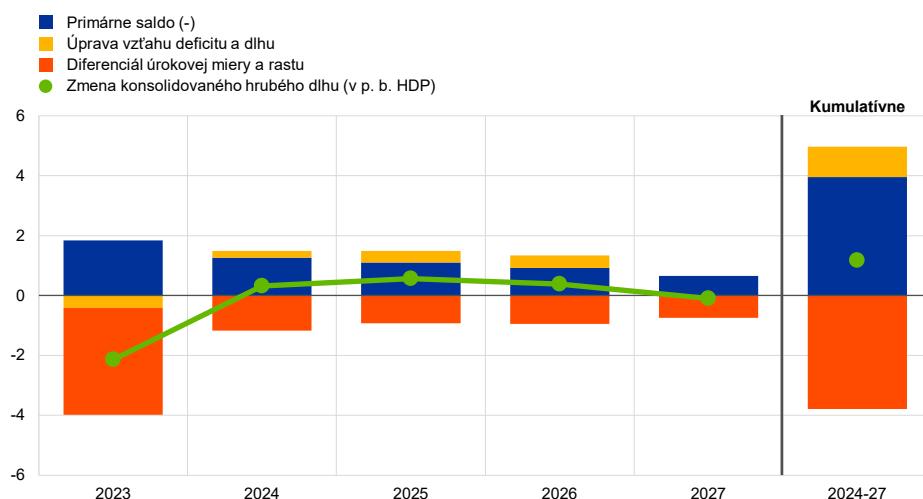
¹⁴ Fiškálna pozícia odráža smerovanie a rozsah vplyvu fiškálnych stimulov na hospodárstvo nad rámec automatickej reakcie verejných financií na vývoj obchodného cyklu. Meria sa tu ako zmena pomeru cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od štátnej pomoci finančnému sektoru. Keďže vyššie rozpočtové príjmy súvisiace s grantmi v rámci programu NGEU z rozpočtu EÚ neznižujú dopyt, cyklicky upravené primárne saldo sa 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.

Pomer dlhu k HDP eurozóny by sa mal pomaly zvyšovať z už aj tak zvýšenej úrovne a na konci sledovaného obdobia by sa mal ustáliť (graf 26). Pomer dlhu sa počas pandémie výrazne zvýšil, približne na 97 % v roku 2020, a potom postupne klesal. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2024 sa toto zlepšenie zastaví. Miesto toho sa očakáva, že pomer dlhu sa bude pomaly zvyšovať z 87,4 % HDP v roku 2023 na takmer 88,7 % HDP v roku 2027. Tento nárast počas sledovaného obdobia je spôsobený pokračujúcimi primárnymi deficitmi a očakávanými kladnými úpravami deficitu a dlhu, ktoré sú len čiastočne kompenzované priaznivými (zápornými) diferenciálmi úrokovej miery a rastu.

Graf 26

Faktory zmeny dlhu verejnej správy eurozóny

(v % HDP, ak nie je uvedené inak)



Zdroj: Výpočty ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2024.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy všetkých 20 krajín eurozóny.

Európska komisia 26. novembra spustila prvý cyklus koordinácie politik v rámci nového rámca správy hospodárskych záležitostí zverejnením svojho jesenného balíka.

Tento balík obsahuje hodnotenie Komisie týkajúce sa prvých strednodobých fiškálnych štrukturálnych plánov (medium-term fiscal structural plans – MTFSP) predložených členskými štátmi EÚ na základe nového rámca riadenia, ktorý nadobudol účinnosť 30. apríla. Obsahuje tiež hodnotenie Komisie týkajúce sa návrhov rozpočtových plánov krajín eurozóny na rok 2025. Nie všetky krajiny eurozóny však Komisii predložili svoje rozpočtové plány, najmä z dôvodu svojich volebných cyklov.¹⁵ Okrem toho vzhľadom na politický vývoj v niektorých krajinách niekoľko návrhov rozpočtových plánov už môže byť neaktuálnych. V každom prípade by sa vlády teraz mali zamerať na úplné a bezodkladné plnenie svojich záväzkov podľa tohto rámca. Pomohlo by to znížiť rozpočtové deficity a pomery dlhu udržateľným spôsobom a zároveň uprednostniť reformy podporujúce rast a investície. Aby sa ekonomika stala produktívnejšou, konkurencieschopnejšou a odolnejšou, je nevyhnutné rýchlo podniknúť ďalšie kroky, sprevádzané konkrétnymi a ambicióznymi štrukturálnymi politikami, v nadväznosti na návrhy

¹⁵ MTFSP Komisii nepredložilo Belgicko, Nemecko, Litva a Rakúsko a návrh rozpočtového plánu nepredložilo Belgicko, Španielsko a Rakúsko.

Maria Draghiho v oblasti zvyšovania konkurencieschopnosti a Enrica Lettu v oblasti posilnenia jednotného trhu.¹⁶

¹⁶ Draghi, M., [The future of European competitiveness](#), september 2024 a Letta, E., [Much more than a market – Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens](#), apríl 2024.

Boxy

1 Čo stojí za odolnosťou cien amerických akcií – štruktúra trhu, výnosové očakávania alebo rizikové prémie akcií?

Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu a Toma Tomov

Nárast cien amerických akcií od začiatku roka 2023 viedol k zvýšeniu trhovej hodnoty, najmä v prípade firiem z tzv. veľkej sedmičky. Ceny akcií v Spojených štátoch napriek sprísneniu menovej politiky Federálneho rezervného systému a mnohým geopolitickým šokom vzrástli takmer o 60 %. Vo všetkých štvrtrokoch 2024 boli zaznamenané medziročné výnosy nad 20 % (graf A, panel a). Kapitálové výnosy najvýkonnejších akcií veľkých technologických spoločností Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia a Tesla, ktoré sa často označujú ako veľká sedmička, výrazne prevýšili zvyšok trhu, keď v roku 2023 vzrástli približne o 75 % a v roku 2024 o 45 %. Vďaka tomu sa zvýšila ich hodnota z hľadiska pomeru ceny k zisku (P/E) približne na 30, čo je výrazne vyššie ako medián 20 indexu spoločností S&P 500 či dlhodobý medián na úrovni 17 (graf A, panel b).¹ Hoci nedávne výnosy väčšiny spoločností v indexe S&P 500 neboli také vysoké ako výnosy indexu Nasdaq (zameraného na technologické firmy) pred 25 rokmi, tento vývoj stojí za posúdenie vzhľadom na skúsenosti z obdobia internetovej akciovej bubliny (tzv. „dot-com“). Podobne ako v uvedenom období, keď akciové kurzy rástli vďaka všeobecnému nadšeniu pre internet, je výkonnosť technologických firiem aj dnes podporovaná silným optimizmom spojeným s novými technológiami, ako je umelá inteligencia (artificial intelligence – AI). Analytici a mediálni komentári preto rozoberajú podobnosti a rozdiely medzi týmito dvoma obdobiami.² Na základe uvedeného v tomto boxe objasňujeme faktory, ktoré stoja za odolnosťou amerického akciového trhu, pričom skúmame úlohy štruktúry trhu, očakávané výnosy a rizikové prémie akcií.

Trhová kapitalizácia je v súčasnosti výrazne koncentrovanejšia ako v minulosti, a to aj vrátane bubliny dot-com. Zatiaľ čo boom dot-com zahŕňal veľký počet malých startupov s vysokým pákovým efektom (z ktorých mnohé neboli zahrnuté do indexu S&P 500, ale skôr do indexu Nasdaq), boom súvisiaci s AI sa sústreďuje na najvýkonnejšie a najväčšie spoločnosti v S&P 500. Pri súčasných trhových cenách predstavujú akcie veľkej sedmičky približne jednu tretinu celkovej trhovej kapitalizácie indexu S&P 500 v porovnaní s jednou pätinou pred piatimi rokmi. Významná úloha, ktorú tieto spoločnosti zohrávajú v súčasnej hodnote a trhovej kapitalizácii indexu, je v ostrom kontraste s boomom dot-com, keď sedem najväčších firiem predstavovalo len 17 % trhovej kapitalizácie S&P 500, teda približne polovicu súčasného podielu. Veľké americké technologické firmy majú

¹ Pomer P/E (price-to-earnings) je populárny ukazovateľ trhovej hodnoty akcií vypočítaný ako cena akcie vydelená ziskom na akciu príslušnej spoločnosti. Možno ho interpretovať ako cenu, ktorú investor zaplatí za jednotku zisku.

² Medzi aktuálne publikácie medzinárodných inštitúcií patrí napr. Lombardi, M. J. a Pinter, G., [The valuations of tech stocks: dotcom redux?](#), *BIS Quarterly Review*, 16. september 2024.

zároveň väčšiu trhovú silu a vyššie ziskové marže (približne 20 %) ako priemerná americká spoločnosť v sektore informačných technológií (IT) na konci 90. rokov 20. storočia, ktorá mala ziskové marže v rozmedzí od 5 % do 10 %. Okrem toho, na rozdiel od mnohých startupov v období dot-com, ktoré sa spoliehali na cudzie zdroje, má veľká sedmička značné hotovostné rezervy a lacný prístup k externému financovaniu, vďaka čomu môže investovať do výskumu a vývoja a nadobúdať menšie spoločnosti a konkurentov.³ Bariéry vstupu na trh (napr. vysoké fixné náklady na výrobu čipov a na cloudové služby alebo výhoda prvenstva pri vývoji veľkých jazykových modelov a vyhľadávačov) pomáhajú týmto spoločnostiam udržať si podiel na trhu a generovať zisky, prípadne aj na úkor iných, menších spoločností.

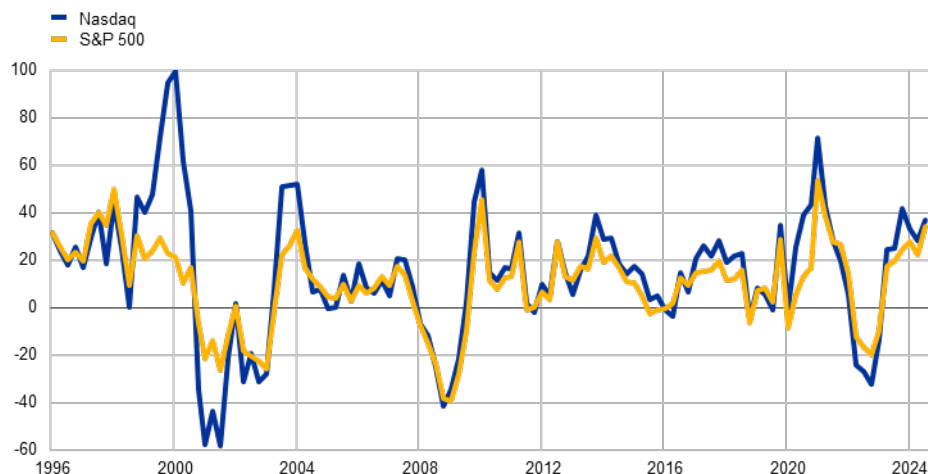
³ Z aktuálnych údajov poskytnutých firmami veľkej sedmičky sú zrejmé čoraz častejšie fúzie a akvizície spojené s týmito spoločnosťami.

Graf A

Výnosy amerických akcií a pomer ceny k zisku

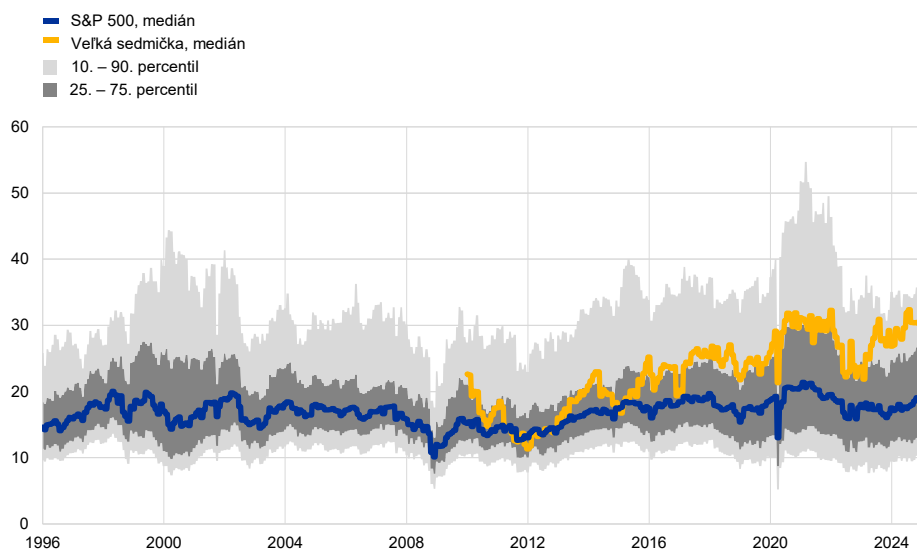
a) Výnosy akcií

(v %)



b) Forwardové pomery ceny k zisku

(pomer P/E)



Zdroj: Bloomberg, LSEG a výpočty ECB.

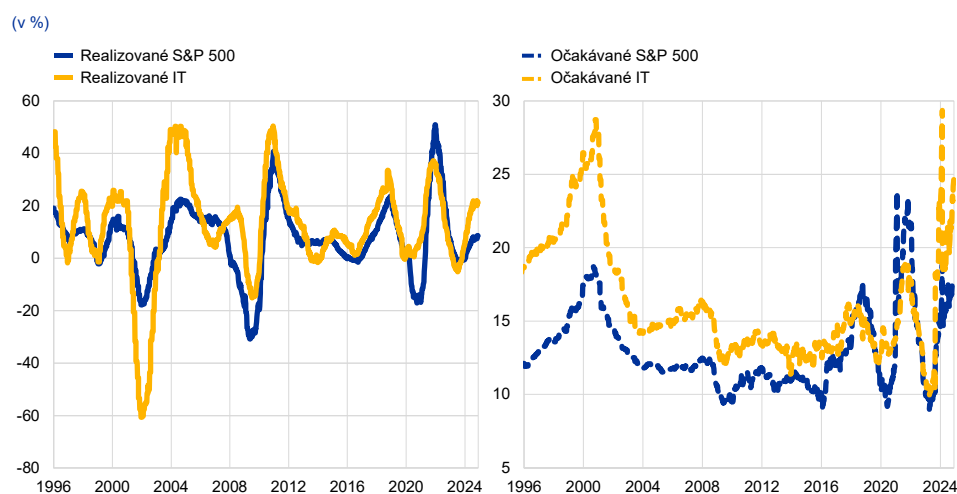
Poznámka: Čiary v paneli a) označujú medziročné výnosy indexov S&P 500 a Nasdaq (údaje ku koncu štvrtrokov). Sivé plochy v paneli b) označujú forwardové pomery P/E v percentiloch firiem v indexe S&P 500, modré čiary zodpovedajú mediánu indexu S&P 500 za posledné roky a žlté čiary mediánu veľkej sedmičky. Posledné údaje v paneli a) sú z tretieho štvrtroka 2024 (štvrtročné údaje). Posledné údaje v paneli b) sú z 29. novembra 2024 (týždenné údaje).

Vysoké očakávané zisky v americkom technologickom sektore, založené na nádeji na veľké zvýšenie produktivity vďaka revolúcii v AI, podporujú rast cien akcií tohto sektora. Akcie veľkej sedmičky zaznamenali v posledných rokoch veľmi vysoké realizované zisky, čo podnietilo očakávania ďalšieho rastu ziskov a prispelo k tomu, že ceny týchto akcií prekonal iné akcie. Trhovní analytici očakávajú dvojciferný rast výnosov S&P 500 v rokoch 2025 a 2026, čo je výrazne nad dlhodobým priemerom (graf B). Tieto očakávania sa zrejme opierajú o zvýšenie produktivity vďaka AI, keďže AI sa čoraz viac spomína v správach o hospodárení

spoločností S&P 500.⁴ Z hľadiska historického vývoja širšieho trhu sa však rast výnosov približne o 18 %, ako sa momentálne očakáva pre S&P 500 v priebehu nasledujúcich rokov, realizoval pomerne zriedkavo. Napríklad v rámci bubliny dot-com v roku 2000 boli očakávané zisky podobne vysoké, kým realizované zisky boli spočiatku silné, no potom výrazne klesli. Okrem toho, podiel ziskov širšieho podnikového sektora súvisiacich s AI je v dôsledku vyššie uvedených štrukturálnych faktorov neistý.

Graf B

Dlhodobý rast ziskov na akciu a realizované zisky firiem v indexe S&P 500 a v sektore IT



Zdroj: IBES prostredníctvom LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Dlhodobý rast ziskov na akciu sa vzťahuje na mediánovú mieru rastu očakávanú v období troch až piatich rokov. Rast realizovaných ziskov je znázornený v priebehu jedného roka. Posledné údaje sú z 29. novembra 2024 (týždenné údaje).

Modelová analýza tiež poukazuje na to, že ochota riskovať zohráva významnú úlohu podporujúcu rast cien amerických akcií, pričom rizikové prémie akcií sa pohybujú na niekoľkoročných minimách. Údaje z modelu diskontovania dividend pre akcie v indexe S&P 500 a sektore IT odhaľujú, že ochota investorov riskovať bola významným faktorom podporujúcim rast cien akcií. Tento trend je zvlášť zreteľný od roku 2022, keď odhady rizikových prémie akcií klesli na mnohoročné minimum (graf C, panel a). K nízkej úrovni rizikových prémie akcií a k značnej ochote riskovať mohlo prispieť niekoľko faktorov, napríklad pokrok pri znižovaní inflácie bez známkov recesie alebo tlmený dopyt po ochrane pred koncovými rizikami.⁵ Rizikové prémie akcií boli zvlášť nízke v sektore IT, ktorý zahŕňa niektoré z akcií veľkej sedmičky. Historicky nízke rizikové prémie akcií spolu s vysokými očakávanými ziskmi podporili odolnosť cien akcií v Spojených štátoch, a to aj počas prudkého zvýšenia úrokových sadzieb (graf C, panel b). Po vyhlásení Federálneho výboru pre operácie na voľnom trhu (Federal Open Market Committee – FOMC) Federálneho

⁴ Napríklad graf 19 v správe [IMF Corporate Earnings Monitor](#), 17. jún 2024.

⁵ Širšia diskusia o rizikách akciových trhov sa nachádza v boxe s názvom [Low implied equity market volatility could underestimate financial stability vulnerabilities](#), *Financial Stability Review*, ECB, máj 2024, a v kapitole 2.2 správy *Financial Stability Review*, ECB, november 2024.

rezervného systému z decembra 2023, ktoré naznačilo odklon od reštriktívnej menovej politiky, mali úrokové sadzby menší negatívny vplyv na ceny akcií.

Graf C

Hodnota rizikových prémie akcií podnikov v indexe S&P 500 a sektore IT

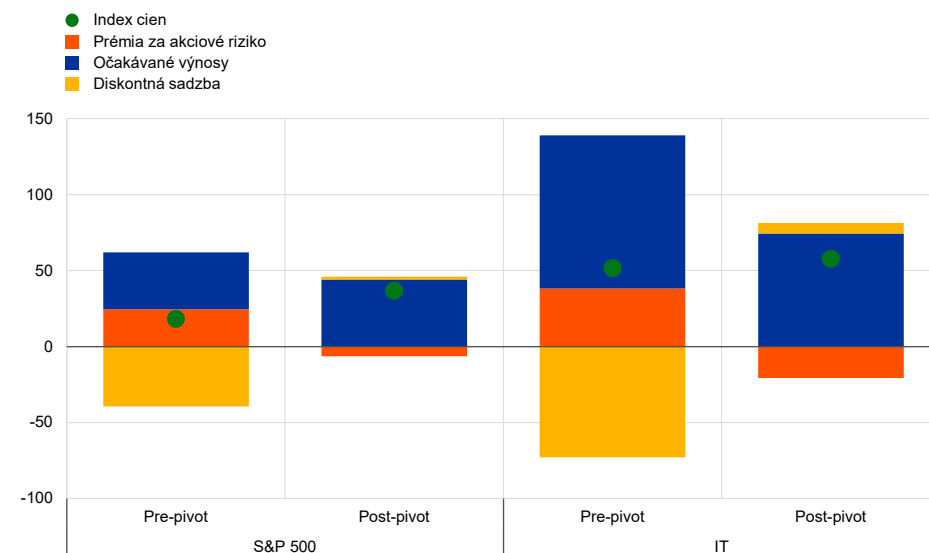
a) Rizikové prémie akcií vo vybraných sektoroch indexu S&P 500

(v %)



b) Modelové rozloženie výnosov z akcií od roku 2023 vo vybraných sektoroch indexu S&P 500

(v %)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

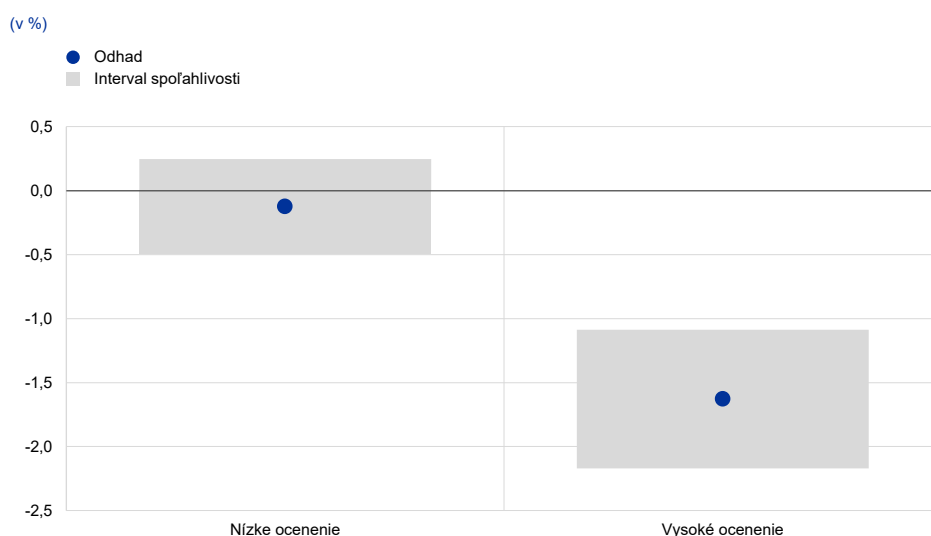
Poznámka: Rizikové prémie akcií sa vypočítavajú pomocou modelu diskontovania dividend, čo je štandardný model na stanovenie hodnoty akcií podniku používaný na monitorovanie akciového trhu a na odhad rizikovej prémie akcií. Zvýšenie rizikovej prémie akcií znamená zvýšenie kompenzácie za riziko pri držbe týchto akcií, čo možno interpretovať ako väčšiu averziu voči riziku. Analogicky možno pokles rizikovej prémie akcií interpretovať ako zníženie averzie voči riziku. Pri odhade tohto modelu pre sektor IT sa náš prístup opiera aj o metodiku vypracovanú pre celkový index v článku s názvom [Measuring and interpreting the cost of equity in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2018. Model zahŕňa spätné odkupy akcií, diskontuje budúce peňažné toky úrokovými sadzbami pre príslušné splatnosti a zahŕňa tri horizonty očakávaného rastu dividend. Prvé obdobie, pred zmenou menovej politiky (pre-pivot), sa vzťahuje na zmeny medzi januárom 2023 a decembrovým zasadáním FOMC v roku 2023. Druhé obdobie, po zmene menovej politiky (post-pivot), sa týka zmien medzi zasadáním FOMC v decembri 2023 a najnovšími pozorovaniami. Posledné údaje sú z 29. novembra 2024 (týždenné údaje).

Vzhľadom na zvýšenú hodnotu a značnú koncentráciu na akciových trhov sú akcie naďalej vystavené nepriaznivým šokom. V súčasnom prostredí, ktoré sa

vyznačuje meniacou sa geopolitickou situáciou, vysokou úrovňou dlhu a neistotou týkajúcou sa širších ekonomických výsledkov a najmä budúceho realizovaného zlepšenia produktivity vďaka AI, môže pravdepodobnejšie dochádzať k náhlym posunom k väčšej averzii voči riziku. Modelové výsledky naznačujú, že napríklad revízie makroekonomického výhľadu smerom nadol môžu mať väčší vplyv na ceny na akciových trhoch v obdobiach vyššej trhovej hodnoty (graf D). Vzhľadom na aktuálne vysoké hodnoty akcií a významnú koncentráciu na americkom akciovom trhu môžu byť tieto riziká čoraz relevantnejšie.⁶

Graf D

Reakcia cien amerických akcií na negatívne makroekonomické šoky v USA podľa trhovej hodnoty



Zdroj: SEG a výpočty ECB.

Poznámka: Impulzivné reakcie cien amerických akcií na nepriaznivé makroekonomické šoky v Spojených štátoch podľa trhovej hodnoty. Tieto reakcie sa odhadujú aplikovaním metódy lokálnych prahových projekcií na denné údaje pri zohľadnení indexu Citi Economic Surprise Index a uvádzajú sa kumulatívne po jednom týždni. Makroekonomické šoky v Spojených štátoch sa identifikujú pomocou dennej bayesovskej vektorovej autoregresie, ako navrhujú Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. a Van Robays, I., *What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk*, Working Paper Series, No 2560, ECB, 2021. Odhad zahŕňa obdobie od júla 2005 do augusta 2024.

⁶ Podrobnejšia analýza rôznych typov nepriaznivých šokov a reakcií cien akcií naznačuje, že vysoké očakávané zisky môžu zmierniť vplyv, ktorý na ceny akcií majú nečakané šoky súvisiace s väčšou averziou voči riziku a s menovou politikou; ako sa uvádza v publikácii Chiřtu, L., Grothe, M., Schulze, T. a Van Robays, I., *Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraint channel*, Working Paper Series, No 2860, ECB, 2023. Analogicky platí, že vysoká trhovú hodnotu podporovaná očakávanými ziskmi je pravdepodobne menej citlivá na šoky spojené s väčšou averziou voči riziku alebo s menovou politikou, ale môže byť ovplyvnená nepriaznivými makroekonomickými šokmi.

Účinky systému obchodovania s emisiami na európske investície v krátkodobom horizonte

Pablo Anaya Longaric, Virginia Di Nino a Vasileios Kostakis

Tento box sa zaoberá vplyvom systému obchodovania s emisijnými kvótami (Emissions Trading System – ETS) EÚ na európske investície a zároveň empiricky testuje vplyv spoplatnenia emisií uhlíka na medzinárodné a domáce investičné toky. Systém EÚ ETS znižuje emisie skleníkových plynov, s čím sa z dlhodobého hľadiska spájajú prínosy pre životné prostredie, európske hospodárstvo a energetickú nezávislosť Európy. Empirické dôkazy dlhodobých prínosov naznačujú, že ETS tiež podporuje zelené investície zamerané na zníženie uhlíkovej náročnosti výrobných procesov podnikov.¹ V porovnaní s alternatívnymi politickými nástrojmi sa spoplatnenie emisií uhlíka ukazuje ako účinný mechanizmus stimulujúci zavádzanie nízkouhlíkových technológií.² ETS tak zohráva dôležitú úlohu pri zvyšovaní európskej energetickej nezávislosti od fosílnych palív.

Vplyv na investície v krátkodobom horizonte však nie je okamžite zrejмый.

Prínosy pre životné prostredie by mohli byť na úkor zníženia investícií, keďže spoplatňovanie emisií uhlíka funguje ako energetická daň uvalená na spoločnosti.³ Mohlo by to tiež spôsobiť, že sa investície odklonia do krajín, ktoré nezaviedli porovnateľné právne predpisy na obmedzenie emisií uhlíka spoplatňovaním alebo zdaňovaním – tzv. únik uhlíka. Zároveň by to mohlo motivovať podniky, aby investovali do zelených technológií, kým príjmy z ETS sa prostredníctvom programov EÚ – ako Inovačný fond, Modernizačný fond a komponent REPowerEU Mechanizmu na podporu obnovy a odolnosti – využívajú na stimuláciu zelených investícií. Zatiaľ však neexistuje jasný konsenzus o vplyve na investície. Preto by preskúmanie toho, ktoré z týchto síl doteraz prevládali, pomohlo doladiť environmentálne politiky tak, aby sa obmedzilo riziko úniku uhlíka a zmiernili sa prípadné ekonomické náklady.

V nasledujúcej analýze sa skúma vplyv zmien v spoplatňovaní emisií uhlíka na medzinárodné a európske investičné toky. Odhaduje sa tu vplyv šokov zo spoplatnenia emisií uhlíka na priame zahraničné investície (PZI) do nových projektov (na zelenej lúke) a vplyv na tvorbu hrubého fixného kapitálu v priebehu času, na úrovni krajiny aj na úrovni odvetví. Na identifikáciu šokov zo spoplatnenia emisií uhlíka sú ako nástroj do vektorového autoregresného modelu zahrnuté zmeny v cenách futures na obchody s emisijnými kvótami v čase zmien nariadení o ETS.⁴

¹ Colmer, J., Martin, R., Muuls, M. a Wagner, U. J., Does Pricing Carbon Mitigate Climate Change? Firm-Level Evidence from the European Union Emissions Trading System, *The Review of Economic Studies*, máj 2024

² Anderson et al., Policies for a climate-neutral industry: Lessons from the Netherlands, *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, No 108, apríl 2021.

³ Diskusia o makroekonomických účinkoch daňových politík prechodu na emisie oxidu uhličitého je v článku s názvom [The macroeconomic implications of the transition to a low-carbon economy](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, august 2023 a v Känzig, D. R., [The unequal economic consequences of carbon pricing](#), *National Bureau of Economic Research Working Papers*, No 31221, máj 2023.

⁴ Känzig, D. R., op. cit.

Analýza sa však zameriava len na krátkodobé náklady spojené so spoplatnením emisií uhlíka. Dlhodobými prínosmi vo forme čistejšej energie a zníženia závislosti od fosílnych palív sa tento box nezaoberá.⁵ Vzorka sa vzťahuje na roky 2003 až 2019 a zahŕňa obdobie od ohlásenia zavedenia ETS do konca tretej fázy implementácie. Nezahŕňa obdobie pandémie, keď došlo k iným druhom významných šokov, ktoré by mohli kontaminovať analýzu, ale zahŕňa šoky zo spoplatnenia emisií uhlíka spojené s oznámeniami v roku 2019 o budúcich zmenách v nariadeniach o ETS.

Empirická analýza naznačuje, že zvyšovanie poplatkov za emisie uhlíka dočasne tlmí toky PZI na zelenej lúke v Európe. Po tom, ako sa šok zo spoplatnenia emisií uhlíka normalizoval a energetická zložka indexu cien výrobcov (producer price index – PPI) sa zvýšila o 1 % – čo zodpovedá bezprostrednému zvýšeniu cien futures na obchody s emisiami uhlíka o 25 % – výrazne vzrástli toky európskych PZI na zelenej lúke v mimoeurópskych krajinách (graf A, panel a).⁶ Okrem toho sa po roku zvýšili aj PZI medzi mimoeurópskymi krajinami. Podobne dochádza k poklesu európskych prílevov PZI na zelenej lúke, a to tak z krajín mimo Európy, ako aj z krajín v Európe, pričom európske toky v strednodobom horizonte naďalej klesajú (graf A, panel b). Celkovo tieto reakcie naznačujú, že keď sa zvýšia ceny emisií uhlíka, môže dôjsť k dočasnému odklonu tokov finančných prostriedkov z Európy.⁷

⁵ Existujú dôkazy, že prijatie ETS stimulovalo podniky k investíciám na zníženie emisií uhlíka v dlhodobom horizonte bez nepriaznivého vplyvu na ich hospodársku činnosť. Viac v Anderson et al., op. cit.

⁶ Rozsah a kladná/záporná hodnota šoku sa identifikuje pomocou inštrumentálnych premenných v rámci vektorového autoregresného modelu, ktorý bol upravený tak, aby bolo možné okamžite dosiahnuť výsledky. V tejto úprave sa však šok javí relatívne veľký v porovnaní s priemernou reakciou na minulé zmeny v nariadeniach o ETS pozorovanou v cenách futures na obchody s uhlíkovými emisiami. Možno teda predpokladať, že skutočný vplyv na PZI a domáce investície bol v minulosti podstatne menší.

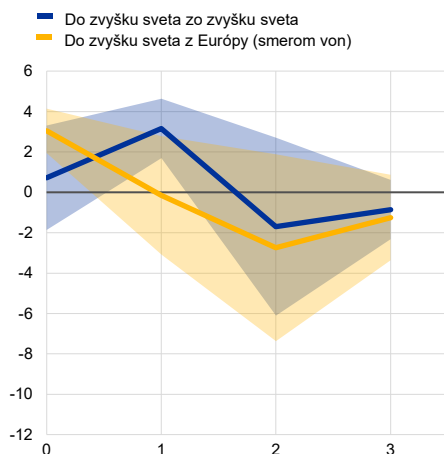
⁷ Böning, J., Di Nino, V. a Folger, T., [Stop carbon leakage at the border, can EU companies be both green and globally competitive?](#), *The ECB blog*, 1. jún 2023 a Böning, J., Di Nino, V. a Folger, T., [Benefits and costs of the ETS in the EU, a lesson learned for the CBAM design](#), *Working Paper Series*, No 2764, ECB, január 2023.

Graf A

Vplyv šoku zo spoplatnenia emisií uhlíka na globálne priame zahraničné investície na zelenej lúke

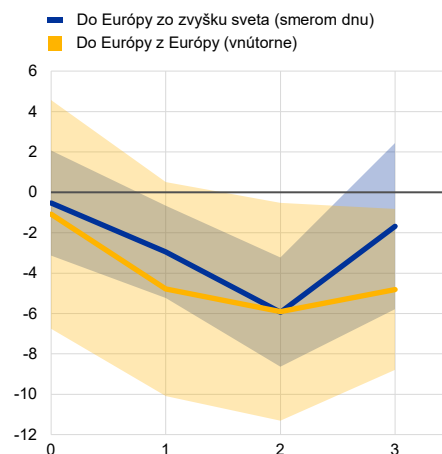
a) Vplyv šoku na PZI vo zvyšku sveta

(os y: percentuálna zmena; os x: roky po vplyve)



b) Vplyv šoku na PZI v Európe

(os y: percentuálna zmena; os x: roky po vplyve)



Zdroj: Eurostat, FT fDI Intelligence a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje odhadované účinky na ohlásené projekty priamych zahraničných investícií (PZI) na zelenej lúke vyplývajúce zo šoku zo spoplatnenia emisií uhlíka, ktorý vedie k bezprostrednému 1 % zvýšeniu energetickej zložky indexu cien výrobcov (PPI). Vzorka sa vzťahuje na roky 2003 až 2019. Keďže systém obchodovania s emisijnými kvótami (ETS) začal fungovať v roku 2005, rozšírené časové rady nemajú podstatný vplyv na výsledky. Špecifikácia je vyjadrená rovnicou $\Delta_h Y_{ij,t+h} = \alpha_j^h + \beta_h S_t + \sum_h X_{i,t-1} + \epsilon_{j,t+h}$, kde $Y_{ij,t+h}$ je výsledná sledovaná premenná v horizonte h medzi krajinami i a j , a $X_{i,t-1}$ zahŕňa súbor makroekonomických premenných vrátane oneskorenej závislej premennej. Plné čiary označujú odhadované impulzné reakcie, zatiaľ čo vytyčované oblasti predstavujú intervaly spoľahlivosti 90 % založené na štandardných odchýlkach podľa Driscoll-Kraay, ktoré zohľadňujú vývoj v čase a vzájomnú závislosť premenných.

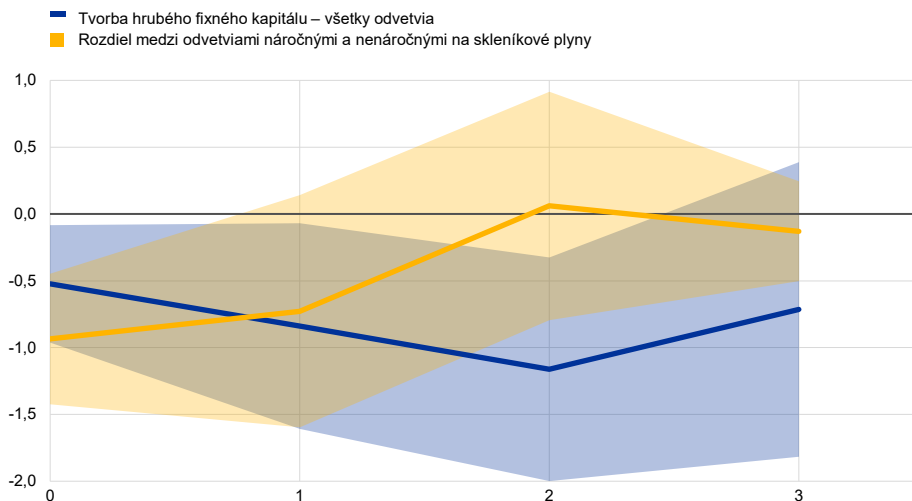
Podľa všetkého sú nepriaznivo ovplyvnené aj domáce investície v Európe.

V reakcii na šok zo spoplatnenia emisií uhlíka, ktorý vedie k zvýšeniu energetickej zložky PPI o 1 %, tvorba hrubého fixného kapitálu v EÚ v prvom roku klesá o 0,5 % a kumulatívny pokles po dvoch rokoch predstavuje viac ako 1 % (graf B). Treba však poznamenať, že v odhadoch existuje vysoká miera neistoty. K poklesu dochádza preto, lebo vyššie ceny emisií uhlíka pôsobia ako daň z produkcie podnikov a znižujú celkovú hospodársku aktivitu, pričom prevažujú zvýšené investície do preorientovania výrobných procesov podnikov na ekologické zdroje energie.

Graf B

Vplyv šoku zo spoplatnenia emisií uhlíka na tvorbu hrubého fixného kapitálu v EÚ

(os y: percentuálna zmena; os x: roky po vplyve)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje odhadovaný vplyv šoku zo spoplatnenia emisií uhlíka, ktorý vedie k bezprostrednému 1 % zvýšeniu energetickej zložky indexu PPI. Špecifikácia je rovnaká ako v poznámke ku grafu A. Odvetvia s vysokými emisiami skleníkových plynov sú tie, ktorých emisie (v pomere k ich pridanej hodnote) sú vyššie ako medián.

Odvetvia s vysokými emisiami uhlíka sú hlavnými odvetviami zasiahnutými šokom zo spoplatnenia emisií uhlíka.⁸

Pokles agregovaných investícií je spôsobený najmä sektorom stavebníctva, dopravy a priemyselnej výroby (graf C). Sektor ťažby a dobývania nebol výrazne ovplyvnený šokom zo spoplatnenia emisií uhlíka napriek tomu, že ide o činnosti s vysokými emisiami uhlíka. Je to pravdepodobne spôsobené zavedením bezodplatných kvót v tomto odvetví.⁹

Tieto zistenia by sa mali vnímať v kontexte iných štúdií, z ktorých vyplýva, že systém ETS nevedol ani k zníženiu hospodárskej aktivity ani k výraznému úniku uhlíka.¹⁰ Zníženie emisií uhlíka dosiahnuté prostredníctvom systému ETS sa vo veľkej miere pripisuje skutočnému zníženiu emisií a nie presunu výroby do regiónov s menej prísnyimi environmentálnymi predpismi. Okrem toho z európskych príkladov vyplýva, že ak sa spoplatnenie emisií uhlíka doplní ambicióznou vládou podporou zavádzania pokročilých technológií, môžu sa navzájom posilňovať a stimulovať investície do dekarbonizácie.¹¹

⁸ Odvetvia s vysokými emisiami sú podľa klasifikácie NACE dvojciferné, s emisiami skleníkových plynov (v pomere k ich pridanej hodnote) nad mediánom.

⁹ Podobné výsledky sú uvedené tiež v Matzner, A. a Steiniger, L., *Firms' heterogeneous (and unintended) investment response to carbon price increases*, Working Paper Series, No 2958, ECB, júl 2024.

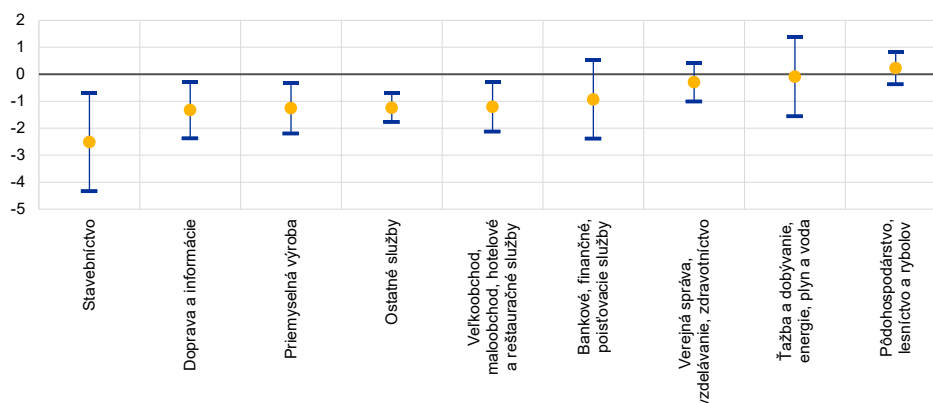
¹⁰ Colmer et al., op. cit., na základe analýzy francúzskych administratívnych údajov neuvádza žiadne dôkazy o úniku uhlíka v dôsledku ETS v jeho počiatočných dvoch fázach.

¹¹ Anderson et al., op. cit.

Graf C

Vplyv šoku zo spolplatnenia emisií uhlíka na tvorbu hrubého fixného kapitálu v EÚ podľa odvetví

(percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Rozpätia ukazujú vplyv na jednotlivé sektory. Zoskupenia sa riadia metodikou podľa Känziga, op. cit., použitou aj v Matzner a Steiniger, op. cit. Špecifikácia regresie je rovnaká ako v poznámke ku grafu A.

Z analýzy vyplýva, že vyššie ceny emisií uhlíka môžu dočasne utlmiť domáce investície a presunúť globálne PZI z Európy, ale dlhodobější prínosy môžu do značnej miery prevážiť tieto krátkodobé účinky.¹² Potrebná je komplexnejšia

analýza, ktorá sa zameria aj na dlhodobé prínosy súvisiace s dosiahnutím nezávislosti od fosílnych palív a posilnením európskej energetickej nezávislosti. Európska komisia súbežne s prísnejšími predpismi zohľadňujúcimi konkrétne sektory a práva na emisné nároky zaviedla aj mechanizmus kompenzácie uhlíka na hraniciach (carbon border adjustment mechanism – CBAM). Prispieva tak k ochrane európskych podnikov pred možnou nekalou zahraničnou hospodárskou súťažou a k obnoveniu rovnakých podmienok pre všetkých tým, že sa dovozcom do EÚ účtuje cena úmerná emisiám vznikajúcim v zahraničných výrobných procesoch.¹³ Spolu s doplnkovými politikami, o ktorých sa v súčasnosti rokuje, sa tým zachová budúca výrobná kapacita a vonkajšia konkurencieschopnosť Európy.¹⁴

¹² Účinky na investície a toky PZI na zelenej lúke sú rozsiahle, no zodpovedajú zisteniam uvedeným v súčasnej literatúre (v ktorej sa zohľadňuje štvrtá fáza implementácie ETS vyplývajúca zo zmien v nariadeniach oznámených počas tretej fázy), ako aj v tomto boxe. Medzi príklady oznámení patrí zmena nariadenia o obchodovaní formou aukcie či prijatie delegovaného rozhodnutia o zozname odvetví vystavených riziku úniku uhlíka na roky 2021 – 2030.

¹³ Podrobnosti sú uvedené na internetovej stránke mechanizmu CBAM.

¹⁴ Bijmans G., Duprex, C. a Hutchinson, J., *Obstacles to the greening of energy-intensive industries*, *The ECB Blog*, 17. september 2024.

Aké ekonomické signály vyplývajú z ukazovateľov neistoty

Malin Andersson, Alina Bobasu a Roberto A. De Santis

Hoci neistota zohráva významnú úlohu v mnohých ekonomických rozhodnutiach, nie je priamo merateľná, a preto je zložité stanoviť jej presný dosah.

V čase veľkej neistoty môžu domácnosti a podniky odkladať alebo rušiť plánované výdavky a investície, čo následne utlmuje hospodársku aktivitu.¹ Vzhľadom na to, že neistota sa nedá merať priamo, v tomto boxe hodnotíme aktuálne signály na základe rôznych zástupných ukazovateľov kategorizovaných ako tie, ktoré priamo súvisia s krátkodobou hospodárskou situáciou, a tie, ktoré odrážajú dlhodobějšíe politické otázky. Skúmame tiež vplyv týchto ukazovateľov na kľúčové makroekonomické premenné.

Neistota spojená s krátkodobou hospodárskou situáciou sa zvyčajne sleduje pomocou kombinácie štatistických ukazovateľov, ukazovateľov odvodených z prieskumov a finančných ukazovateľov.

Jedným z kľúčových ukazovateľov pre eurozónu je index makroekonomickej neistoty podľa Jurada a kol., ktorý definuje neistotu ako volatilitu chýb v prognózach tri mesiace dopredu pre širokú škálu ekonomických ukazovateľov.² Ďalším zástupným ukazovateľom je nezhoda prognóz Consensus Economics, ktorá zachytáva rozptyl prognóz na jeden rok dopredu pre rast reálneho HDP, priemyselnej výroby, súkromnej spotreby a súkromných investícií, ako aj pre infláciu HICP a dlhodobé úrokové miery. Ukazovateľ hospodárskej neistoty Európskej komisie založený na prieskumoch odráža ťažkosti manažérov podnikov a spotrebiteľov predvídať svoju podnikateľskú situáciu a financie domácností. A napokon je tu kompozitný ukazovateľ systémového napätia (Composite Indicator of Systemic Stress – CISS), teda ukazovateľ finančného napätia, ktorý vyvinula ECB a ktorý vychádza z rôznych na trhu založených finančných premenných z viacerých segmentov finančného systému.

Zároveň sú tu ukazovatele neistoty súvisiace s dlhodobějšími politickými otázkami.

Jedným z takýchto ukazovateľov je index neistoty hospodárskej politiky eurozóny založený na správach, ktorý sleduje frekvenciu, s akou sa v novinových článkoch uvádzajú konkrétne slová týkajúce sa neistoty súvisiacej s hospodárskou politikou. Ďalšie tri textové ukazovatele poukazujú na neistotu v súvislosti s geopolitikou, obchodom a klimatickou politikou.³

¹ Niektoré druhy neistoty, napríklad neistota súvisiaca s aktuálnym prudkým rastom investícií do umelej inteligencie, tiež môžu zvýšiť investície a hospodársku činnosť (Ludvigson, S. C., Ma, S. a Ng, S., [Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?](#), *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 13, No 4, 2021, s. 369 – 410.

² Jurado, K., Ludvigson, S. C. a Ng, S., [Measuring uncertainty](#), *American Economic Review*, Vol. 105, No 3, 2015, s. 1177 – 1216 a Scotti, C., [Surprise and uncertainty indexes: Real-time aggregation of real-activity macro-surprises](#), *Journal of Monetary Economics*, Vol. 82, 2016, s. 1 – 19.

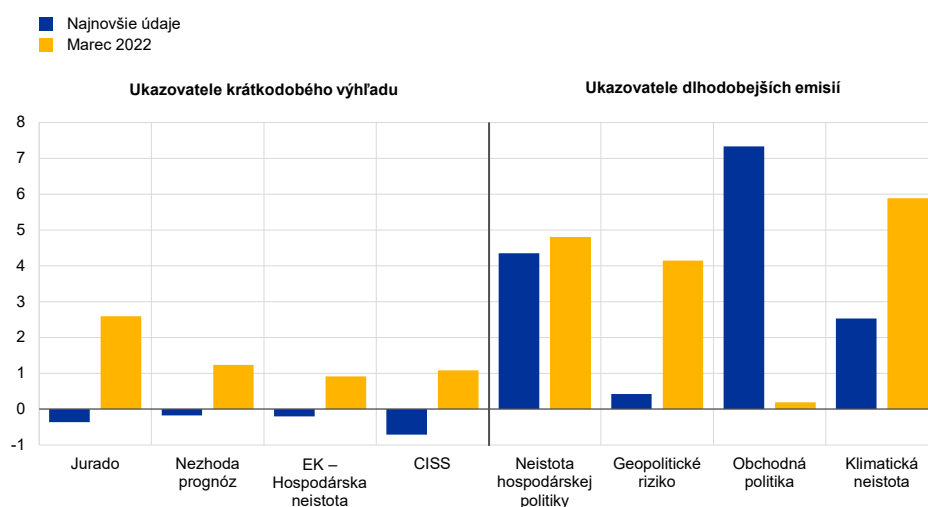
³ Viac informácií o použitej metodike sa nachádza v Baker, S. R., Bloom, N. a Davis, S. J., [Measuring Economic Policy Uncertainty](#), *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, No 4, 2016, s. 1593 – 1636, a Gavriilidis, K., [Measuring Climate Policy Uncertainty](#), University of Stirling, máj 2021.

Ukazovatele zachytávajúce obavy v súvislosti s krátkodobou hospodárskou situáciou v súčasnosti vykazujú relatívne nízku mieru neistoty, zatiaľ čo ukazovatele týkajúce sa dlhodobějších politík vykazujú vyššie úrovne (graf A).

Hoci všetky tieto ukazovatele dosiahli vrchol počas ruskej invázie na Ukrajinu, ukazovatele súvisiace s krátkodobým výhľadom sa odvtedy vrátili na svoje historické priemery.⁴ Väčšina ukazovateľov neistoty súvisiacej s politikou sa, naopak, stále pohybuje výrazne nad svojimi historickými priemerami, čo odráža pokračujúcu politickú polarizáciu, budúcu reguláciu a globálnu energetickú transformáciu.⁵

Graf A
Ukazovatele neistoty

(štandardizovaná zmena v p. b.)



Zdroj: Jurado et al.,¹⁾ Consensus Economics, Európska komisia, Baker et al.,²⁾ Caldara et al.,³⁾ Caldara et al.,⁴⁾ Gavriilidis,⁵⁾ a výpočty ECB.

Poznámka: Rady vzorky sú štandardizované za roky 1999 – 2019 s výnimkou radu ekonomických neistôt Európskej komisie, ktorý je štandardizovaný za obdobie od apríla 2019 do septembra 2024, vzhľadom na obmedzenú dostupnosť vzorky. Neistota spojená s hospodárskou politikou je vyjadrená ako vážený priemer štandardizovaných ukazovateľov pre jednotlivé krajiny za Nemecko, Francúzsko, Taliansko a Španielsko. Posledné údaje o neistote podľa Jurada a klimatickej neistote sú zo septembra 2024, údaje o nesúlade prognóz sú z októbra 2024 a údaje o hospodárskej neistote Európskej komisie (EK), CISS, neistote hospodárskej politiky, geopolitickom riziku a obchodnej politike sú z novembra 2024.

1) Jurado, K., Ludvigson, S. C. a Ng, S., Measuring Uncertainty, *American Economic Review*, Vol. 105, No 3, marec 2015.

2) Baker, S. R., Bloom, N. a Davis, S. J., Measuring Economic Policy Uncertainty, *Working Papers*, No 21633, National Bureau of Economic Research, október 2015.

3) Caldara, D. a Iacoviello, M., Measuring Geopolitical Risk, *American Economic Review*, Vol. 112, No 4, 2021, s. 1194 – 1225.

4) Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. a Raffo, A., The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty, *International Finance Discussion Papers*, No 1256, september 2019.

5) Gavriilidis, K., Measuring Climate Policy Uncertainty, University of Stirling, May 2021.

Navyše, index rizika odvodený z konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch naznačuje, že vnímanie rizika v prípade mnohých uvedených neistôt sa znížilo z vrcholov z jari 2022, ale naďalej zostáva nad úrovňou pred pandémie (graf B).⁶ Index meria percentuálny podiel viacerých špecifických rizík ako podiel všetkých rizík spomenutých v konferenčných hovoroch u spoločností

⁴ Viac v boxe s názvom [Ruská invázia na Ukrajinu a jej vplyv na hospodársku aktivitu v eurozónе prostredníctvom neistoty](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2022.

⁵ Neistota spojená s hospodárskou politikou sa zásadne zvýšila predovšetkým v Nemecku a vo Francúzsku.

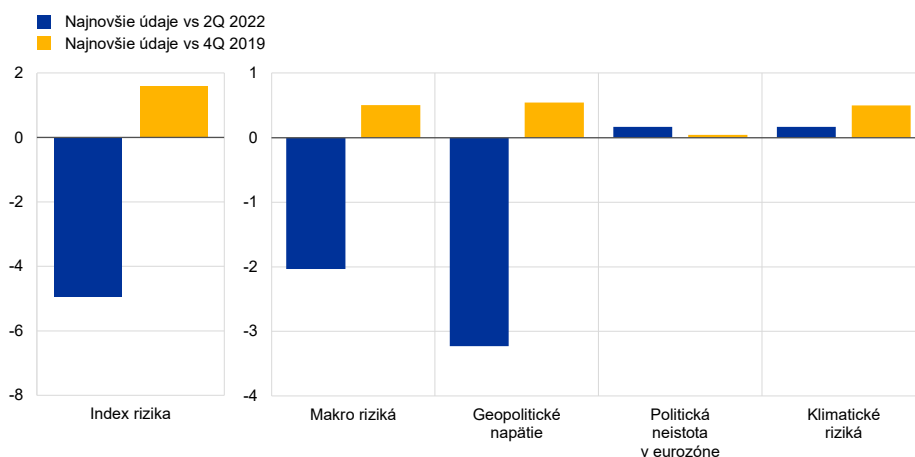
⁶ Hoci sa ukazovatele neistoty a rizika pohybujú paralelne, odlišujú sa v tom, že neistota nastáva vtedy, keď sú informácie na prognózovanie vývoja nedostatočné alebo nie sú k dispozícii, zatiaľ čo riziko sa spája s pravdepodobnosťou konkrétnej hospodárskej udalosti.

kótovaných na burze v eurozóne.⁷ Hoci riziká nie je možné presne priradiť k vyššie uvedeným kategóriám neistoty, tento index rizika potvrdzuje zistenie, že vnímanie rizika v prípade niekoľkých neistôt sa v porovnaní s najvyššími hodnotami zaznamenanými na jar 2022 opäť výrazne znížilo. Zároveň pretrvávajú zvýšené obavy z geopolitického napätia a zmeny klímy.

Graf B

Index rizík odvodený z konferenčných hovorov

(percentuálny podiel všetkých zmienok o rizikách, zmena v p. b.)



Zdroj: NL Analytics a výpočty ECB.

Poznámka: Makro riziká sa týkajú zmienok o rizikách v dodávateľských reťazcoch a o podmienkach financovania; geopolitické napätie sa týka geopolitického napätia na Ukrajine a Blízkom východe; politická neistota v eurozóne sa týka politických rizík v eurozóne ako celku alebo v jednotlivých krajinách eurozóny; riziká súvisiace so zmenou klímy sa týkajú slov ako „uhlík“, „klíma“ a „politika“. Posledné údaje sú z tretieho štvrťroka 2024.

Nárast neistoty sa zvyčajne spája s nižším reálnym HDP a s výraznejším nepriaznivým vplyvom na podnikové investície ako na spotrebu (graf C).

Na preskúmanie dôsledkov rastúcej neistoty sa používajú štrukturálne bayesovské vektorové autoregresné modely (BVAR) odhadované pre obdobie od prvého štvrťroka 1999 do druhého štvrťroka 2024.⁸ Modely zahŕňajú reálny HDP, súkromnú spotrebu a podnikové investície, deflátor HDP a po jednom ukazovateli neistoty (rizika).⁹ Výsledky naznačujú, že v prípade všetkých ukazovateľov – s výnimkou geopolitického rizika – je nárast neistoty spojený s poklesom reálneho HDP, súkromnej spotreby a podnikových investícií, pričom podnikové investície klesajú oveľa výraznejšie ako spotreba.¹⁰

⁷ Viac informácií o metodike sa nachádza v boxe [Poznanky z konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch – čo sa môžeme naučiť z vnímania rizík a zo sentimentu firiem?](#) *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2024.

⁸ Odhad je upravený v súlade s Lenzom a Primicerim (2022), aby sa zohľadnili jedinečné hospodárske narušenia spôsobené pandemiou COVID-19 (pozri Lenza, M. a Primiceri, G. E., [How to estimate a vektor autoregression after March 2020](#), *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 37, No 4, 2022, s. 688 – 699).

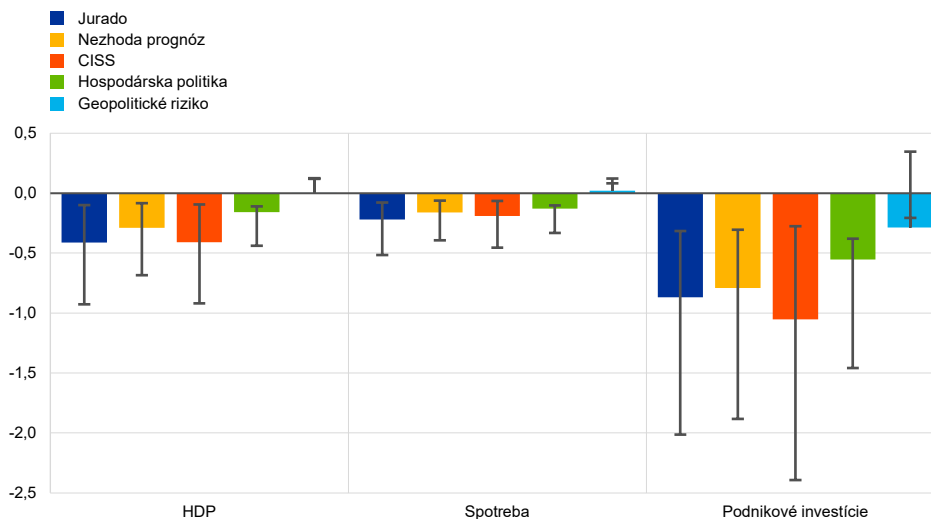
⁹ Keďže ukazovatele neistoty v oblasti obchodu a klímy sa týkajú konkrétnych oblastí, ktoré sú priamo vystavené fluktuáciám v obchode a environmentálnej politike, tento box neskúma ich širší dosah na hospodársku aktivitu. Okrem toho do empirických testov nie je zahrnutý index rizika, vzhľadom na jeho krátku časovú vzorku.

¹⁰ Pozri tiež De Santis, R. A. a Van der Veken, W., [Deflationary financial shocks and inflationary uncertainty shocks: an SVAR Investigation](#), *Working Paper*, No 2727, ECB, 2022 a Bobasu, A., Quaglietti, L. a Ricci, M., [Tracking Global Economic Uncertainty: Implications for the Euro Area](#), *IMF Economic Review*, International Monetary Fund, Vol. 72, No 2, 2024, s. 820 – 857.

Graf C

Vplyv zvýšenia ukazovateľov neistoty

(percentuálna odchýlka od trendu)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: Modely BVAR zahŕňajú HDP, spotrebu, podnikové investície, deflátor HDP a po jednom z ukazovateľov neistoty (rizika). Modely sa odhadujú na štvrtročné obdobia od prvého štvrtroka 1999 do druhého štvrtroka 2024 a ich identifikácia je založená na prístupe Choleského rozkladu, pričom ukazovateľ neistoty je zaradený ako prvý. Pokiaľ ide o nepriaznivý vplyv na hospodársku aktivitu, výsledky sú výrazné aj keď je ukazovateľ neistoty zaradený ako posledný. Nárast neistoty odráža nárast jednej štandardnej odchýlky v ukazovateľoch neistoty. Výsledky uvedené v grafe sa týkajú účinkov po štyroch štvrtrokoch. Rozpätia sa vzťahujú na 68 % intervaly vierohodnosti.

Neistota týkajúca sa krátkodobej hospodárskej situácie podľa všetkého zatiaľ výrazne neovplyvňuje aktuálnu hospodársku aktivitu; no neistota súvisiaca s dlhodobjšími politickými otázkami pravdepodobne zostane relevantná.

Zatiaľ čo neistota odvodená z krátkodobých hospodárskych ukazovateľov je v súčasnosti nevýrazná v porovnaní s predchádzajúcimi maximami, neistota spojená s hospodárskou politikou pravdepodobne zostane zvýšená v dôsledku pretrvávajúcich a neustále sa vyvíjajúcich problémov v domácej politike. Preto sa očakáva, že neistota súvisiaca s politickými otázkami bude aj v nadchádzajúcich štvrtrokoch naďalej nepriaznivo ovplyvňovať hospodársku aktivitu a najmä podnikové investície.

Čo vysvetľuje vysokú mieru úspor domácností v eurozóne

Alina Bobasu, Johannes Gareis a Grigor Stoevsky

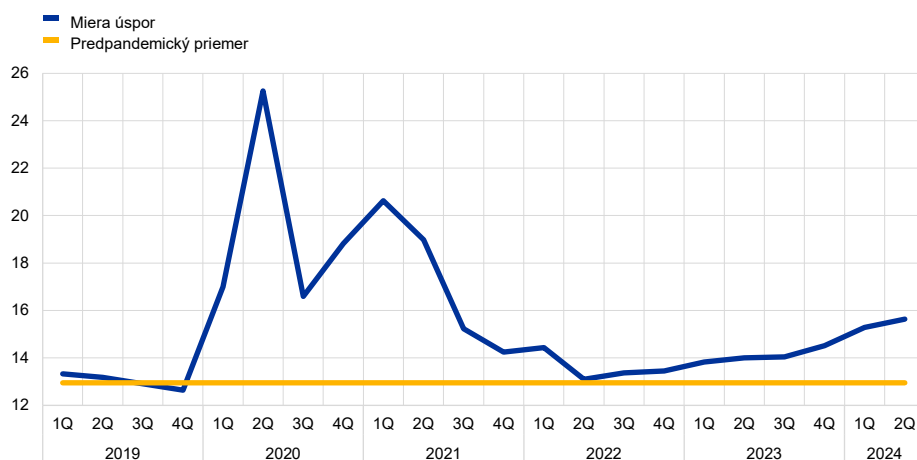
Miera úspor domácností v eurozóne sa po prudkom náraste v roku 2020 súvisiacom s pandemiou vrátila do polovice roka 2022 na svoju priemernú predpandemickú úroveň. Odvtedy sa však opäť výrazne zvyšuje. Sezónne

očistená miera úspor domácností v eurozóne, ktorú uvádza Eurostat vo štvrtročných sektorových účtoch, sa po vypuknutí pandémie COVID-19 prudko zvýšila.¹ Spôsobili to najmä opatrenia na obmedzenie pohybu zavedené s cieľom obmedziť šírenie vírusu, ktoré tlmili spotrebu, zatiaľ čo vládne opatrenia pomáhali podporiť disponibilný príjem.² Keďže sa obmedzenia do roku 2022 vo veľkej miere zrušili, miera úspor sa vrátila na úroveň pred pandémiou (graf A). Za posledné dva roky sa však opäť zvýšila, pričom spotrebiteľské výdavky zostali na nízkej úrovni. V tomto boxe sa analyzujú hlavné ekonomické faktory zodpovedné za aktuálny rast miery úspor a skúmajú sa krátkodobé dôsledky pre súkromnú spotrebu.

Graf A

Miera úspor domácností

(v % hrubého disponibilného príjmu)



Zdroj: ECB a Eurostat (QSA) a výpočty ECB.

Poznámka: Sezónne očistené údaje. Predpandemický priemer sa počíta od prvého štvrťroka 1999 do posledného štvrťroka 2019.

K aktuálnemu zvýšeniu miery úspor domácností prispel výrazný rast príjmov.

Reálny príjem domácností sa za posledné dva roky zvýšil o 3,8 % vďaka silnému rastu pracovných aj nepracovných zložiek príjmu (graf B). Nárast nepracovných príjmov, ktorý zahŕňa príjmy zo samostatnej zárobkovej činnosti, čisté úrokové výnosy, dividendy a nájomné, je z hľadiska úspor mimoriadne priaznivý.³ Odráža

¹ Štvrtročné sektorové účty eurozóny (QSA) zostavuje ECB spolu s Eurostatom.

² Viac v boxe s názvom [COVID-19 a nárast úspor domácností: preventívne či vynútené dôvody?](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2020.

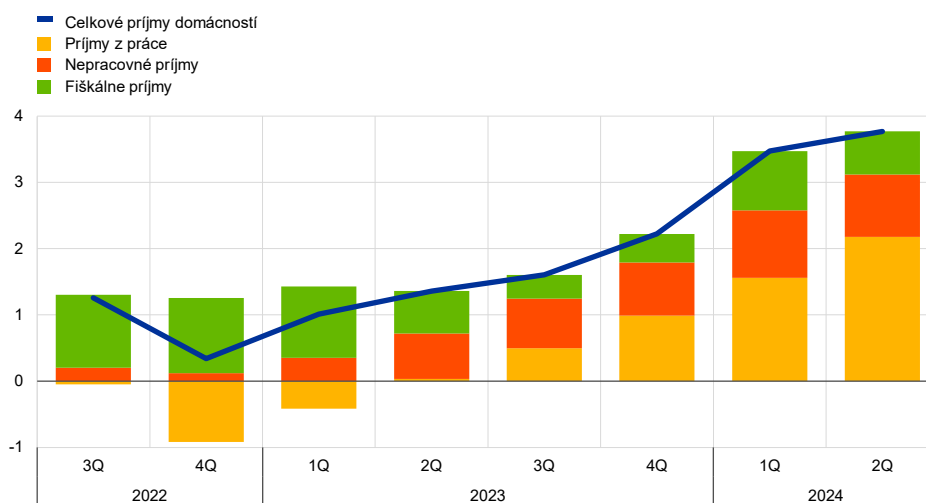
³ Viac informácií je v boxe s názvom [Východiská merania príjmu domácností](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2023.

skutočnosť, že nepracovné príjmy vznikajú najmä bohatším domácnostiam, ktoré vo všeobecnosti šetria viac ako chudobnejšie domácnosti.⁴ Okrem toho od tretieho štvrťroka 2022 podporovala rast reálneho príjmu aj fiškálna politika. Dá sa to do značnej miery pripísať diskrečným opatreniam na zmiernenie vplyvu šoku z cien energií vrátane výraznej necielenej podpory príjmov. Skutočnosť, že z opatrení ťažili aj bohatšie domácnosti, ktoré zároveň spotrebúvajú menšiu časť svojho príjmu, mohla tiež prispieť k vyššej miere úspor.⁵

Graf B

Vývoj reálneho príjmu domácností

(percentuálna zmena od druhého štvrťroka 2022 a príspevky v p. b.)



Zdroj: Eurostat, ECB a Eurostat (QSA) a výpočty ECB.

Poznámka: Sezónne očistené údaje. Pracovné príjmy sa vypočítavajú ako kompenzácie zamestnancov a nepracovné príjmy zahŕňajú príjmy zo samostatnej zárobkovej činnosti, čisté úrokové výnosy, dividendy a nájomné. Fiškálne príjmy sa merajú ako rezíduum. Na získanie reálnych hodnôt sa všetky zložky príjmu domácností deflujú pomocou deflátoru súkromnej spotreby z národných účtov.

Hoci príjmy domácností v posledných dvoch rokoch výrazne rástli,

domácnosti zostali vo výdavkoch obozretné.

Po oživení po pandémii sa rast reálnej súkromnej spotreby výrazne oslabil v kontexte prudko rastúcej inflácie a následného sprísňovania menovej politiky. Nárast inflácie bol spôsobený najmä výrazným zvýšením cien energií a potravín, čo viedlo k pomerne prudkému poklesu spotreby týchto tovarov.⁶ Následný rast úrokových sadzieb podnietil sporenie a pravdepodobne utlmil viac spotrebu tovarov ako spotrebu služieb. Týkalo sa to najmä tovarov dlhodobej spotreby, pretože v porovnaní so službami sú citlivejšie na úrokové miery.⁷ Celkovo sa spotreba tovarov vrátila pod predpandemickú úroveň začiatkom roka 2023, kým v posledných dvoch rokoch do značnej miery stagnovala. Spotreba služieb zároveň ďalej rástla, avšak miernejším tempom (graf C).

⁴ Napríklad Bańkowska, K. et al., [ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#), Occasional Paper Series, No 287, ECB, december 2021.

⁵ Viac v článku [Fiscal policy and high inflation](#), *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2023.

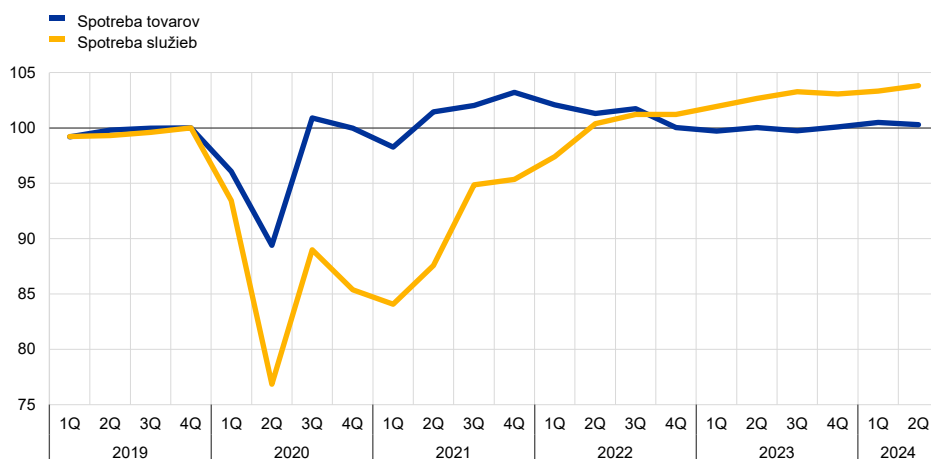
⁶ Viac v boxe s názvom [Vplyv vyšších cien energií na spotrebu služieb a tovarov v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2022 a [Ako domácnosti upravili svoje výdavky a sporenie, aby zvládli infláciu](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2024.

⁷ Viac v boxe s názvom [Menová politika a nedávne spomalenie v sektoroch priemyselnej výroby a služieb](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2023.

Graf C

Reálna spotreba tovarov a služieb domácnosťami

(4Q 2019 = 100)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Sezónne očistené údaje. Spotreba tovarov a služieb vychádza z agregácie dostupných údajov o reálnej spotrebe domácností podľa účelu.

S prudkým nárastom inflácie sa reálny čistý majetok domácností v posledných dvoch rokoch znižoval, čo viedlo k ich motivácii obnoviť ho. Čistý majetok domácností (ktorý zahŕňa nehnuteľnosti, vklady, dlhopisy a akcie po odpočítaní dlhových záväzkov) v čase pandémie výrazne vzrástol. Prispela k tomu aj akumulácia úspor súvisiacich s pandemiou. V nominálnom vyjadrení rástol čistý majetok ďalej aj po pandémii, hoci miernejším tempom (graf D).⁸ V reálnom vyjadrení však čistý majetok domácností začal v roku 2022 klesať a v priebehu roka 2023 sa vrátil na úroveň pred pandémie. Tento pokles pravdepodobne prispel k aktuálnemu zvýšeniu miery úspor domácností, keďže domácnosti mali motiváciu obnoviť svoj reálny čistý majetok.⁹

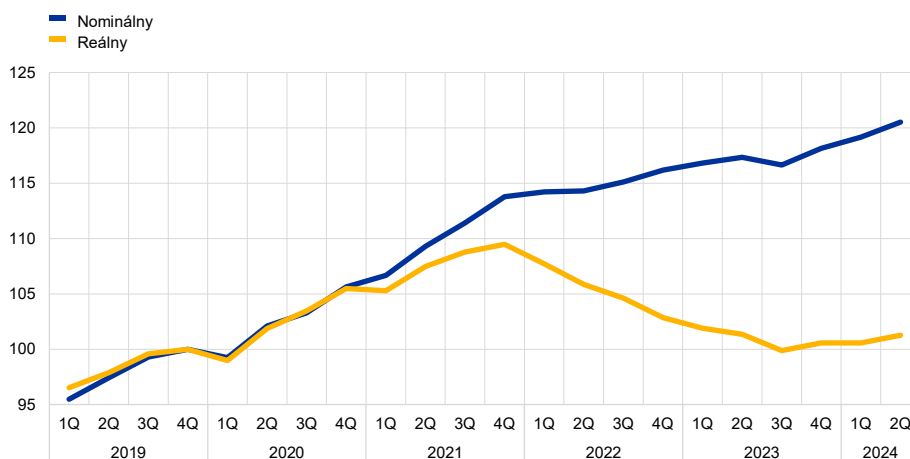
⁸ Viac v boxe s názvom [Household savings and wealth in the euro area – implications for private consumption](#), *Winter 2024 Economic Forecast*, European Commission, 2024.

⁹ Podrobná analýza vplyvu inflácie a menovej politiky na distribúciu majetku sa nachádza v článku s názvom [Introducing the Distributional Wealth Accounts for euro area households](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2024.

Graf D

Čistý majetok domácností

(4Q 2019 = 100)



Zdroj: Eurostat, ECB a Eurostat (QSA) a výpočty ECB.

Poznámka: Na získanie reálnych hodnôt sa čistý majetok domácností defluje pomocou deflátoru súkromnej spotreby z národných účtov.

Ekonomické faktory, ktoré sú zodpovedné za aktuálne zvýšenie miery úspor, pomáha lepšie objasniť model časových radov spotreby domácností s použitím štandardných makroekonomických veličín.

Redukovaný model korekcie chýb spája dlhodobú aj krátkodobú dynamiku s cieľom vysvetliť štvrtročný rast spotreby.¹⁰ Na úroveň reálnej spotreby domácností v dlhodobom horizonte vplyva úroveň reálnych príjmov, reálny čistý majetok domácností a reálne úrokové sadzby. Pri vysvetľovaní dynamiky spotreby v krátkodobom horizonte zohrávajú úlohu aj iné cyklické faktory, napríklad spotrebiteľská dôvera, ktorá odráža motiváciu preventívnych úspor. Model rozkladá zmenu miery úspor domácností na štyri faktory – príjmy, bohatstvo, úrokové miery a spotrebiteľskú dôveru – pričom rast reálnych príjmov domácností považuje za daný.¹¹

Empirické dôkazy naznačujú, že rastúce reálne príjmy a vysoké reálne úrokové sadzby spolu s negatívnymi účinkami na reálny majetok v posledných dvoch rokoch viedli k zvýšeniu úspor domácností.

Podľa modelových výsledkov možno zvýšenie miery úspor domácností v období od druhého štvrtroka 2022 do druhého štvrtroka 2024 do značnej miery pripísať vplyvu príjmov, keď sa spotreba domácností okamžite neprispôsobila výraznému nárastu reálnych príjmov. Dôležitú úlohu zohral aj vplyv úrokových mier a majetku (graf E). Pozitívny vplyv na úspory mali aj preventívne motívy – najmä v roku 2022 po ruskej invázii na Ukrajinu, ktorá viedla k poklesu spotrebiteľskej dôvery. Zdá sa však, že význam týchto motívov sa

¹⁰ Viac v de Bondt, G., Gieseck, A., Herrero, P. a Zekaite, Z., *Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries*, Working Paper Series, No 2343, ECB, December 2019.

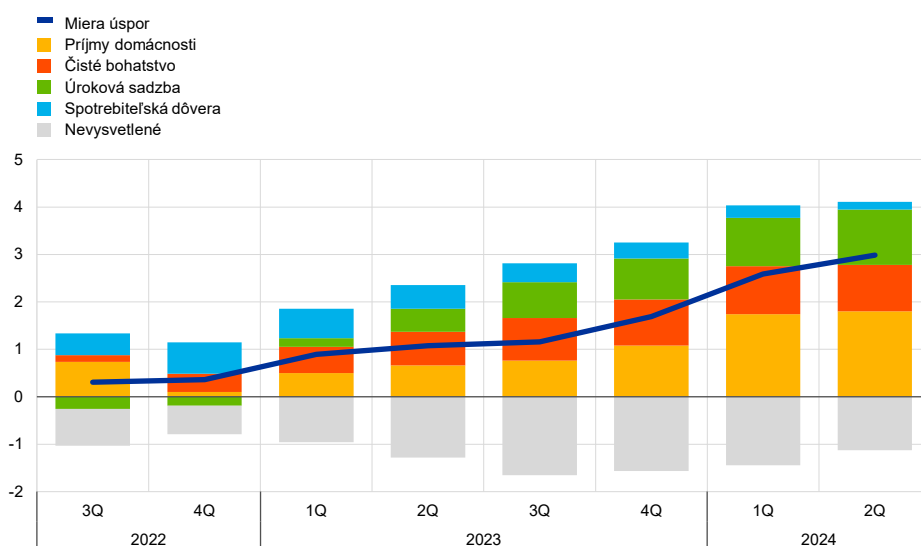
¹¹ Parametre modelu sú odhadnuté na základe údajov od prvého štvrtroka 1999 do posledného štvrtroka 2019. Na získanie reálnych hodnôt sa príjmy domácností a čistý majetok domácností defluje pomocou deflátoru súkromnej spotreby z národných účtov. Reálna úroková miera sa meria prostredníctvom trojmesačnej sadzby EURIBOR očistenej od očakávanej ročnej miery inflácie spotrebiteľských cien podľa spotrebiteľského prieskumu Európskej komisie, ktorý je v chýbajúcom období od prvého štvrtroka 1999 do posledného štvrtroka 2003 doplnený na základe skutočnej ročnej miery inflácie HICP. Spotrebiteľská dôvera je vyjadrená v odchýlkach od svojho dlhodobého predpandemického priemeru.

zmenšil, keď sa spotrebiteľská dôvera postupne oživovala zo svojho prepadu v druhom polroku 2022.¹² Napokon treba konštatovať, že zmenu miery úspor v posledných dvoch rokoch nie je možné v plnej miere vysvetliť pomocou tu uvedených faktorov. Podčiarkuje to nevysvetlená časť rozkladu poukazujúca na nemodelované faktory, ktoré spolu zaťažovali rast miery úspor od polovice roka 2022. Tento kumulatívny pohľad však zakrýva skutočnosť, že nárast úspor za posledné tri štvrtroky bol väčší, než sa pôvodne očakávalo a než naznačoval model. Pravdepodobne je to dôsledkom väčšej zotrvačnosti spotreby a postupného prispôsobovania výdavkov domácností rastúcej kúpnej sile, než by vyplývalo z historických zvyklostí, ako aj pre slabnúce negatívne šoky.¹³

Graf E

Príspevky k zmene miery úspor domácností: modelový rozklad

(zmena od druhého štvrtroka 2022 v p. b. a príspevky v p. b.)



Zdroj: Eurostat, ECB, ECB a Eurostat (QSA) a výpočty ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje príspevky reálneho príjmu domácností, reálneho čistého majetku, reálnych úrokových sadziieb a spotrebiteľskej dôvery ku kumulatívnym zmenám miery úspor domácností od druhého štvrtroka 2022, a to na základe modelu odhadovanej korekcie chýb rastu súkromnej spotreby, ktorý vychádza z rastu reálnych príjmov domácností ako danej veličiny.

Čo sa týka budúceho vývoja, miera úspor domácností pravdepodobne zostane v najbližšom období zvýšená, no neskôr by mala klesnúť pod súčasnú úroveň.

Vzhľadom na kľúčové faktory – rast reálnych príjmov, zvýšené reálne úrokové sadzby a motivácia obnoviť reálny majetok – ktoré pravdepodobne určitý čas pretrvávajú, sa predpokladá, že miera úspor zostane v krátkodobom horizonte vysoká, hoci o niečo nižšia ako jej nedávne maximum čiastočne v dôsledku zmiernenia rastu úrokových sadziieb. Očakáva sa, že dynamiku súkromnej spotreby podporí pravdepodobný pokles miery úspor spolu s pokračujúcim silným rastom reálnych pracovných príjmov.

¹² Viac v boxe s názvom [Prečo sú domácnosti v eurozóne stále pesimistické a ako to vplýva na ich súkromnú spotrebu?](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2024.

¹³ Ďalší faktor, ktorý nie je zahrnutý do modelu a mohol prispieť k aktuálnemu zvýšeniu miery úspor, súvisí s vysokou mierou neistoty v otázkach dlhodobej politiky; viac v boxe s názvom „Aké ekonomické signály vyplývajú z ukazovateľov neistoty“, v tomto čísle *Ekonomického bulletinu*.

5 Prenesenie menovej politiky do inflácie tovarov a služieb: detailný pohľad

Anastasia Allayioti, Bruno Fagandini, Lucyna Górnicka a Catalina Martínez Hernández

Menová politika ovplyvňuje spotrebiteľské ceny viacerými spôsobmi, pričom jej vplyv, pokiaľ ide o rýchlosť a rozsah, sa v jednotlivých kategóriách spotreby líši. Prudký nárast inflácie po pandémie bol výsledkom bezprecedentnej kombinácie šokov vrátane výpadkov v dodávateľských reťazcoch, energetických šokov a nahromadeného dopytu po opätovnom otvorení ekonomiky. ECB reagovala rúznymi prijatím akomodačného nastavenia menovej politiky, ktoré podporovalo hospodárstvo počas pandémie, a jej následným posunom do reštriktívneho pásma. V celkovom procese znižovania inflácie, ktorý nasledoval, sa odzrkadľovalo slabnutie ponukových šokov a účinnosť politiky prudkého a rozhodného zvyšovania úrokových sadziieb. Proces znižovania inflácie zároveň sprevádzala pretrvávajúca rastová dynamika jadrovej inflácie – definovanej ako harmonizovaný index spotrebiteľských cien bez energií a potravín (HICPX). V tomto boxe analyzujeme heterogénne premietnutie menovopolitických šokov do inflácie eurozóny so zameraním sa na odlišné správanie individuálnych cien tovarov a služieb zahrnutých v HICPX. Zameranie sa na tento index umožňuje hlbší pohľad na vývoj inflačnej zložky, ktorá zvyčajne zachytáva trvalejšiu dynamiku.

Hodnotenie premietnutia menovej politiky do disagregovaných cien môže dopĺňať štandardné analýzy agregovanej inflácie. V tomto boxe uvádzame odhad vplyvu menovopolitických šokov na cenu každej zo 72 položiek COICOP-4 v koši HICPX.¹ Na základe odhadu bayesovských vektorových autoregresných modelov (BVAR)² špecifických pre jednotlivé položky sa jednotlivé položky tovarov a služieb klasifikujú do troch kategórií citlivosti podľa schopnosti reagovať na menovopolitické šoky v horizonte troch rokov: i) vysoko citlivé, ii) mierne citlivé a iii) necitlivé.^{3,4} Takto je možné posúdiť, ktoré položky koša jadrovej inflácie reagujú na menovopolitické šoky výrazne, ktoré položky reagujú rýchlo a ktoré s veľkým

¹ Klasifikácia individuálnej spotreby podľa účelu (COICOP) štandardizuje položky spotrebného koša v jednotlivých krajinách. Štvorciferná klasifikácia v eurozóne zahŕňa 93 kategórií cien. Ďalšie podrobnosti sú uvedené na [internetovej stránke Eurostatu](#).

² Podľa Allayioti, A., Górnicka, L., Holton, S. a Martínez Hernández, C., [Monetary policy pass-through to consumer prices: evidence from granular price data](#), *Working Paper Series*, No 3003, ECB, Frankfurt am Main, 2024. V odhade sa používajú bayesovské vektorové autoregresné modely (BVAR) špecifické pre jednotlivé položky s množstvom makrofinančných ukazovateľov. Vzorka sa pri jednotlivých položkách líši a zahŕňa obdobie od začiatku 21. storočia do septembra 2023. Menovopolitické šoky sú podľa Jarocinski, M. a Karadi, P., [Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks](#), *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 12(2), 2020, s. 1 – 43. Šoky boli aktualizované podľa databázy prekvapení, ktorú vypracovali Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R. S., Motto, R. a Ragusa, G., [Measuring euro area monetary policy](#), *Journal of Monetary Economics*, Vol. 108, 2019, s. 162 – 179.

³ Počas 36 mesiacov od šoku sa položky s negatívnymi a štatisticky významnými cenovými reakciami trvajúcimi najmenej tri po sebe nasledujúce mesiace kategorizujú ako citlivé na šoky menovej politiky. Ostatné položky sa klasifikujú ako necitlivé. Citlivé položky sa ďalej rozdeľujú na vysoko a mierne citlivé v závislosti od toho, či je ich maximálna negatívna reakcia vyššia (stredne citlivá) alebo nižšia (vysoko citlivá) ako mediánová reakcia vo všetkých citlivých položkách.

⁴ Podobnú klasifikáciu spotreby, cien a príjmov v Spojených štátoch používajú Andreolli, M., Rickard, N. a Surico, P., [Non-Essential Business-Cycles](#), *NBER Working Paper*, 2024.

oneskorením. Tieto informácie poskytujú cenné poznatky o vplyve menovej politiky na agregovanú infláciu v eurozóne.

Katégoria priemyselných tovarov bez energií (NEIG) zahŕňa viac položiek klasifikovaných ako citlivé na menovú politiku než katégoria služieb. Položky, ktoré sú vysoko alebo mierne citlivé na menovú politiku, predstavujú 33 % koša HICPX eurozóny, pričom väčší podiel tvoria NEIG (44 %) než služby (26 %).⁵ Vo všeobecnosti, citlivá katégoria (kombinácia vysoko a mierne citlivých položiek) pozostáva z kombinácie tovarov dlhodobej, strednodobej a krátkodobej spotreby, zatiaľ čo citlivé služby súvisia predovšetkým s rekreáciou a dopravou. Graf A znázorňuje maximálny vplyv menovopolitických šokov na výber jednotlivých položiek označených ako vysoko citlivé. Celkovo možno konštatovať, že miera premietnutia menovej politiky do jednotlivých položiek v tejto katégorii je značne rôznorodá. V priemere je maximálny vplyv menovej politiky na ceny vysoko citlivých položiek zobrazených v grafe A o niečo väčší v prípade služieb ako v prípade NEIG. Spomedzi položiek služieb je najviac ovplyvnená letecká osobná doprava, po ktorej nasledujú kombinovaná osobná doprava a organizované dovolenky. Spomedzi položiek NEIG je vplyv najväčší v prípade nahrávacích médií (obrazové a zvukové nosiče), po ktorých nasledujú motorové vozidlá a odevné materiály. Silnejší vplyv menovopolitických šokov na niektoré vysoko citlivé služby v porovnaní s vysoko citlivými položkami NEIG možno vysvetliť diskrečnou, voľnočasovou povahou týchto služieb.⁶

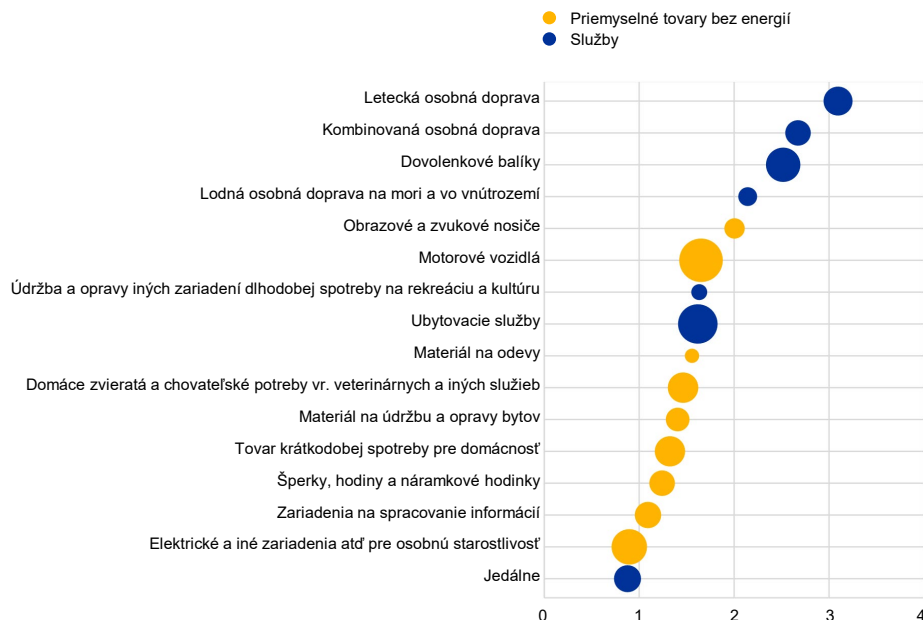
⁵ Položky klasifikované ako citlivé na šoky menovej politiky celkovo prispievajú k dynamike HICPX približne jednou tretinou a sú rovnomerne rozdelené medzi NEIG (50,1 %) a služby (49,9 %).

⁶ V literatúre je zdokumentovaná vysoká citlivosť spotrebiteľských cien energií na šoky menovej politiky. Pozri napríklad Ampudia, M., Ehrmann, M. a Strasser, G., [The effect of monetary policy on inflation heterogeneity along the income distribution](#), *BIS Working Paper*, No 1124, september 2023.

Graf A

Maximálny vplyv menovej politiky na vysoko citlivé položky

(os x: maximálna kumulatívna percentuálna zmena; veľkosť bodu: váha položky v HICPX)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Body znázorňujú maximálny vplyv na položky, ktoré najviac reagujú na šoky menovej politiky v horizonte troch rokov. Výsledky sú založené na mediáne zadnej distribúcie impulzných reakcií normalizovaných na rast jednoročných nemeckých štátnych dlhopisov o 25 bázických bodov. Veľkosť bodov súvisí s váhou konkrétnych položiek v HICPX a je založená na váhach spotreby v roku 2024.

Menová politika má na položky tovarov a služieb, ktoré sú klasifikované ako citlivé, podobný maximálny vplyv. Graf B porovnáva impulzné reakcie citlivých a necitlivých položiek na menovopolitický šok v rozsahu 25 bázických bodov.⁷

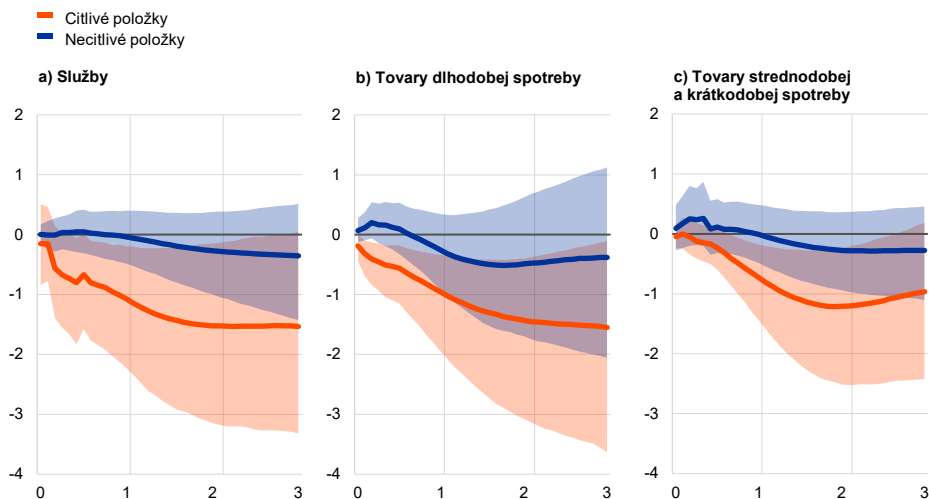
Napriek prekryvaniu intervalov spoľahlivosti pre obe skupiny sú impulzné reakcie citlivých položiek zreteľnejšie sústredené v zápornom pásme a líšia sa od nuly na základe 68 % intervalov spoľahlivosti. Šok zo sprísnenia menovej politiky o 25 bázických bodov znižuje zhruba po 20 mesiacoch kumulatívnu zmenu cien citlivých služieb a citlivých tovarov dlhodobej spotreby približne o 1,5 percentuálneho bodu. Okrem toho tovary dlhodobej spotreby vykazujú silnejšiu reakciu ako položky tovarov strednodobej a krátkodobej spotreby, čo je v súlade s predchádzajúcimi dôkazmi.

⁷ Tovary sa ďalej delia na tovary dlhodobej spotreby a ostatné tovary, a to na základe niekoľkých štúdií, ktoré dokumentujú, že výdavky na tovary dlhodobej spotreby zvyknú byť cyklickejšie a citlivejšie na zmeny menovej politiky než výdavky na tovary krátkodobej spotreby alebo služby. Pozri napríklad Dedola, L. a Lippi, F., *The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries*, *European Economic Review*, Vol. 49(6), 2005, s. 1543 – 1569.

Graf B

Reakcia citlivých a necitlivých agregátov NEIG a služieb na menovopolitické šoky

(os x: roky; os y: kumulatívna percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Čiary znázorňujú mediánovú zadnú distribúciu impulzných reakcií, zatiaľ čo vytieňované oblasti označujú 68 % interval spoľahlivosti. Impulzné reakcie sa normalizujú na zvýšenie jednoročných nemeckých štátnych dlhopisov o 25 bázických bodov.

Miera inflácie položiek klasifikovaných ako citlivé na menovú politiku sa od vrcholu jadrovej inflácie znížila viac ako miera inflácie necitlivých položiek.

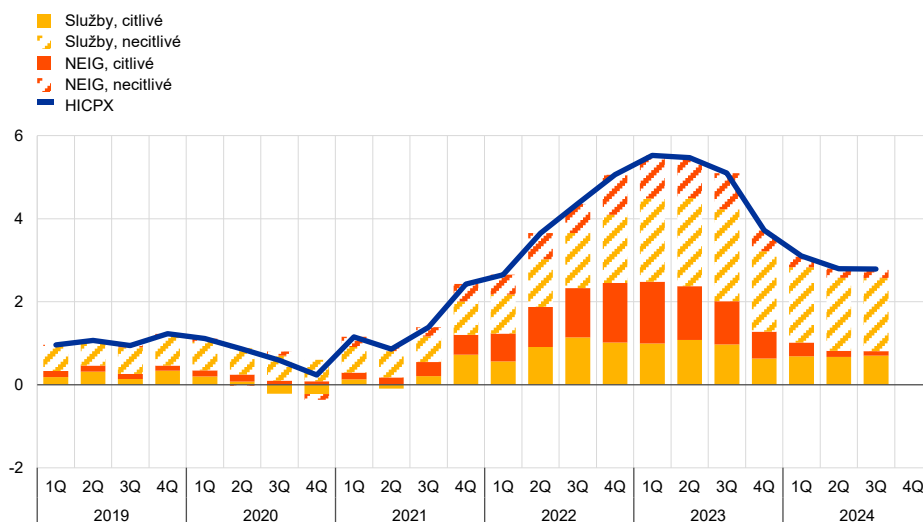
Inflácia HICPX dosiahla vrchol na úrovni 5,7 % v marci 2023, pričom k celkovej hodnote významne prispeli citlivé aj necitlivé položky (citlivé položky predstavovali približne 2,6 percentuálneho bodu – graf C). Odvtedy sa vplyv reštriktívnej menovej politiky spolu so slabnúcimi mimoriadnymi šokmi postupne premietol do cien, najmä v prípade citlivých položiek. Najnovšie údaje ukazujú výrazný pokles príspevku citlivých položiek, ktorých podiel na 2,7 % inflácii HICPX v októbri 2024 bol len 0,8 percentuálneho bodu. Hlavnou hnacou silou jadrovej inflácie tak zostali necitlivé položky, najmä služby necitlivé na šoky ako nájomné, služby súvisiace so zdravotnou starostlivosťou a niektoré poisťovné položky.⁸ V čase najvyššej inflácie necitlivé služby prispeli k 5,7 % inflácii HICPX v rozsahu 2,1 percentuálneho bodu, kým najnovšie údaje ukazujú príspevok 1,7 percentuálneho bodu, čo predstavuje takmer dve tretiny aktuálnej inflácie HICPX.

⁸ Z 28 položiek klasifikovaných ako položky s oneskorenou reakciou sa 20 položiek prekrýva s našou klasifikáciou položiek necitlivých na menovú politiku. Pozri [The heterogeneous developments of the components of euro area core inflation](#), *Economic Bulletin*, No. 4, Banca d'Italia, október 2023. Príkladmi takýchto položiek sú nájomné, zdravotné a stomatologické služby a poistenie súvisiace so zdravím a dopravou.

Graf C

Inflácia HICPX v priebehu času – rozloženie na položky citlivé a necitlivé na menovopolitické šoky

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z tretieho štvrťroka 2024.

Hoci podrobná analýza potvrdzuje úlohu nepružnej inflácie služieb ako hlavnej hnacej sily agregovanej inflácie v poslednom čase, poukazuje aj na rôznorodosť v rámci kategórie služieb. Rozdielna citlivosť je zdokumentovaná nielen v rámci dvoch podzložiek jadrovej inflácie (NEIG a služby), ale aj v rámci každej kategórie. Z podrobnej analýzy tiež vyplýva, že napriek pomerne pomalej reakcii väčšiny položiek služieb na posledný cyklus sprísňovania, menová politika úspešne tlmila rast cien v celom rade položiek služieb súvisiacich najmä so službami v oblasti rekreácie a dopravy. Tieto dôkazy spoločne poukazujú na to, ako môže podrobná identifikácia položiek s mimoriadne silnou reakciou pomôcť včas posudzovať a monitorovať rozsah prenosu do agregovanej inflácie.

6 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 24. júla do 22. októbra 2024

Yannik Schneider a Kristian Tötterman

V tomto boxe sa opisuje stav likvidity a menovopolitické operácie Eurosystemu počas piateho a šiesteho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2024. Tieto dve udržiavacie obdobia spoločne zahŕňajú obdobie od 24. júla do 22. októbra 2024 (sledované obdobie).

Nadbytočná likvidita v bankovom sektore eurozóny sa počas sledovaného obdobia ďalej znižovala. Dôvodom poklesu priemernej nadbytočnej likvidity bola splatnosť deviatej operácie v rámci tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III.9) k 25. septembru 2024 a predčasné splatenie poslednej desiatej operácie bankami k rovnakému dátumu. Poskytovanie likvidity sa znížilo z dôvodu nižšej držby v programoch nákupu aktív (asset purchase programme – APP) v dôsledku ukončenia reinvestícií v APP od začiatku júla 2023. Od začiatku júla 2024 sa začali znižovať aj držby v núdzovom pandemickom programe nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP), keď sa splátky istiny zo splatných cenných papierov reinvestujú už len čiastočne. Pokračujúci pokles absorpcie likvidity prostredníctvom čistých autonómnych faktorov čiastočne kompenzoval zníženie v poskytovaní likvidity, hoci v porovnaní s predchádzajúcimi obdobiami pomalším tempom.

ECB v súlade s revidovaným operačným rámcom oznámeným v marci 2024 znížila od 18. septembra 2024 spread medzi sadzbou jednodňových sterilizačných operácií a hlavných refinančných operácií z 50 bázických bodov na 15 bázických bodov. Sadzba jednodňových refinančných operácií bola tiež upravená tak, aby sa spread medzi jednodňovými refinančnými operáciami a hlavnými refinančnými operáciami nezmenil a zostal na úrovni 25 bázických bodov. Počas sledovaného obdobia nemali úpravy tohto spreadu významný vplyv na účasť bánk na úverových operáciách Eurosystemu ani na ich celkovú aktivitu na peňažnom trhu. Sadzby peňažného trhu neovplyvnili ani zúženie spreadu medzi jednodňovými sterilizačnými operáciami a hlavnými refinančnými operáciami na začiatku šiesteho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2024. Na nezabezpečenom trhu sa krátkodobá eurová sadzba (€STR) znížila súbežne so zmenami základných úrokových sadzieb o 25 bázických bodov. Týmto zmenám sa plynule prispôsobili aj repo sadzby.

Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového sektora, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy, sa v sledovanom období znížila o 21,9 mld. € na 1 462,1 mld. €. Odrážalo to skutočnosť, že autonómne faktory absorbujúce likviditu sa zvyšovali menej ako autonómne faktory poskytujúce likviditu (tabuľka A). Požiadavky na povinné

minimálne rezervy sa mierne zvýšili o 0,9 mld. € na 162,5 mld. €, čo malo len zanedbateľný vplyv na zmenu celkovej potreby likvidity.

Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa v sledovanom období zvýšili o 45 mld. €, a to najmä v dôsledku nárastu ostatných autonómnych faktorov.

Čisté ostatné autonómne faktory vzrástli v priemere o 36,5 mld. €. Dôvodom bolo predovšetkým zvýšenie účtov precenenia o 49,1 mld. € v dôsledku vyšších cien zlata, ktorých vplyv na likviditu bol kompenzovaný zodpovedajúco vyšším objemom držby čistých zahraničných aktív poskytujúcich likviditu. Vládne vklady vzrástli len minimálne, o 0,7 mld. € na 118,4 mld. €. Bolo to prvé prerušenie nepretržitého poklesu vládnych vkladov od ich najvyššej hodnoty 655,2 mld. € na jar 2022. Celkový pokles odrážal normalizáciu hotovostných rezerv v držbe národných pokladníc, ako aj zmeny v úročení vládnych vkladov v Eurosysteme, ktoré finančne zatráktívni umiestňovanie finančných prostriedkov na trhu. Priemerná hodnota bankoviek v obehu vzrástla v sledovanom období o 7,8 mld. € na 1 562,7 mld. €. Dopyt po bankovkách je po dosiahnutí vrcholu v júli 2022 naďalej stabilný.

Autonómne faktory poskytujúce likviditu stúpili o 67,7 mld. €, a to najmä v dôsledku nárastu čistých zahraničných aktív o 53,8 mld. €.

Nárast držby čistých zahraničných aktív vyvolalo takmer výlučne zvýšenie hodnoty zlatých rezerv v priemere o 49,9 mld. €, ktoré možno pripísať vyšším cenám zlata.¹ Čisté aktíva denominované v eurách sa počas sledovaného obdobia zvýšili o 13,9 mld. €, čo odráža zníženie nemenovopolitických vkladov a zvýšenie nemenovopolitických investícií.

¹ Hoci väčšinu zmien na účtoch precenenia počas sledovaného obdobia spôsobili zmeny v cenách zlata, účty odrážajú aj pohyby výmenných kurzov a výkyvy v cenách cenných papierov. Vysvetľuje to, prečo zmeny na účtoch precenenia kopírujú zmeny hodnoty zlatých rezerv, ale nerovnajú sa im.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosysteme

Pasíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie 24. júl – 22. október 2024						Predchádzajúce sledované obdobie 17. apríl – 23. júl 2024	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie 24. júl – 17. september 2024		Šieste udržiavacie obdobie 18. september – 22. október 2024		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory absorbujúce likviditu	2 685,6	(+45,0)	2 675,3	(+23,8)	2 702,1	(+26,9)	2 640,6	(+20,8)
Bankovky v obehu	1 562,7	(+7,8)	1 564,2	(+4,7)	1 560,2	(-4,0)	1 554,9	(+10,3)
Vládne vklady	118,4	(+0,7)	119,2	(+4,0)	117,1	(-2,0)	117,7	(-36,9)
Ostatné autonómne faktory (čisté) ¹	1 004,5	(+36,5)	991,9	(+15,1)	1 024,8	(+32,9)	968,0	(+47,5)
Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy	6,7	(+1,0)	7,1	(+0,9)	6,1	(-1,0)	5,7	(-1,3)
Povinné minimálne rezervy²	162,5	(+0,9)	162,2	(+0,3)	162,9	(+0,7)	161,6	(+0,1)
Jednodňové sterilizačné operácie	3 031,9	(-138,8)	3 058,7	(-54,5)	2 989,1	(-69,6)	3 170,8	(-250,6)
Dolaďovacie operácie absorbujúce likviditu	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Zdroj: ECB.

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

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

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

Aktíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie 24. júl – 22. október 2024						Predchádzajúce sledované obdobie 17. apríl – 23. júl 2024	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie 24. júl – 17. september 2024		Šieste udržiavacie obdobie 18. september – 22. október 2024		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory poskytujúce likviditu	1 386,2	(+67,7)	1 373,0	(+44,6)	1 407,5	(+34,6)	1 318,6	(+68,3)
Čisté zahraničné aktíva	1 099,2	(+53,8)	1 083,7	(+20,0)	1 123,9	(+40,1)	1 045,4	(+65,8)
Čisté aktíva v eurách	287,1	(+13,9)	289,2	(+24,6)	283,6	(-5,6)	273,2	(+2,5)
Nástroje menovej politiky	4 500,8	(-159,7)	4 530,5	(-74,4)	4 453,0	(-77,5)	4 660,5	(-299,0)
Operácie na voľnom trhu	4 500,8	(-159,7)	4 530,5	(-74,4)	4 453,0	(-77,5)	4 660,5	(-299,0)
Úverové operácie	76,4	(-57,7)	88,5	(-22,1)	56,9	(-31,6)	134,0	(-199,9)
- Hlavné refinančné operácie	4,9	(+1,0)	3,0	(-2,7)	7,8	(+4,7)	3,9	(-0,0)
- Trojmesačné LTRO	9,6	(+2,0)	9,1	(+2,1)	10,5	(+1,5)	7,7	(+1,3)
- TLTRO III	61,9	(-60,6)	76,4	(-21,5)	38,6	(-37,8)	122,5	(-201,2)
Portfóliá priamych nákupov¹	4 424,4	(-102,1)	4 442,0	(-52,2)	4 396,1	(-45,9)	4 526,5	(-99,0)
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 predchádzajúcemu sledovanému alebo udržiavaciemu obdobiu. LTRO znamená dlhodobější refinančné operácie a TLTRO III znamená tretiu sériu cielených dlhodobějších refinančných operácií.

1) Po ukončení čistých nákupov aktív sa individuálne členenie portfólií priamych nákupov už neuvádza.

Ostatné informácie o likvidite

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie 24. júl – 22. október 2024						Predchádzajúce sledované obdobie 17. apríl – 23. júl 2024	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie 24. júl – 17. september 2024		Šieste udržiavacie obdobie 18. september – 22. október 2024		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Celková spotreba likvidity ¹	1 462,1	(-21,9)	1 464,8	(-20,7)	1 457,9	(-6,9)	1 484,0	(-47,1)
Čisté autonómne faktory ²	1 299,6	(-22,8)	1 302,6	(-21,0)	1 294,9	(-7,7)	1 322,5	(-47,2)
Nadbytočná likvidita ³	3 038,6	(-137,9)	3 065,8	(-53,6)	2 995,2	(-70,6)	3 176,5	(-251,8)

Zdroj: ECB.

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

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

2) Vypočítava sa ako rozdiel medzi autonómymi faktormi likvidity na strane pasív a autonómymi 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 24. júl – 22. október 2024				Predchádzajúce sledované obdobie 17. apríl – 23. júl 2024			
	Piate udržiavacie obdobie 24. júl – 17. september 2024		Šieste udržiavacie obdobie 18. september – 22. október 2024		Tretie udržiavacie obdobie 17. apríl – 11. jún 2024		Štvrté udržiavacie obdobie 12. jún – 23. júl 2024	
Hlavné refinančné operácie	4,25	(+0,00)	3,65	(-0,60)	4,50	(+0,00)	4,25	(-0,25)
Jednodňové refinančné operácie	4,50	(+0,00)	3,90	(-0,60)	4,75	(+0,00)	4,50	(-0,25)
Jednodňové sterilizačné operácie	3,75	(+0,00)	3,50	(-0,25)	4,00	(+0,00)	3,75	(-0,25)
€STR	3,663	(+0,001)	3,414	(-0,249)	3,907	(-0,00)	3,662	(-0,245)
RepoFunds Rate Euro	3,728	(+0,014)	3,493	(-0,235)	3,953	(+0,007)	3,714	(-0,239)

Zdroj: ECB, CME Group a Bloomberg.

Poznámka: Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu v percentuálnych bodoch oproti predchádzajúcemu sledovanému alebo udržiavaciemu obdobiu. €STR je krátkodobá eurová sadzba.

Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky v sledovanom období klesol o 159,7 mld. € na 4 500,8 mld. € (graf A).

Tento pokles v ponuke likvidity bol spôsobený predovšetkým znížením objemu portfólií priamych nákupov Eurosystemu a v menšej miere tiež splátkami úverových operácií Eurosystemu.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období znížil o 57,7 mld. € na 76,4 mld. €.

Toto zníženie do značnej miery odráža pokles nesplatených prostriedkov TLTRO III v dôsledku splatnosti deviatej operácie TLTRO III (42,2 mld. €) spolu s predčasným splatením ostatných prostriedkov v rámci TLTRO III (5,1 mld. €) k 25. septembru. Priemerná nesplatená suma trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií (LTRO) sa zvýšila o 2,0 mld. €, zatiaľ čo stav hlavných refinančných operácií v súvahe Eurosystemu vzrástol o 1,0 mld. €. Relatívne obmedzená účasť bánk na týchto

pravidelných operáciách, ako aj ich schopnosť splácať značné prostriedky TLTRO bez významného prechodu na štandardné refinančné operácie poukazujú na ich celkovo zdravú likviditnú pozíciu a dostupnosť alternatívnych zdrojov financovania za atraktívne sadzby. O splácaní TLTRO vo všeobecnosti aj o vplyve postupného ukončovania týchto operácií na podmienky poskytovania bankových úverov sa podrobne diskutuje v boxe 7 v tomto čísle Ekonomického bulletinu.

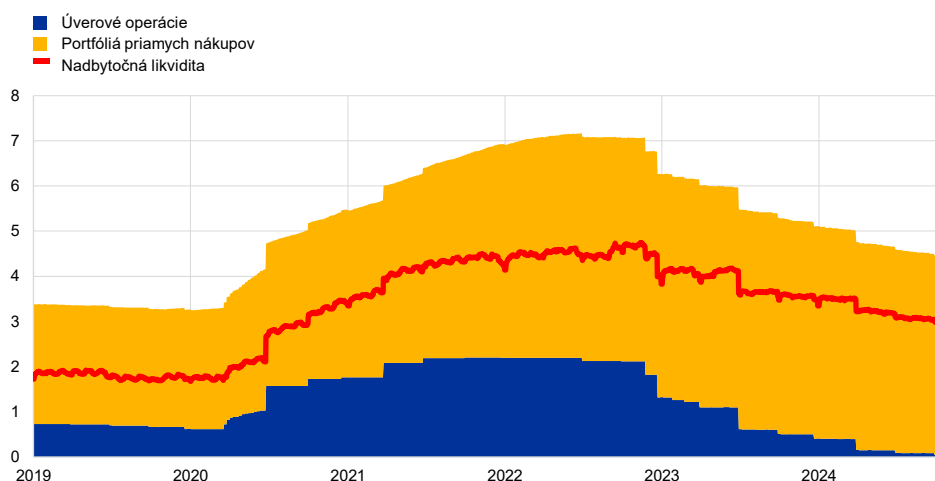
Priemerný objem likvidity poskytovanej prostredníctvom držby priamych portfólií sa v sledovanom období znížil o 102,1 mld. € na 4 424,4 mld. €.

Dôvodom bolo ukončenie reinvestícií v rámci programu APP od 1. júla 2023 a v menšej miere aj len čiastočné reinvestície v rámci PEPP od 1. júla 2024.^{2,3}

Graf A

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

(v biliónoch EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 22. októbra 2024.

Nadbytočná likvidita

Priemerná nadbytočná likvidita sa počas sledovaného obdobia znížila

o 137,9 mld. € na 3 038,6 mld. € (graf A). Nadbytočná likvidita je súčtom rezerv, ktoré banky držia nad rámec svojich povinných minimálnych rezerv, a rozdiel objemu ich jednodňových sterilizačných a jednodňových refinančných operácií. Odráža rozdiel medzi celkovou likviditou poskytnutou bankovému sektoru a likviditou, ktorú banky potrebujú na krytie povinných minimálnych rezerv. Po dosiahnutí najvyššej hodnoty 4 748 mld. € v novembri 2022 nadbytočná

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

³ V júni 2024 Rada guvernérov potvrdila, že v druhej polovici roka 2024 ECB reinvestuje istinu zo splatných cenných papierov v rámci PEPP len čiastočne. Rada guvernérov zamýšľa úplne ukončiť reinvestície v rámci programu PEPP ku konca roka 2024.

likvidita stabilne klesala a ku koncu sledovaného obdobia sa dostala mierne pod úroveň 3 000 mld. €.

Vývoj úrokových sadziieb

Počas sledovaného obdobia Rada guvernérov dvakrát znížila všetky tri základné úrokové sadzby ECB (vrátane sadzby jednodňových sterilizačných operácií, prostredníctvom ktorej sa riadi nastavenie menovej politiky) o 25 bázických bodov, teda celkovo o 50 bázických bodov. Sadzba jednodňových sterilizačných operácií zostala na konci sledovaného obdobia na úrovni 3,25 %, sadzba hlavných refinančných operácií na úrovni 3,40 % a sadzba jednodňových refinančných operácií na úrovni 3,65 %.

Spolu s dvomi zníženiami úrokových sadziieb, ktoré nadväzovali na zúženie spreadu medzi sadzbou jednodňových sterilizačných operácií a sadzbou hlavných refinančných operácií, sa táto sadzba aj sadzba jednodňových refinančných operácií do konca sledovaného obdobia znížila o 85 bázických bodov. Zúženie spreadu medzi sadzbou jednodňových sterilizačných operácií a sadzbou hlavných refinančných operácií nemalo významný vplyv na využívanie refinančných operácií bankami ani na ich celkovú aktivitu na peňažnom trhu.

Priemerná hodnota €STR odrážala zníženie základných úrokových sadziieb, pričom si udržiavala v podstate stabilný spread s jednodňovými sterilizačnými operáciami. V priemere sa €STR počas celého sledovaného obdobia obchodovala 8,3 bázického bodu pod sadzbou jednodňových sterilizačných operácií v porovnaní s priemerom 9,0 bázického bodu v treťom a štvrtom udržiavacom období roku 2024. Zmeny úrokových sadziieb sa úplne a okamžite preniesli do sadziieb na nezabezpečenom peňažnom trhu.

Priemerná repo sadzba eurozóny meraná indexom RepoFunds Rate Euro index sa naďalej obchodovala bližšie k sadzbe jednodňových sterilizačných operácií. V priemere sa repo sadzba počas sledovaného obdobia obchodovala 1,2 bázického bodu pod sadzbou jednodňových sterilizačných operácií v porovnaní s priemerom 4,2 bázického bodu v treťom a štvrtom udržiavacom období roku 2024. Odráža to pokračujúcu zmenu faktorov, ktoré vyvíjali tlak na znižovanie repo sadziieb. To následne viedlo k nárastu repo sadziieb v dôsledku faktorov, ako je vyššia čistá emisia od začiatku roka, uvoľnenie mobilizovaného kolaterálu zabezpečujúceho splatné/splatené TLTRO a zvýšená dostupnosť cenných papierov verejného sektora v dôsledku poklesu nesplatenej držby v programoch APP a PEPP. Medzi faktory vyvíjajúce tlak na rast repo sadziieb patril aj väčší dopyt investorov využívajúcich pákový efekt po financovaní dlhých pozícií v dlhopisoch. Zmeny základných úrokových sadziieb sa plynule premietli do sadziieb zabezpečeného peňažného trhu.

Postupné ukončenie TLTRO III a podmienky poskytovania bankových úverov

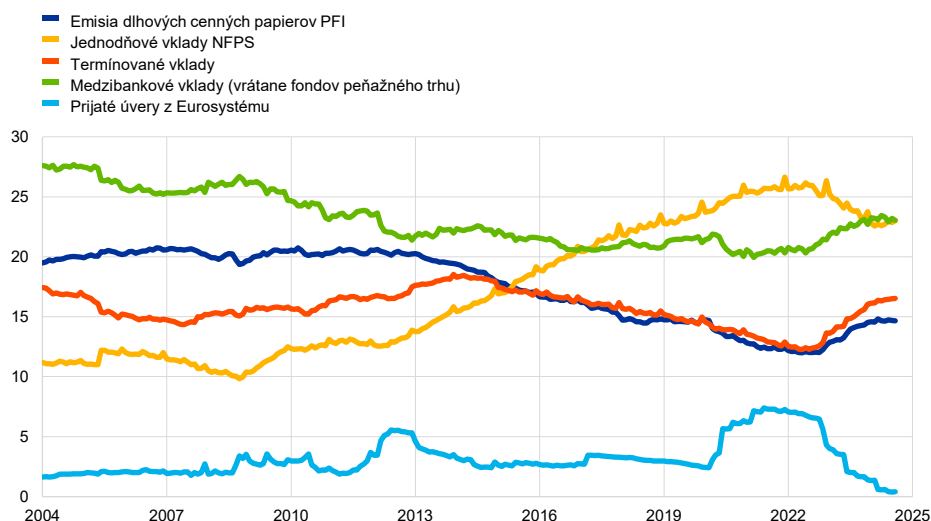
Francesca Barbiero, Alessandro Ferrari a Franziska Maruhn

Od konca roka 2022 do konca roka 2024 v kontexte rastúcich úrokových sadzieb banky v eurozóne splatili finančné prostriedky z tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) vo výške viac ako 2 bil. €, čím sa objem úverov od Eurosystemu znížil na historicky najnižšiu úroveň. S dokončením splácania TLTRO III a v prostredí vyšších úrokových sadzieb, ktoré vyplynuli z nedávneho cyklu zvyšovania úrokových sadzieb, sa zmenila štruktúra pasív bánk. Keďže banky v relatívnom vyjadrení zvýšili svoju závislosť od emisie cenných papierov a financovania vkladmi, štruktúra pasív sa priblížila k štruktúre, ktorá prevládala pred zavedením TLTRO v roku 2014 (graf A). Refinančné operácie Eurosystemu v súčasnosti zároveň predstavujú menší podiel na financovaní bánk než kedykoľvek predtým.¹ Je to dôsledkom obmedzeného využívania krátkodobějších štandardných refinančných operácií, ktorých náklady sú v súčasnosti výrazne vyššie ako náklady na alternatívne zdroje financovania, ako aj stále vysokými rezervami centrálnych bánk, ktoré podporujú likviditu bánk.

Graf A

Štruktúra pasív bánk v priebehu času

(percentuálny podiel na hlavných záväzkoch)



Zdroj: ECB (štatistika bilančných položiek – BSI) a výpočty ECB.

Poznámka: Zloženie bankových pasív okrem kapitálu a rezerv, zahraničných záväzkov a vkladov od ostatných rezidentov eurozóny. PFI sú peňažné finančné inštitúcie a NFPS je nefinančný súkromný sektor. Posledné údaje sú z augusta 2024.

Mimoriadne tempo rastu úrokových sadzieb spolu s očakávaniami trhu týkajúcimi sa budúceho znižovania úrokových sadzieb spôsobili, že krátkodobější refinančné operácie centrálnych bánk boli menej atraktívne než alternatívne zdroje financovania, akými sú vklady a dlhodobější dlhopisy.

¹ Štandardné refinančné operácie zahŕňajú hlavné refinančné operácie (HRO) a trojmesačné dlhodobější refinančné operácie (trojmesačné LTRO), pričom obe sa realizujú so sadzbou HRO.

Ďalšie využitie v súčasnosti dostupného financovania centrálnymi bankami mohlo byť limitované aj pre jeho výrazne kratšie splatnosti v porovnaní s TLTRO III či v dôsledku regulačných požiadaviek, ako je ukazovateľ krytia likvidity (LCR) a ukazovateľ čistého stabilného financovania (NSFR).² Stále dostatočné rezervy centrálnych bánk navyše naznačujú, že komerčné banky majú zatiaľ len obmedzenú potrebu využívať financovanie z centrálnej banky. S pokračujúcim útlmom portfólia aktív ECB, ktorý ďalej znižuje nadbytočnú likviditu, sa však dopyt po financovaní z centrálnej banky môže opäť zvýšiť. Keďže podmienky poskytovania úverov sa zdajú byť citlivé na to, ako sa do bankového systému dodávajú rezervy, vplyv likvidity centrálnej banky na bankové sprostredkovanie bude v rozhodujúcej miere závisieť aj od budúcich nástrojov poskytujúcich likviditu.³

Rekalibrácia TLTRO III v októbri 2022 priniesla najrýchlejší a najväčší pokles úverov Eurosystému, aký bol kedy zaznamenaný (graf B), a posilnila prenos menovopolitických sadzieb do podmienok poskytovania bankových úverov.

Operácie TLTRO od svojho vzniku v roku 2014 podporujú transmisiu uvoľňovania menovej politiky tým, že stimulujú poskytovanie úverov prostredníctvom ich cieľovej povahy a znižujú náklady bánk na financovanie. Tretia séria, ktorá sa začala v roku 2019, bola kľúčovým nástrojom akomodácie menovej politiky počas pandémie.⁴ Vzhľadom na neočakávaný a mimoriadny rast inflácie, ktorý sa začal v roku 2021, sa ECB na konci roka 2021 vydala na cestu normalizácie menovej politiky: upravila nákupy aktív a od polovice roka 2022 zvýšila sadzby menovej politiky, čo viedlo k sprísneniu podmienok financovania ekonomiky eurozóny. V tejto súvislosti sa Rada guvernérov v októbri 2022 rozhodla rekalibrovať TLTRO III s cieľom posilniť prenos vyšších menovopolitických sadzieb do podmienok poskytovania bankových úverov. Konkrétne sa od 23. novembra 2022 zvýšila úroková sadzba zostávajúcich súm TLTRO III.⁵ Vyššie úrokové sadzby TLTRO zvýšili oportunitné náklady financovania TLTRO. Zároveň sa zachovala značná nadbytočná likvidita a s blížiacou sa splatnosťou operácií sa zmenšil prínos TLTRO pri plnení požiadaviek na likviditu a stabilné financovanie. Preto banky v novembri 2022 pri prvej príležitosti na dobrovoľné predčasné splatenie po rekalibrácii splatili 296 mld. € z nesplatennej sumy 2 113 mld. €. Nasledovali ďalšie veľké dobrovoľné splátky v decembri 2022 a počas nasledujúcich šiestich mesiacov. Rekalibrácia tak prispela

² V porovnaní s refinančnými operáciami s dlhšou splatnosťou sa prijímanie úverov prostredníctvom štandardných refinančných operácií (týždenných HRO a trojmesačných LTRO) v kontexte ukazovateľa NSFR nepovažuje za stabilné financovanie. Pokiaľ ide o ukazovateľ krytia likvidity, vypožičiavanie si prostredníctvom štandardných refinančných operácií môže zvýšiť vysokokvalitné likvidné aktíva bánk (HQLA), ak banky používajú kolaterál, ktorý nie je HQLA. V prípade týždenných HRO by však mechanizmus spätnej transakcie ukazovateľa krytia likvidity mohol – v závislosti od zloženia HQLA – znížiť tento pozitívny účinok.

³ Altavilla, C., Rostagno, M. a Schumacher, J., Anchoring QT: Liquidity, credit and monetary policy implementation, *CEPR Discussion Paper*, No 18581, Centre for Economic Policy Research, november 2023.

⁴ TLTRO III boli zavedené v roku 2019 a upravené v roku 2020 s cieľom podporiť transmisiu menovej politiky počas pandémie COVID-19. Podrobnejšie informácie o úprave TLTRO III a jej vplyve na podmienky poskytovania bankových úverov počas pandémie sa nachádzajú v článku s názvom [TLTRO III and bank lending conditions](#), *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2021.

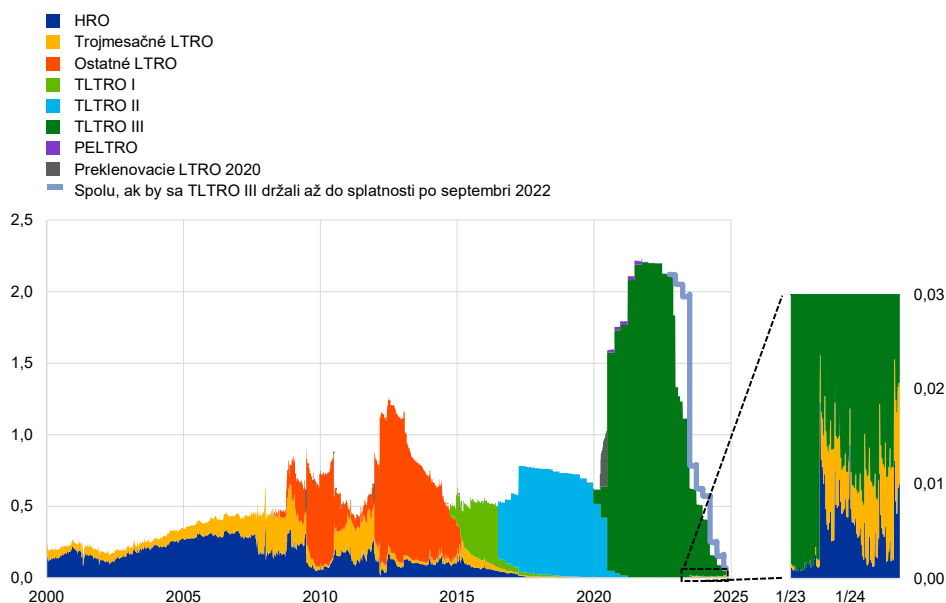
⁵ Úprava TLTRO III spočívala v zmene vzorca na stanovenie ceny všetkých nesplatených operácií. Podrobnejšie informácie sa nachádzajú v [rozhodnutí Rady guvernérov z 27. októbra 2022](#) a v súvisiacej [tlačovej správe](#). Rekalibráciou sa konečná očakávaná priemerná sadzba TLTRO počas trvania každej operácie zvýšila ku koncu roka 2022 približne o 40 bázických bodov, čo bolo spôsobené zvýšením sadzby TLTRO platnej po 23. novembri 2022 približne o 2 percentuálne body. Medzi bankami bola veľká heterogénnosť, pričom rozdiely vyplývali z toho, na ktorých operáciách sa jednotlivé banky zúčastnili, a z príslušných úrokových sadzieb na základe výkonnosti úverovania v minulosti.

k významnému predčasnému zníženiu TLTRO a rozložila splátky v priebehu času v porovnaní s tým, keby banky držali všetky prostriedky TLTRO do splatnosti (prerušovaná čiara v grafe B).

Graf B

Využitie refinančných operácií Eurosystemu

(v biliónoch EUR)



Zdroj: ECB (databáza trhových operácií) a výpočty ECB.

Poznámka: HRO sú hlavné refinančné operácie, LTRO sú dlhodobejšie refinančné operácie, TLTRO sú ciele dlhodobejšie refinančné operácie a PELTRO sú núdzové pandemické dlhodobejšie refinančné operácie. Svetlomodrá čiara znázorňuje hypotetický celkový objem prijatých úverov od Eurosystemu za predpokladu, že by banky mali k 30. septembru 2022 (pred rekalibráciou v októbri 2022) v držbe do splatnosti všetky nesplatené prostriedky TLTRO III, a za predpokladu, že by úvery prijaté z iných refinančných operácií zostali rovnaké ako realizované. Posledné údaje sú z 31. októbra 2024.

Banky upravili svoje súvahy tak, aby pokryli predčasné splátky TLTRO, pričom niektoré banky sa viac spoliehali na svoju vlastnú existujúcu nadbytočnú likviditu, zatiaľ čo iné získali dodatočné finančné prostriedky na dlhopisových trhoch a prostredníctvom vkladov (graf C). Po rekalibrácii v októbri 2022 bolo možné rozdeliť banky, ktoré si požičali v rámci TLTRO III, do dvoch skupín: na banky, ktoré splatili všetky svoje pôžičky v rámci TLTRO III predčasne, a na banky, ktoré splatili aspoň časť svojich pôžičiek až v čase splatnosti do júna 2023 (keď bola splatná najväčšia operácia TLTRO III). Tieto dve skupiny sa líšili najmä mierou závislosti od financovania TLTRO III a veľkosťou nadbytočnej likvidity pred rekalibráciou. Banky, ktoré v plnej miere využili možnosť predčasného splatenia, mali pred októbrom 2022 v priemere takmer dvojnásobok nadbytočnej likvidity v porovnaní so svojimi nesplatenými úvermi TLTRO III, zatiaľ čo banky, ktoré splatili časť svojich pôžičiek až k dátumu splatnosti, mali v priemere objem nadbytočnej likvidity podobný hodnote nesplatených úverov TLTRO III. Prvá skupina bánk tak znížila svoju nadbytočnú likviditu približne o 75 % svojich splátok TLTRO, pričom sa v prvom rade spoliehali na existujúcu nadbytočnú likviditu a zároveň zaznamenali odlev vkladov (graf C, panel a). Druhá skupina bánk naopak nahromadila značný objem dodatočných finančných prostriedkov na splatenie TLTRO v čase splatnosti – najmä prostredníctvom cenných papierov, následne cez prílev vkladov a prijímanie

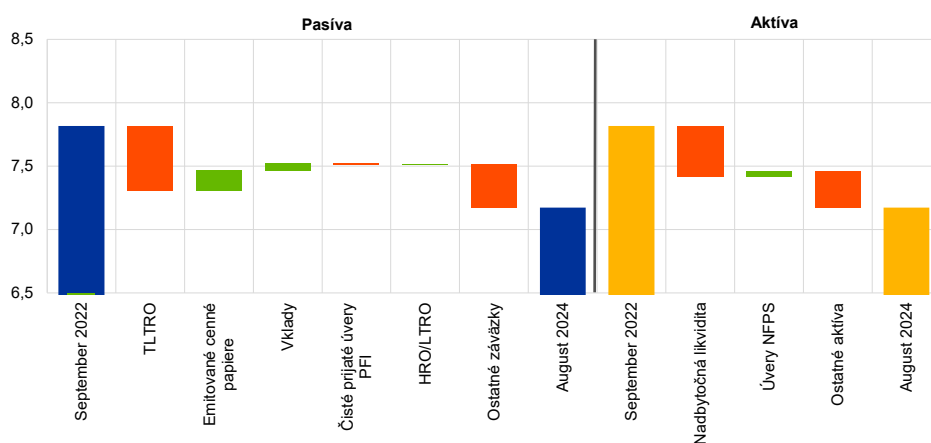
úverov na medzibankovom trhu – a nadbytočnú likviditu znížili približne len o 50 % svojich splátok TLTRO (graf C, panel b). Banky v druhej skupine tiež zvýšili svoje sadzby vkladov viac ako ostatné banky, čím sa im podarilo zachovať a do určitej miery dokonca zvýšiť celkový objem vkladov na kompenzáciu pokračujúceho poklesu likvidity z centrálnej banky.

Graf C

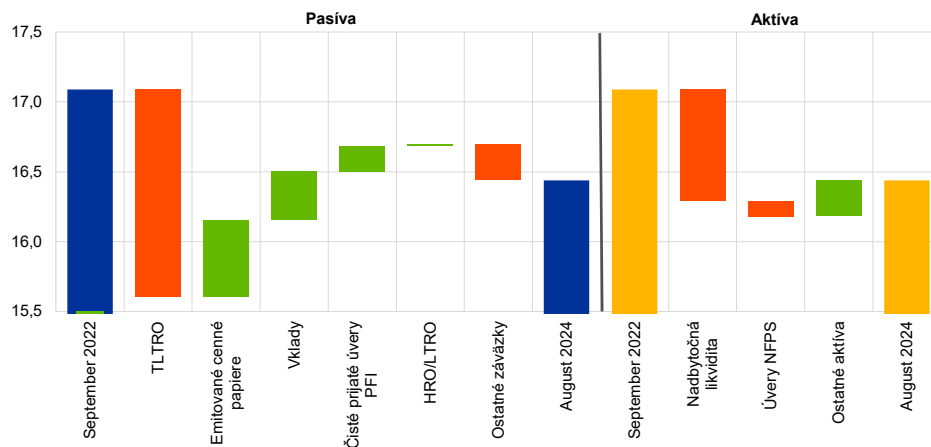
Zmeny v súvahách bánk od rekalibrácie TLTRO III

(v biliónoch EUR)

a) Banky len s predčasným splatením (do júna 2023)



b) Banky s predčasným aj riadnym splatením (do júna 2023)



Zdroj: ECB (štatistika individuálnych bilančných položiek – iBSI a databáza trhových operácií) a výpočty ECB.

Poznámka: Panely znázorňujú pohyby aktív a pasív bánk na základe údajov na úrovni bánk. Červené stĺpce znázorňujú poklesy a zelené stĺpce zvýšenie pasív/aktív v období od septembra 2022 do augusta 2024. Modré stĺpce vyjadrujú celkové pasíva a žlté celkové aktíva na začiatku/konci obdobia. Čisté prijaté úvery PFI sú vklady od PFI minus úvery pre PFI. Celkové aktíva a pasíva sú upravené tak, aby odzrkadľovali vzájomné započítanie výpožičiek PFI. Panel a) zobrazuje banky, ktoré splatili všetky splátky TLTRO III od októbra 2022 do júna 2023 formou dobrovoľného predčasného splatenia. Panel b) zobrazuje banky, v prípade ktorých splátky TLTRO III v období od októbra 2022 do júna 2023 zahŕňali dobrovoľné predčasné splatenie aj splatenie k dátumu splatnosti.

Zníženie likvidity bánk a zvýšenie sadziieb TLTRO spôsobilo, že sa banky uchýlili k drahším zdrojom financovania, čo viedlo k sprísneniu úverových podmienok.

Splácanie TLTRO pomocou existujúcej nadbytočnej likvidity znížilo pozície dostupnej likvidity, zatiaľ čo presun k iným záväzkom zvýšil náklady na financovanie. To podľa všetkého viedlo k sprísneniu podmienok poskytovania úverov podnikom a domácnostiam. Z výsledkov prieskumu vyplýva, že banky po rekalibrácii zaznamenali prvý negatívny vplyv TLTRO III na ich celkové podmienky financovania,

čo naznačuje, že menej priaznivé podmienky TLTRO III v skutočnosti viedli k sprísneniu podmienok financovania bánk.⁶ Banky okrem toho vykázali negatívny vplyv postupného ukončovania TLTRO III na svoje likviditné pozície. Prejavilo sa to aj v ďalšom sprísnovaní úverových štandardov bánk vo všetkých kategóriách úverov a v ďalšom mierne negatívnom vplyve na objem bankových úverov vzhľadom na celkové zníženie ponuky úverov v dôsledku cyklu zvyšovania úrokových sadzieb.⁷ V súlade s tým banky, ktoré mali k dispozícii menej existujúcej nadbytočnej likvidity na splácanie TLTRO III, zaznamenali od rekalibrácie TLTRO aj malé zníženie objemu nesplatených úverov (graf C, panel b). Analýzy zohľadňujúce dopyt po úveroch a ďalšie mäťúce premenné potvrdzujú negatívny vplyv rekalibrácie TLTRO na poskytovanie úverov.⁸ Na záver možno konštatovať, že rekalibrácia ešte viac podporila zhoršenie nákladov bánk na financovanie a následne aj podmienok financovania. Okrem toho odstránila prekážky dobrovoľného predčasného splácania nesplatených prostriedkov TLTRO III, čím urýchlila znižovanie súvahy Eurosystemu a prispela k celkovému sprísneniu menovej politiky.

⁶ [The euro area bank lending survey – First quarter of 2023](#) a [The euro area bank lending survey – Third quarter of 2023](#).

⁷ Lane, P. R., [The effectiveness and transmission of monetary policy in the euro area](#), príspevok do panelovej diskusie na tému Reassessing the effectiveness and transmission of monetary policy (Prehodnotenie účinnosti a transmisia menovej politiky) na ekonomickom sympóziu Federálnej rezervnej banky v Kansas City, 24. august 2024.

⁸ Burlon, L., Ferrari, A., Kho, S. a Tushteva, N., Why gradual and predictable? Bank lending during the sharpest quantitative tightening ever, *Working Paper Series*, ECB, 2024, pripravovaný.

© Európska centrálna banka 2025

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

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

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

Uzavierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 11. decembra 2024.

PDF ISSN 2363-3549, QB-BP-24-008-EN-N