



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 4/2024



Obsah

Hospodársky, finančný a menový vývoj	2
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	7
2 Hospodárska aktivita	13
3 Ceny a náklady	21
4 Vývoj na finančných trhoch	27
5 Podmienky financovania a úvery	33
6 Fiškálny vývoj	40
Boxy	43
1 Oživenie po pandémie – prečo eurozóna rastie pomalšie ako Spojené štáty?	43
2 Poznatky z konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch – čo sa môžeme naučiť z vnímania rizík a zo sentimentu firiem?	50
3 Vyššie ziskové marže pomohli firmám hromadiť pracovnú silu	54
4 Faktory rastu zamestnanosti v eurozóne po pandémie – modelová perspektíva	59
5 Zotaví sa automobilový sektor eurozóny?	64
6 Ukazovatele zisku na analýzu inflácie zohľadňujúce úlohu celkových nákladov	70
7 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 31. januára do 16. apríla 2024	75
8 Kreditné riziko a podmienky poskytovania bankových úverov	81

Hospodársky, finančný a menový vývoj

Prehľad

Rada guvernérov sa na svojom zasadnutí 6. júna 2024 rozhodla znížiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 základných bodov. Na základe aktualizovaného hodnotenia inflačného výhľadu, dynamiky základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky bolo primerané po deviatich mesiacoch konštantných sadzieb zmierniť stupeň reštrikcie menovej politiky. Od zasadania Rady guvernérov v septembri 2023 inflácia klesla o viac než 2,5 percentuálneho bodu a inflačný výhľad sa podstatne zlepšil. Zmiernila sa i základná inflácia, čo ďalej potvrdilo známky oslabovania cenových tlakov, a inflačné očakávania pri všetkých horizontoch klesli. Menová politika udržiava reštriktívne podmienky financovania. Tlmením dopytu a zachovávaním pevného ukotvenia inflačných očakávaní tak výrazne prispieva k znižovaniu inflácie.

Napriek pokroku dosiahnutému v posledných štvrťrokoch sú však domáce cenové tlaky vzhľadom na zvýšený mzdový rast naďalej výrazné a inflácia pravdepodobne zostane nad cieľovou úrovňou aj počas značnej časti budúceho roka. Najnovšie projekcie odborníkov Eurosystemu týkajúce sa celkovej i jadrovej inflácie na roky 2024 a 2025 boli v porovnaní s marcovými projekciami upravené nahor. Celková inflácia by mala podľa nich dosiahnuť v priemere 2,5 % v roku 2024, 2,2 % v roku 2025 a 1,9 % v roku 2026. Priemerná inflácia bez potravín a energií by mala predstavovať 2,8 % v roku 2024, 2,2 % v roku 2025 a 2,0 % v roku 2026. Očakáva sa, že hospodársky rast sa zrýchli na 0,9 % v roku 2024, 1,4 % v roku 2025 a 1,6 % v roku 2026.

Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť včasný návrat inflácie na cieľovú úroveň 2 % v strednodobom horizonte. Menovopolitické sadzby bude udržiavať na dostatočne reštriktívnej úrovni dovtedy, kým to bude nevyhnutné na dosiahnutie tohto cieľa. Pri určovaní primeranej úrovne a dĺžky trvania reštrikcie sa Rada guvernérov bude naďalej riadiť aktuálnymi údajmi a rozhodnutia bude prijímať priebežne, zo zasadania na zasadanie. Jej rozhodnutia o úrokových sadzbách budú vychádzať predovšetkým z 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 zároveň potvrdila, že počas druhej polovice roka bude znižovať objem cenných papierov Eurosystemu nadobudnutých v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP) priemerným tempom 7,5 mld. € za mesiac. Postup redukcie portfólia PEPP bude zhruba v súlade s postupom uplatňovaným v prípade programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP).

Hospodárska aktivita

Po piatich štvrtrokoch stagnácie hospodárska produkcia eurozóny v prvom štvrtroku 2024 vzrástla o 0,3 %. Sektor služieb expanduje a výrobný sektor vykazuje známky stabilizácie na nízkych úrovniach.

Zamestnanosť sa v prvom štvrtroku tohto roka zvýšila o 0,3 % a vzniklo približne 500 000 nových pracovných miest, pričom výsledky prieskumov poukazujú na ich pokračujúci rast v krátkodobom horizonte. Miera nezamestnanosti v apríli mierne klesla na 6,4 %, čo je najnižšia úroveň od zavedenia eura. Podniky naďalej inzerujú značný počet voľných pracovných miest, hoci o niečo nižší než doteraz.

Hospodárstvo eurozóny sa začiatkom roka 2024 zotavilo výraznejšie, než sa očakávalo v projekciách odborníkov ECB z marca 2024, k čomu prispelo saldo čistého obchodu a rast výdavkov domácností. Aktuálne informácie naznačujú pokračovanie rastu v krátkodobom horizonte, a to rýchlejším tempom, než sa predpokladalo doteraz. Reálny disponibilný príjem by sa mal v prostredí výrazného rastu miezd, postupného zvyšovania dôvery a zlepšovania obchodných podmienok naďalej zvyšovať, čo v priebehu roka 2024 povedie k oživeniu vyvolanému spotrebou. Rastový stimul čistého obchodu na začiatku roka čiastočne odráža volatilitu po dočasnom poklese na konci roka 2023. Očakáva sa však ďalšia expanzia zahraničného dopytu, ktorá podporí rast vývozu z eurozóny.

V strednodobom horizonte sa očakáva postupné odznievanie negatívneho vplyvu predchádzajúceho sprísňovania menovej politiky, pričom hospodársku aktivitu by malo podporovať predpokladané uvoľňovanie podmienok financovania v súlade s trhovými očakávaniami budúceho vývoja úrokových sadzieb. Hospodársky rast má ťažiť aj zo stabilného trhu práce, pričom miera nezamestnanosti má v neskoršej časti sledovaného obdobia klesnúť na historicky nízku úroveň. Vzhľadom na ústup niektorých cyklických faktorov, ktoré v poslednom období spomaľovali rast produktivity, sa v priebehu sledovaného obdobia očakáva jej zvýšenie. Celkovo sa očakáva, že priemerný ročný rast reálneho HDP v roku 2024 dosiahne 0,9 % a následne stúpne na 1,4 % v roku 2025 a 1,6 % v roku 2026. V porovnaní s projekciami z marca 2024 bol výhľad rastu HDP na rok 2024 upravený nahor, a to v dôsledku prekvapivo pozitívneho začiatku roka a priaznivejších aktuálnych údajov. Výhľad rastu HDP bol na rok 2025 upravený mierne nadol a na rok 2026 zostáva nezmenený.

Národné rozpočtové a štrukturálne politiky by sa mali zameriavať na zvyšovanie produktivity a konkurencieschopnosti ekonomiky, čo by pomohlo zvýšiť potenciálny rast a znížiť cenové tlaky v strednodobom horizonte. Účinná, urýchlená a úplná implementácia programu Next Generation EU, pokrok smerom k vytvoreniu únie kapitálových trhov a dobudovaniu bankovej únie, ako aj posilnenie jednotného trhu by pomohli podporiť inovácie a zvýšiť investície do ekologickej a digitálnej transformácie. Dôkladná a bezodkladná implementácia reformovaného rámca správy ekonomických záležitostí EÚ pomôže vládam trvalo znížiť rozpočtový deficit a dlh.

Inflácia

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa ročná inflácia v máji zvýšila z aprílových 2,4 % na 2,6 %. Inflácia cien potravín klesla na 2,6 %. Inflácia cien energií po roku záporných ročných mier vzrástla na 0,3 %. Inflácia cien tovarov v máji ďalej klesla na 0,8 %. Inflácia cien služieb naopak výrazne vzrástla z aprílových 3,7 % na 4,1 %.

Väčšina ukazovateľov základnej inflácie v apríli – v poslednom mesiaci, za ktorý boli údaje k dispozícii – ďalej klesala a potvrdzovala tak scenár postupne slabnúcich cenových tlakov. Domáca inflácia však zostáva vysoká. Tempo rastu miezd zostáva zvýšené, kompenzujúc predchádzajúci prudký rast inflácie. Vzhľadom na postupný priebeh procesu mzdových úprav a dôležitú úlohu jednorazových platieb budú náklady práce v krátkodobom horizonte pravdepodobne kolísať, ako ukázal aj nárast dojednaných miezd v prvom štvrťroku. Z výhľadových ukazovateľov zároveň vyplýva zmiernenie mzdového rastu počas roka. Vďaka čiastočnej absorpcii výrazného rastu jednotkových nákladov práce prostredníctvom ziskov dochádza k redukcii jeho inflačných účinkov. Ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní sú naďalej viacmenej stabilné a zväčša sa pohybujú v okolí 2 %.

Celková inflácia by sa mala v priebehu roka 2025 ďalej zmiernovať až do blízkosti cieľovej úrovne. Je to odrazom ústupu nákladových tlakov, i zo strany pracovnej sily, a oneskoreného vplyvu predchádzajúceho sprísňovania menovej politiky, ktoré sa postupne premieta do spotrebiteľských cien. Celková inflácia meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP) by mala počas zvyšku roka 2024 vykazovať určitú volatilitu v dôsledku základných efektov a vyšších cien energetických komodít. V strednodobom horizonte by sa inflácia cien energií mala ustáliť na nízkej kladnej úrovni vzhľadom na očakávania trhu týkajúce sa budúceho vývoja cien ropy a zemného plynu a plánované rozpočtové opatrenia súvisiace s klimatickými zmenami. V posledných štvrťrokoch dochádza k výraznému poklesu inflácie cien potravín vďaka uvoľňovaniu tlakov v dodávateľskom reťazci v dôsledku nižších cien energií a potravinových komodít. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, inflácia cien potravín by sa mala pohybovať okolo súčasnej úrovne a od konca roka 2025 by mala ďalej klesať. Inflácia HICP bez energií a potravín (HICPX) by mala zostať nad úrovňou celkovej inflácie po väčšinu sledovaného obdobia. Očakáva sa však pokračovanie jej dezinflačného trendu, hoci len pomalým tempom a najmä v rokoch 2025 a 2026. Základným predpokladom júnových projekcií je očakávané postupné zmiernenie rastu nominálnych miezd z pôvodne stále zvýšených úrovní v dôsledku zmenšovania vplyvu rastových tlakov inflačnej kompenzácie na napätom trhu práce. Očakávané oživenie rastu produktivity by malo prispieť k zmierneniu tlakov vyplývajúcich z nákladov práce. Rast ziskov by sa mal navyše spomaľovať a čiastočne tlmieť prenos nákladov práce do cien, najmä v roku 2024. Ročná priemerná celková inflácia HICP má klesnúť z 5,4 % v roku 2023 na 2,5 % v roku 2024, 2,2 % v roku 2025 a 1,9 % v roku 2026. V porovnaní s projekciami z marca 2024 bola projekcia inflácie HICP na roky 2024 a 2025 upravená o 0,2 percentuálneho bodu nahor. Dôvodom sú najmä vyššie ceny energetických komodít a o niečo vyššie než očakávané nové údaje o inflácii HICPX. Okrem toho sa očakáva, že tlaky prameniace z nákladov práce budú o niečo vyššie v dôsledku

rýchlejšieho rastu miezd v spojení s o niečo opatrnejším výhľadom rastu produktivity. Výhľad celkovej inflácie i inflácie HICPX na rok 2026 zostáva nezmenený.

Hodnotenie rizík

Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu sú v krátkodobom horizonte vyrovnané, no v strednodobom horizonte zostávajú na strane pomalšieho rastu. Hospodársky rast eurozóny by mohla spomaliť slabšia svetová ekonomika alebo eskalácia obchodného napätia medzi hlavnými ekonomikami. Neoprávnená vojna Ruska proti Ukrajine a tragický konflikt na Blízkom východe sú hlavnými zdrojmi geopolitických rizík, ktoré môžu oslabiť dôveru podnikov a domácností v budúcnosť a narušiť svetový obchod. Rast by tiež mohol byť pomalší, ak sa účinky menovej politiky ukážu byť silnejšie, než sa očakáva. Hospodársky rast by mohol byť rýchlejší, ak by v porovnaní s očakávaniami inflácia klesala rýchlejšie, rast dôvery a reálnych príjmov viedol k vyššiemu nárastu spotreby, alebo svetová ekonomika rástla výraznejšie.

Inflácia by mohla prognózované hodnoty prekročiť v prípade vyššieho 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 nárast cien potravín. Inflácia však môže byť aj nižšia, ak tlmiaci účinok menovej politiky na dopyt prekročí očakávanie alebo ak dôjde k nepredvídanému zhoršeniu hospodárskeho prostredia vo zvyšku sveta.

Finančné a menové podmienky

Trhové úrokové miery sa od zasadania Rady guvernérov 11. apríla 2024 zvýšili. Náklady na financovanie sa vzhľadom na transmisiu nášho doterajšieho zvyšovania menovopolitických sadzieb do finančného systému stabilizovali na reštriktívnej úrovni. Priemerná úroková sadzba nových podnikových úverov zostala v apríli nezmenená na úrovni 5,2 %; na nezmenenej úrovni 3,8 % zostala v apríli i priemerná úroková sadzba nových hypotekárnych úverov.

Úverová dynamika je naďalej slabá. Ročná miera rastu bankových úverov poskytovaných podnikom dosiahla v apríli 0,3 %, čo je mierny pokles oproti predchádzajúcemu mesiacu. Úvery domácnostiam naďalej rastú ročným tempom 0,2 %. Ročný rast peňažnej zásoby meranej menovým agregátom M3 sa v apríli zrýchlil na 1,3 %, v porovnaní s 0,9 % v marci.

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. Zlepšujúci sa hospodársky výhľad prispieva k finančnej stabilite, no horizont zatiaľ zvyšuje geopolitické riziká. Nečakané sprísňovanie globálnych finančných podmienok by mohlo viesť k preceňovaniu finančných a nefinančných

aktív s negatívnym účinkom na širšiu ekonomiku. Makroprudenciálna politika zostáva prvou obrannou líniou proti vzniku slabín vo finančnom sektore. Opatrenia, ktoré sa v súčasnosti uplatňujú, resp. ktoré čoskoro nadobudnú účinnosť, pomáhajú zachovávať odolnosť finančného systému.

Rozhodnutia o menovej politike

Úroková sadzba hlavných refinančných operácií a úrokové sadzby jednodňových refinančných a jednodňových sterilizačných operácií sa s účinnosťou od 12. júna 2024 znížili na 4,25 %, 4,50 % a 3,75 %.

Objem portfólia programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP) sa postupným a predvídateľným tempom znižuje, keďže Eurosystem už istinu zo splatených cenných papierov nereinvestuje v plnej výške.

Rada guvernérov bude naďalej reinvestovať istinu zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu PEPP v plnej výške do konca júna 2024. Počas druhej polovice roka bude stav portfólia PEPP znižovať priemerným tempom 7,5 mld. € za mesiac. Na konci roka 2024 Rada guvernérov mieni reinvestície v rámci programu PEPP ukončiť.

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

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

Záver

Rada guvernérov sa na svojom zasadnutí 6. júna 2024 rozhodla znížiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov. Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť včasný návrat inflácie na cieľovú úroveň 2 % v strednodobom horizonte. Menovopolitické sadzby bude udržiavať na dostatočne reštriktívnej úrovni dovtedy, kým to bude nevyhnutné na dosiahnutie tohto cieľa. Pri určovaní primeranej úrovne a dĺžky trvania reštrikcie sa Rada guvernérov bude naďalej riadiť aktuálnymi údajmi a rozhodnutia bude prijímať priebežne, zo zasadania na zasadanie. Predovšetkým rozhodnutia o úrokových sadzbách budú vychádzať predovšetkým z jej hodnotenia inflačného výhľadu na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, dynamiky vývoja základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky. Rada guvernérov sa vopred nezaväzuje k žiadnej konkrétnej trajektórii sadzieb.

Rada guvernérov je v každom prípade pripravená všetky svoje nástroje v medziach jej mandátu upraviť, aby zabezpečila návrat inflácie na jej cieľovú úroveň v strednodobom horizonte a naďalej plynulú transmisiu menovej politiky.

Globálna hospodárska aktivita vykazuje známky posilňovania, aj keď prekážky rastu pretrvávajú. Aktuálne údaje o globálnej aktivite (bez eurozóny) potvrdzujú veľmi postupné zlepšovanie od začiatku roka, pričom reálne údaje čoraz viac zodpovedajú pozitívnym signálom z predbežných údajov. Z makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2024 vyplýva, že výhľad globálneho rastu zostáva v podstate rovnaký ako v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2024, s predpokladaným miernym poklesom globálneho rastu v tomto roku. Očakáva sa, že globálny obchod sa v tomto roku oživí a potom bude rásť v súlade s globálnou aktivitou. V sledovanom období však zostane pod svojou historickou trendovou úrovňou a v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2024 sa v podstate nezmení. Globálna inflácia by mala počas sledovaného obdobia postupne klesať.

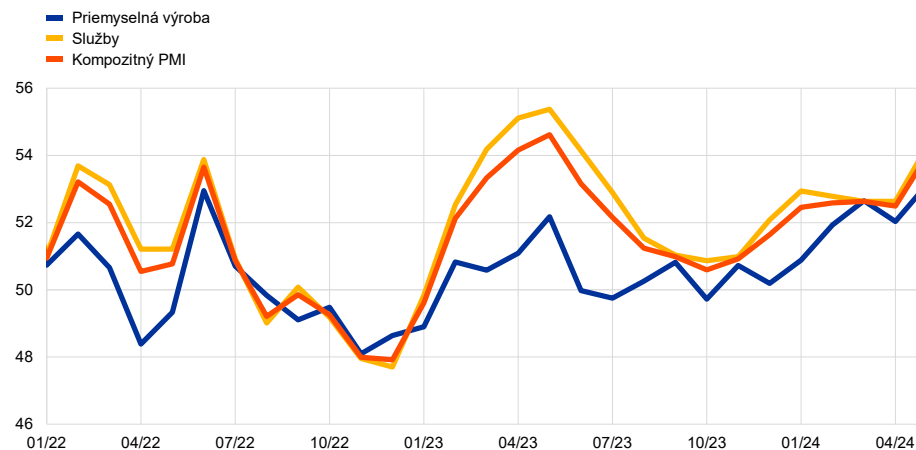
Aktuálne údaje potvrdzujú rastúcu dynamiku globálnej aktivity, pričom signály z prieskumov a reálne údaje sú v čoraz väčšom súlade. Globálny (bez eurozóny) kompozitný index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) sa v máji 2024 zvýšil, keďže sa zlepšila produkcia v sektore priemyselnej výroby aj služieb (graf 1).¹ Je to v súlade s údajmi zo systému sledovania (tracker) globálnej aktivity ECB, ktoré poukazujú na silnejšiu dynamiku podporenú priaznivými predbežnými aj reálnymi údajmi. Z trackera vyplýva, že od začiatku roka dochádza k postupnému zlepšovaniu globálnej aktivity, pričom najnovšie reálne údaje čoraz viac odrážajú pozitívne signály z predbežných údajov. Globálny rast však naďalej brzdia prekážky vrátane znížených zásob nadbytočných úspor vo vyspelých ekonomikách a tlmeného domáceho dopytu v Číne v kontexte problémového sektora nehnuteľností na bývanie. Trhy práce v kľúčových vyspelých ekonomikách sa okrem toho postupne ochladzujú a rast nominálnych miezd sa spomaľuje, čo menej podporuje rast disponibilných príjmov. Globálne spotrebiteľské výdavky, ktoré podporovali oživenie hospodárskej aktivity v období po pandémie COVID-19, sú preto naďalej tlmené. Rast globálneho reálneho HDP sa podľa odhadov v prvom štvrtroku 2024 mierne spomalil na 0,8 % z 0,9 % v poslednom štvrtroku 2023.

¹ Keďže táto časť sa zameriava na vývoj externého prostredia eurozóny, všetky odkazy na svetové a/alebo globálne agregované ekonomické ukazovatele sú bez eurozóny.

Graf 1

Globálny index PMI pre výrobu

(difúzný index)



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

Predpokladaný výhľad globálneho hospodárskeho rastu zostáva v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2024 celkovo nezmenený.

Mierny pokles rastu v tomto roku je odrazom vplyvu uvedených prekážok, pokračujúcej reštriktívnej menovej politiky a zvýšenej neistoty v dôsledku geopolitického napätia. Globálny rast reálneho HDP by mal tento rok podľa projekcií dosiahnuť 3,3 % v porovnaní s 3,5 % v roku 2023. Predpokladá sa, že globálny rast reálneho HDP zostane v roku 2025 na úrovni 3,3 % a v roku 2026 bude na úrovni 3,2 %, čo je mierne pod priemernou mierou globálneho rastu za posledné desaťročie.

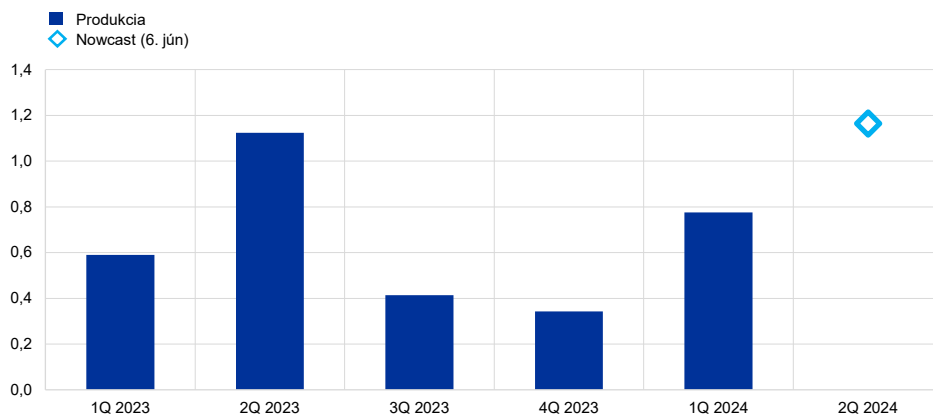
S normalizáciou štruktúry dopytu po pandémie sa očakáva postupné oživenie svetového obchodu.

V prvom štvrtroku 2024 sa rast svetového obchodu zrýchlil, keďže zmeny v štruktúre obchodu spôsobené pandemiou začali slabnúť. Silný dopyt po službách zaznamenaný na globálnej úrovni počas minulého roka sa teraz mení na zvýšený dopyt po tovaroch. V budúcnosti sa očakáva ďalšie zvýšenie rastu globálneho dovozu, čo je v súlade so signálmi z nástroja modelového odhadu (nowcast) ECB, ktorý zahŕňa reálne aj predbežné údaje o svetovom obchode (graf 2). Najmä globálny index PMI pre nové vývozné objednávky naznačuje, že dynamika rastu sa bude postupne zrýchľovať. Údaje zo sektorových prieskumov navyše poukazujú na dynamickejšie oživenie v odvetviach náročných na obchod, ako sú cestovný ruch a technologické zariadenia. Rušivý vplyv incidentov v regióne Červeného mora na globálny obchod zostáva obmedzený a v súlade s projekciami z marca 2024, hoci ich potenciálna eskalácia naďalej predstavuje riziko pre svetový obchod v najbližšom období.

Graf 2

Svetový dovoz

(štvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: Národné údaje (prostredníctvom Haver Analytics) a výpočty ECB.

Poznámka: Agregované svetové údaje nezahŕňajú eurozónu. Nowcast využíva dynamický faktorový model, ktorý zahŕňa 30 mesačných premenných pokrývajúcich priemyselnú výrobu, maloobchodné tržby, obchod, trh práce, prieskumy a bývanie. Posledné údaje zahrnuté v prognóze sú z mája 2024.

V ďalšom období sa predpokladá, že globálny obchod bude v sledovanom období pokračovať v postupnom oživovaní a bude rásť viac v súlade s globálnou aktivitou. Celkovo sa očakáva, že rast globálneho dovozu sa v tomto roku zvýši na 2,6 % z 1,0 % v roku 2023 a v období 2025 až 2026 sa postupne zvýši na 3,3 % ročne, čo je zhruba v súlade s predchádzajúcim kolom projekcií. Oživenie dovozu v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách a vo významných vyspelých ekonomikách, najmä v Spojených štátoch, by malo v tomto roku prispieť k oživeniu obchodu. Očakáva sa však, že úroveň globálneho obchodu zostane pod trendovou úrovňou z rokov 2012 až 2019, a to v dôsledku tlmeného rastu reálneho HDP a prebiehajúcich štrukturálnych zmien v obchodných vzťahoch spôsobených rastúcim geopolitickým napätím. Oživenie zahraničného dopytu po produkcii eurozóny by malo byť v tomto roku menej dynamické a malo by dosiahnuť úroveň 2,1 %. Do značnej miery to odráža slabší dovoz niektorých kľúčových obchodných partnerov eurozóny, ako sú Spojené kráľovstvo a krajiny strednej a východnej Európy, v druhej polovici roka 2023 a v prvom štvrtroku 2024. Predpokladá sa, že zahraničný dopyt po produkcii eurozóny sa počas sledovaného obdobia zvýši o 3,4 % v roku 2025 a o 3,3 % v roku 2026, čo bude viac v súlade s dynamikou rastu globálneho dovozu.

Inflácia v členských štátoch Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj by mala v sledovanom období postupne klesať. Celková inflácia indexu spotrebiteľských cien (consumer price index – CPI) v členských krajinách Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) dosiahla v apríli 2024 úroveň 3,4 %, čo je mierne pod hodnotami od začiatku tohto roka.² Jadrová inflácia (bez cien potravín a energií) v apríli klesla na 3,8 % zo 4,0 % v marci. Spomaľujúce

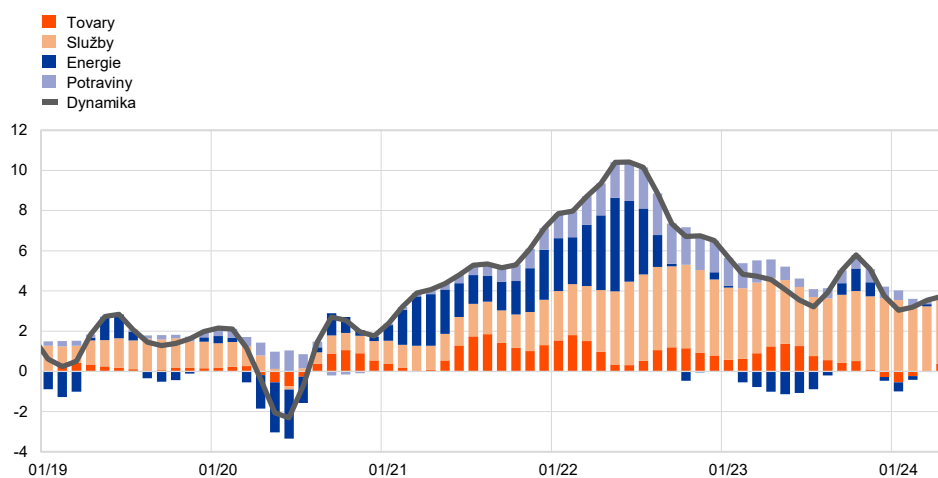
² Turecko nie je zahrnuté do agregovaných údajov OECD o celkovej a jadrovej inflácii, keďže jeho úroveň inflácie zostala na vysokých dvojciferných hodnotách. Celková, resp. jadrová inflácia CPI v členských krajinách OECD vrátane Turecka by inak v marci 2024 dosahovala 5,8 % (5,7 % vo februári), resp. 6,4 % (6,4 % vo februári).

tempo dezinflácie v krajinách OECD je zrejme spôsobené najmä pretrvávajúcou infláciou cien služieb v prostredí, kde sa napäté trhy práce vo významných ekonomikách prispôsobujú len veľmi postupne. Vyššia dynamika celkovej inflácie spotrebiteľských cien meraná medzištvrtročnou anualizovanou percentuálnou zmenou naznačuje, že inflácia v krajinách OECD by sa mohla v krátkodobom horizonte zvýšiť (graf 3). Potvrdzujú to aj najnovšie signály z údajov z prieskumov. PMI pre ceny výrobných vstupov naznačujú, že inflácia cien tovarov by sa mohla v najbližšom období odraziť od súčasnej veľmi nízkej úrovne, zatiaľ čo PMI pre ceny vstupov v službách naznačujú, že inflácia cien služieb, ktorá tvorí takmer dve tretiny ukazovateľa jadrovej inflácie CPI, by sa mohla ďalej postupne spomaľovať smerom k historickému priemeru. Pokiaľ ide o vonkajšie cenové tlaky, očakáva sa, že rast vývozných cien konkurentov eurozóny v národných menách a v ročnom vyjadrení sa tento rok vráti do kladného pásma a po zvyšok sledovaného obdobia zostane blízko odhadovaného dlhodobého priemeru. Tento výhľad bol v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2024 upravený mierne nadol v dôsledku horšieho než pôvodne očakávaného vývoja inflácie vývozných cien, ktorý prevážil vplyv vyšších cien komodít v súčasnom kole projekcií.

Graf 3

Dynamika celkovej inflácie spotrebiteľských cien v OECD

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



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

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

Pokiaľ ide o ceny komodít, ceny plynu a potravín v Európe sa od posledného zasadania Rady guvernérov zvýšili, kým ceny ropy klesli. Aj keď európske ceny plynu vzrástli, v porovnaní s úrovňami zaznamenanými po ruskej invázii na Ukrajinu zostávajú nízke. Vyššie ceny plynu odrážajú narušenia dodávok súvisiace s vývozom skvapalneného zemného plynu zo Spojených štátov a z Kataru, s rozsiahlou údržbou plynovodov v Nórsku a s ruskými útokmi na ukrajinské zásobníky plynu. Ceny ropy klesli, keďže napätie na Blízkom východe malo na ne naďalej len krátkodobý vplyv, pričom globálna ponuka ropy zostala v podstate neovplyvnená. Nižší než očakávaný globálny dopyt po rope okrem toho kompenzoval účinky zníženej ponuky ropy a ponukových rizík na ceny.

Medzinárodná agentúra pre energiu predpovedá mierny deficit globálnych dodávok ropy v rokoch 2024 a 2025, no rezervy potrebné na absorbovanie ďalších šokov sa zdajú byť väčšie ako pred ruskou inváziou na Ukrajinu. Riziká pre ceny ropy sú naďalej naklonené smerom nahor, najmä ak by došlo k eskalácii napätia na Blízkom východe. Ceny potravinových komodít výrazne vzrástli, odrážajúc najmä vývoj cien kakaa v prostredí závažného výpadku dodávok v západnej Afrike. Ceny kakaa v poslednom čase klesli z maximálnych hodnôt zaznamenaných koncom apríla 2024, ale zostávajú volatilné. Ceny obilia sa zvýšili v dôsledku nepriaznivého vývoja ponuky.

V Spojených štátoch pokračujúca silná hospodárska aktivita a pretrvávajúca inflácia viedli Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (Federal Open Market Committee) k odloženiu prvého zníženia úrokových sadzieb.

Rast reálneho HDP sa v prvom štvrťroku 2024 spomalil na 0,3 % z 0,5 % v poslednom štvrťroku minulého roka. Domáci dopyt však zostal silný, keďže záporný príspevok čistého obchodu odrážal veľký nárast dovozu. V prvom štvrťroku sa spomalil rast reálneho disponibilného príjmu a miera úspor ďalej klesala. Dostupné odhady založené na vysokofrekvenčných údajoch naznačujú, že rast reálneho HDP sa môže v druhom štvrťroku 2024 mierne zrýchliť, ale stále bude zaostávať za tempom rastu zaznamenaným v druhom polroku 2023. Hoci trh práce v Spojených štátoch zostal veľmi napätý, naďalej vykazuje určité známky ochladzovania. Zamestnanosť mimo poľnohospodárstva sa v apríli zvýšila, bola však výrazne pod priemerom pozorovaným v prvom štvrťroku 2024 a miera nezamestnanosti mierne stúpila. Pomer voľných pracovných miest k nezamestnanosti, ako aj rast miezd zostávajú vysoké, ale pomaly klesajú. Inflácia spotrebiteľských cien v apríli mierne klesla, pričom celková inflácia dosiahla 3,4 % a jadrová inflácia 3,6 %.³ Pokiaľ ide o ďalší vývoj, očakáva sa, že inflácia bude ďalej pomaly klesať, ale nad 2-percentnou cieľovou úrovňou Federálneho rezervného systému zostane počas dlhšieho obdobia. V tejto makroekonomickej situácii Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu vo svojej komunikácii nedávno zdôraznil, že úrokové sadzby zostanú dlhšie na vysokej úrovni.

Domáci dopyt v Číne zostáva tlmený, hoci v prvom štvrťroku 2024 bol rast vyšší, ako sa očakávalo. Štvrťročný rast reálneho HDP sa v prvom štvrťroku zvýšil na 1,6 % z 1,2 % v predchádzajúcom štvrťroku. Odráža to rast verejných investícií vyplývajúci z fiškálnych stimulov prenesených z revízie rozpočtu koncom roka 2023, zatiaľ čo súkromné zdroje domáceho dopytu, najmä spotreba, zostali slabé a v apríli 2024 sa spomalili. Naopak, vysoký rast priemyselnej výroby a investícií sa ďalej stabilne zlepšuje, k čomu prispeli stimuly v oblasti infraštruktúrnych projektov. Zdá sa, že trh s nehnuteľnosťami vykazuje určité predbežné známky stabilizácie. Zatiaľ čo celkový trh s nehnuteľnosťami na bývanie stále skôr stagnuje, predaj nehnuteľností na bývanie a investície do týchto nehnuteľností zaznamenali v poslednom čase nárast, ktorý bol sprevádzaný spomaľujúcim poklesom začatej výstavby. Pokiaľ ide o politiku, vyhlásenia vládnych orgánov v apríli 2024

³ Inflácia spotrebiteľských cien v máji 2024, zverejnená po uzávierke tohto vydania Ekonomického bulletinu, klesla viac, ako sa očakávalo. Ročná celková inflácia spotrebiteľských cien sa oproti 3,4 % zaznamenaným v apríli 2024 znížila na 3,3 % a ročná jadrová inflácia sa z aprílových 3,6 % znížila na 3,4 %.

signalizovali zvýšenie štátnej podpory pre trh s nehnuteľnosťami na bývanie prostredníctvom priameho odkupovania nedokončených obytných projektov od developerov, čo medzi účastníkmi trhu vyvolalo určitý optimizmus. Ročná miera celkovej inflácie spotrebiteľských cien sa v apríli zvýšila na 0,3 % z marcových 0,1 %, zatiaľ čo jadrová inflácia CPI v rovnakom období mierne stúpila z 0,6 % na 0,7 %. Pretrvávajúci slabý vývoj výrobných cien spolu so slabým domácim dopytom naznačujú, že inflačné tlaky v čínskej ekonomike zostávajú tlmené.

Hospodársky rast v Spojenom kráľovstve sa v prvom štvrtroku 2024 opäť oživil a trh práce vykazuje známky uvoľňovania. Po technickej recesii v druhom polroku 2023 sa reálny HDP v prvom štvrtroku 2024 medzištvrtročne zvýšil o 0,6 %, čo je výrazne nad oficiálnymi a trhovými očakávaniami. Príspevok čistého obchodu bol kladný v dôsledku výrazného zníženia dovozu, ktorý viac než vykompenzoval pokles vývozu. Hoci aktuálne údaje naznačujú solídny začiatok druhého štvrtroka, očakáva sa, že hospodárska aktivita bude po zvyšok roka rásť miernejším tempom. Súkromná spotreba navyše zostáva relatívne tlmená v súlade so stagnujúcimi reálnymi mzdami, vysokými úrokovými sadzbami a reštriktívnou menovou a fiškálnou politikou. Celková inflácia sa ďalej znížila, no tlaky na ceny služieb pretrvávajú. Celková inflácia spotrebiteľských cien sa v apríli 2024 ďalej znižovala a z marcových 3,2 % klesla na 2,3 %. Inflácia cien služieb však bola prekvapivo vysoká, keď v apríli dosiahla 5,9 %, čo je len mierne zníženie z marcových 6,0 %, a odrážala zvýšený rast miezd, ako aj pretrvávajúci nedostatok pracovnej sily. Napätie na trhu práce zostáva nad priemerom pred pandémie. Rast nominálnych miezd, ktorý je kľúčovým faktorom pretrvávajúcej inflácie cien služieb, v prvom štvrtroku tohto roka naďalej klesal, stále však zostáva na veľmi vysokej úrovni. Bank of England predpokladá, že tlaky na rast miezd sa budú v nasledujúcich mesiacoch ďalej znižovať.

2 Hospodárska aktivita

Reálny HDP eurozóny sa v prvom štvrťroku 2024 medzištvrtročne zvýšil o 0,3 %. Toto zrýchlenie rastu, ktoré nasleduje po piatich štvrťrokoch všeobecne stagnujúcej aktivity, bolo odrazom kladného príspevku čistého obchodu a domáceho dopytu a záporného príspevku zmien stavu zásob. Výsledky prieskumov poukazujú na pokračujúci rast v druhom štvrťroku. Zatiaľ čo priemyselnú výrobu stále ovplyvňuje slabý dopyt, najmä v energeticky náročných sektoroch, sektor služieb vykazuje jasnejšie známky všeobecného zlepšenia. K oživeniu na strane ponuky v prvom štvrťroku v plnej miere prispela zamestnanosť, kým produktivita stagnovala. Očakáva sa, že oživenie hospodárstva eurozóny bude v priebehu tohto roka pokračovať, k čomu prispajú rastúce reálne príjmy vyplývajúce z nižšej inflácie, rast miezd a lepšie výmenné relácie, ako aj postupné odznievanie vplyvu sprísňovania menovej politiky. Okrem toho by mal vývoz v nadchádzajúcich štvrťrokoch ďalej rásť v súlade s globálnym dopytom, hoci výzvy týkajúce sa vonkajšej konkurencieschopnosti stále predstavujú riziko poklesu.

Tento výhľad sa zhruba odráža v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2024, podľa ktorých by mal ročný rast reálneho HDP v roku 2024 dosiahnuť 0,9 %, kým v roku 2025 by sa mal zrýchliť na 1,4 % a v roku 2026 na 1,6 %.⁴

Produkcia eurozóny sa začiatkom roka 2024 zvýšila po viac ako ročnej stagnácii. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa reálny HDP v prvom štvrťroku 2024 medzištvrtročne zvýšil o 0,3 %, čo je najväčší štvrtročný nárast od tretieho štvrťroka 2022 (graf 4).⁵ Krátkodobé ukazovatele a dostupné údaje za jednotlivé krajiny poukazujú na kladný príspevok domáceho dopytu a čistého obchodu spolu so záporným príspevkom zmien stavu zásob.⁶ Zdá sa, že k zlepšeniu agregovaného dopytu prispeli najmä služby. Potvrdzujú to dostupné údaje o pridanej hodnote na úrovni krajín, ako aj mesačné údaje o výrobe.

⁴ Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, jún 2024, zverejnené 6. júna 2024 na internetovej stránke ECB.

⁵ Viac v boxe s názvom Oživenie po pandémie – prečo eurozóna rastie pomalšie ako Spojené štáty?, v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

⁶ Členenie výdavkov HDP za prvý štvrťrok 2024 bolo zverejnené 7. júna po uzávierke údajov (5. júna) zahrnutých v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

Graf 4

Reálny HDP eurozóny a jeho zložky

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje o HDP sú z prvého štvrťroka 2024 a o všetkých ostatných položkách z posledného štvrťroka 2023.

Údaje z prieskumov poukazujú na pokračujúcu expanziu podporovanú službami v druhom štvrťroku 2024.

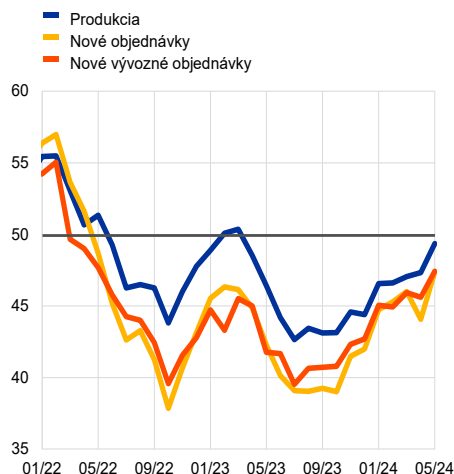
Kompozitný index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) pre výrobu v apríli a máji dosiahol priemernú hodnotu 51,9, keď stúpol zo 49,2 zaznamenaných v prvom štvrťroku 2024. Tento index, ktorý v súčasnosti naznačuje kladný rast, teda pokračuje v stúpajúcom trende, ktorý sa začal v októbri 2023. Pokiaľ ide o sektory, index PMI pre priemyselnú výrobu zostal v máji v pásme kontrakcie, pričom od leta 2023 sa neustále zvyšoval (graf 5, panel a). Index nových objednávok, ktorý by mal byť viac zameraný na budúcnosť, zaznamenal podobné, aj keď o niečo výraznejšie zlepšenie. Tieto ukazovatele celkovo naznačujú, že pokles aktivity vo výrobnom sektore dosiahol dno. Oživenie aktivity v sektore služieb bolo výraznejšie, čo naznačuje, že výsledok za druhý štvrťrok bude poznačený aj expanziou podporovanou službami (graf 5, panel b). Hodnotenie za druhý štvrťrok potvrdzujú údaje uvedené v boxe 2, z ktorých vyplýva, že od roku 2022 sa sentiment v oblasti dopytu a ponuky do značnej miery normalizoval, a to na základe konferenčných hovorov podnikov o hospodárskych výsledkoch. Rizikový sentiment zároveň mierne ustúpil, v historickom porovnaní však zostal zvýšený.

Graf 5

Ukazovatele PMI v hospodárskych sektoroch

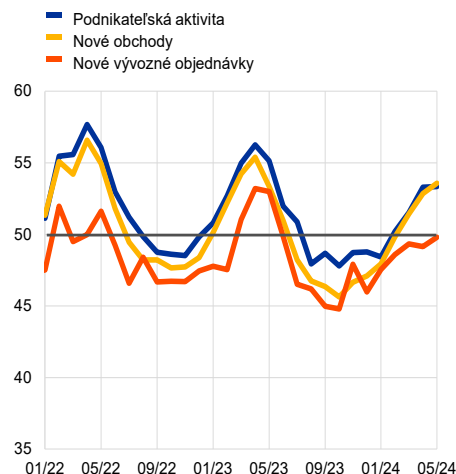
a) Priemyselná výroba

(difúzný index)



b) Služby

(difúzný index)



Zdroj: S&P Global Market Intelligence.

Poznámka: Posledné údaje sú z mája 2024.

Rast zamestnanosti bol v prvom štvrtroku 2024 v súlade s hospodárskou aktivitou.

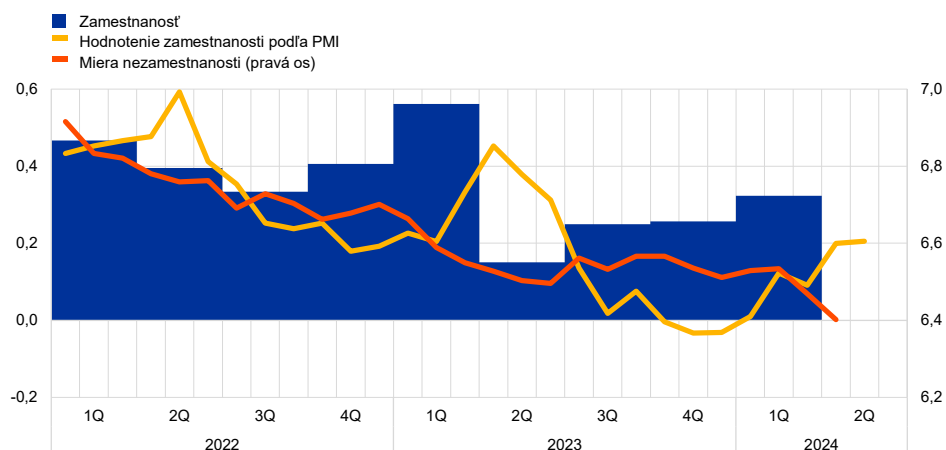
Zamestnanosť sa v prvom štvrtroku zvýšila o 0,3 % (graf 6, panel a) najmä vďaka pokračujúcemu rastu pracovnej sily. Taktiež o 0,3 % sa zvýšila aj implicitná pracovná sila odvodená z miery nezamestnanosti a počtu nezamestnaných. Produktivita na zamestnanca zostala v prvom štvrtroku vzhľadom na podobný rast HDP a zamestnanosti nezmenená. Pokiaľ ide o intenzívnu maržu, predbežné údaje naznačujú rast počtu odpracovaných hodín v prvom štvrtroku 2024. Miera nezamestnanosti sa v apríli nepatrne znížila na 6,4 % z marcových 6,5 %, čím dosiahla najnižšiu úroveň od zavedenia eura. Dopyt po pracovnej sile zostáva na vysokej úrovni, aj keď miera voľných pracovných miest v prvom štvrtroku 2024 mierne klesla na 2,8 %, čo je o 0,1 percentuálneho bodu menej ako v predchádzajúcom štvrtroku.

Graf 6

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

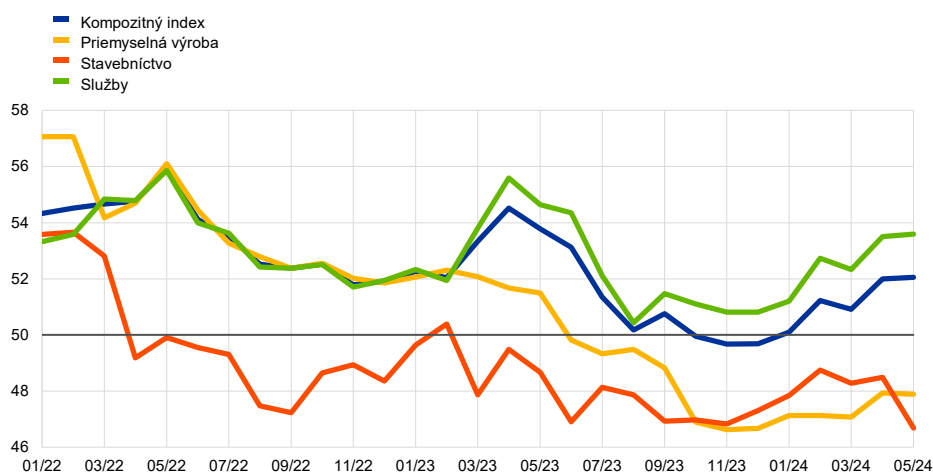
a) Zamestnanosť, hodnotenie miery zamestnanosti a nezamestnanosti podľa PMI

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



b) PMI pre zamestnanosť podľa sektorov

(difúznym index)



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

Poznámka: Dve krivky v paneli a predstavujú mesačný vývoj, kým stĺpce znázorňujú štvrtročné údaje. PMI je vyjadrený ako odchýlka od 50 a následne vydelení desiatimi, čím sa meria medzištvrtročný rast zamestnanosti. Posledné údaje o zamestnanosti sú z prvého štvrťroku 2024, o hodnotení zamestnanosti podľa PMI z mája 2024 a o miere nezamestnanosti z apríla 2024. Posledné údaje o všetkých položkách v paneli b sú z mája 2024.

Krátkodobé ukazovatele trhu práce naďalej poukazujú na pokračovanie rastu zamestnanosti v druhom štvrťroku 2024. Mesačný kompozitný ukazovateľ zamestnanosti PMI sa zvýšil z 52,0 v apríli na 52,1 v máji, čo svedčí o náraste zamestnanosti. Tento ukazovateľ výrazne klesol v porovnaní s maximom z apríla 2023, ale v posledných niekoľkých mesiacoch sa opäť mierne zvýšil, k čomu prispel sektor služieb (graf 6, panel b). Ukazovateľ PMI pre služby sa zvýšil z 53,5 v apríli na 53,6 v máji. Naopak, ukazovateľ PMI pre priemyselnú výrobu zostal v pásme kontrakcie.

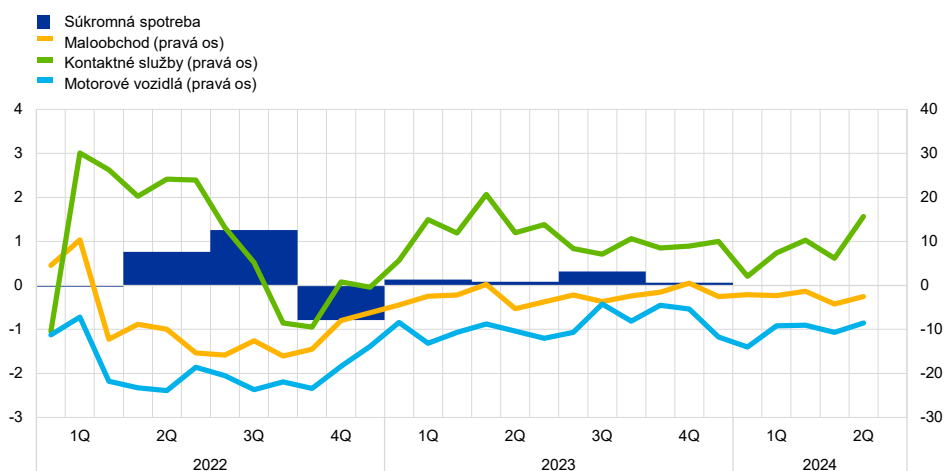
Odhaduje sa, že súkromná spotreba sa v prvom štvrťroku 2024 zvýšila a v krátkodobom horizonte by sa mala ďalej posilňovať. Agregácia údajov za

jednotlivé krajiny, ktoré boli dostupné v čase júnového zasadnutia Rady guvernérov, poukazuje na malý nárast v prvom štvrťroku, pričom spotreba tovarov pravdepodobne zostala utlmená a spotreba služieb dynamická.⁷ Tlmené výdavky na tovary sa prejavujú v naďalej slabom objeme maloobchodného obratu, ktorý bol v prvom štvrťroku 2024 len o 0,1 % nad úrovňou zaznamenanou v poslednom štvrťroku 2023. Pokiaľ ide o výdavky na služby, produkcia služieb bola v januári a februári v priemere 1,6 % nad úrovňou zaznamenanou v poslednom štvrťroku 2023. Hoci prichádzajúce údaje z prieskumov naznačujú, že výdavky na tovary môžu v najbližšom období zostať slabé, existujú určité náznaky postupného oživenia. Ukazovateľ spotrebiteľskej dôvery Európskej komisie sa v máji ďalej zvyšoval. Zároveň sa zlepšili ukazovatele Komisie týkajúce sa očakávaní podnikov v oblasti maloobchodu a predaja motorových vozidiel, ktoré však zostali pod dlhodobým priemerom. Očakávania podnikov týkajúce sa kontaktných služieb zostali v pásme rastu a v máji výrazne stúpili (graf 7). Pretrvávajúci rozdiel medzi spotrebou tovarov a služieb celkovo podporuje najnovší prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB, ktorý naznačuje stabilný očakávaný dopyt po dovolenkových rezerváciách a len postupné zlepšovanie ochoty nakupovať drahé položky.

Graf 7

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

(medzištvrťročná percentuálna zmena; čistý percentuálny zostatok)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

Poznámka: Očakávania podnikov v oblasti maloobchodu (bez motorových vozidiel), očakávaný dopyt po kontaktných službách a očakávaný predaj motorových vozidiel na nasledujúce tri mesiace predstavujú čisté percentuálne zostatky; „kontaktné služby“ sa vzťahujú na ubytovacie, cestovné a stravovacie služby. Posledné údaje o súkromnej spotrebe sú z posledného štvrťroka 2023 a o očakávaniach podnikov týkajúcich sa maloobchodu, kontaktných služieb a motorových vozidiel z mája 2024.

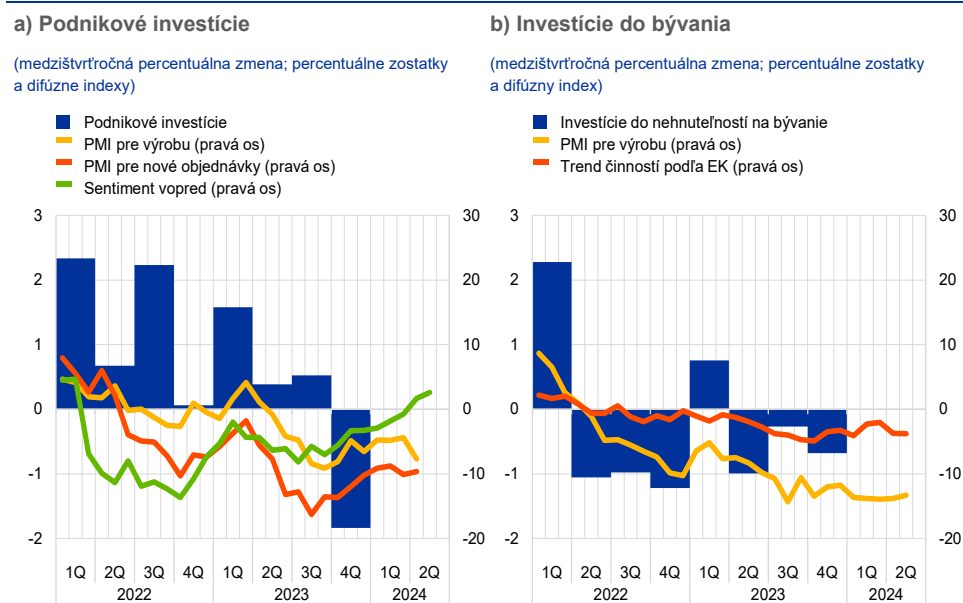
Odhaduje sa, že po prudkom poklese na konci roka 2023 sa podnikové investície na začiatku roka 2024 zvýšili, pričom oživovanie by malo pokračovať aj v budúcnosti. Podľa agregácie dostupných údajov z národných účtov sa očakáva, že nestavebné investície (bez írskoho nehmotného majetku) začali v prvom štvrťroku 2024 opäť rásť a len čiastočne kompenzoval hlboký pokles zaznamenaný na konci minulého roka. Zvýšenie v prvom štvrťroku bolo celkovo v súlade s údajmi z prieskumov, ktoré po dosiahnutí dna na začiatku posledného

⁷ Pokrytie krajín dostupnými údajmi na výpočet členenia výdavkov HDP je približne 85 %.

štvrtroka 2023 vykazovali zlepšenie. Zlepšovanie indexu PMI pre sektor investičného majetku sa však v prvom štvrtroku zastavilo. Údaje z indexu PMI poukazujú na naďalej tlmený rast podnikových investícií v najbližšom období, keďže dôvera bola v apríli a máji slabá, pričom produkcia opäť klesla a nové objednávky sú stále hlboko v zápornom pásme (graf 8, panel a). Prieskumy Európskej komisie tiež naznačujú ďalšie zvýšenie počtu výrobcov v sektore investičného majetku, ktorí považujú nízky dopyt za faktor obmedzujúci výrobu v tomto sektore. Z polročného prieskumu investícií, ktorý na prelome marca a apríla uskutočnilo Generálne riaditeľstvo Európskej komisie pre hospodárske a finančné záležitosti, vyplýva v roku 2024 spomalenie ročnej miery podnikových investícií, ktorá klesla na úroveň zodpovedajúcu stabilizácii v ročnom vyjadrení, pričom investičné zámery sú zvyčajne pozitívnejšie v tých krajinách, ktoré najviac profitujú z novo vyplácaných prostriedkov z programu Next Generation EU.⁸ Predbežné údaje z konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch poukazujú na zlepšenie sentimentu v oblasti zisku a investícií v druhom polroku 2024, čo naznačuje budúce oživenie investícií. Podobne aj ukazovateľ dôvery investorov v eurozóne Sentix na šesť mesiacov dopredu sa v apríli prvýkrát od februára 2022 posunul do pásma rastu a v máji sa ďalej posilnil, čo tiež naznačuje väčšiu chuť investovať v druhej polovici roka.

Graf 8

Dynamika reálnych investícií a údaje z prieskumov



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

Poznámka: Čiary označujú mesačný vývoj, stĺpce zobrazujú štvrtročné údaje. Indexy PMI sú vyjadrené ako odchýlka od 50. V paneli a sa podnikové investície merajú nestavebnými investíciami bez írskeho nehmotného majetku. Krivky indexov PMI vyjadrujú odpovede sektora investičného majetku. „Sentiment vopred“ sa vzťahuje na podindex ukazovateľa sentimentu eurozóny Sentix Investor na šesť mesiacov dopredu (prepočítaný koeficientom tri). Posledné údaje o podnikových investíciách sú z posledného štvrtroka 2023, o indexe Sentix z mája 2024 a o všetkých ostatných položkách z apríla 2024. V paneli b sa krivka ukazovateľa trendu aktivity Európskej komisie vzťahuje na vážený priemer hodnotenia trendu aktivity v stavebníctve a špecializovanom stavebníctve 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 posledného štvrtroka 2023 a o PMI pre produkciu a trende aktivity Európskej komisie z mája 2024.

⁸ European Economic Forecast – Spring 2024, Institutional Paper, No 286, Európska komisia, máj 2024, s. 31 – 32.

Investície do nehnuteľností na bývanie sa v prvom štvrtroku 2024

pravdepodobne zvýšili napriek slabej podkladovej dynamike, ktorá by mala v krátkodobom horizonte pretrvávajúť.

Podľa agregácie dostupných údajov z národných účtov sa investície do nehnuteľností na bývanie v eurozóne v prvom štvrtroku 2024 v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom výrazne zvýšili. Tento výsledok bol vo veľkej miere spôsobený mimoriadne miernym počasím v Nemecku a silnými, hoci slabnúcimi účinkami fiškálnych stimulov v Taliansku. Bol tiež zhruba v súlade s produkciou stavebníctva a špecializovaného stavebníctva v eurozóne, ktorá sa v prvom štvrtroku 2024 v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom zvýšila o 0,8 %. Najnovšie ukazovatele z prieskumov však poukazujú na pokles investícií do nehnuteľností na bývanie v druhom štvrtroku, keď index PMI pre produkciu týkajúci sa aktivity v oblasti nehnuteľností na bývanie aj ukazovateľ Európskej komisie pre aktivitu v stavebníctve a špecializovanom stavebníctve zostávajú v prvých mesiacoch druhého štvrtroka v pásme kontrakcie (graf 8, panel b). Klesajúci trend investícií do nehnuteľností na bývanie celkovo odráža výrazné zvýšenie úrokových sadzieb hypotekárnych úverov a spomalenie rastu cien nehnuteľností na bývanie v dôsledku predchádzajúceho sprísnenia menovej politiky, čo malo nepriaznivý vplyv na cenovú dostupnosť a ziskovosť nehnuteľností na bývanie. Pretrvávajúca zvýšená úroveň úrokových sadzieb pravdepodobne spôsobí, že dostupnosť a ziskovosť nehnuteľností na bývanie zostane nízka a bude ďalej nepriaznivo vplývať na dynamiku investícií do nehnuteľností na bývanie.

Rast vývozu eurozóny sa začal v prvom štvrtroku 2024 normalizovať po tom, čo takmer rok zaostával za rastom svetového dovozu.

Objem vývozu tovarov z eurozóny sa v prvom štvrtroku mierne oživil a stúpol o 0,1 %, pričom nízky globálny dopyt naďalej tlmiaco pôsobil na vývoz. Vývoz tovarov pravdepodobne zaostal za vývozom služieb, čo stále odráža určitý tlak na konkurencieschopnosť vyplývajúci z európskej plynovej krízy. Vysoké ceny energií zrejme zohrali v posledných rokoch dôležitú úlohu v slabej výkonnosti vývozu eurozóny, keďže sa zdá, že zmeny podielov na vývoznom trhu v jednotlivých sektoroch od roku 2019 negatívne korelujú s energetickou náročnosťou sektorov. Korelácia je silnejšia v prípade Číny, kde eurozóna utrpela výrazné straty podielu na vývoznom trhu. Výhľadovo by sa mal vývoz naďalej vyvíjať v súlade so zahraničným dopytom. Ukazovatele z prieskumov však poukazujú na pokračujúci slabý vývoj vývozu v najbližšom období. Nové vývozné objednávky na priemyselné výrobky aj služby sa v máji 2024 zlepšili, ale zostávajú pod prahovou hodnotou expanzie (graf 5). Napriek vyšším domácim výdavkom v eurozóne bolo oživenie dovozu malé a objemy tovarov ďalej klesali, pričom v prvom štvrtroku 2024 klesli o 1,7 %. V prvom štvrtroku zaznamenal čistý vývoz kladný príspevok k HDP, čo je odrazom lepšej výkonnosti vývozu ako dovozu. Kombinovaný účinok klesajúcich dovozných cien a nárastu vývozných cien pravdepodobne povedie k opätovnému zlepšeniu výmenných relácií.

V priebehu roka 2024 sa očakáva oživenie hospodárstva eurozóny, najmä vďaka súkromnej spotrebe.

Prispeje k tomu rast reálnych príjmov v dôsledku nižšej inflácie, zvýšenie miezd a zlepšenie výmenných relácií. Hoci nárast čistého obchodu na začiatku roka 2024 je vo veľkej miere odrazom volatility po dočasnom poklese na konci roka 2023, zahraničný dopyt by sa mal podľa očakávaní ďalej zvyšovať a podporovať rast vývozu z eurozóny. V strednodobom horizonte by mal

oživenie podporovať aj postupne ustupujúci negatívny vplyv predchádzajúceho sprísňovania menovej politiky a predpokladané uvoľňovanie podmienok financovania v súlade s trhovými očakávaniami budúceho vývoja úrokových sadzieb. Rast bude okrem toho podporovaný aj odolným trhom práce, pričom nezamestnanosť by mala neskôr v sledovanom období ďalej klesať a dosiahnuť historicky nízke úrovne.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2024 by mal ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 0,9 % v roku 2024, 1,4 % v roku 2025 a 1,6 % v roku 2026. V porovnaní s projekciami z marca 2024 bol výhľad rastu HDP na rok 2024 upravený nahor, a to v dôsledku pozitívneho prekvapenia na začiatku roka a priaznivejších nových informácií. Výhľad rastu HDP na rok 2025 bol upravený mierne nadol a na rok 2026 zostáva nezmenený.

Ceny a náklady

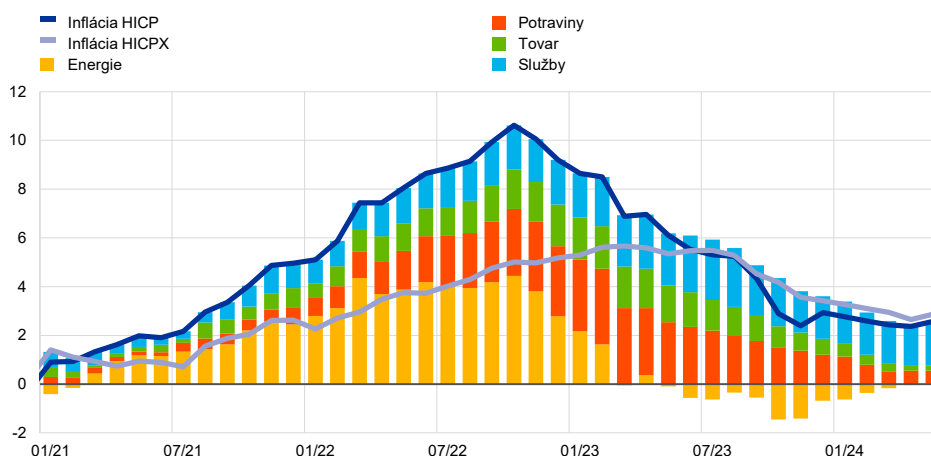
Celková inflácia v eurozóne sa v máji 2024 zvýšila na 2,6 %, po 2,4 % v marci a apríli. Väčšina ukazovateľov základnej inflácie v apríli ďalej klesala. Domáce cenové tlaky sa v prvom štvrtroku vzhľadom na klesajúcu ziskovosť znížili. Ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní boli naďalej viac-menej stabilné a zväčša sa pohybovali v okolí 2 %. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2024 by mala celková inflácia postupne klesať a dosiahnuť 2,5 % v roku 2024, 2,2 % v roku 2025 a 1,9 % v roku 2026.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu celková inflácia eurozóny v máji vzrástla z aprílových 2,4 % na 2,6 % (graf 9).⁹ Tento nárast bol spôsobený vyššou mierou inflácie cien energií a služieb, zatiaľ čo inflácia cien potravín a neenergetických priemyselných tovarov (non-energy industrial goods – NEIG) sa zmiernila. Ročná miera zmeny inflácie cien energií sa po dvanástich mesiacoch záporných hodnôt v máji zvýšila na 0,3 %, odrážajúc rastový bázický efekt spôsobený výrazným poklesom v máji 2023. Inflácia cien potravín sa ďalej zmiernila – z aprílových 2,8 % klesla v máji na 2,6 %. Tento pokles bol odrazom nižšej ročnej miery zmeny cien spracovaných potravín, zatiaľ čo ročná miera rastu cien nespracovaných potravín sa zvýšila. Inflácia HICP bez energií a potravín (HICPX) vzrástla v máji z aprílových 2,7 % na 2,9 %, a to vzhľadom na nárast inflácie cien služieb (4,1 % v máji, po 3,7 % v apríli). Klesajúce miery rastu cien spracovaných potravín a NEIG sú odrazom pokračujúceho zmiernovania tlakov v cenovom reťazci, zatiaľ čo odolnejšia inflácia cien služieb súvisí okrem iných faktorov aj s významnejšou úlohou nákladov práce v niektorých jej zložkách.

Graf 9

Celková inflácia a jej hlavné zložky

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Tovary sa vzťahujú na NEIG. Posledné údaje sú z mája 2024 (rýchly odhad).

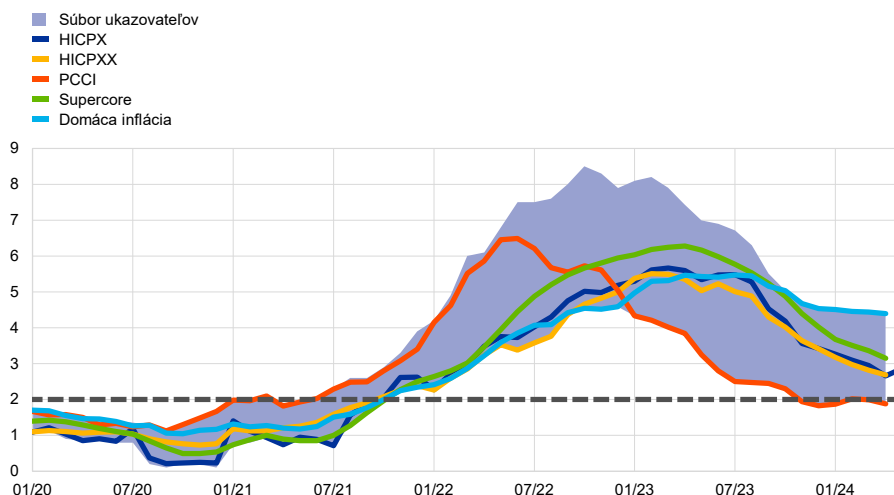
⁹ Celková inflácia meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP).

Väčšina ukazovateľov základnej inflácie ďalej klesala, odrážajúc slabnúci vplyv predchádzajúcich rozsiahlych šokov, ako aj slabší dopyt v prostredí prísnej menovej politiky (graf 10). Hodnoty ukazovateľov sa v apríli pohybovali od 1,9 % do 4,4 %, pričom ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) bol v spodnej časti intervalu a ukazovateľ domácej inflácie (bez zložiek HICP s vysokým podielom dovozu) v jeho hornej časti. Inflácia HICPXX (inflácia HICPX bez položiek súvisiacich s cestovným ruchom, odevov a obuvi) klesla z 2,8 % v marci na 2,7 % v apríli. Ukazovateľ Supercore, ktorý zahŕňa položky HICP citlivé na hospodársky cyklus, klesol z 3,4 % v marci na 3,1 % v apríli, zatiaľ čo ukazovateľ PCCI založený na modeloch v rovnakom období klesol z 2,0 % na 1,9 %.

Ukazovateľ domácej inflácie bol najvyšším a najodolnejším ukazovateľom. V marci a apríli 2024 predstavoval 4,4 %, čo je odrazom veľkej váhy položiek služieb, ako sú poistenie alebo zdravotná starostlivosť, v jeho výpočte. Ceny týchto položiek sa zvyčajne upravujú menej často a zaznamenali len pomalú reakciu na predchádzajúci prudký nárast nákladov.

Graf 10
Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

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

S ďalším oslabovaním kumulatívnych účinkov predchádzajúcich šokov sa väčšina ukazovateľov tlakov v cenovom reťazci ďalej zmierňovala (graf 11).

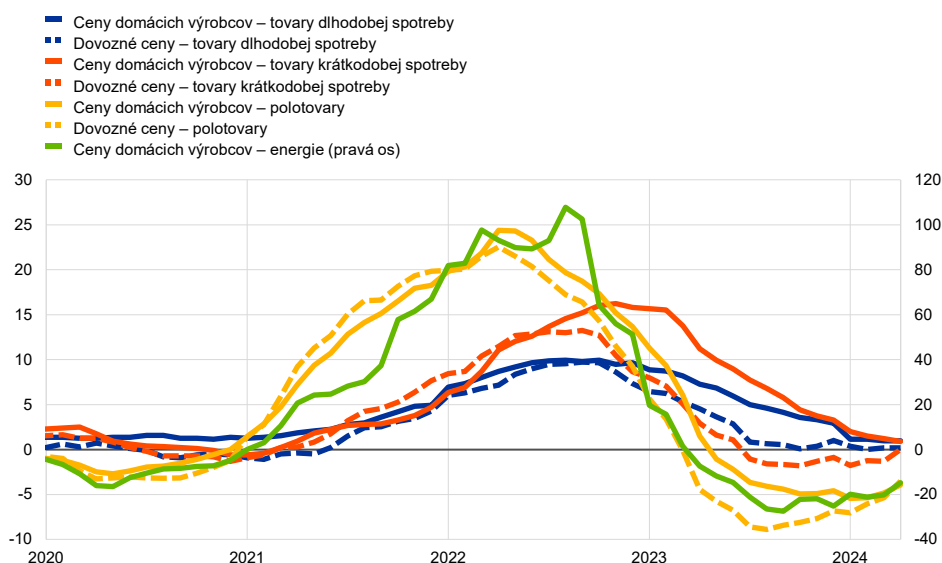
V počiatkových fázach cenového reťazca sa inflácia cien výrobcov energií, ktorá je od marca 2023 záporná, v apríli mierne zvýšila z marcových -20,3 % na -14,7 %. V zápornom pásme zostala i ročná miera rastu cien výrobcov pri domácom predaji polotovarov (-3,9 % v apríli, oproti -4,8 % v marci). To isté platí pre infláciu dovozných cien polotovarov (-3,5 % v apríli po -5,4 % v marci). V neskorších fázach cenového reťazca sa inflácia cien domácich výrobcov tovarov dlhodobej spotreby v marci a apríli stabilizovala na 1,0 %, po februárových 1,1 %. Zodpovedajúca ročná miera rastu dovozných cien bola po februárovom nulovom raste v apríli a marci na úrovni 0,2 %. Ďalšie uvoľňovanie akumulovaných tlakov v cenovom reťazci bolo

zaznamenané aj v prípade inflácie cien výrobcov tovarov krátkodobej spotreby, ktorá v apríli ďalej klesla na 0,9 %. Ročná miera rastu dovozných cien tovarov krátkodobej spotreby bola v apríli nulová (po -1,3 % v marci). Tovary krátkodobej spotreby zahŕňajú potravinové výrobky, ktoré spočiatku zaznamenali rýchlejší pokles ročných mier zmeny cien výrobcov ako nepotravinové tovary. V poslednom čase sa však ceny potravinových výrobkov v rýchlosti poklesu k nepotravinovým tovarom približovali.

Graf 11

Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z apríla 2024.

Najnovšie údaje dostupné v čase hodnotenia naznačujú, že domáce nákladové tlaky merané rastom deflátoru HDP sa začali uvoľňovať.

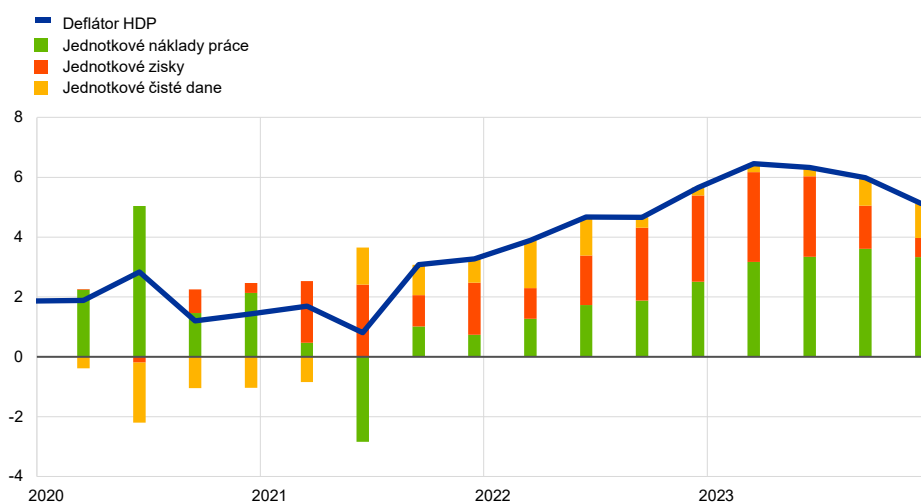
Ročná miera rastu deflátoru HDP sa v poslednom štvrťroku 2023 znížila zo 6,0 % v predchádzajúcom štvrťroku na 5,1 %, a to v dôsledku menšieho príspevku jednotkových ziskov a nákladov práce (graf 12). Nižší vplyv jednotkových nákladov práce vyplýval z o niečo menej záporného rastu produktivity práce a spomalenia rastu miezd (meraného kompenzáciou na zamestnanca), ktorý klesol z 5,3 % v treťom štvrťroku na 4,9 % v poslednom štvrťroku 2023.¹⁰ Podobne i mzdový rast meraný kompenzáciou na hodinu sa v poslednom štvrťroku znížil na 4,7 %, v porovnaní s 5,1 % v treťom štvrťroku. Tieto tlmiace tlaky vyplývajúce z jednotkových ziskov a nákladov práce boli čiastočne kompenzované väčším príspevkom čistých jednotkových daní v dôsledku zvýšenia jednotkových daní a zápornejšej miery rastu jednotkových dotácií. Rast dojednaných miezd sa zatiaľ v prvom štvrťroku zvýšil na 4,7 %, po miernom poklese na 4,5 % v poslednom štvrťroku 2023. Tento nárast

¹⁰ Redakčná uzávierka údajov uvedených v tomto čísle Ekonomického bulletinu bola 5. júna 2024. Z údajov národných účtov zverejnených 7. júna 2024 vyplýva rýchlejší ročný rast kompenzácie na zamestnanca (5,0 %, po 4,9 % vo štvrtom štvrťroku) a nižší ročný rast jednotkových nákladov práce (5,7 %, po 6,0 % vo štvrtom štvrťroku) v prvom štvrťroku 2024. Ročná miera rastu deflátoru HDP sa v prvom štvrťroku 2024 ďalej znížila na 3,6 %, z 5,1 % v poslednom štvrťroku 2023.

odrážal postupné prispôsobovanie miezd minulým inflačným šokom, ako aj nedostatok pracovných síl. Údaje o najnovších mzdových dohodách napriek tomu poukazujú na pokračujúce postupné uvoľňovanie mzdových tlakov, hoci po zvyšok roka 2024 pravdepodobne zostanú na pomerne vysokej úrovni.¹¹ Ročný rast kompenzácií na zamestnanca by mal v roku 2024 dosiahnuť v priemere 4,8 %. Očakáva sa však, že neskôr počas sledovaného obdobia sa bude ďalej zmiernovať, hoci v dôsledku pretrvávajúceho nedostatku pracovných síl, inflačnej kompenzácie a zvyšovania minimálnych miezd by mal zotrvať nad historickými úrovňami.

Graf 12
Zložky deflátoru HDP

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

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

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

Podľa prieskumu profesionálnych prognostikov (Survey of Professional Forecasters) ECB za druhý štvrtrok 2024 i prieskumu menových analytikov (Survey of Monetary Analysts) ECB za jún 2024 bol priemer dlhodobějších inflačných očakávaní (na rok 2028) na úrovni 2,0 %. Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie (na základe HICP bez tabakových výrobkov) na dlhšom konci výnosovej krivky zostali celkovo nezmenené. Päťročná forwardová sadzba inflačných swapov o päť rokov dosiahla približne 2,3 %, t. j. výrazne menej ako jej viacročné maximum dosiahnuté začiatkom augusta 2023. Treba však poznamenať, že tieto trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie nie sú priamym meradlom skutočných inflačných očakávaní účastníkov trhu, keďže tieto ukazovatele zahŕňajú inflačné rizikové prémie. Modelové odhady skutočných inflačných očakávaní bez inflačných rizikových prémie naznačujú inflačné očakávania účastníkov trhu v dlhodobejšom horizonte na úrovni okolo 2 %. Podľa trhových ukazovateľov inflácie eurozóny v krátkodobom horizonte očakávajú investori ďalší

¹¹ Ďalšie informácie: Górnicka a Koester (red.), [A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area](#), Occasional Paper Series, č. 338, ECB, február 2024.

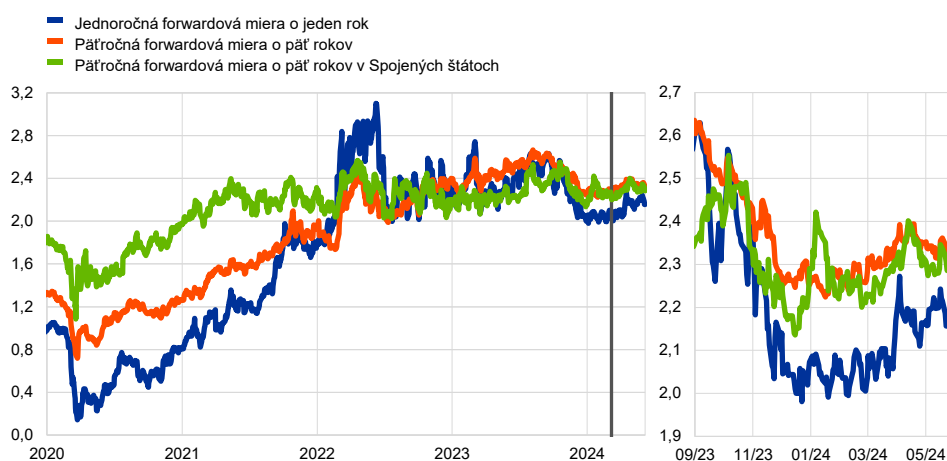
pokles inflácie v roku 2024 a jej priemer v druhej polovici roka na úrovni 2,1 %. Jednoročná forwardová sadzba inflačných swapov o jeden rok sa v sledovanom období v podstate nezmenila a predstavuje 2,2 %. Pokiaľ ide o spotrebiteľov, inflačné očakávania sa celkovo o niečo zmiernili. Prieskum spotrebiteľských očakávaní (Consumer Expectations Survey – CES) ECB z apríla 2024 uvádza, že medián očakávaní celkovej inflácie na budúci rok predstavuje 2,9 % (v porovnaní s 3,0 % v marci), zatiaľ čo inflačné očakávania na obdobie o tri roky klesli z marcových 2,5 % na 2,4 %.

Graf 13

Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie a inflačné očakávania spotrebiteľov

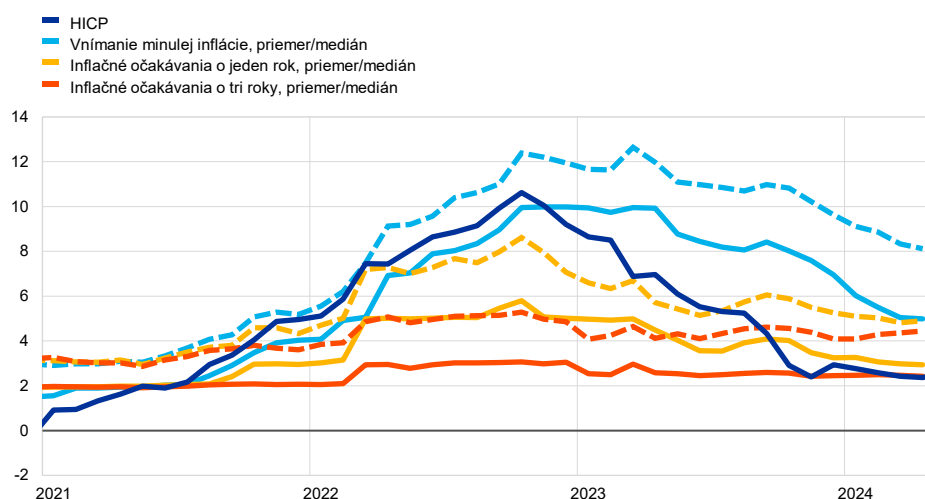
a) Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie

(ročná percentuálna zmena)



b) Celková inflácia a prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB

(ročná percentuálna zmena)



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

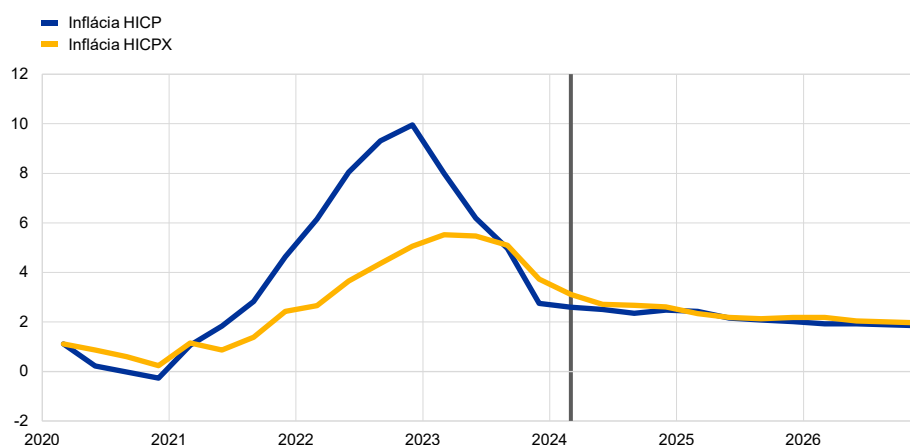
Poznámky: Panel a znázorňuje forwardové sadzby inflačných swapov v rôznych horizontoch za eurozónu a päťročnú forwardovú rovnovážnu mieru inflácie o päť rokov za Spojené štáty. Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 7. marca 2024. Prerušované čiary v paneli b predstavujú priemer, neprerušované čiary medián. V prípade forwardových sadzieb sú posledné údaje z 5. júna 2024, v prípade HICP z mája 2024 (rýchly odhad) a v prípade zostávajúcich položiek z apríla 2024.

Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu z júna 2024 očakávajú ďalšie zmiernovanie celkovej inflácie z 2,5 % v roku 2024 na 2,2 % v roku 2025

a 1,9 % v roku 2026 (graf 14).¹² Toto zmiernovanie je odrazom pokračujúceho slabnutia tlakov v cenovom reťazci, ako aj vplyvu sprísňovania menovej politiky. K tomuto vývoju prispieva slabší rast nákladov práce a slabnúce účinky energetickej krízy. V porovnaní s projekciami z marca 2024 boli projekcie celkovej inflácie na roky 2024 a 2025 upravené o 0,2 percentuálneho bodu nahor, najmä v dôsledku základných efektov vyplývajúcich z inflácie cien energií a ukončovania energetických rozpočtových opatrení. Inflácia HICPX sa má podľa projekcií v nadchádzajúcich rokoch ďalej zmiernovať a dosiahnuť v priemere 2,8 % v roku 2024, 2,2 % v roku 2025 a 2,0 % v roku 2026. V porovnaní s projekciami z marca 2024 bola projekcia inflácie HICPX upravená nahor o 0,2 percentuálneho bodu na rok 2024 a o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2025.

Graf 14
Inflácia HICP a HICPX eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu z júna 2024.

Poznámky: Sivá zvislá čiara označuje posledný štvrťrok pred začiatkom sledovaného obdobia. Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2024 (skutočné údaje) a štvrtý štvrťrok 2026 (projekcie). Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2024 boli dokončené 22. mája 2024 a redakčná uzávierka technických predpokladov bola 15. mája 2024. Historické i skutočné údaje za infláciu HICP a infláciu HICPX majú štvrtročnú periodicitu.

¹² Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, jún 2024.

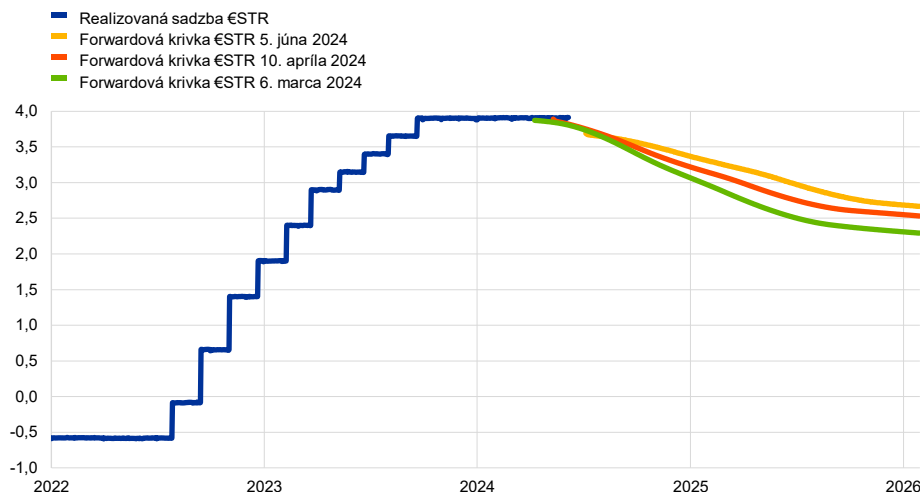
V sledovanom období od 7. marca do 5. júna 2024 sa finančné trhy eurozóny naďalej zameriavali na tempo poklesu inflácie a jeho vplyv na načasovanie a rozsah možného znižovania menovopolitických sadzieb. Krátkodobé bezrizikové sadzby sa posunuli smerom nahor pre všetky splatnosti okrem tých najkratších, keďže účastníci trhu zohľadnili prekvapujúce makroekonomické údaje z oboch strán Atlantiku, čo viedlo k zmierneniu ich očakávaní týkajúcich sa uvoľňovania menovej politiky. Krátky koniec forwardovej krivky krátkodobej eurovej sadzby (€STR) sa zmenil len málo, pričom takmer v plnej miere zohľadňoval prvé zníženie úrokových sadzieb o 25 bázických bodov na júnovom zasadnutí Rady guvernérov. Naopak, trh započítal ďalšie znižovanie sadzieb do konca roka kumulatívne na úrovni 65 bázických bodov. Forwardová krivka signalizuje predpoklad ustálenia cyklu uvoľnenia na úrovni medzi 2 % a 2,5 % do konca roka 2026. Mierne sa zvýšili dlhodobější bezrizikové sadzby, keď sa výnosy štátnych dlhopisov pohybovali celkovo v súlade s bezrizikovými sadzbami. Spready štátnych dlhopisov voči sadzbe jednoduchých indexových swapov (overnight index swap – OIS) sa zmenili len málo, keďže investori naďalej dobre absorbovali vysoké emisie dlhopisov. Ceny akcií v eurozóne pokračovali v raste, k čomu prispeli lepšie očakávania v oblasti ziskov a veľká ochota podstupovať riziko, a to aj napriek stále zvýšenému geopolitickému napätiu. Na devízových trhoch sa euro vážene zahraničným obchodom mierne posilnilo, no voči americkému doláru bolo vo všeobecnosti stabilné.

Forwardová krivka OIS sa od marcového zasadnutia Rady guvernérov posunula nahor v kontexte zmiernenia očakávaní účastníkov trhu v súvislosti so znižovaním sadzieb v roku 2024 (graf 15). Referenčná krátkodobá eurová sadzba (€STR) zostala v sledovanom období stabilná na úrovni 3,9 %, čo bolo odrazom nezmenenej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií, ktorú Rada guvernérov ponechala od menovopolitického zasadnutia v septembri 2023 na úrovni 4 %. Nadbytočná likvidita sa od 7. marca do 4. júna znížila približne o 302 mld. € na 3 198 mld. €. Bolo to najmä v dôsledku splatenia tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III) v marci a v menšej miere aj v dôsledku redukcie portfólia programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP), keďže Eurosystem prestal reinvestovať splátky istiny zo splatných cenných papierov v tomto portfóliu. Krátky koniec forwardovej krivky OIS založenej na sadzbe €STR takmer v plnej miere zohľadnil prvé zníženie úrokových sadzieb o 25 bázických bodov na júnovom zasadnutí. Naopak, forwardové sadzby spájané s nasledujúcim zasadnutím Rady guvernérov sa od marcového zasadnutia zvýšili. Tento vývoj odráža očakávania účastníkov trhu, že zníženia menovopolitických sadzieb nasledujúce do konca roka prídu neskôr a ich počet bude menší, ako sa pôvodne očakávalo. Forwardová krivka sa celkovo upravila z marcového očakávania kumulatívneho zníženia za rok 2024 na úrovni približne 100 bázických bodov na kumulatívne zníženie na úrovni okolo 65 bázických bodov.

Graf 15

Forwardové sadzby €STR

(v % p. a.)



Zdroj: Bloomberg a výpočty ECB.

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

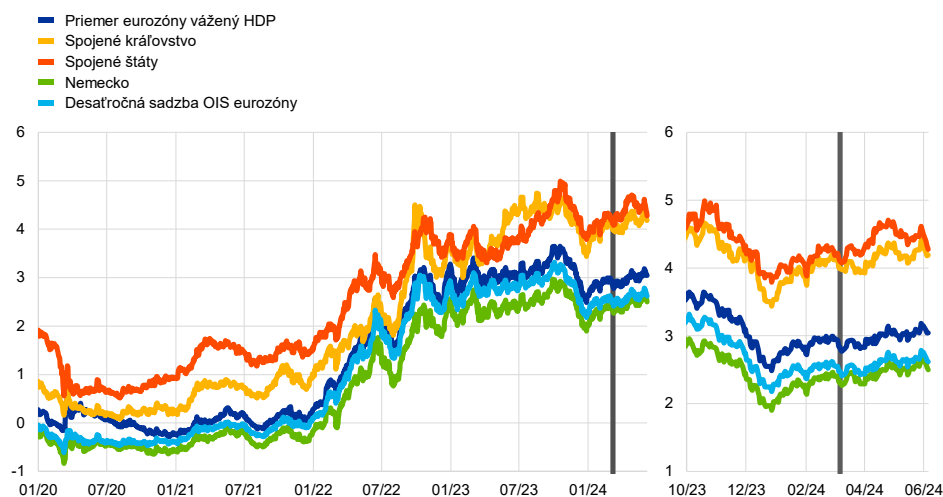
Dlhodobé bezrizikové sadzby v eurozóne sa mierne zvýšili, hoci v menšej miere ako v Spojených štátoch (graf 16).

Dlhodobé bezrizikové sadzby sa v prvej polovici sledovaného obdobia výrazne zvýšili, najmä v dôsledku prehodnotenia výhľadu vývoja úrokových sadzieb v Spojených štátoch, a potom mierne klesli. Desaťročná eurová sadzba OIS sa ku koncu apríla zvýšila o 30 bázických bodov a na konci sledovaného obdobia bola na úrovni 2,6 %, teda 16 bázických bodov nad úrovňou zaznamenanou v čase marcového zasadnutia. Dlhodobé bezrizikové sadzby v Spojených štátoch vo všeobecnosti vykazovali väčšie výkyvy a v sledovanom období stúpili výraznejšie, najmä v dňoch zverejnenia údajov z indexu spotrebiteľských cien. Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov Spojených štátov vzrástli o 19 bázických bodov na 4,3 %, pričom rozdiel medzi dlhodobými bezrizikovými sadzbami v eurozóne a v Spojených štátoch zostal približne rovnaký. Výnosy štátnych dlhopisov Spojeného kráľovstva stúpili o 19 bázických bodov na 4,2 %.

Graf 16

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

(v % p. a.)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (7. marca 2024). Posledné údaje sú z 5. júna 2024.

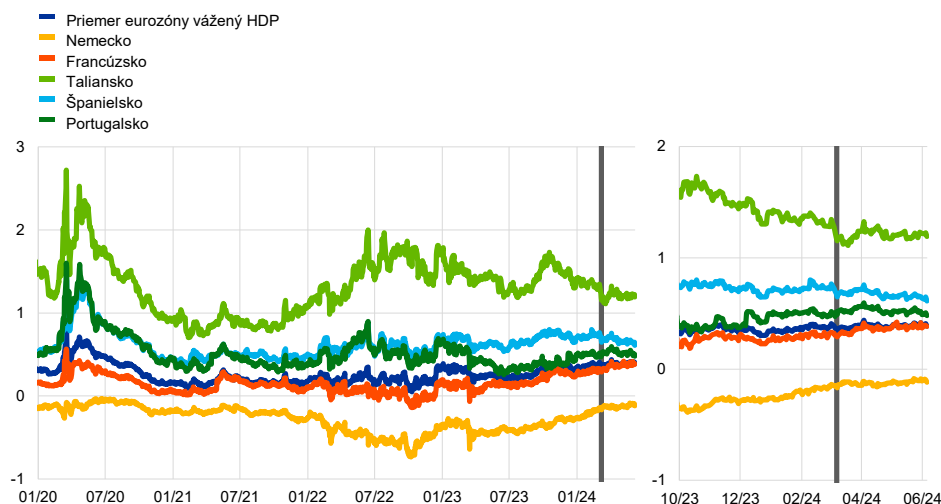
Výnosy štátnych dlhopisov eurozóny sa pohybovali zhruba v súlade s bezrizikovými sadzbami, takže spready štátnych dlhopisov sa takmer nezmenili (graf 17).

Na konci sledovaného obdobia stúpili výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP asi o 24 bázických bodov, približne na 3,04 %, čo viedlo iba k miernemu zvýšeniu spreadu voči sadzbe OIS založenej na €STR o 5 bázických bodov. Spready štátnych dlhopisov v jednotlivých krajinách vrátane krajín eurozóny s nižším ratingom sa počas sledovaného obdobia hýbali len mierne. Počas sledovaného obdobia sa trh so štátnymi dlhopismi vyznačoval odolnosťou, pričom mimoriadne silné emisie boli dobre absorbované veľkým dopytom investorov, ktorí sa snažili zabezpečiť si výnosy pred nadchádzajúcim cyklom znižovania menovopolitických úrokových sadzieb.

Graf 17

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

(v p. b.)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (7. marca 2024). Posledné údaje sú z 5. júna 2024.

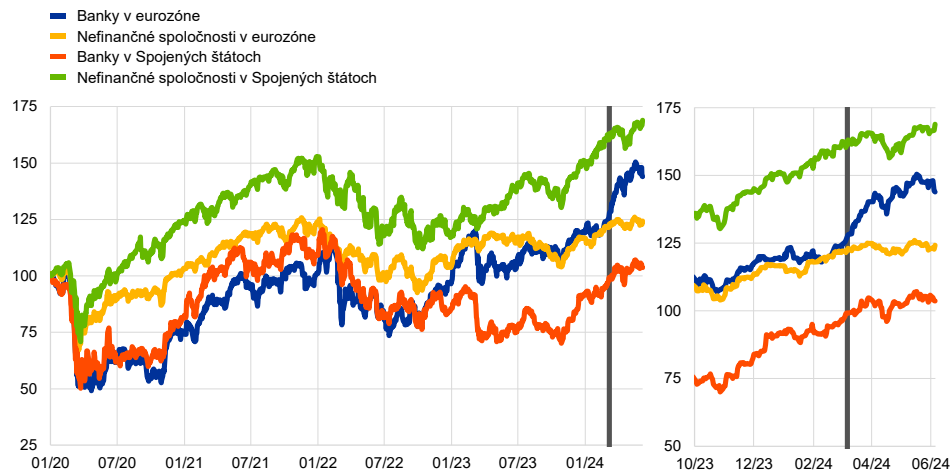
Spready podnikových dlhopisov s vysokým výnosom sa v prostredí celkovo veľkej ochoty podstupovať riziko mierne zúžili. Počas sledovaného obdobia sa spready podnikových dlhopisov s vysokým výnosom znížili o 14 bázických bodov, spready finančných spoločností o 23 bázických bodov a spready nefinančných spoločností o 12 bázických bodov. Spready podnikových dlhopisov investičného stupňa mierne kolísali a na konci sledovaného obdobia sa dostali na úroveň nižšiu o 8 bázických bodov. Spready časti segmentu s vysokým výnosom s lepším ratingom (B – BB) sú stále výrazne pod svojím historickým mediánom, a to napriek tomu, že v posledných mesiacoch sa v tomto segmente trhu zvýšila očakávaná početnosť zlyhaní. Odolnosť podnikového sektora eurozóny pomohla tmiť náklady na financovanie prostredníctvom dlhopisov.

Ceny akcií v eurozóne sa napriek zvýšenej makroekonomickej neistote a vyšším diskontným sadzbám mierne zvýšili (graf 18). Širšie akciové indexy v eurozóne aj v Spojených štátoch v sledovanom období ďalej rástli, aj keď geopolitické napätie zostalo zvýšené. Indexy eurozóny sa zvýšili približne o 2,5 % a Spojených štátov približne o 3,8 %. Ceny akcií v eurozóne boli podporované nižšími rizikovými prémiami a vyššími očakávaniami krátkodobých a dlhodobých ziskov, čo viac ako vykompenzovalo vplyv vyšších diskontných sadzieb. Ceny akcií nefinančných spoločností v eurozóne sa v sledovanom období zvýšili o 0,9 % a v Spojených štátoch o 3,6 %. Ceny akcií bánk v eurozóne, ktoré sa zvýšili o 12,4 %, naďalej prekonávali svoje náprotivky v Spojených štátoch, ktoré zaznamenali nárast o 4,5 %.

Graf 18

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2020 = 100)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (7. marca 2024). Posledné údaje sú z 5. júna 2024.

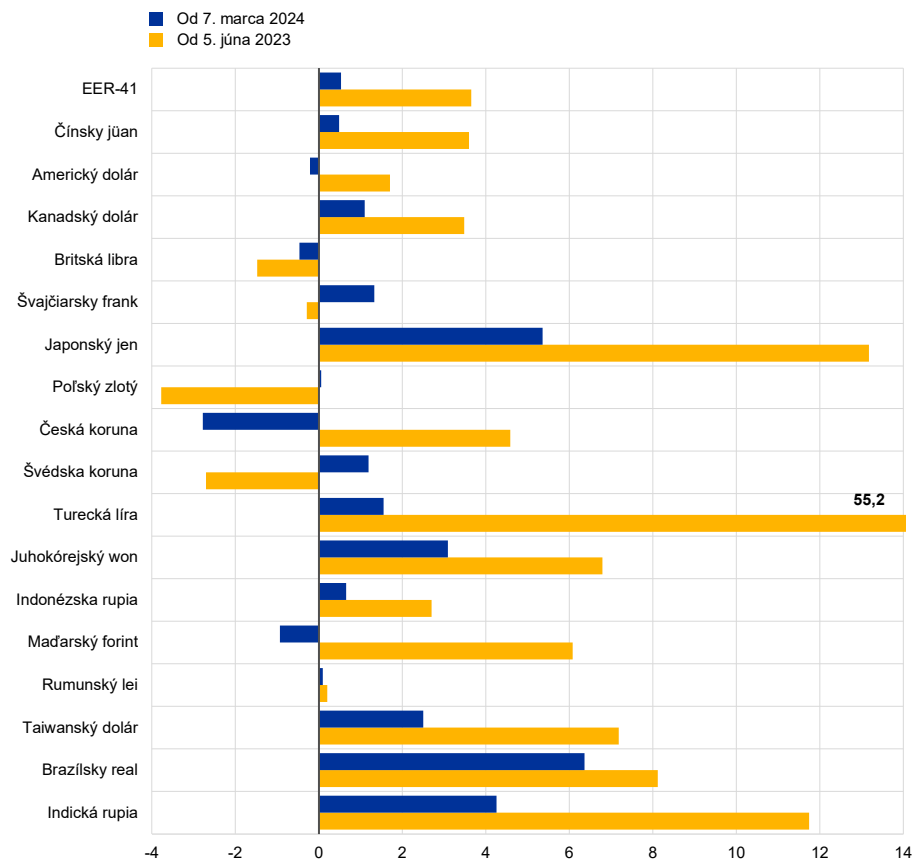
Na devízových trhoch sa euro vážené zahraničným obchodom mierne posilnilo, ale voči americkému doláru bolo celkovo stabilné (graf 19).

Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 41 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa počas sledovaného obdobia posilnil o 0,5 %. K miernemu zhodnoteniu eura prispelo najmä posilnenie voči menám viacerých vyspelých ekonomík. Voči japonskému jenu sa euro posilnilo o 5,2 %, voči švajčiarskemu franku o 1,3 %, voči švédскеj korune o 1,2 % a voči kanadskému doláru o 1,1 %. Tento vývoj odrážal najmä heterogénny vývoj menovej politiky. Napríklad Švajčiarska národná banka v marci znížila úrokové sadzby o 25 bázických bodov na 1,5 %, Sveriges Riksbank na svojom májovom zasadnutí znížila kľúčovú úrokovú sadzbu zo 4,00 % na 3,75 % a Bank of Canada 5. júna znížila svoju úrokovú sadzbu o 25 bázických bodov na 4,75 %. Voči britskej libře sa euro oslabilo o 0,4 %, keďže účastníci trhu odložili svoje očakávania týkajúce sa načasovania potenciálneho zníženia úrokových sadzieb zo strany Bank of England. Euro zostalo relatívne stabilné voči americkému doláru (-0,2 %), a to aj napriek určitým výkyvom v rámci tohto obdobia.

Graf 19

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálna zmena)



Zdroj: ECB.

Poznámka: EER-41 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 41 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny. Kladná (záporná) zmena znamená posilnenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané použitím výmenných kurzov z 5. júna 2024.

5 Podmienky financovania a úvery

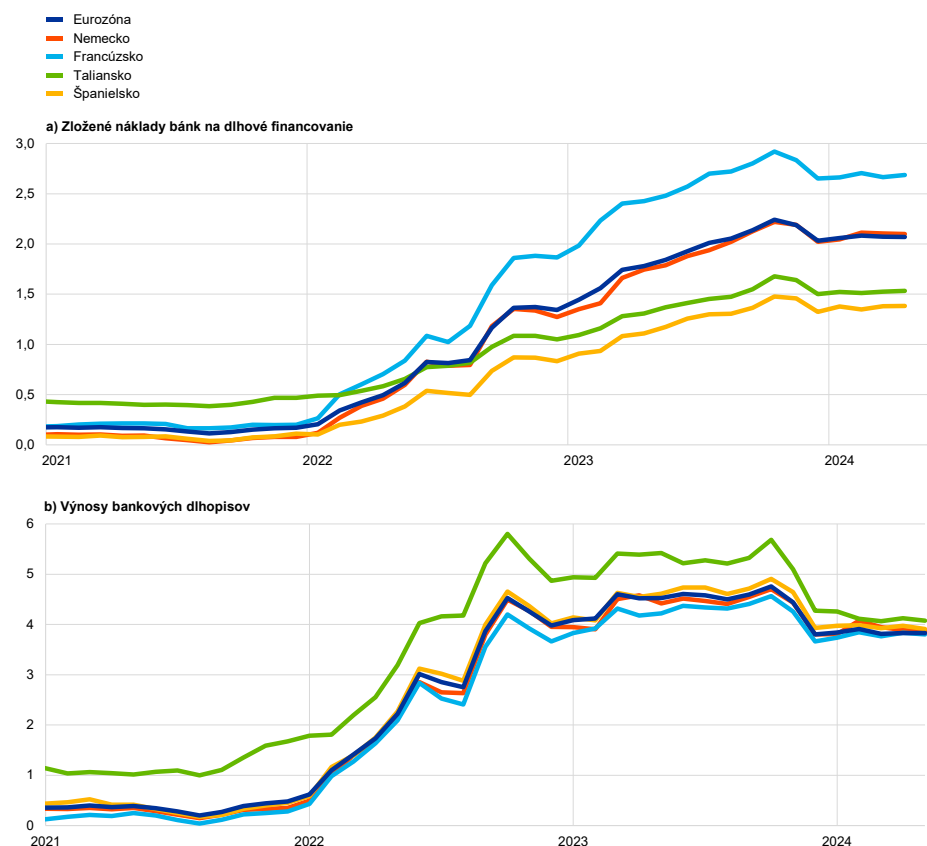
V apríli 2024 zostali zložené náklady na financovanie bánk a úrokové sadzby bankových úverov v eurozóne stabilné na vysokých úrovniach. Náklady nefinančných spoločností na dlhové financovanie na trhu a financovanie prostredníctvom akcií sa v období od 7. marca do 5. júna 2024 zvýšili. V apríli sa bankové úvery podnikom a domácnostiam stabilizovali na nízkych úrovniach, odrážajúc vysoké úverové sadzby, slabý hospodársky rast a prísne podmienky poskytovania úverov. Ročná miera rastu širokého peňažného agregátu M3 pokračovala v postupnom zotavovaní, k čomu prispeli značné čisté prílevy zo zahraničia.

Náklady na bankové financovanie v eurozóne zostali na historicky vysokej úrovni. Keďže štruktúra financovania sa naďalej posúvala smerom k drahším zdrojom, náklady na bankové financovanie zostali zvýšené. V apríli 2024 sa zložené náklady bánk v eurozóne na dlhové financovanie oproti marcu nezmenili a predstavovali 2,07 % (graf 20, panel a). Výnosy bankových dlhopisov sa v apríli mierne zvýšili a agregované úrokové sadzby vkladov, ktoré tvoria najväčšiu časť nákladov bánk na financovanie, sa nezmenili (graf 20, panel b). Za týmto vývojom sa skrývajú značné rozdiely medzi jednotlivými krajinami a rozdiely medzi jednotlivými nástrojmi a sektormi. Úrokové sadzby jednodňových vkladov zostali v apríli stabilné, kým sadzby termínovaných vkladov so splatnosťou do dvoch rokov klesli, čo viedlo k miernemu zúženiu veľkého spreadu medzi nimi. Sadzby vkladov s výpovednou lehotou do troch mesiacov sa však mierne zvýšili.

Graf 20

Zložené náklady bánk na financovanie vo vybraných krajinách eurozóny

(v % za rok)



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

Poznámka: Zložené náklady bánk na financovania predstavujú vážené priemery zložených nákladov na vklady a dlhové financovanie na nezabezpečenom trhu. Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených jednodňovými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi splatnými na požiadanie, ktoré sú vážené príslušnými nesplatenými sumami. Výnosy bankových dlhopisov sú mesačné priemery dlhopisov prioritnej tranže. Posledné údaje o zložených nákladoch bánk na dlhové financovanie sú z apríla 2024 a o výnosoch bankových dlhopisov sú z 5. júna 2024.

V apríli 2024 zostali úrokové sadzby podnikových úverov a úverov na bývanie stabilné na vysokej úrovni.

V apríli sa úrokové sadzby podnikových úverov nezmenili a zostali na úrovni 5,18 %, čo je mierne pod maximom 5,27 % z októbra 2023 (graf 21). Medzi jednotlivými krajinami eurozóny a splatnosťami pritom boli rozdiely. V dôsledku inverznej výnosovej krivky boli sadzby úverov s dlhšou fixáciou úrokového sadzby naďalej nižšie ako sadzby úverov s kratšou fixáciou. Spread medzi úrokovými sadzbami malých a veľkých úverov podnikom v eurozóne sa v apríli ďalej zúžil na 0,23 percentuálneho bodu, čo je najnižšia úroveň od pandémie, pričom odrážal nižšie úrokové sadzby pri malých úveroch a nezmenené sadzby pri veľkých úveroch. Po štyroch po sebe nasledujúcich poklesoch zostala úroková sadzba nových úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľnosti na bývanie v apríli nezmenená, na úrovni 3,80 % a pod maximom 4,02 % z novembra 2023 (graf 21). Táto stabilizácia bola zaznamenaná vo všetkých segmentoch splatnosti. V apríli sa úrokové sadzby nových spotrebných úverov pre domácnosti v porovnaní s marcovou úrovňou mierne zvýšili vzhľadom na prevládajúcu volatilitu, zatiaľ čo úrokové sadzby úverov pre živnostníkov mierne klesli.

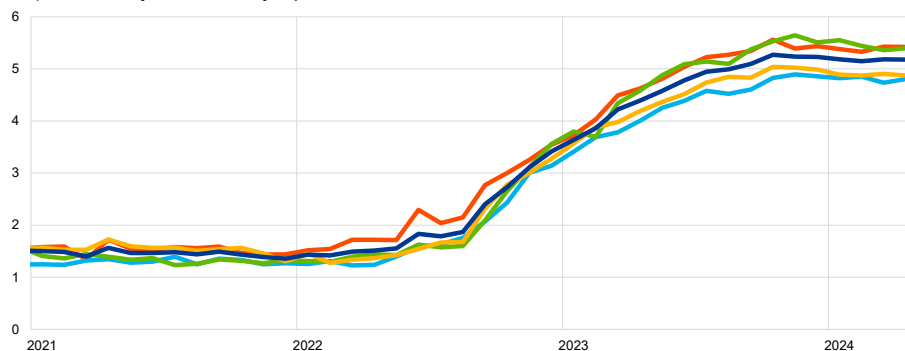
Graf 21

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

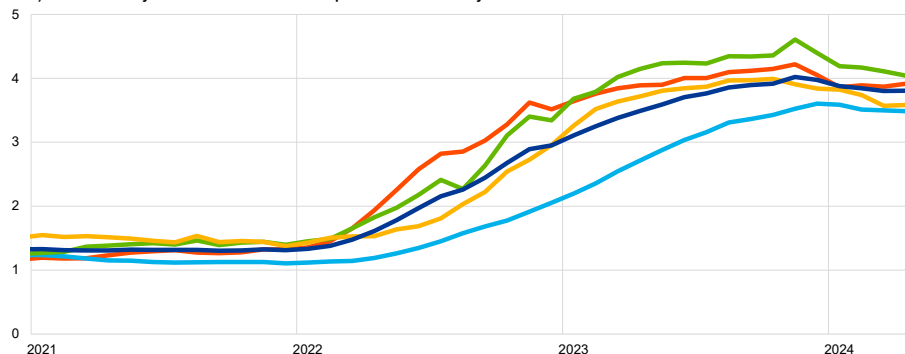
(ročná percentuálna zmena)

— 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 apríla 2024.

V období od 7. marca do 5. júna 2024 sa náklady nefinančných spoločností na dlhové financovanie na trhu a financovanie prostredníctvom akcií zvýšili. Na základe dostupných mesačných údajov dosiahli celkové náklady nefinančných spoločností na financovanie (t. j. zložené náklady na bankové úvery, dlhové financovanie na trhu a financovanie prostredníctvom akcií) v apríli úroveň 6,2 %, čo je o 20 bázických bodov viac ako v marci, ale stále menej ako viacročné maximum dosiahnuté v októbri 2023 (graf 22).¹³ Na raste indexu celkových nákladov sa podieľali všetky zložky okrem nákladov na krátkodobé úvery, ktoré zostali v podstate nezmenené. Denné údaje o nákladoch na dlhové financovanie na trhu a financovanie prostredníctvom akcií poukazujú na nárast oboch ukazovateľov v období od 7. marca do 5. júna 2024. Náklady na dlhové financovanie na trhu sa zvýšili, keďže nárast bezrizikovej úrokovej sadzby (aproximovanej desaťročnou sadzbou jednoduchých indexových swapov) nebol kompenzovaný zúžením spreadov dlhopisov emitovaných nefinančnými spoločnosťami v segmente

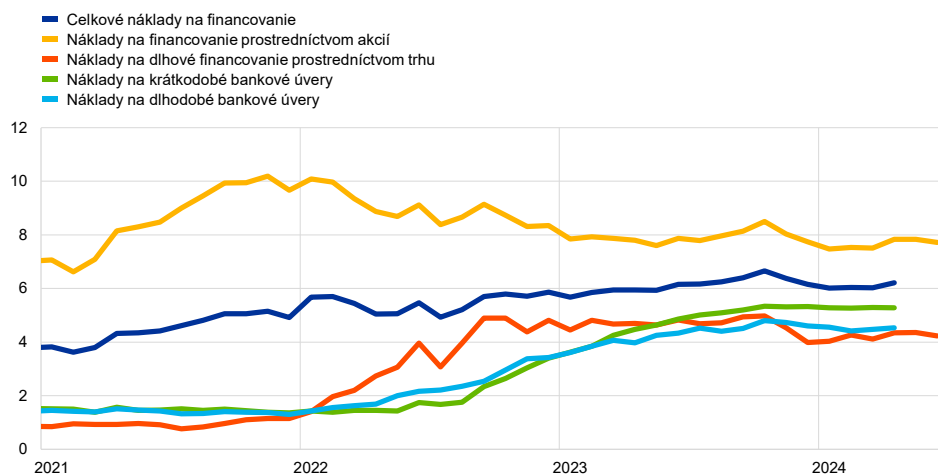
¹³ Vzhľadom na oneskorenú dostupnosť údajov o nákladoch na bankové úvery sú údaje o celkových nákladoch nefinančných spoločností na financovanie k dispozícii len do apríla 2024.

investičného stupňa a v segmente vysokých výnosov. Podobne sa v tom istom období zvýšili aj náklady na financovanie prostredníctvom akcií, čo odrážalo vyššiu bezrizikovú sadzbu, ktorá prevážila mierne nižšiu rizikovú prémie akcií (časť 4).

Graf 22

Nominálne náklady na vonkajšie financovanie nefinančných spoločností eurozóny podľa zložiek

(v % za rok)



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

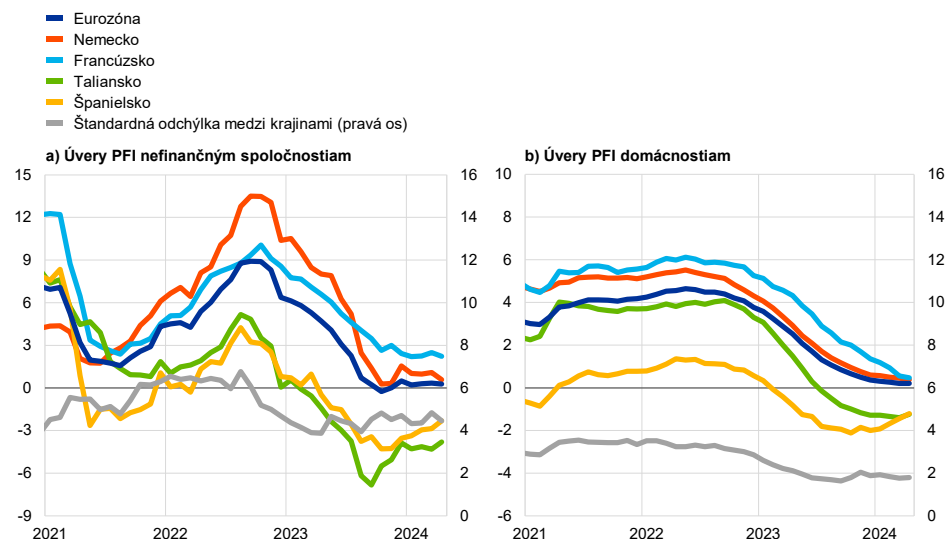
Poznámka: Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností vychádzajú z mesačných údajov a počítajú sa ako vážený priemer nákladov na bankové úvery (priemerné mesačné údaje), dlhové financovanie na trhu a financovanie prostredníctvom akcií (údaje z konca mesiaca) na základe ich príslušných nesplatených zostatkov. Posledné údaje o nákladoch na dlhové financovanie na trhu a financovanie prostredníctvom akcií (denné údaje) sú z 5. júna 2024 a o celkových nákladoch na financovanie a dlhodobých a krátkodobých nákladoch na bankové úvery (mesačné údaje) sú z apríla 2024.

V apríli 2024 zostala ročná miera rastu bankových úverov podnikom a domácnostiam prakticky nulová, čo odrážalo vysoké úverové sadzby, slabý hospodársky rast a prísne úverové podmienky. Rast úverov nefinančným spoločnostiam zaznamenal v apríli mierny pokles na 0,3 % z 0,4 % v marci (graf 23, panel a). Ročná miera rastu úverov domácnostiam zostala v apríli nezmenená na úrovni 0,2 % (graf 23, panel b). Kým spotrebiteľské úvery zostali stabilné, úvery na bývanie zaznamenali mierne kladný rast a úvery živnostníkom mali naďalej záporné miery rastu. Podľa [prieskumu spotrebiteľských očakávaní](#) ECB z apríla 2024 malo stále veľké, ale klesajúce čisté percento respondentov prieskumu dojem, že prístup k úverom sa v predchádzajúcich 12 mesiacoch sťažil, a očakávalo, že v nasledujúcich 12 mesiacoch bude ešte ťažší. Pretrvávajúci slabý rast úverov je odrazom stagnujúcej dynamiky poskytovania úverov pozorovanej od začiatku roka 2023 v dôsledku slabého agregovaného dopytu, prísnych úverových podmienok a vplyvu reštriktívnej menovej politiky na úverové sadzby.

Graf 23

Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena; štandardná odchýlka)



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

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

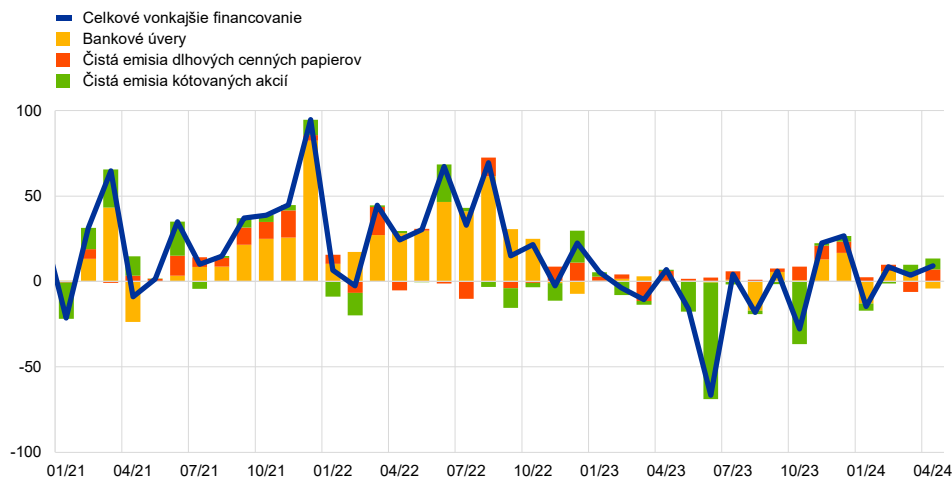
Čisté vonkajšie financovanie podnikov v eurozóne bolo v prvom štvrtroku 2024 a v apríli tmené.

Čisté toky vonkajšieho financovania boli v porovnaní s historickými priemermi naďalej nízke (graf 24). Tento vývoj možno vysvetliť nízkou úrovňou emisie dlhových cenných papierov podnikmi a bankových úverov vzhľadom na to, že hospodárska aktivita zostala slabá a úrokové sadzby menovej politiky sú reštriktívne. Výrazný pokles objemu krátkodobých úverov zodpovedal nižším potrebám prevádzkového kapitálu a rastu zásob hotových výrobkov pozorovaným v polovici roka 2023, pričom toky úverov s dlhodobějšími splatnosťami zostali v prostredí tmeného dopytu po investíciách tiež slabé. Emisie kótovaných akcií sa zároveň v marci a apríli mierne zvýšili, ale celkovo zostali nízke.

Graf 24

Čisté toky vonkajšieho financovania nefinančných spoločností v eurozóne

(mesačné toky; v mld. EUR)



Zdroj: ECB, Eurostat, Dealogic a výpočty ECB.

Poznámka: Čisté vonkajšie financovanie je súčtom úverov z bánk (úvery PFI), čistej emisie dlhových cenných papierov a čistej emisie kótovaných akcií. Úvery PFI sú očistené od predaja úverov, sekuritizácie a účelovo vytváraných spoločných účtov (cash pooling). Posledné údaje sú z apríla 2024.

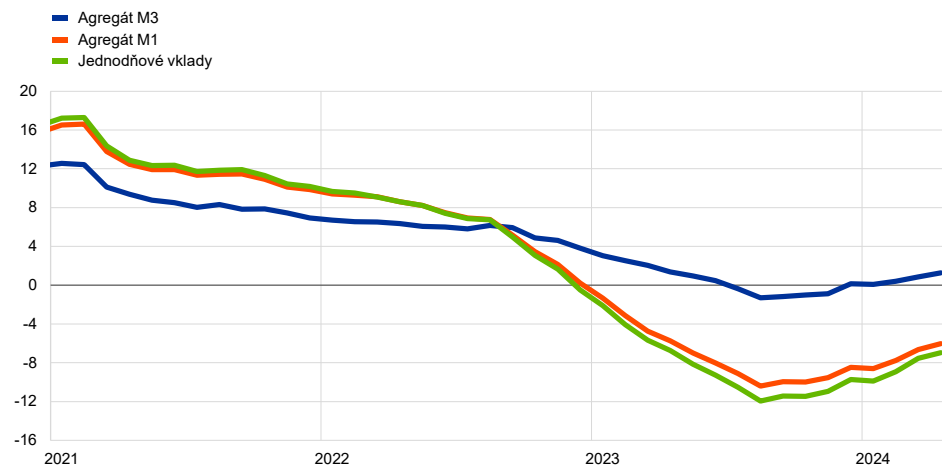
Podniky a domácnosti zaznamenali ďalší nárast termínovaných vkladov, a to aj napriek náznakom spomalenia prebiehajúceho presunu na termínované vklady v apríli 2024. Ročná miera rastu jednodňových vkladov sa v apríli spomalila na $-7,0\%$ po marcovom poklese na $-7,5\%$ (graf 25). Pretrvávajúce uprednostňovanie držby termínovaných vkladov a obchodovateľných nástrojov medzi podnikmi a domácnosťami sa stále vysvetľuje tým, že ich úročenie je vyššie ako pri jednodňových vkladoch.¹⁴ Kým toky vkladov sú v porovnaní s minulosťou stále podstatne viac orientované na termínované vklady, toto prerozdelenie stráca na sile, pretože rozdiel medzi výnosmi oboch nástrojov sa stabilizuje. Zloženie vkladov podnikov sa posúva bližšie k úrovni, ktorá viac zodpovedá historickému vývoju, pričom jednodňové vklady domácností zaznamenali prvý kladný mesačný prílev od septembra 2022. Vysoké krátkodobé úrokové sadzby naďalej podporovali silný rast fondov peňažného trhu.

¹⁴ Podobne ako v predchádzajúcich cykloch sprísňovania sa úrokové sadzby jednodňových vkladov prispôbujú zmenám menovopolitických sadzieb pomalšie ako sadzby termínovaných vkladov. Viac v boxe s názvom [Menová dynamika počas cyklu sprísňovania menovej politiky](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2023.

Graf 25

Agregáty M3 a M1 a jednodňové vklady

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z apríla 2024.

Ročná miera rastu širokého peňažného agregátu M3 v apríli 2024 pokračovala v postupnom zotavovaní, k čomu prispel ďalší značný čistý prílev zo zahraničia.

Rast peňažnej zásoby sa v posledných mesiacoch postupne zrýchľoval, aj keď úvery domácnostiam a podnikom zostali slabé. V apríli sa rast peňažného agregátu M3 v eurozóne zvýšil na 1,3 % z marcových 0,9 % (graf 20). Ročná miera rastu úzkeho peňažného agregátu (M1) – ktorý zahŕňa najlikvidnejšie aktíva agregátu M3 – zostala v zápornom pásme, ale v apríli sa ďalej zvýšila na -6,0 % v porovnaní s -6,6 % v marci. Tvorba peňažnej zásoby bola v apríli poháňaná veľkým zahraničným prílevom v prostredí pretrvávajúceho prebytku bežného účtu pre slabý dovoz a bola podporená rozsiahlou čistou emisiou štátnych dlhopisov eurozóny. Tento prílev bol čiastočne kompenzovaný pokračujúcim znižovaním súvahy Eurosystemu, zatiaľ čo príspevok úverov podnikom a domácnostiam bol naďalej tlmený.

6 Fiškálny vývoj

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z júna 2024 by sa mal deficit rozpočtu verejnej správy eurozóny, ktorý bol v roku 2023 na úrovni 3,6 % HDP, v roku 2024 znížiť na 3,1 % HDP a potom postupne klesnúť na 2,8 % v roku 2025 a 2,6 % v roku 2026. Fiškálna pozícia eurozóny by sa mala podľa projekcií v roku 2024 výrazne sprísniť, pričom isté sprísnenie sa predpokladá aj v nasledujúcich dvoch rokoch. Sprísnenie v roku 2024 je predovšetkým odrazom očakávaní, že vlády prevažne ukončia podporné opatrenia súvisiace s energetikou a infláciou. Tento faktor tiež mierne prispieje k sprísneniu fiškálnej pozície v roku 2025, kým o niečo pomalší rast výdavkov a dodatočné konsolidačné opatrenia na strane príjmov v niektorých krajinách prispievajú k predpokladanému ďalšiemu miernemu sprísneniu v rokoch 2025 a 2026. Pomer dlhu k HDP eurozóny by sa mal podľa projekcií celkovo stabilizovať na zvýšenej úrovni okolo 89 % v dôsledku pretrvávajúcich primárnych deficitov a kladných úprav vzťahu deficitu a dlhu kompenzovaných zmenšujúcimi sa (stále však negatívnymi) diferenciálmi medzi úrokovými sadzbami a rastom. Teraz bude dôležité, aby vlády úplne a bezodkladne implementovali revidovaný rámec správy hospodárskych záležitostí EÚ, aby udržateľným spôsobom znížili rozpočtové deficity a pomery dlhu. Efektívna a rýchla implementácia programu Next Generation EU (NGEU) má zároveň zásadný význam pre podporu inovácií a zvýšenie investícií do zelenej a digitálnej transformácie.

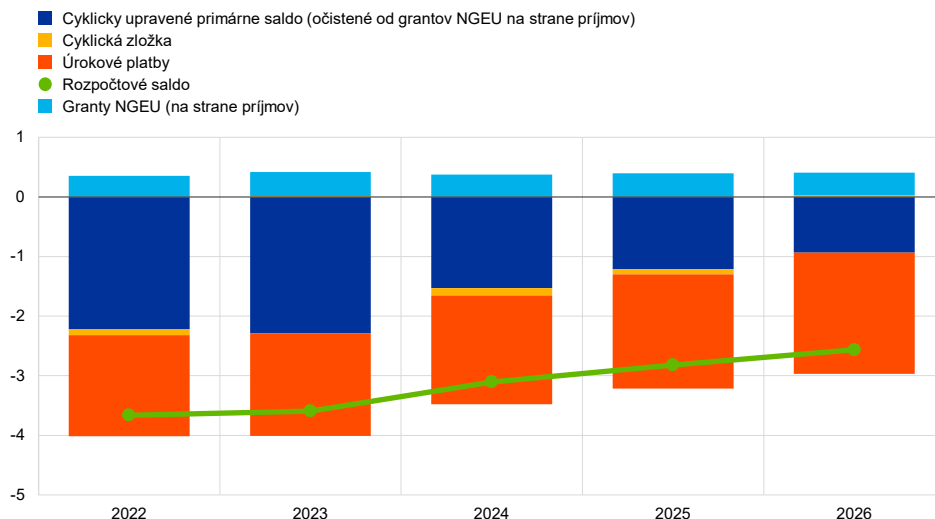
Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z júna 2024 sa rozpočtové saldo verejnej správy eurozóny počas sledovaného obdobia mierne zlepší (graf 26).¹⁵ Pokiaľ ide o predchádzajúci vývoj, rozpočtový deficit eurozóny klesol len veľmi mierne z 3,7 % HDP v roku 2022 na 3,6 % HDP v roku 2023. V budúcnosti by mal deficit klesnúť výraznejšie na 3,1 % HDP v roku 2024, 2,8 % HDP v roku 2025 a 2,6 % HDP v roku 2026. Predpokladaný vývoj odráža najmä postupne klesajúce, ale stále záporné cyklicky upravené primárne saldo v horizonte prognózy, pričom k najväčšiemu poklesu dôjde v roku 2024. Tento vplyv však bude čiastočne kompenzovaný postupným zvyšovaním úrokových výdavkov počas celého obdobia, čo je odrazom pomalého prenosu predchádzajúcich zvýšení úrokových sadzieb vzhľadom na dlhé zostatkové splatnosti štátnych dlhových cenných papierov. Výrazný pokles cyklicky upraveného primárneho deficitu v roku 2024 je do značnej miery spôsobený výrazným obmedzením vládnych opatrení fiškálnej podpory v dôsledku odznievania energetického šoku a vysokej celkovej inflácie spotrebiteľských cien.

¹⁵ [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, jún 2024](#), zverejnené 6. júna 2024 na internetovej stránke ECB.

Graf 26

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2024 a výpočty ECB.

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

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2024 bol rozpočtový deficit v roku 2023 o 0,4 percentuálneho bodu vyšší.

Toto prekvapenie bolo na úrovni eurozóny spôsobené najmä vyšším rastom primárnych výdavkov, než sa očakávalo. Okrem toho sa odhaduje, že menej priaznivý výsledok sa premietne aj do roku 2024, a to revíziou rozpočtového salda smerom nadol o 0,2 percentuálneho bodu z dôvodu nižšieho primárneho salda. Kým revízie rozpočtového salda a jeho zložiek na rok 2025 sú zanedbateľné, na rok 2026 sa vzhľadom na zlepšujúce sa primárne saldo predpokladá revízia smerom nahor o 0,2 percentuálneho bodu.

Fiškálna pozícia eurozóny by sa mala podľa projekcií v roku 2024 výrazne sprísniť, pričom isté sprísnenie sa predpokladá aj v nasledujúcich dvoch rokoch.¹⁶

Ročná zmena cyklicky upraveného primárneho salda, očistená od grantov poskytnutých krajinám v rámci programu NGEU, poukazuje na výrazné sprísnenie fiškálnej politiky v eurozóne v roku 2024 (vo výške 0,7 percentuálneho bodu HDP). Odráža to predovšetkým očakávanie, že vlády prevažne ukončia podporné opatrenia súvisiace s energetikou a infláciou. Tento účinok tiež mierne prispeje k sprísneniu pozície v roku 2025 v spojení so zvýšením daňových a sociálnych odvodov, ako aj s pomalším rastom fiškálnych transferov. Toto sprísnenie by malo byť len čiastočne kompenzované slabým rastom vládnych investícií. Ďalšie sprísnenie fiškálnej pozície v roku 2026 je spôsobené najmä klesajúcimi dotáciami a inými fiškálnymi transfermi.

¹⁶ Fiškálna pozícia odráža smerovanie a rozsah vplyvu fiškálnych stimulov pre 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 nastavenia rozpočtovej politiky eurozóny sa podrobne rozoberá v článku s názvom *The euro area fiscal stance*, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

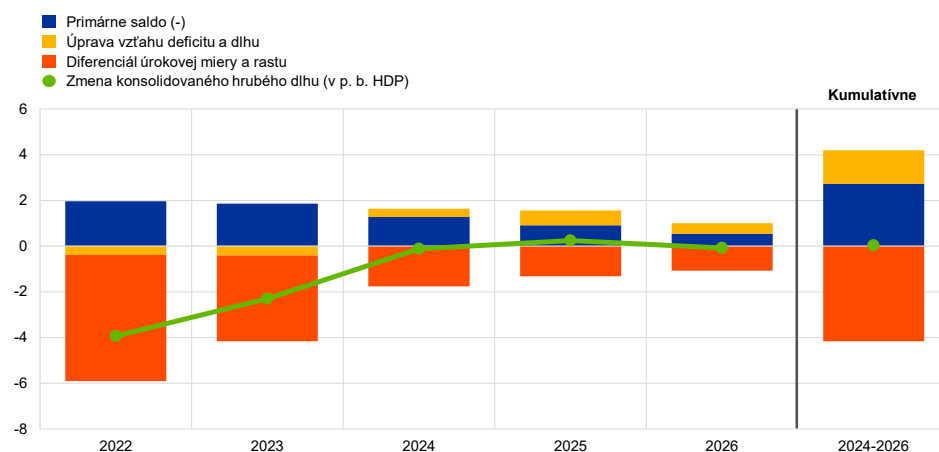
Celkové sprísnenie fiškálnej pozície v horizonte rokov 2024 – 2026 predstavuje 1,3 percentuálneho bodu HDP.

Pomer dlhu k HDP eurozóny by mal počas celého sledovaného obdobia zostať zvýšený a stabilný na úrovni približne 88,5 % (graf 27). Počas pandémie sa pomer dlhu výrazne zvýšil, približne na 97 % v roku 2020, ale odvtedy postupne klesá. Zdá sa však, že tento pozitívny trend sa zastavil. Namiesto toho sa očakáva, že pomer dlhu zostane v horizonte prognózy pomerne stabilný, pričom v roku 2025 sa mierne zvýši v dôsledku primárnych deficitov a očakávaných kladných úprav vzťahu deficitu a dlhu, ktoré sú kompenzované znižujúcim sa, ale stále záporným diferenciálom medzi úrokovými sadzbami a rastom.

Graf 27

Faktory zmeny dlhu verejnej správy eurozóny

(v % HDP, ak nie je uvedené inak)



Zdroj: Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2024 a výpočty ECB.
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy všetkých 20 krajín eurozóny (vrátane Chorvátska).

Úplná a bezodkladná implementácia revidovaného rámca správy hospodárskych záležitostí EÚ bude mať zásadný význam pre pomoc vládám pri udržateľnom znižovaní rozpočtových deficitov a pomerov dlhu. Táto konsolidácia verejných financií, navrhnutá spôsobom podporujúcim rast, bude v nasledujúcich rokoch potrebná vzhľadom na obdobie, keď fiškálne politiky museli čeliť opakovaným ekonomickým otrasom. Účinná a rýchla implementácia programu NGEU je zároveň kľúčová pri podpore inovácií a potenciálneho rastu či zvyšovaní investícií do zelenej a digitálnej transformácie. Ako totiž zdôraznila Komisia vo svojom [strednodobom hodnotení Mechanizmu na podporu obnovy a odolnosti](#), doterajšie oneskorenia vo vyplácaní a v investíciách v rámci tohto programu viedli k oveľa nižšiemu pozitívnemu vplyvu na rast, než sa pôvodne očakávalo.

Boxy

1 Oživenie po pandémie – prečo eurozóna rastie pomalšie ako Spojené štáty?

Malin Andersson, Cristina Checherita-Westphal, António Dias Da Silva a Michel Soudan

Rast reálneho HDP je od začiatku pandémie v eurozóne výrazne slabší než v Spojených štátoch.¹ Od posledného štvrťroka 2019 do posledného štvrťroka 2023 hospodárstvo eurozóny kumulatívne vzrástlo približne o 3 %, kým reálny HDP v Spojených štátoch stúpol o vyše 8 % (graf A), čo viedlo ku kumulatívne rastovému diferenciu na úrovni približne 5 percentuálnych bodov.² Tento rozdiel možno pripísať predovšetkým slabšej súkromnej spotrebe v eurozóne než v Spojených štátoch, kde priama podpora príjmov a relatívne výraznejšie zníženie nadmerných úspor poskytli obzvlášť výrazný impulz. Eurozóna utrpela výrazný šok vyplývajúci z vývoja výmenných relácií po tom, čo invázia na Ukrajinu vyvolala energetickú krízu. Zatiaľ čo údaje o relatívnom rozsahu vplyvu menovej politiky v týchto dvoch regiónoch sú nejednoznačné, podpora fiškálnej politiky mohla byť v Spojených štátoch silnejšia v pomere k intenzite jednotlivých šokov, no odlišné postupy vykazovania sťažujú porovnanie. V tomto boxe sa skúmajú tieto a ďalšie prispievajúce faktory, pričom odlišné základné trendy štrukturálneho rastu pred pandemiou sa neposudzujú.³

Členenie podľa jednotlivých zložiek výdavkov ukazuje, že za väčšinu rozdielu v raste zodpovedá dynamický rast súkromnej spotreby v Spojených štátoch (graf A). Súkromná spotreba prispela k rozdielu v raste medzi eurozónou a Spojenými štátmi od začiatku pandémie do posledného štvrťroka 2023 približne 7 percentuálnymi bodmi. Eurozónu výrazne ovplyvnili mimoriadne volatilné investície a obchod s nehmotnými aktívami v Írsku, čo v tomto období zaťažilo investície a zvýšilo čistý vývoz v eurozóne. Súkromné investície boli zároveň v Spojených štátoch vyššie ako v eurozóne – dokonca aj po očistení od írskych nehmotných aktív a napriek poklesu investícií do nehnuteľností na bývanie v USA. Naopak, príspevok čistého obchodu k rastu bol v Spojených štátoch hlbšie v zápornom pásme ako v eurozóne, aj po očistení od írskeho obchodu zahŕňajúceho značné nehmotné aktíva, a to v dôsledku silného dovozu do Spojených štátov podporeného dopytom.

¹ De Soyres, F., Garcia-Cabo Herrero, J., Goernemann, N., Jeon, S., Lofstrom, G., a Moore, D., [Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?](#), *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 17. máj 2024.

² Bez údajov o volatilných írskych nehmotných aktívach (viac v boxe s názvom [Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023) je rastový diferenciu medzi eurozónou a Spojenými štátmi v rovnakom období 5,7 percentuálneho bodu.

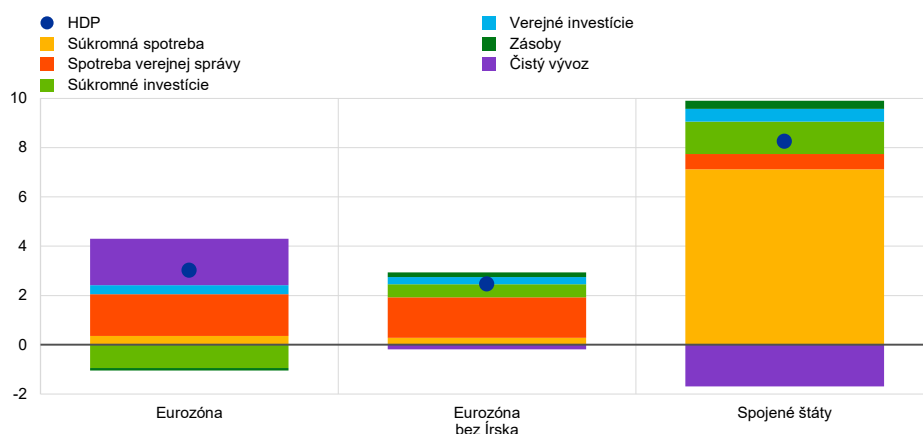
³ Zámerom tohto boxu nie je analýza štrukturálnych faktorov stojacich za diferenciami rastu medzi USA a eurozónou za posledné desaťročia, ako sú menej priaznivé hospodárske štruktúry pre eurozónu (teda štruktúry výroby a spotreby a sektorová regulácia a politiky, ktoré ovplyvňujú motiváciu hospodárskych subjektov investovať, spotrebúvať a obchodovať vnútroštátne a cezhranične), nižšie výdavky na výskum a vývoj, menšia miera inovácií a zavádzania digitálnych technológií, nižší rastový potenciál, vyššie náklady na vládne financovanie a ťažší prístup k úverom.

Verejné investície v eurozóne rástli nepatrne menej, hoci vďaka podpore z programu Next Generation EU boli ich úrovne oveľa vyššie ako v predchádzajúcich rokoch. Vládna spotreba prispela k rastu HDP v eurozóne viac ako v Spojených štátoch.

Graf A

Rast reálneho HDP eurozóny a Spojených štátov

(kumulatívna percentuálna zmena a príspevky, 4Q 2019 – 4Q 2023)



Zdroj: Eurostat, Úrad pre hospodársku analýzu a výpočty ECB.

Poznámka: Verejné investície eurozóny sú vyjadrené ako celkové reálne investície mínus súčet kľzavých priemerov za štyri štvrtroky sezónne neočistených nominálnych investícií nefinančných korporácií, finančných korporácií a domácností zo súboru údajov štvrtročných sektorových účtov ECB a Eurostatu, deflovaný deflátorom celkových investícií. Posledné údaje sú zo štvrtého štvrtroka 2023.

Zdá sa, že pandemický šok mal v posledných rokoch väčší vplyv na reálny rast eurozóny než Spojených štátov.⁴

Od začiatku pandémie sa ukázalo, že spotrebiteľské výdavky v Spojených štátoch boli vyššie ako v eurozóne. Okrem iných faktorov to odráža reakciu fiškálnej politiky na pandémiu v roku 2020 spolu s následným silným trhom práce, ktorý prispel k prudšiemu zvýšeniu disponibilných príjmov v Spojených štátoch (graf B). V oboch regiónoch došlo v porovnaní s predpandemickými trendmi k hromadeniu nadmerných úspor. Kým v eurozóne zostali zvýšené, v Spojených štátoch sa míňali rýchlejšie a v rokoch 2022 a 2023 výrazne podporili americkú súkromnú spotrebu (graf B). Zloženie aktív, ktoré sa prejavilo v nadmerných úsporách, v eurozóne odrádzalo od výdavkov, keďže na rozdiel od amerických spotrebiteľov mali domácnosti v eurozóne nahromadené relatívne malé zásoby likvidných aktív.⁵ Keby tieto domácnosti v období po pandémii znížili svoju mieru úspor o rovnakú hodnotu ako americké domácnosti, pri zhodných ostatných podmienkach by kumulatívny diferenciál rastu spotreby predstavoval približne 3 percentuálne body namiesto 10 percentuálnych bodov, ktoré sa v skutočnosti zaznamenali od posledného štvrtroka 2019.

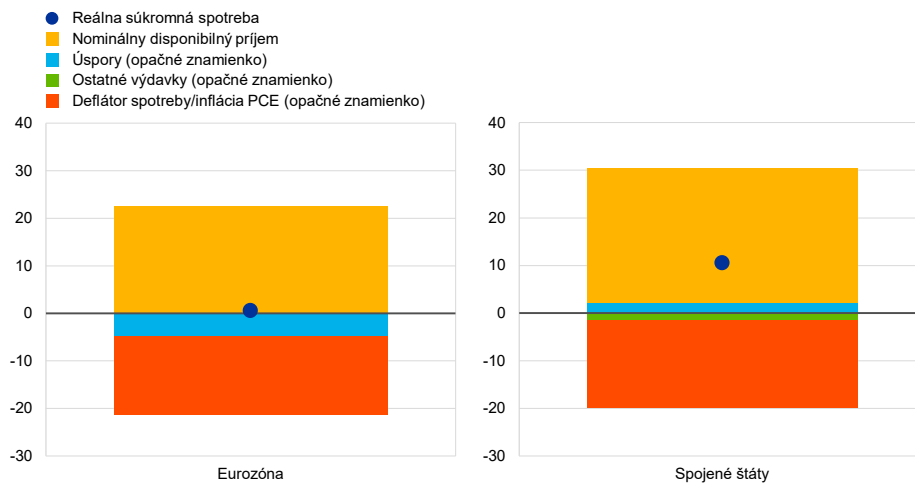
⁴ Viac v boxe s názvom [Hospodársky vývoj v eurozóne a Spojených štátoch v roku 2020](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2021.

⁵ Viac v boxe s názvom [Spotrebný impulz úspor z obdobia pandémie – záleží na zložení?](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2023.

Graf B

Súkromná spotreba, príjmy a úspory v eurozóne a Spojených štátoch

(kumulatívna percentuálna zmena a príspevky, 4Q 2019 – 4Q 2023)



Zdroj: Eurostat, Úrad pre hospodársku analýzu a výpočty ECB.

Poznámka: Ostatné výdavky sa týkajú platieb úrokov a transferov. PCE je skratka pre cenový index výdavkov osobnej spotreby (Personal Consumption Expenditures).

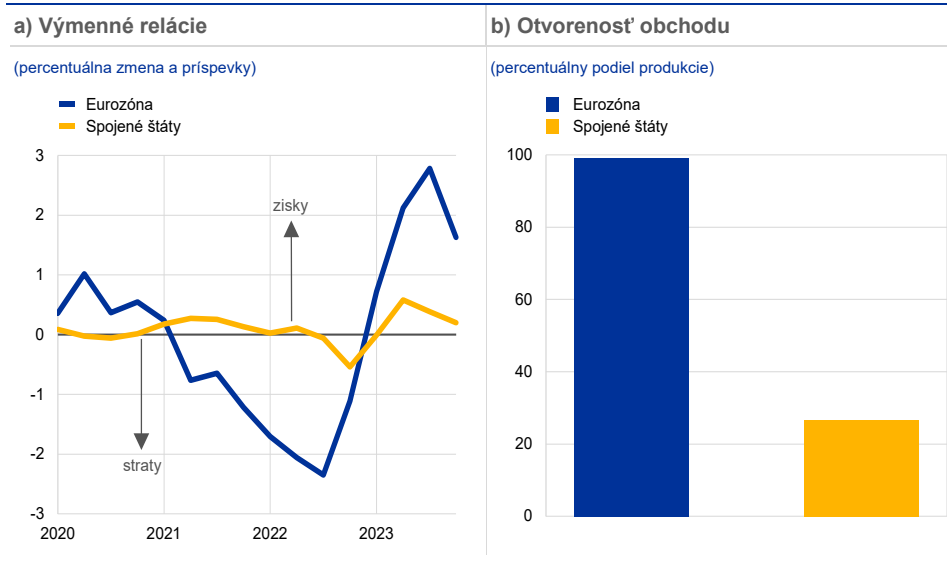
Hospodárstvo eurozóny bolo tiež výraznejšie ovplyvnené dôsledkami vojny

Ruska proti Ukrajine. Hospodársky vplyv ruskej invázie na Ukrajinu začiatkom roka 2022, ako aj následná energetická kríza a prudký nárast inflácie potravín mali na ekonomiku eurozóny mimoriadne závažný vplyv. Možno to pripísať geografickej blízkosti, miere závislosti od dovozu energií a potravín z tohto regiónu aj nepriaznivému vplyvu na dôveru spotrebiteľov v eurozóne. Výrazné straty vyplývajúce z vývoja výmenných relácií sa prehĺbili, keď sa euro znehodnotilo voči americkému doláru aj v efektívnom vyjadrení, teda vo vzťahu k menovému košu (graf C, panel a).⁶ Výmenné relácie v Spojených štátoch boli naproti tomu oveľa stabilnejšie, čo odrážalo najmä vyšší stupeň energetickej nezávislosti Spojených štátov. Značný šok vyplývajúci z vývoja výmenných relácií v eurozóne viedol k nižším reálnym príjmom a slabšej konkurencieschopnosti v kontexte klesajúcej dôvery a rastúcej neistoty. To tlmilo súkromnú spotrebu, najmä tovarov. Zatiaľ čo aktivitu v oblasti služieb podporili efekty opätovného otvorenia v oboch regiónoch, rast produkcie služieb bol silnejší v Spojených štátoch. Väčšia otvorenosť obchodu eurozóny okrem toho znamenala, že jej výrobný sektor bol zvlášť vystavený ponukovým obmedzeniam a globálnemu spomaleniu (graf C, panel b).

⁶ Viac v boxe s názvom [Implications of the terms-of-trade deterioration for real income and the current account](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2022.

Graf C

Výmenné relácie a otvorenosť obchodu eurozóny a Spojených štátov



Zdroj: Eurostat a Úrad pre ekonomické analýzy.

Poznámka: Panel b) znázorňuje súčet reálneho vývozu mimo eurozóny a dovozu do eurozóny ako podiel na reálnej produkcii v roku 2023, ktorý odráža väčšiu angažovanosť eurozóny v globálnom obchodnom systéme, a teda vyššiu citlivosť aktivity na obchod v eurozóne než v Spojených štátoch. Posledné údaje v paneli a) sú z posledného štvrťroka 2023 a v paneli b) z roku 2023.

Spojené štáty zaznamenali od pandémie výrazne vyššiu rast produktivity práce

ako eurozóna. Rozklad rastu HDP na produktivitu práce, výsledky trhu práce a demografické trendy ukazuje zvlášť veľký rozdiel v produktivite práce (graf D). V období od vypuknutia pandémie sa produktivita práce na odpracovanú hodinu v eurozóne zvýšila len o 0,6 % v porovnaní so 6,0 % v Spojených štátoch. Tento rozdielny vývoj rastu produktivity sa začal v druhom štvrťroku 2020, keď sa celkové vstupy práce v pomere k HDP upravili výraznejšie v Spojených štátoch ako v eurozóne. Čiastočne to bolo spôsobené zavedením programov na udržanie pracovných miest v eurozóne, na rozdiel od rastúcej nezamestnanosti v Spojených štátoch. Po prechodnom zmenšení sa tento rozdiel v raste produktivity začal od druhého polroka 2022 opäť zväčšovať, keďže rast produktivity eurozóny bol tlmený energetickým šokom. Dôležitú úlohu pri raste produktivity v eurozóne zohral sektorový vývoj, pričom k rastu hodinovej produktivity negatívne prispel najmä sektor stavebníctva. Zároveň k rastu produktivity v Spojených štátoch výrazne prispeli informačné a komunikačné technológie a odborné služby. Produktivita práce v eurozóne je okrem toho zvyčajne oveľa viac cyklická ako v Spojených štátoch. To vedie k nižšiemu rastu produktivity v čase nízkeho rastu produkcie (ako je to v súčasnosti v eurozóne) a k vyššiemu rastu produktivity pri hospodárskom oživení.⁷ Silný populačný rast v Spojených štátoch poháňaný najmä zvyšujúcim sa prisťahovalectvom bol čiastočne kompenzovaný poklesom celkovej miery participácie na trhu práce. Pokiaľ ide o príspevky k rastu HDP v eurozóne v tomto období, zväčšujúca sa pracovná sila v dôsledku výraznejšieho rastu miery participácie a prílevu migrujúcich pracovníkov bola čiastočne kompenzovaná poklesom priemerného počtu odpracovaných hodín. V eurozóne bol nárast

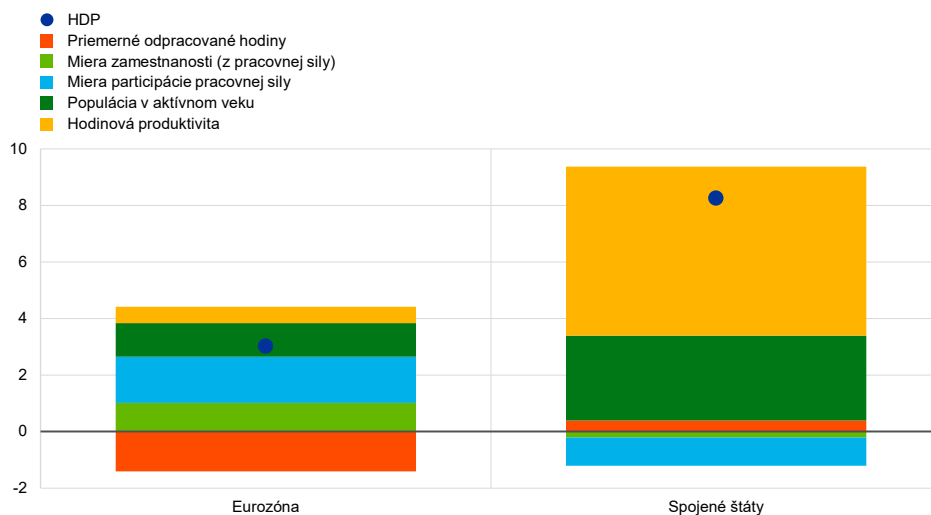
⁷ Arce, O. a Sondermann, D., [Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#), The ECB Blog, 6. máj 2024.

pracovnej sily sprevádzaný vyššou mierou zamestnanosti, čo tiež prispelo k rastu HDP.

Graf D

Rast reálneho HDP a trh práce

(kumulatívna percentuálna zmena a príspevky, 4Q 2019 – 4Q 2023)



Zdroj: Eurostat a Úrad pre ekonomické analýzy.

V porovnaní so scenárom bez podpory fiškálnej politiky sa odhaduje, že diskrečná fiškálna politika celkovo pozitívne prispela k rastu v oboch regiónoch, hoci je ťažké odvodiť presné porovnanie.⁸ Na vrchole pandémie v roku 2020 pomohla diskrečná politická reakcia tmiť účinky pandemického šoku. Stimul (vyjadrený zmenou cyklicky upraveného primárneho salda v roku 2020 v porovnaní s rokom 2019) bol v oboch regiónoch značný, hoci silnejší v Spojených štátoch (vyše 5 % HDP) ako v eurozóne (4 % HDP) (graf E). Pokiaľ ide o zloženie, plošné a pomerne rozsiahle opatrenia týkajúce sa príjmov domácností v Spojených štátoch podporili súkromnú spotrebu, kým fiškálne stimuly v eurozóne boli zamerané viac na podporu zamestnanosti, a to aj prostredníctvom programov na udržanie pracovných miest.⁹ Fiškálna pozícia sa v rokoch 2021 a 2022 sprísnila v oboch regiónoch, no viac v Spojených štátoch ako v eurozóne.¹⁰ V roku 2022, keď v eurozóne začala vznikať energetická kríza, vlády prijali rozsiahle opatrenia na zníženie cien energií a podporu príjmov vo výške takmer 2 % HDP. Fiškálna pozícia v Spojených štátoch sa zároveň výrazne viac konsolidovala, čo okrem iných faktorov

⁸ Porovnateľné odhady rozsahu a štruktúry diskrečných opatrení (nad rámec fiškálnej politiky), ako aj ich vplyvu na rast nie sú priamo dostupné. Viac informácií o eurozóne je v boxe s názvom *The impact of discretionary fiscal policy measures on real GDP growth from 2020 to 2022*, ktorý je súčasťou článku *The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area*, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2023. Odhaduje sa, že vplyv diskrečných opatrení fiškálnej politiky na rast za rok 2023 bude mierne negatívny.

⁹ Viac v boxe s názvom *Hospodársky vývoj v eurozóne a Spojených štátoch v roku 2020*, *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2021. Analýza eurozóny sa nachádza aj v boxe s názvom *Systémy skráteného pracovného času a ich vplyv na mzdy a disponibilný príjem*, *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2020.

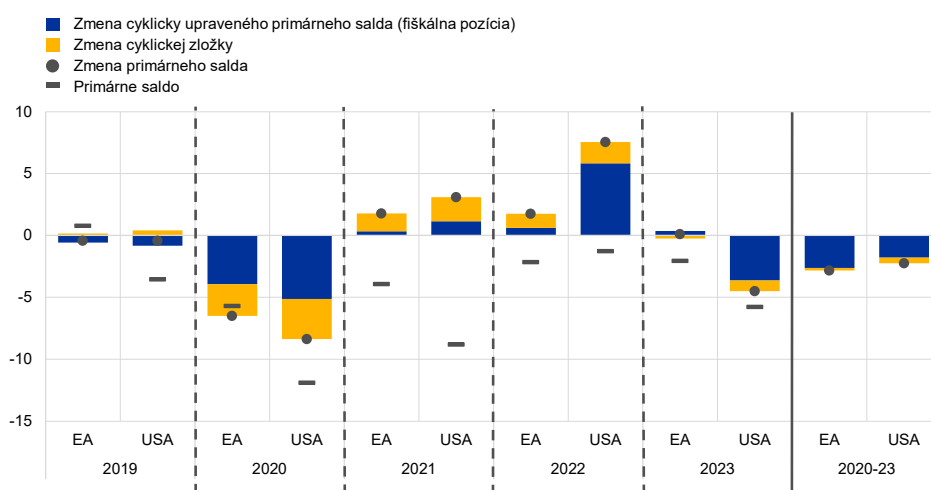
¹⁰ V eurozóne aj v roku 2021 pokračovali diskrečné stimulačné opatrenia, najmä pokiaľ ide o spotrebu verejnej správy (vrátane výdavkov na zdravotnú starostlivosť) a dotácie (programy na udržanie pracovných miest a iná podpora firiem). K sprísneniu fiškálnej politiky (graf E) prispeli významné nediskrečné faktory, najmä neočakávané príjmy.

odrážalo aj rušenie podporných opatrení z obdobia pandémie. V roku 2023 sa fiškálna pozícia v Spojených štátoch opäť uvoľnila v dôsledku výpadku príjmov z dane z kapitálových výnosov, ako aj pre diskrečné opatrenia vrátane opatrení podľa zákona o znižovaní inflácie na podporu investícií do výroby. Celkovo možno konštatovať, že hoci kumulatívny fiškálny impulz v rokoch 2020 – 2023 bol v oboch regiónoch podobný, v eurozóne reagoval na šoky, ktoré boli výraznejšie. Okrem toho, vzhľadom na podstatne vyšší primárny deficit v Spojených štátoch pred pandemiou (a zotrvačnosť vo výdavkoch) Spojené štáty počas tohto obdobia nahromadili oveľa väčší primárny deficit (a dlh) ako eurozóna, najmä v rokoch 2020, 2021 a 2023.¹¹

Graf E

Fiškálny impulz – príspevok fiškálnej pozície a cyklických podmienok – a celkové primárne saldá

(v p. b. HDP, v % HDP)



Zdroj: Svetový hospodársky výhľad MMF z apríla 2024.

Poznámka: Fiškálna pozícia je náhradou za diskrečnú reakciu fiškálnej politiky. Fiškálny impulz (zmena primárneho salda) navyše zahŕňa automatické stabilizátory (zmena cyklickej zložky). Záporné (kladné) zmeny predstavujú fiškálne uvoľňovanie (sprísňovanie). Posledný panel zobrazuje kumulatívne zmeny za obdobie 2020 – 2023. Primárne saldo je vyjadrené ako percentuálny podiel HDP. Výsledok za rok 2023 je predbežný a môže sa revidovať. EA znamená eurozóna.

Pokiaľ ide o menovú politiku, údaje o jej relatívnom vplyve v týchto dvoch

regiónoch sú nejednoznačné. Oba regióny zaznamenali zhruba podobnú mieru sprísňovania menovej politiky a silný prenos do úrokových sadzieb úverov v súkromnom sektore. Vplyv na jednotlivé zložky výdavkov bol však rôzny.¹² Prenos zmien menovej politiky je sprevádzaný vysokou mierou neistoty¹³ a do značnej miery závisí od existujúcich finančných štruktúr, pričom eurozóna sa v porovnaní so Spojenými štátmi napríklad vyznačuje nižším podielom hypotekárnych úverov s pevnou úrokovou sadzbou, nižším zadlžením podnikov, menej významným

¹¹ Podľa svetového hospodárskeho výhľadu MMF z apríla 2024 predstavovali kumulatívne primárne deficity v rokoch 2020 – 2023 v Spojených štátoch 28 % HDP, kým v eurozóne to bolo 14 % HDP. Za rovnaké obdobie sa pomer verejného dlhu k HDP v Spojených štátoch zvýšil o 14 percentuálnych bodov (na 122,1 % v roku 2023) v porovnaní s 5 percentuálnymi bodmi v eurozóne (na 88,6 % v roku 2023). Údaje za rok 2023 sú zatiaľ predbežné a môžu sa revidovať.

¹² Viac v prednáške [The analytics of the monetary policy tightening cycle](#), Philip R. Lane, člen Výkonnej rady ECB, Stanford, 2. máj 2024.

¹³ Viac v prejave [The transmission of monetary policy](#), Philip R. Lane, člen výkonnej rady ECB, New York, 11. október 2022.

vplyvom bohatstva¹⁴, ako aj vyššou závislosťou od bankového systému. Existujú určité dôkazy napríklad o tom, že prenos v eurozóne bol významnejší pri podnikových investíciách, kým v Spojených štátoch bol väčší vplyv na investície do nehnuteľností na bývanie.¹⁵ Okrem toho menovopolitické šoky v USA majú zvyčajne výrazne nepriaznivý vplyv na finančné podmienky a reálnu aktivitu eurozóny, zatiaľ čo menovopolitické šoky v eurozóne nemajú podobný vplyv na Spojené štáty.¹⁶

Pokiaľ ide o ďalší vývoj, najnovšie makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu naznačujú menší rastový diferenciál medzi eurozónou a Spojenými štátmi v nasledujúcich dvoch rokoch. Na rozdiel od Spojených štátov, v eurozóne sa očakáva zrýchlenie rastu reálneho HDP vďaka relatívne vyššej spotrebe.¹⁷ Predpokladá sa tiež, že rozdiel v raste produktivity sa zmenší, pričom v eurozóne dôjde k výraznejšiemu oživeniu produktivity práce, čiastočne v dôsledku určitého cyklického uvoľňovania nahromadenej pracovnej sily.

¹⁴ Údaje sektorových účtov vykazujú vyšší podiel finančného bohatstva a vyššiu tendenciu konzumovať toto bohatstvo v Spojených štátoch než v eurozóne. Viac v boxe s názvom [Spotrebný impulz úspor z obdobia pandémie – záleží na zložení?](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2023.

¹⁵ Viac v boxe s názvom [Monetary policy and housing investment in the euro area and the United States](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023.

¹⁶ Ca' Zorzi, M. et al., [Making Waves: Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission in a Globalized World](#), *International Journal of Central Banking*, jún 2023.

¹⁷ [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, jún 2024](#), zverejnené 6. júna 2024 na internetovej stránke ECB.

2 Poznatky z konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch – čo sa môžeme naučiť z vnímania rizík a zo sentimentu firiem?

Malin Andersson, Juliette Guillotin a Pedro Neves

V tomto boxe sa hodnotia vnímané riziká a sentiment na základe údajov z konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch.¹ Pomocou textovej analýzy konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch uskutočnených veľkými firmami v eurozóne odvodzujeme aktuálne ukazovatele vnímania špecifických rizík zo strany firiem, ako aj indexy dopytového a ponukového sentimentu. Táto analýza je informatívna najmä pri posudzovaní toho, ako firmy vnímajú dôsledky závažných globálnych šokov.

Pri textovom vyhľadávaní sa slová z množiny synonym priradujú k prepisom konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch, čo umožňuje zostavenie indexov rizika a sentimentu so štvrťročnou periodicitou.² Vybrané riziká konkrétne súvisia s pandemiou COVID-19, geopolitikou, infláciou, menovou politikou, finančnými podmienkami a ponukovými obmedzeniami. Výsledný agregovaný index rizika eurozóny dobre koreluje s ukazovateľom ekonomickej neistoty Európskej komisie (v jej mesačných podnikateľských a spotrebiteľských prieskumoch), zatiaľ čo indexy dopytového a ponukového sentimentu sa pohybujú paralelne s dopytom a zariadeniami ako faktormi obmedzujúcimi výrobu (v štvrťročných podnikateľských a spotrebiteľských prieskumoch).³

Podľa konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch je vnímanie rizika zo strany firiem v eurozóne stále vyššie ako v iných krajinách. Eurozóna bola zvlášť vystavená veľkým šokom, ktoré v posledných rokoch zasiahli globálnu ekonomiku, a pocítila s tým súvisiace silné hospodárske dôsledky. Agregované vnímanie rizika zo strany väčších firiem – zachytené v indexoch rizika odvodených z konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch – prudko vzrástlo súčasne

¹ Konferenčný hovor o hospodárskych výsledkoch je konferenčný hovor (zvyčajne raz za štvrťrok) medzi predstavenstvom spoločnosti kótovanej na burze, investormi, analytikmi a novinármi, v rámci ktorého sa diskutuje o finančných výsledkoch spoločnosti. Výsledky analýzy za prvý štvrťrok 2024 zahŕňajú celkovo 6 072 firiem, z ktorých 563 má sídlo v eurozóne. Ďalšie informácie sú k dispozícii na internetovej stránke [NL Analytics](#). Viac v boxe s názvom [Konferenčné hovory o hospodárskych výsledkoch: nové údaje o ziskoch, investíciách a podmienkach financovania podnikov](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2023; a v Hassan, T. A., Schreger, J., Schwedeler, M. a Tahoun A., [Sources and Transmission of Country Risk](#), *NBER Working Paper*, No 29526, november 2021.

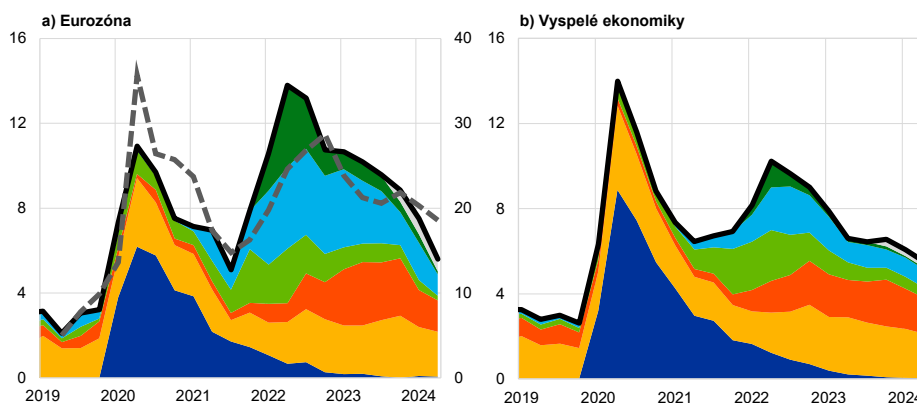
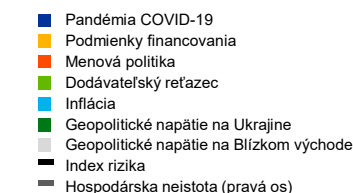
² Napriek tomuto spoločnému pohybu sa „neistota“ líši od „rizika“ v tom zmysle, že neistota vzniká vtedy, keď sú informácie potrebné na predpovedanie a prognózovanie vývoja buď nedostatočné alebo nedostupné, kým riziko sa spája s ekonomickou pravdepodobnosťou, že dôjde k určitému ekonomickému javu. Riziko možno považovať za dôsledok neistoty, takže všetky riziká zahŕňajú neistotu, no nie všetky neisté situácie sú charakterizované ako rizikové situácie; viac v Park, K. F. a Shapira, Z., Risk and Uncertainty, v Augier, M. a Teece, D. J. (eds.), *The Palgrave Encyclopaedia of Strategic Management*, 2017; a box s názvom [Vplyv rastúcej neistoty na hospodársku aktivitu v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2020.

v eurozóne aj ďalších vyspelých ekonomikách tak v čase prvej vlny pandémie, ako aj v čase neodôvodnenej invázie Ruska na Ukrajinu. No s výnimkou vrcholiacej pandémie sa riziká vnímali v eurozóne výraznejšie ako inde (graf A). Pandémia napríklad viedla k bezprecedentným ponukovým obmedzeniam vo výrobnom priemysle eurozóny a ruská invázia na Ukrajinu výrazne prispela k inflácii cien komodít a celkovej inflácii. Taktiež riziká spojené so sprísňovaním menovej politiky v priebehu roka 2022 boli v eurozóne vnímané ako väčšie. V prvom polroku 2024 bol index rizika výrazne nad úrovňou z roku 2019, bol však stále nižší ako predchádzajúce maximum (graf A). Firmy v eurozóne v súčasnosti vnímajú riziká spojené s infláciou a menovou politikou ako zvýšené, ale klesajúce. Vnímanie rizika súvisiaceho so stranou ponuky a s vojnou Ruska proti Ukrajine sa zmiernilo, no stále pretrváva. Vnímané riziká prameniace z napätia na Blízkom východe sú zatiaľ okrajové. Zdá sa, že podmienky financovania (odlišné od menovej politiky) sú pre firmy stále prítomným rizikom, ktoré sa prejavovalo aj pred pandemiou, no v súčasnosti je o niečo väčšie.

Graf A

Indexy rizík – vnímanie niektorých hlavných makroekonomických rizík firmami

(% všetkých viet týkajúcich sa rizika; čisté percentuálne zostatky)



Zdroj: NL Analytics, Európska komisia (DG ECFIN) a výpočty ECB.

Poznámka: Riziko odráža frekvenciu, s akou sa v konferenčných hovoroch firiem o hospodárskych výsledkoch vyskytujú slová ako „riziko“ a pod. spolu so synonymami slov *pandémia COVID-19* (koronavírus, COVID-19, riziko COVID-19, kríza COVID); *podmienky financovania* (finančný A (kríza ALEBO nestabilita ALEBO volatilita)), platobná neschopnosť, konkurz*, štátny dlh, likvidita, úver, požičiat*, finančné náklady*, náklady na financovanie*, úverová kapacita, dostupnosť úverov, podmienky financovania, požičiavanie si*); *menová politika* (úroková sadzba*, menový, Federálny rezervný systém, Fed, Európska centrálna banka, ECB, FOMC, Bank of China, centrálna banka, menový orgán); *dodávateľský reťazec* (dodávateľský reťazec, obmedzenie dodávateľského reťazca, obmedzenie, prerušenie dodávok, nedostatok dodávok, ponukové obmedzenie, ponukový šok, obmedzenie dodávok, obmedzená ponuka, riziko dodávateľského reťazca); *inflácia* (inflácia); *geopolitické napätie na Ukrajine* ((Ukrajina* ALEBO Rusko*) A (vojna ALEBO invázia ALEBO konflikt ALEBO geopolitika* ALEBO násilie ALEBO kríza ALEBO vojenský ALEBO napätie*)), Rusko* A plyn); *geopolitické napätie na Blízkom východe* (Gaza, Izrael, Hamas, Palestína, Palestínčania, Izraelčania, Libanon*, húslovía*, Irán, Jemen, Blízky východ A (konflikt ALEBO vojna ALEBO násilie ALEBO napätie* ALEBO kríza ALEBO invázia ALEBO vojenský ALEBO geopolitika*)), Červené more, Suezský prieplav). Firmy v eurozóne predstavujú približne 8 % celkovej vzorky. Spomedzi ostatných vyspelých ekonomik tvoria americké firmy 61 % vzorky, britské firmy 3 % a firmy z iných vyspelých ekonomik 15 % (vrátane Kanady, Austrálie, Nového Zélandu, Japonska, Južnej Kórey, Nórska, Švajčiarska a členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny). Posledné údaje sú za druhý štvrtrok 2024 v prípade konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch (uskutočnených do 31. mája) a za máj v prípade indexu neistoty.

Prepisy konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch sa môžu použiť aj na odvodenie indexov sentimentu medzi firmami. Tieto indexy poskytujú

kombinovaný aktuálny (nowcast) a krátkodobý pohľad na hospodársky cyklus eurozóny, keďže vedúci pracovníci často vyjadrujú nielen svoje názory na vyhliadky spoločnosti, ale aj svoje hodnotenie hospodárskeho cyklu a jeho výhľadu na sektorovej i makroekonomickej úrovni. Indexy dopytového a ponukového sentimentu preto pomáhajú včas odhaliť zmeny v hospodárskom cykle eurozóny. Táto metóda poskytuje doplnkový prístup (ako aj konzistentné posolstvo) k iným spôsobom identifikácie ponukových a dopytových šokov ovplyvňujúcich HDP, ako sú napríklad tie, ktoré sú založené na štrukturálnych vektorových autoregresných modeloch.⁴

Dopytový sentiment a ponukový sentiment sa celkovo normalizovali (graf B).

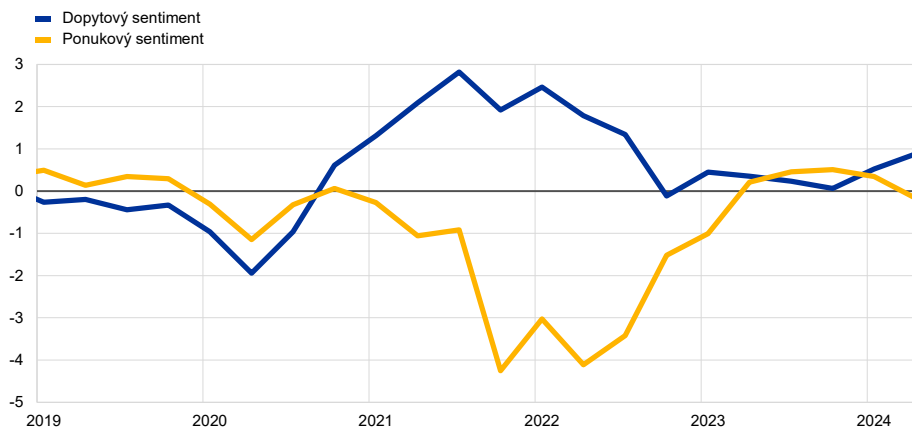
Podmienky dopytu v eurozóne – ilustrované indexom dopytového sentimentu na základe konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch – sa v roku 2023 vrátili na svoj historický priemer. Dopytový sentiment bol zvlášť vysoký v rokoch 2021 a 2022, keď sa ekonomika znovu otvorila po pandémie. V druhom polroku 2022 začal klesať a v priebehu roka 2023 sa ďalej mierne zhoršil v súlade s rastom reálneho HDP, ktorý sa blížil k nule. V prvom polroku 2024 sa dopytový sentiment zatiaľ opäť zlepšoval, čo je v súlade s oživením aktivity v prvom štvrtroku 2024. Pokiaľ ide o ponuku, index sentimentu v rokoch 2021 a 2022 výrazne klesol v dôsledku vzniku vážnych ponukových obmedzení a narušení dodávateľských reťazcov v kontexte väčšieho dopytu spojeného s opätovným otvorením ekonomiky. Začiatkom roka 2023 výrazne stúpol a na konci roka prekročil svoj historický priemer, čo bolo v súlade s vyriešením ponukových obmedzení. V prvej polovici roka 2024 mierne klesol, ale zostal blízko svojho historického priemeru, čo naznačuje, že napätie na Blízkom východe výrazne nezaťažilo firmami vnímané podmienky ponuky. Tento obraz sa zhoduje s výsledkami podnikateľského a spotrebiteľského prieskumu Európskej komisie za druhý štvrtrok 2024, z ktorých vyplýva, že význam zariadení ako faktora obmedzujúceho výrobu sa mierne zvýšil a že dopyt je vnímaný ako všeobecne podporujúci výrobu.

⁴ Viac v boxe 3 článku s názvom [The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, 2023; a v Ruch, F. U. a Taskin, T., *Global Demand and Supply Sentiment: Evidence From Earnings Calls*, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 86, No 2, apríl 2024.

Graf B

Indexy sentimentu dopytu a ponuky v eurozóne

(Z-skóre)



Zdroj: NL Analytics a výpočty ECB.

Poznámka: Čistý sentiment odráža frekvenciu, s akou sa v konferenčných hovoroch firiem o hospodárskych výsledkoch vyskytujú slová pre *dopyt* (dopyt) a *ponuku* (dodávateľský reťazec, obmedzenie dodávateľského reťazca, obmedzenie, prerušenie dodávok, nedostatok dodávok, ponukové obmedzenie, ponukový šok, obmedzenie dodávok, obmedzená ponuka, riziko dodávateľského reťazca). Z-skóre sa vypočíta tak, že sa od každého údajového bodu odpočíta historický priemer a následne sa tieto upravené hodnoty vydedia štandardnou odchýlkou. Najnovšie údaje sú za druhý štvrťrok 2024 (konferenčné hovory uskutočnené do 31. mája).

Vyššie ziskové marže pomohli firmám hromadiť pracovnú silu

Vasco Botelho

ECB pomocou ukazovateľa hromadenia pracovnej sily meria podiel firiem, ktoré napriek zhoršeniu svojho špecifického výhľadu neznižili počet zamestnancov. Tento ukazovateľ bol prvýkrát vytvorený na základe prieskumu ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE) v eurozóne. Ukazovateľ hromadenia pracovnej sily možno rozdeliť na dve marže: maržu aktivity zachytávajúcu podiel firiem, ktoré zaznamenali zhoršenie svojho špecifického výhľadu, a maržu zamestnanosti vyjadrujúcu podiel firiem, ktoré neznižili počet zamestnancov napriek tomu, že vykázali zhoršenie svojho výhľadu. Marža aktivity vyjadruje, do akej miery nepriaznivé šoky ovplyvňujú výhľad firiem v eurozóne, kým marža zamestnanosti odráža schopnosť firiem udržať si zamestnancov v čase nepriaznivého šoku.¹

V prvom štvrtroku 2024 zostal podiel firiem hromadiacich pracovnú silu nad úrovňou pred pandémie (graf A).² Ukazovateľ hromadenia pracovnej sily bol v prvom štvrtroku 2024 na úrovni 22,2 %, čo je relatívne vysoká úroveň v porovnaní s predpandemickým priemerom 12,7 % (za obdobie od tretieho štvrtroka 2014 do tretieho štvrtroka 2019). Z tohto ukazovateľa vyplýva, že významný podiel firiem (30,2 %) zaznamenal v predchádzajúcich šiestich mesiacoch zhoršenie svojho hospodárskeho výhľadu. Z týchto firiem sa 73,5 % vyhlo zníženiu počtu zamestnancov počas tohto obdobia. Schopnosť firiem udržať si pracovníkov sa v prvom štvrtroku 2024 mierne znížila, zo 76,1 % v treťom štvrtroku 2023, zostáva však okolo priemernej úrovne zaznamenatej pred pandémiou. Marža aktivity tak v porovnaní s obdobím pred pandémiou výrazne vzrástla, kým marža zamestnanosti zostala zhruba nezmenená.

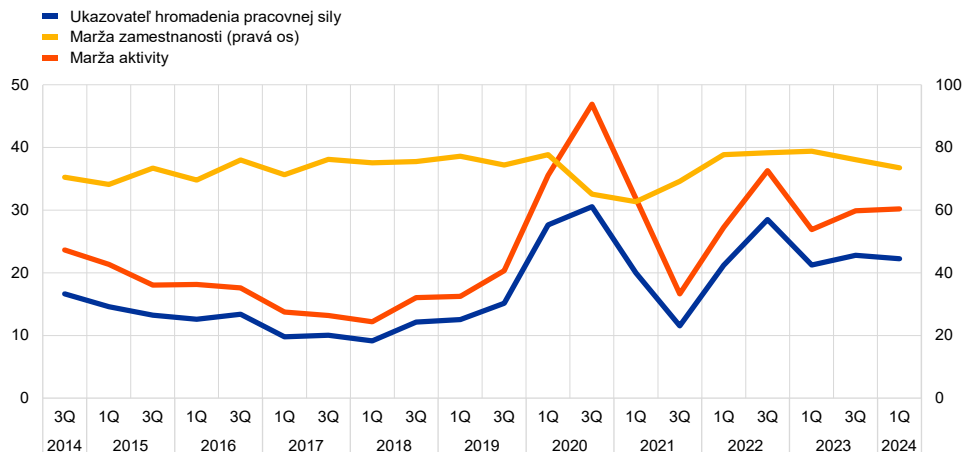
¹ Špecifický výhľad firmy sa posudzuje v odpovedi na otázku „Povedali by ste, že v prípade každého z nasledujúcich faktorov sa [skúsenosti a názory vášho podniku] za posledných šesť mesiacov zlepšili, zostali nezmenené, alebo sa zhoršili?“ a na základe faktora „Špecifický výhľad vášho podniku s ohľadom na váš obrat a ziskovosť alebo obchodný plán“. Keďže táto otázka je kvalitatívna, mohla by naznačovať, že výhľad firmy zostal priaznivý.

² Okrem nárastu hromadenia pracovnej sily bol vývoj zamestnanosti podporený aj poklesom reálnych miezd. Tomuto faktoru sa podrobnejšie venuje box s názvom Faktory rastu zamestnanosti v eurozóne po pandémii – modelová perspektíva, v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

Graf A

Ukazovateľ hromadenia pracovnej sily

(podiel firiem, v %)



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

Poznámka: Ukazovateľ hromadenia pracovnej sily predstavuje podiel firiem, ktoré napriek zhoršeniu špecifického výhľadu firmy neznížili počet zamestnancov. Marža aktivity zachytáva podiel firiem, ktoré čelili zhoršeniu svojho špecifického výhľadu v predchádzajúcom šesťmesačnom období, zatiaľ čo marža zamestnanosti vyjadruje podiel firiem, ktoré neznížili počet zamestnancov, zo všetkých firiem, ktoré v rovnakom období vykázali zhoršenie svojho výhľadu. Vlny z prvého štvrťroka pokrývajú apríl až september; vlny z tretieho štvrťroka pokrývajú apríl až september.

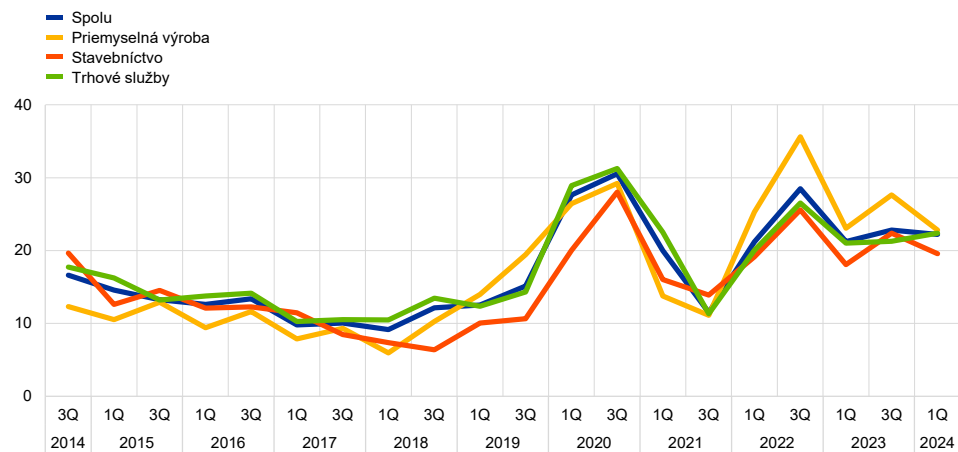
Ukazovateľ hromadenia pracovnej sily sa v porovnaní s úrovňami pred začiatkom pandémie vo všeobecnosti zvýšil, najvýraznejšie v prípade priemyselnej výroby (graf B).

V prvom štvrťroku 2024 bol ukazovateľ hromadenia pracovnej sily na úrovni 22,8 % v priemyselnej výrobe, 19,6 % v stavebníctve a 22,4 % v sektore trhových služieb. Hromadenie pracovnej sily zostalo vo všetkých odvetviach výrazne vysoké v porovnaní s obdobím pred pandemiou, keď tieto tri sektory mali priemernú úroveň 11,2 %, 11,4 % a 13,3 %. Nedávno, po prudkom náraste cien energií, bol nárast hromadenia pracovnej sily najvýraznejší vo výrobnom sektore, kde v treťom štvrťroku 2022 dosiahol vrchol na úrovni 35,6 %. V reakcii na zhoršujúce sa podnikateľské podmienky hromadili pracovnú silu aj firmy v iných sektoroch, pričom 25,6 % firiem v stavebníctve a 26,5 % firiem v sektore trhových služieb uviedlo, že po zhoršení svojho hospodárskeho výhľadu neznížili počet zamestnancov.

Graf B

Ukazovatele hromadenia pracovnej sily v sektoroch

(podiel firiem, v %)



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

Poznámka: Sektorový ukazovateľ hromadenia pracovnej sily predstavuje podiel firiem, ktoré napriek zhoršeniu svojho špecifického výhľadu neznížili počet zamestnancov, spomedzi všetkých firiem v danom sektore ekonomickej činnosti.

Ziskové marže firiem sa s oživením po pandémie výrazne zvýšili a v roku 2022 boli na najvyššej úrovni za desaťročie (graf C).³

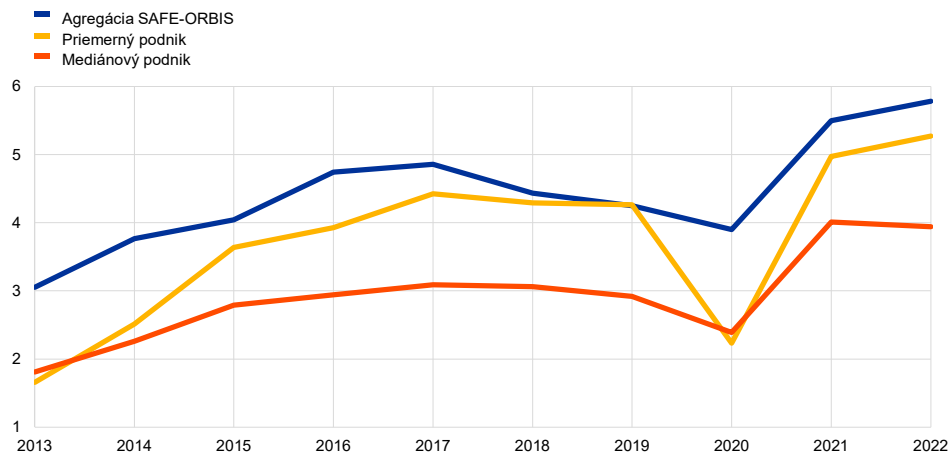
Ziskové marže firiem (pred zdanením) vzrástli z priemerných 4,3 % prevádzkových výnosov v období rokov 2014 – 2019 na približne 5,8 % v roku 2022. Na úrovni firiem bol podobný nárast pozorovaný pri priemerných a mediánových firmách. Pre priemernú firmu sa ziskové marže zvýšili z 3,8% v rokoch 2014 – 2019 na 5,3 % v roku 2022, kým pre mediánovú firmu stúpili z 2,8 % v rokoch 2014 – 2019 na 3,9 % v roku 2022.

³ Informácie získané zo SAFE dopĺňame informáciami z firemných súvah za predchádzajúci rok získanými z databázy ORBIS. Ziskové marže sú definované ako pomer ziskov firmy pred zdanením k jej prevádzkovým výnosom. Rast ziskových marží za roky 2021 a 2022 v súbore údajov SAFE-ORBIS je v súlade s nárastom jednotkových ziskov zaznamenaným na makroúrovni, hoci nie je priamo porovnateľný. Súvahové záznamy sa v databáze ORBIS zverejňujú s časovým odstupom; posledné údaje o ziskových maržiach zo SAFE-ORBIS v našej analýze sú z roku 2022.

Graf C

Ziskové marže firiem v priebehu času

(v %)



Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE) a ORBIS agentúry Moody's.
Poznámka: Agregovaná zisková marža SAFE-ORBIS sa vypočíta sčítaním ziskov pred zdanením a výnosov všetkých firiem v každom súvahovom roku ORBIS pred výpočtom pomeru ziskovej marže. Súvahové záznamy sa v databáze ORBIS zverejňujú s časovým odstupom; posledné údaje o ziskových maržách v našej analýze sú z roku 2022.

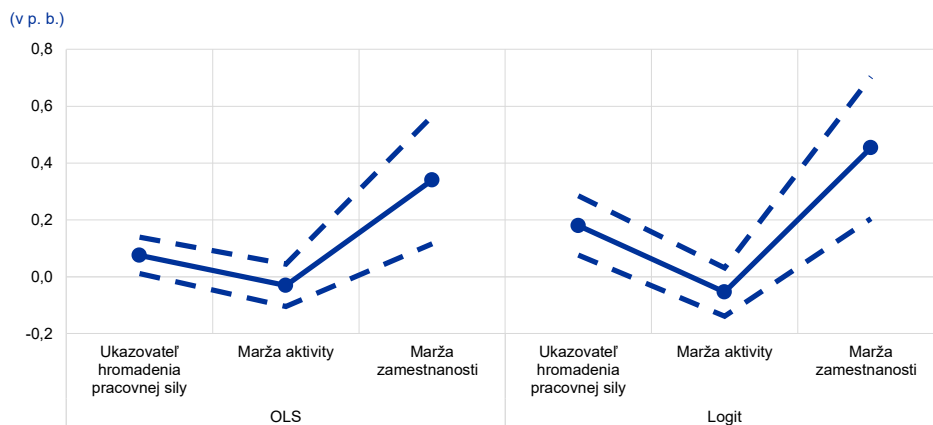
Odhaduje sa, že vyššie ziskové marže zlepšili schopnosť firiem hromadiť pracovnú silu v prípade nepriaznivého šoku ohrozujúceho ich hospodársky výhľad (graf D). S cieľom odhadnúť vzťah medzi ziskovými maržami a hromadením pracovnej sily sa vykonávajú regresie na úrovni firiem.⁴ Odhaduje sa, že zvýšením ziskovej marže firmy o 1 percentuálny bod sa podiel firiem hromadiacich pracovnú silu v reakcii na zhoršujúci sa výhľad zvýši približne o 0,2 percentuálneho bodu. Nárast hromadenia pracovnej sily je spôsobený maržou zamestnanosti, ktorá sa podľa odhadov zvýši približne o 0,4 percentuálneho bodu, zatiaľ čo marža aktivity zostane podľa odhadov vyššou ziskovou maržou celkovo neovplyvnená.⁵ To znamená, že rast ziskových marží pomohol firmám vyhnúť sa zníženiu počtu zamestnancov po tom, čo ich zasiahli šoky, ktoré po pandémie zhoršili ich hospodársky výhľad.

⁴ Tieto regresie zahŕňajú fixné účinky na úrovni firmy s cieľom zohľadniť nepozorovateľné charakteristiky firmy, ako aj časovo fixné účinky, ktoré zohľadňujú zmeny v hospodárskom cykle aj meniace sa zloženie firiem v jednotlivých vlnách prieskumu SAFE.

⁵ Treba zdôrazniť, že rozhodnutie firiem hromadiť pracovnú silu je racionálne a v súlade s dlhodobými cieľmi maximalizácie zisku. Firmy, ktoré maximalizujú zisk, sa rozhodnú hromadiť pracovnú silu, ak náklady na prepúšťanie, opätovné zamestnávanie a zaškolenie prevyšujú náklady na udržanie zamestnancov.

Graf D

Vplyv zvýšenia ziskovej marže firmy o 1 percentuálny bod na hromadenie pracovnej sily



Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE) a ORBIS agentúry Moody's.
Poznámka: Vplyv zmeny ziskovej marže firmy sa odhaduje pomocou metód panelových údajov regresiou ukazovateľa hromadenia pracovnej sily firmy na: i) ziskovú maržu firmy za predchádzajúci účtovný rok, ii) časový účinok na zohľadnenie zmeny v hospodárskom cykle a iii) fixné účinky špecifické pre firmu. Model obyčajných najmenších štvorcov (ordinary least-squares – OLS) má časovo premenlivé váhy firiem. Model logit má pevné váhy na úrovni firmy.

Vplyv vyšších ziskových marží na hromadenie pracovnej sily bol rozšírený naprieč sektormi, ale najvýraznejší bol v stavebníctve. Odhadovaný vplyv vyššej ziskovej marže na ukazovateľ hromadenia pracovnej sily predstavuje 0,1 percentuálneho bodu v sektore priemyselnej výroby, 0,5 percentuálneho bodu v stavebníctve a 0,2 percentuálneho bodu v sektore trhových služieb. Zatiaľ čo celkové zmeny v hromadení pracovnej sily boli vo všetkých odvetviach spôsobené najmä vonkajšími šokmi, ktoré zhoršili hospodársky výhľad firiem, pozorované vysoké ziskové marže zostali dôležitým faktorom pomáhajúcim firmám udržať si zvýšenú schopnosť hromadiť pracovnú silu.

Zníženie ziskových marží môže mať vplyv na rast zamestnanosti v nasledujúcom období.⁶ Vysoké ziskové marže z rokov 2021 a 2022 sa začínajú normalizovať smerom k úrovniam pred pandémiou. Klesajúce ziskové marže budú preto pravdepodobne jedným z možných faktorov znižujúcich priestor firiem na hromadenie pracovnej sily. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, očakáva sa, že rast zamestnanosti budú podporovať menej ako doteraz.

⁶ Nedávny vývoj hromadenia pracovnej sily mal vplyv aj na produktivitu práce, ako sa uvádza v Arce, O. a Sondermann, D., [Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#), *The ECB Blog*, 6. máj 2024.

Faktory rastu zamestnanosti v eurozóne po pandémii – modelová perspektíva

Agostino Consolo a Claudia Feroni

Pri podpore rastu zamestnanosti v eurozóne po pandémii bola kľúčová úprava reálnych miezd. V tomto boxe sa skúma vývoj rastu zamestnanosti po skončení pandémie s dôrazom na obdobie od začiatku roka 2022. V hospodárskom prostredí s veľmi vysokými cenami energií za povšimnutie stál silný rast zamestnanosti v porovnaní s hospodárskou aktivitou. Mechanizmus úpravy bol odlišný od mechanizmu zaznamenaného po energetickej kríze v 70. rokoch 20. storočia, keď sa reálne mzdy podstatne zvýšili a predstihli rast produktivity. Reálne mzdy od začiatku roka 2022, naopak, klesli viac ako produktivita, čo firmám poskytlo flexibilitu v maržiaciach, a tým pomohlo udržať tvorbu pracovných miest v čase nedostatku kvalifikovanej pracovnej sily. Nasledujúca empirická analýza objasňuje hlavné faktory stojace za nedávnym rastom zamestnanosti.

Od konca pandémie je dynamika zamestnanosti v eurozóne výrazne silnejšia ako hospodárska aktivita (graf A, panel a).¹ Rast zamestnanosti bol od prvého štvrťroka 2022 z historického hľadiska mimoriadne silný. Jedným zo spôsobov, ako preskúmať dynamiku zamestnanosti, je využitie Okunovho zákona a vzťahu medzi rastom zamestnanosti a hospodárskym rastom.² Podľa empirických odhadov tohto vzťahu pre eurozónu by zamestnanosť mala v krátkodobom aj dlhodobom horizonte rásť približne polovičným tempom v porovnaní s reálnym HDP³ (jednoduché odhady Okunovej elasticity sa pohybujú medzi 0,2 a 0,5). Miesto toho sa rast zamestnanosti od prvého štvrťroka 2022 výrazne zmenil a v poslednom čase prebehol rast reálneho HDP. Nemožno to pripísať výlučne oživeniu po pandémii, keďže k zmene došlo už koncom roka 2021.

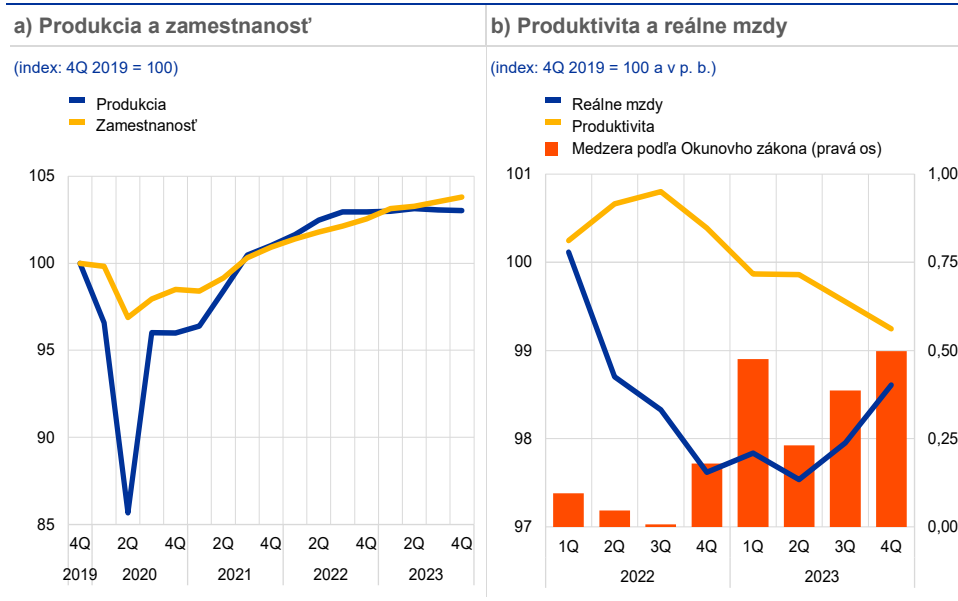
¹ Podrobný prehľad trhu práce v eurozóne, ktorý dopĺňa výsledky uvedené v tomto boxe, je v boxe s názvom [Pracovná sila v eurozóne: najnovší vývoj a hybné sily](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2023; v Arce, O., Consolo, A., Dias da Silva, A. a Mohr, M., [More jobs but fewer working hours](#), *ECB Blog*, 7. jún 2023; a v boxe s názvom [Úloha zamestnanosti vo verejnom sektore počas krízy spôsobenej pandemiou COVID-19](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2022.

² Prehľad sa nachádza v Ball, L., Leigh, D. a Loungani, P., *Okun's Law: Fit at 50?*, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 49, Issue 7, 2017, s. 1413 – 1441.

³ Anderton, R., Arank, T., Bonthuis, B. a Jarvis, V., *Disaggregating Okun's law*, *Working Paper Series*, No 1747, ECB, Frankfurt am Main, december 2014.

Graf A

Okunov zákon, produktivita a reálne mzdy



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Panel b zobrazuje reálne mzdy deflované deflátorom súkromnej spotreby. Pri použití deflátoru HDP zostáva medzera medzi produktivitou a reálnymi mzdami kladná, ale kvantitatívne je menšia a v poslednom štvrtroku 2023 sa uzatvorí. Produktivita sa meria ako produkcia na pracovníka. Červené stĺpce znázorňujú odchýlky (v percentuálnych bodoch) od Okunovho zákona. Posledné údaje sú zo štvrtého štvrtroka 2023.

Tvorbu pracovných miest podporovali reálne mzdy, ktoré klesli viac ako

produktivita. Na rozdiel od vývoja v 70. rokoch prešli reálne mzdy po energetickej kríze v roku 2022 výraznejšou úpravou ako produktivita práce, čo podporilo tvorbu pracovných miest (graf A, panel b). Otvorenie medzery medzi rastom reálnych miezd a rastom produktivity posunulo rast zamestnanosti nad mieru zodpovedajúcu jej historickému vzťahu k HDP, teda v súlade s tým, čo by predpovedala veľká kladná medzera podľa Okunovho zákona. Takáto úprava reálnych miezd je nielen dôvodom na vytváranie pracovných miest, ale môže tiež obmedziť ich rušenie tým, že v čase vysokej ziskovosti firiem a nedostatku kvalifikovaných pracovníkov na trhu práce zvyšuje hodnotu existujúcich vzťahov firiem s pracovníkmi (čo podporuje hromadenie pracovnej sily).⁴

Pri pohľade cez optiku empirického modelu Okunovho zákona zistíme, že výkyvy dopytu a úpravy reálnych miezd po energetickej kríze pomohli oddeliť rast zamestnanosti od dynamiky produkcie.

Na vysvetlenie kľúčových faktorov vedúcich k výkyvom zamestnanosti sa použil štruktúrny bayesovský vektorový autoregresný model (BVAR) pozostávajúci z agregátneho dopytového šoku a troch agregátnych ponukových šokov (neutrálny technologický šok, šok z faktorovej

⁴ Viac o úlohe ziskovosti je v boxe s názvom Vyššie ziskové marže pomohli firmám hromadiť pracovnú silu, v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

substitúcie a šok špecifický pre trh práce).⁵ Neutrálny technologický šok možno chápať ako pokles celkovej faktorovej produktivity, ktorý spôsobuje proporcionálny pokles využívania kapitálu a práce a zvyčajne zahŕňa aj iné narušenia, ako napríklad obmedzenia v globálnych dodávateľských reťazcoch.⁶ Šok z faktorovej substitúcie zasa zachytáva priamu substitúciu medzi prácou a inými výrobnými vstupmi, nielen kapitálom. Vzhľadom na veľký nárast cien energií a medzivstupov je prirodzené predpokladať, že v hre sú aj účinky prerozdelenia a substitúcie.⁷ Kvantitatívna relevantnosť jednotlivých faktorov sa meria aplikáciou modelu na údaje. Graf B znázorňuje historické rozdelenie príspevkov týchto štyroch šokov k rastu produkcie a zamestnanosti. Od začiatku roka 2022 bol príspevok neutrálnych technologických šokov (červený stĺpec) prevažne záporný pre produkciu aj zamestnanosť, čo odráža predovšetkým globálne ponukové obmedzenia. Šok z faktorovej substitúcie (zelený stĺpec) zohral dôležitú úlohu pri znižovaní produkcie a zvyšovaní zamestnanosti, čo poukazuje na možný význam substitúcie medzi výrobnými vstupmi. Odráža to relatívnu zmenu cien vstupných faktorov, keďže práca zlacnela v porovnaní s energiami a kapitálom.

⁵ Model BVAR identifikuje rôzne potenciálne faktory stojace za rastom produkcie a zamestnanosti (viac v Consolo, A. a Foroni, C., *The euro area labour market: and yet, it moves!*, mimeo). Model sa odhaduje na základe štvrtročných údajov o zamestnanosti, reálnom HDP, inflácii harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP), reálnych mzdách (deflovaných deflátorom HDP) a nominálnych úrokových sadzbách od roku 1970 do roku 2023. Identifikačná stratégia sa vykonáva prostredníctvom znamienkových reštrikcií odvodených z teoretických modelov trhu práce (viac v Abbritti, M. a Consolo, A., [Labour market skills, endogenous productivity and business cycles](#), *Working Paper Series*, No 2651, ECB, február 2022; a Foroni, C., Furlanetto, F. a Le Petit, A., [Labor supply factors and economic fluctuations](#), *International Economic Review*, 2018, Vol. 59, s. 1491 – 1510.

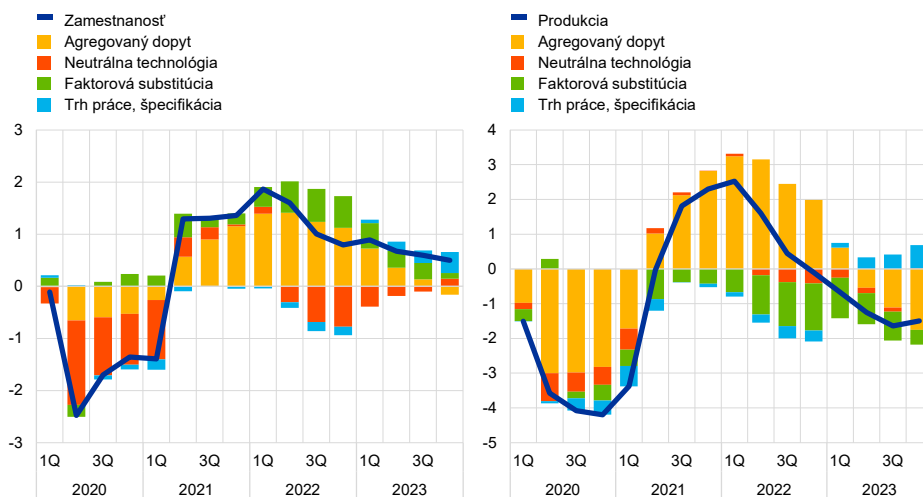
⁶ Blanchard, O. a Galí, J., *The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s?*, Working Papers Series, No 15467, NBER, 2010.

⁷ Literatúra sa v rastúcej miere zameriava na šoky, ktoré vytvárajú podobný záporný spoločný pohyb medzi produkciou a zamestnanosťou. Patria sem šoky, ktoré sa niekedy definujú ako šoky z automatizácie, (viac vo Foroni, C. a Furlanetto, F., [Explaining deviations from Okun's law](#), *Working Paper Series*, No 2699, ECB, august 2022) a sektorové šoky, ktoré menia prehlbovanie kapitálu v jednotlivých sektoroch v súlade s Acemoglu, D. a Guerrieri, V., [Capital Deepening and Nonbalanced Economic Growth](#), *Journal of Political Economy*, 2008, Vol. 116, s. 467 – 498.

Graf B

Historický rozklad zamestnanosti a produkcie

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



Zdroj: Consolo, A. a Foroni, C., The euro area labour market: and yet, it moves!, mimeo.

Poznámka: Čiary znázorňujú medziročnú mieru rastu zamestnanosti (ľavý panel) a produkcie (pravý panel) z hľadiska odchýlok od ich príslušnej deterministickej zložky. Stĺpce znázorňujú príspevok každého šoku v percentuálnych bodoch. Opis ekonomického významu každého šoku sa uvádza v hlavnom texte. Posledné údaje sú zo štvrtého štvrťroka 2023.

Oživujúci sa dopyt podporoval rast zamestnanosti a produkcie až do začiatku roka 2023.

Nasledujúci slabší dopyt potom viedol k výraznejšiemu spomaleniu hospodárskej aktivity ako rastu zamestnanosti, čo prispelo k väčšej odchýlke od Okunovho zákona. Faktory na strane dopytu – vrátane menovej a fiškálnej politiky – podporovali rast zamestnanosti, ako to zachytávajú žlté stĺpce v grafe B. Príkladom fiškálnych politík podporujúcich zamestnanosť je nárast zamestnanosti vo verejnom sektore, ako aj nepriame účinky systémov učňovského vzdelávania a daňových úľav v niektorých krajinách eurozóny. Spolu s účinkami cieľených politík v oblasti energetiky na agregovaný dopyt to viedlo k udržaniu dopytu a zamestnanosti, pričom vplyv na zamestnanosť bol silnejší ako na produkciu.⁸ Účinky sprísňovania menovej politiky však viedli k výraznému útlmu dopytu, čo spôsobilo spomalenie rastu zamestnanosti a oslabenie hospodárskej aktivity. Model naznačuje, že dopyt utlmil aktivitu rýchlejšie ako zamestnanosť. V roku 2022 model pripisuje faktorom špecifickým pre trh práce (modré stĺpce) len obmedzené záporné účinky vyplývajúce z nižšej participácie pracovnej sily a väčšej vyjednávacej sily pracovníkov.⁹ Tieto účinky sa v roku 2023 čiastočne vrátili na predchádzajúcu úroveň, čo je pravdepodobne odrazom chýbajúcich systémov automatickej indexácie miezd a skutočnosti, že inflačné očakávania boli v roku 2022 dobre ukotvené. Na rozdiel od predchádzajúcich energetických kríz (ako napríklad v 70. rokoch), tieto faktory viedli k úprave trhu práce skôr prostredníctvom reálnych miezd než prostredníctvom vyššej nezamestnanosti.

⁸ Viac v boxe s názvom Aktualizácia reakcií fiškálnej politiky eurozóny na energetickú krízu a vysokú infláciu, *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2023.

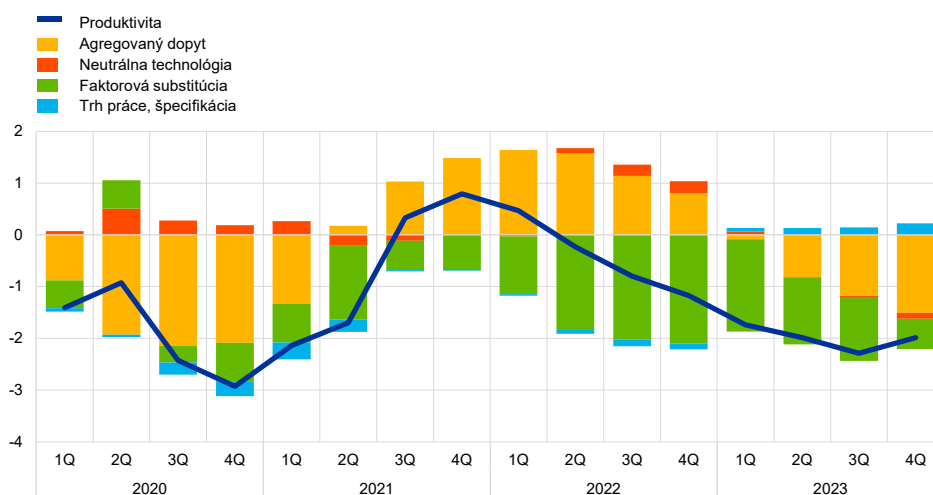
⁹ Šok špecifický pre trh práce zahŕňa stupeň vyjednávacej sily pracovníkov alebo faktory ponuky pracovnej sily. Ukázalo sa, že tieto šoky pochádzajúce z trhu práce sú kvantitatívne relevantné na vysvetlenie zamestnanosti a miezd (viac v Consolo, A., Foroni, C. a Martínez Hernández, C., *A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market*, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2023, Vol. 85, s. 1048 – 1082).

Podľa modelu bol veľký podiel nedávneho poklesu produktivity spôsobený cyklickými faktormi. Produktivitu po pozitívnom popandemickom oživení výrazne zaťažila energetická kríza. Cyklickosť produktivity v eurozóne bola ešte viac umocnená mimoriadne silným trhom práce. Z modelu vyplýva, že odolnosť zamestnanosti vyvolaná šokom z faktorovej substitúcie posilnila pokles produktivity práce (graf C). Rovnaký šok znížil aj náklady na reálne mzdy, čím zosilnil pozitívny vplyv na zamestnanosť a negatívny vplyv na produktivitu. Úprava produktivity navyše súvisí aj s faktormi na strane dopytu (žlté stĺpce), ktorých príspevok bol v poslednom čase zápornejší, no očakáva sa, že v dlhodobejšom horizonte sa oslabí. Šok z faktorovej substitúcie slabne aj v dôsledku zmien cien energií a reálnych úrokových sadzieb, ale ďalšie faktory na strane ponuky, ako sú inovácie a digitalizácia, starnutie obyvateľstva a ďalšie štrukturálne trendy, môžu mať trvalejšie účinky na dlhodobú dynamiku produktivity v eurozóne.

Graf C

Historická dekompozícia produktivity práce

(percentuálna zmena a príspevky v p. b.)



Zdroj: Consolo, A. a Foroni, C., The euro area labour market: and yet, it moves!, mimeo.

Poznámka: Produktivita sa meria ako produkcia na pracovníka. Čiara znázorňuje medziročný rast produktivity z hľadiska odchýlky od deterministickej zložky. Stĺpce sú príspevok každého šoku v percentuálnych bodoch. Posledné údaje sú zo štvrtého štvrťroka 2023.

V budúcnosti sa očakáva, že viaceré faktory, ktoré v súčasnosti brzdia rast produktivity, ustúpia. Predpokladá sa, že účinky opatrení fiškálnej podpory, ktoré udržiavali zamestnanosť, v nasledujúcich štvrtrokoch zoslabnú. Ceny energií sa normalizujú, čím sa znižuje účinok faktorovej substitúcie medzi prácou, energiami a kapitálom. A keďže miera inflácie v eurozóne klesá smerom k cieľovej hodnote, obmedzujúci účinok menovej politiky na dopyt sa pravdepodobne znormalizuje. Očakáva sa, že všetky tieto faktory stojace za poklesom produktivity budú slabnúť, čo pomôže odstrániť medzeru medzi rastom reálnych miezd a rastom produktivity. S klesajúcou motiváciou firiem najímať pracovníkov alebo hromadiť pracovnú silu sa vzťah zamestnanosti k HDP pravdepodobne vráti do normálu, s následnou cyklickou úpravou rastu produktivity.¹⁰

¹⁰ Arce, O. a Sondermann, D., [Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#), *ECB Blog*, máj 2024.

5 Zotaví sa automobilový sektor eurozóny?

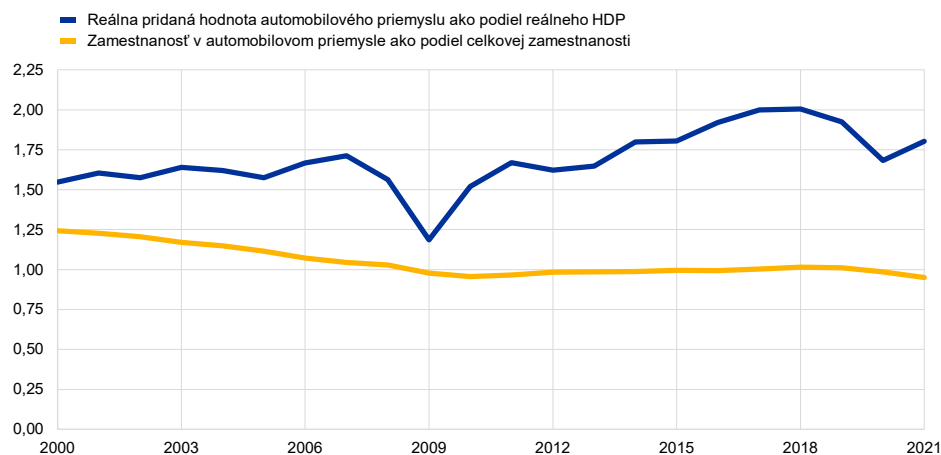
Roberto A. De Santis, Virginia Di Nino, Nina Furbach, Ulla Neumann a Pedro Neves

Automobilový priemysel sa významnou mierou podieľa na pridanej hodnote ekonomiky eurozóny. Podiel automobilového priemyslu na reálnej pridanej hodnote sektora priemyselnej výroby predstavuje 10 % a podiel na reálnom HDP je mierne pod 2 %. Automobilový priemysel predstavuje 1 % celkovej zamestnanosti eurozóny a 4 % vývozu z eurozóny. Keď sa vezmú do úvahy medzisektorové prepojenia, pridaná hodnota sa takmer zdvojnásobí, čo zdôrazňuje rozsiahly dosah sektora v ekonomike.¹ Odolnosť tohto odvetvia možno vidieť na jeho historickej výkonnosti v porovnaní s agregovaným HDP. Okrem obdobia globálnej finančnej krízy a posledného obdobia tento sektor expandoval viac ako agregovaný HDP a vrchol dosiahol začiatkom roka 2018. Okrem toho si od roku 2012 udržiava relatívne stabilný podiel na celkovej zamestnanosti v eurozóne (graf A).

Graf A

Veľkosť automobilového sektora eurozóny vo vzťahu k celému hospodárstvu

(v %)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z roku 2021.

Od svojho vrcholu začiatkom roka 2018 však automobilový priemysel eurozóny čelí značným výzvam, pričom výroba a vývoz citeľne klesajú a zostávajú pod úrovňami spred pandémie COVID-19. Objem výroby a vývozu sa len ťažko zotavuje a zaostáva za objemom medzinárodných konkurentov, keď je približne o desatinu nižší ako pred pandemiou COVID-19 a o pätinu nižší ako na začiatku roka 2018, keď dosiahol maximum (grafy B a C). Konkurencii sa darilo oveľa lepšie: automobilový priemysel v krajinách ako Čína, Japonsko, Spojené štáty

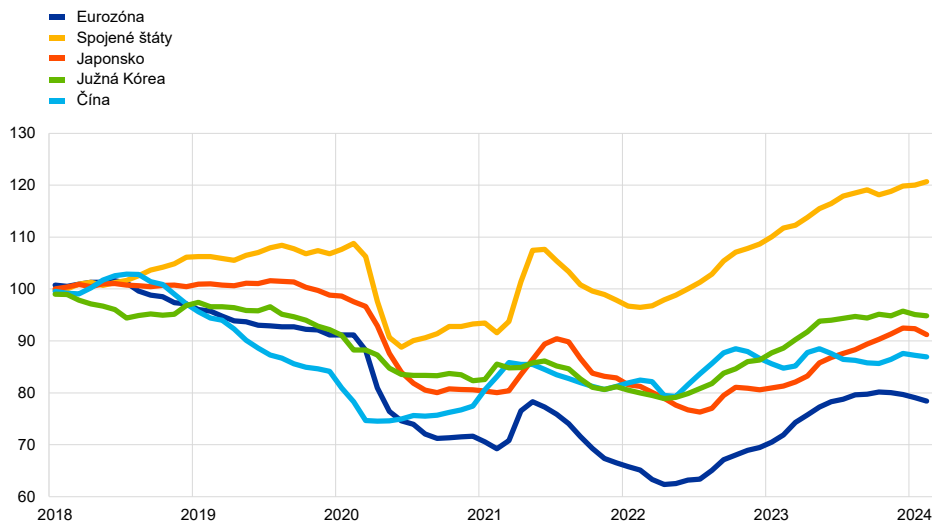
¹ Viac v článku s názvom [Sectoral dynamics and the business cycle in the euro area](#), v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

a Kórea dosahoval lepšie výsledky, pričom Čína sa postupne stáva významným vývozcom do eurozóny.

Graf B

Objem výroby automobilov medzi globálnymi konkurentmi

(12-mesačný kľzavý priemer, december 2017 = 100)

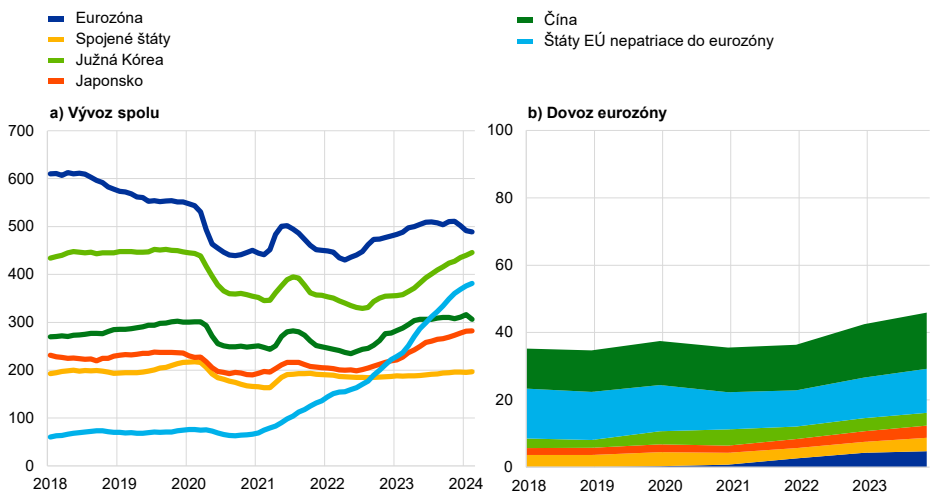


Zdroj: Eurostat, národné štatistické úrady a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2024.

Graf C

Objemy vývozu a podiely dovozu automobilov

(panel a: v tisícoch kusov, 12-mesačný kľzavý priemer; panel b: % domáceho dopytu po automobiloch)



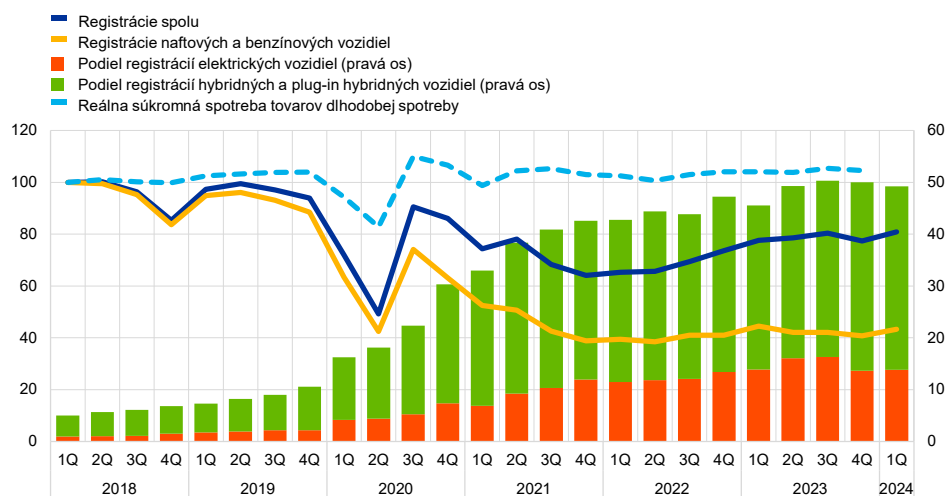
Zdroj: Trade Data Monitor, Eurostat, Štatistický úrad Európskej únie a výpočty ECB.
Poznámka: Objemy vývozu sú vyjadrené v jednotkách vyvázaných vozidiel. Posledné údaje v paneli a sú za január 2024 (a december 2023 za Čínu) a v paneli b za rok 2023.

Tento pokles aktivity bol vyvolaný poklesom predaja automobilov so spaľovacím motorom, ktorý bol len čiastočne kompenzovaný rastúcim dopytom po hybridných a elektrických vozidlách. V polovici roka 2018 sa zmenili regulačné normy EÚ pre motorové vozidlá a zaviedli sa prísnejšie normy pre emisie oxidu uhličitého (CO₂) a prísnejšie emisné skúšky, ktoré odrádzali od kúpy áut so

spaľovacím motorom. Predaj hybridných a elektrických vozidiel sa neustále zvyšoval z jednej desatiny celkových registrácií v roku 2018 na polovicu celkových registrácií do roku 2023 (graf D). Registrácie automobilov v eurozóne boli v prvom štvrťroku 2024 približne o 20 % nižšie ako na začiatku roka 2018 (graf D). Výrazný nepomer medzi registráciami automobilov a spotrebou tovarov dlhodobej spotreby domácnosťami, ktorá zostáva relatívne stabilná, naznačuje, že domácnosti môžu odkladať nákup nových vozidiel všetkých typov.

Graf D
Registrácie vozidiel podľa typu

(ľavá os: index 1Q 2018 = 100; pravá os: % celkových registrácií)



Zdroj: Európske združenie výrobcov automobilov, Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2024 a v prípade spotreby tovarov dlhodobej spotreby za štvrtý štvrťrok 2023.

Dopyt po motorových vozidlách bol tlmený aj nárastom cien vyvolaným výpadkami v dodávateľských reťazcoch, vyššími nákladmi na energie a prísnyimi podmienkami financovania. Dodacie lehoty automobilových komponentov sa počas pandémie predĺžili, najmä v eurozóne, kde sú výrobné reťazce výrazne globálne integrované. Okrem toho sa do výrobných a konečných cien automobilov od septembra 2021 premietol prudký nárast cien energií.² Zvýšenie úrokových sadzieb v dôsledku sprísnenia menovej politiky navyše odrádzalo od lízingu a úverov na nákup automobilov, čo znížilo dopyt po domácich aj zahraničných automobiloch.

Napriek týmto výzvam sa eurozóne do značnej miery podarilo obhájiť postavenie na globálnych trhoch, a to rýchlejšim prechodom na elektrické a najmä hybridné vozidlá než jej konkurenti. Vývoz v týchto segmentoch vzrástol z nízkych úrovní a dnes predstavuje viac ako tretinu celkových exportovaných jednotiek. Hoci eurozóna v posledných rokoch stratila podiel na

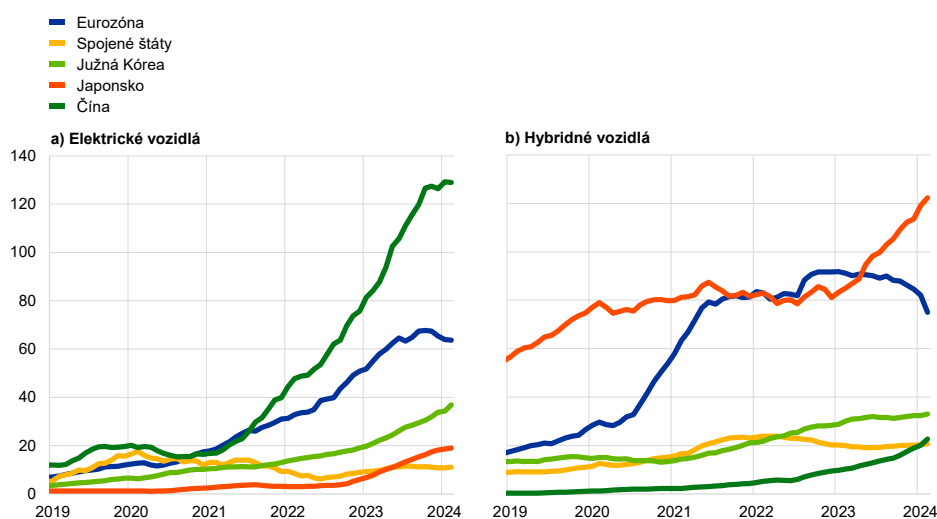
² Viac v boxe s názvom [Motor vehicle sector: explaining the drop in output and the rise in prices](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2022; a v De Santis, R. A., [Supply Chain Disruption and Energy Supply Shocks: Impact on Euro Area Output and Prices](#), *International Journal of Central Banking*, 2024, Vol. 20, s. 193 – 236.

trhu, tento pokles z hľadiska hodnoty bol pomerne mierny (o 2,5 % od roku 2017).³ Tieto straty sa okrem toho týkali výlučne segmentu tradičných automobilov a čiastočne ich vykompenzovali veľké zisky v segmente hybridných a elektrických vozidiel (graf E). Čína sa síce výrazne presadila v segmente elektrických vozidiel, no zatiaľ sa to týkalo najmä malých a lacných vozidiel. Eurozóna zostáva od roku 2020 druhým najväčším výrobcom elektromobilov a od roku 2022 aj druhým najväčším výrobcom hybridných vozidiel. Okrem toho sa výrobcovia automobilov v eurozóne historicky špecializujú na trhový segment vyššej triedy, pričom ťažia z relatívne cenovo nepružného dopytu.⁴ Výrobcovia automobilov v eurozóne v skutočnosti zostali vysoko ziskoví a v rokoch 2022 a 2023 trvalo vykazovali najvyššie čisté ziskové rozpätia spomedzi hlavných globálnych konkurentov. Dokazuje to odolnosť tohto odvetvia eurozóny a jeho konkurenčnú výhodu na globálnom automobilovom trhu.

Graf E

Objem vývozu elektrických a hybridných automobilov

(v tisícoch kusov, 12-mesačný kľzavý priemer)



Zdroj: Monitor obchodných údajov a výpočty ECB.

Poznámka: Objem vývozu je vyjadrený v jednotkách vyvážených vozidiel. Posledné údaje sú z februára 2024.

Odolnosť automobilového priemyslu eurozóny voči intenzívnejšej konkurencii zo zahraničia sa odráža aj v jeho postavení globálneho centra automobilovej výroby. Napriek výzvam, ako sú rastúci dovoz a prenikanie dovozu⁵ z Číny, sa zdá, že eurozóna si zachováva konkurenčnú výhodu v oblasti dopravných zariadení, čo dokazuje jej priaznivá čistá obchodná bilancia.⁶ V roku 2022 eurozóna vyviezla do destinácií po celom svete viac vyrobených dopravných zariadení, než doviezla, čo

³ Schnabel, I., *The future of inflation (forecast) targeting*, prejav na medzinárodnom fóre International Research Forum on Monetary Policy, Federal Reserve Board, Washington, D.C., (slide 8), 17. apríl 2024.

⁴ Interné empirické analýzy naznačujú, že vývozné jednotky eurozóny sú menej citlivé na zmeny cien automobilov v porovnaní s vyváženými jednotkami iných hlavných svetových výrobcov (Japonsko, Spojené štáty a Kórea) a výrazne menej citlivé ako jednotky z Číny.

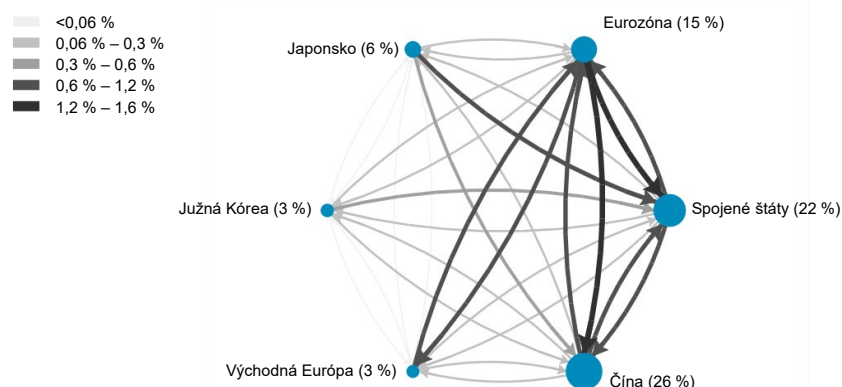
⁵ Prenikanie dovozu sa meria pomerom dovozu k celkovej domácej spotrebe.

⁶ V rámci dopravných zariadení predstavujú motorové vozidlá, prívesy a návesy 76 % vyvážanej pridanej hodnoty eurozóny a 89 % jej čistej obchodnej bilancie.

poukazuje na jej silné vývozné postavenie (graf F). Aj napriek rastúcej prítomnosti čínskeho dovozu na domácom trhu (graf B) a dominancii Číny v globálnej výrobe batérií zostala čistá obchodná bilancia eurozóny s Čínou v oblasti dopravných zariadení pozitívna a predstavovala 3,8 % domácej produkcie tohto odvetvia.

Graf F

Globálna sieť pridanej hodnoty v oblasti dopravných zariadení v roku 2022



Zdroj: Údaje o vstupoch a výstupoch z viacerých regiónov a výpočty ECB.

Poznámka: Veľkosť uzlov je úmerná domácej pridanej hodnote v oblasti dopravných zariadení v amerických dolároch. Hrubka šípok predstavuje bilaterálne prílevy a odlevy pridanej hodnoty v oblasti dopravných zariadení. Percentá zobrazené v uzloch a v legende vyjadrujú podiel príslušnej pridanej hodnoty v pomere k celkovej globálnej pridanej hodnote dopravných zariadení.

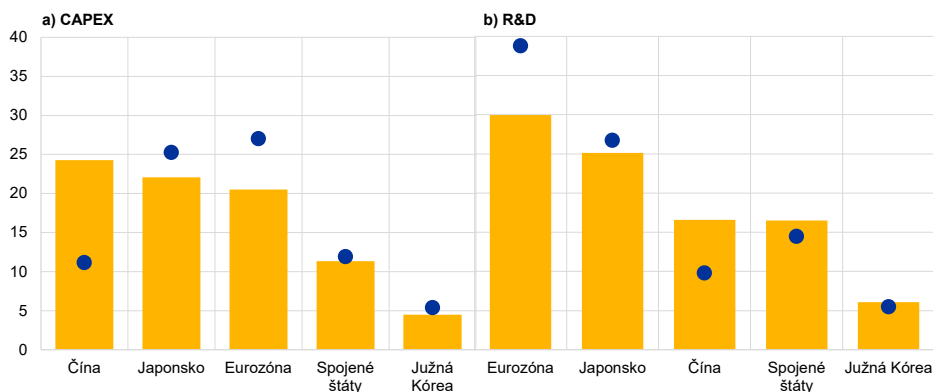
Výrobcovia automobilov v eurozóne investujú značné prostriedky do elektrifikácie a digitálnych technológií, aby zostali konkurencieschopní na rýchlo sa vyvíjajúcom automobilovom trhu. O týchto investíciách svedčia značné kapitálové výdavky a výdavky na výskum a vývoj, pričom globálny podiel výrobcov automobilov v eurozóne v roku 2022 na týchto výdavkoch bol približne 20 %, resp. 30 % (graf G). Zatiaľ čo Čína sa stala lídrom v oblasti kapitálových výdavkov (CAPEX), výrobcovia automobilov v eurozóne naďalej vedú v investíciách do výskumu a vývoja (R&D), čo odráža ich záväzok k inováciám. Dokazuje to veľký počet nových patentov súvisiacich s dopravou, ktoré si firmy z eurozóny zaregistrovali na Európskom patentovom úrade v rokoch 2020 až 2022 a ktoré prevyšujú počet patentov zaregistrovaných konkurentmi. Firmy v eurozóne však zaostávajú v registrácii patentov v oblasti digitálnej komunikácie, čo signalizuje potenciálne výzvy pre automobilový priemysel eurozóny v súvislosti s digitálnou transformáciou.

Graf G

Podiel automobilového sektora na kapitálových výdavkoch a výdavkoch na výskum a vývoj

(v %, parita kúpnej sily)

● 2015 – 2019
■ 2022



Zdroj: Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: CAPEX znamená kapitálové výdavky; R&D znamená výskum a vývoj.

Očakáva sa, že v strednodobom horizonte bude oživenie výroby automobilov v eurozóne podporované predovšetkým spotrebiteľským dopytom, ale v budúcnosti hrozia značné riziká.

Ak sa oslabia prekážky pri zavádzaní elektrických vozidiel a dočasné šoky budú slabnúť, domáci dopyt by sa mal oživiť. Existuje však niekoľko významných rizík, ktoré by mohli tento výhľad ovplyvniť. Rozhodujúci význam bude mať úspech výrobcov automobilov v eurozóne pri integrácii digitálnych a tradičných procesov, urýchľovaní inovácií a zavádzaní technológií, ktoré si získajú priazeň trhu. Okrem toho, veľká závislosť výrobcov automobilov v eurozóne od dodávateľov sústredených v niekoľkých lokalitách (napríklad od polovodičov a batérií vyrábaných v malom počte krajín Ázie) predstavuje riziká pre dodávateľský reťazec, najmä v časoch zvýšeného geopolitického napätia. Na zachovanie konkurencieschopnosti treba vyvinúť úsilie na zvýšenie odolnosti voči narušeniam dodávateľského reťazca a na diverzifikáciu zdrojov strategických komponentov. Výhľad automobilového priemyslu eurozóny budú formovať aj priemyselné politiky, najmä tie, ktoré súvisia so zelenou transformáciou, ako napríklad nabíjacia infraštruktúra.⁷

⁷ V roku 2021 Európsky parlament schválil [nariadenie o zavádzaní infraštruktúry pre alternatívne palivá](#), ktoré pripravuje pôdu pre prijatie zelených stratégií EÚ. Podobné iniciatívy zahŕňajú [digitálny pas vozidla](#) a [digitálny pas batérie](#), ktoré sú zamerané na zvýšenie transparentnosti a udržateľnosti v automobilovom priemysle. EÚ tiež prijala právne predpisy o [materiáloch na recykláciu batérií](#), ktoré majú priemysel podnietiť k inovatívnym a udržateľným konštrukčným a výrobným metódam. EÚ okrem toho poskytuje hospodárske stimuly, ako je [mechanizmus uhlíkovej kompenzácie na hraniciach](#), ktorý ukladá poplatky za dovoz uhlíkovo náročných výrobkov s cieľom znížiť únik uhlíka a podporiť ekologickejšie postupy v rámci tohto odvetvia.

6 Ukazovatele zisku na analýzu inflácie zohľadňujúce úlohu celkových nákladov

Elke Hahn a Théodore Renault

Štandardné ukazovatele zisku v hospodárstve, ktoré sú odvodené z národných účtov, používajú ako referenčnú hodnotu skôr HDP než hospodársku

produkciiu. Kým produkcia sa často používa ako synonymum HDP, v národných účtoch sa tieto dva pojmy rozlišujú. Produkcia, na rozdiel od HDP, zahŕňa medzispotrebu, teda spotrebu tovarov a služieb použitých pri tvorbe HDP alebo súvisiaci koncept pridanej hodnoty.¹ Produkcia je dobre definovaný pojem, no štvrťročné národné účty neobsahujú aktuálne údaje o produkcii za eurozónu.² Štandardné ukazovatele zisku v národných účtoch založené na HDP preto umožňujú, aby sa vývoj zisku – meraný z hľadiska hrubého prevádzkového prebytku a zmiešaných príjmov – posudzoval vo vzťahu k nákladom práce, ale nie vo vzťahu k celkovým nákladom. Tieto ukazovatele sú preto užitočné na posúdenie, ako zisky v súčasnosti pôsobia tlmiačo na rastúce náklady práce, ale neukazujú presne, ako vývoj nákladov na medzivstupy (napríklad energie) tento proces brzdí alebo uľahčuje. Takéto informácie by mohli poskytnúť ukazovatele zisku založené na výstupoch.

Ukazovatele zisku, ktoré zohľadňujú celkové náklady na vstupy, možno aproximovať nahradením produkcie konceptom celkovej ponuky. Celková ponuka sa definuje ako súčet HDP a dovozu, pričom obe položky sú k dispozícii v štvrťročných národných účtoch eurozóny. Pri aproximácii produkcie prostredníctvom celkovej ponuky sa využíva skutočnosť, že celková ponuka mínus dovoz sa rovná HDP, ktorý sa rovná produkcii mínus medzispotreba.³ Kým hodnota dovozu je podstatne nižšia ako hodnota medzispotreby, dovozné ceny a ceny medziproduktov sa pohybujú tesne pri sebe.⁴ Vďaka tomu je celková ponuka primeranou náhradou za produkciu pri výpočte vývoja ziskových marží, ktoré sa merajú ako pomer vývoja ceny a nákladov. Zatiaľ čo štandardný ukazovateľ ziskovej marže je odvodený ako pomer medzi deflátorom HDP v základných cenách a jednotkovými nákladmi práce, ukazovateľ celkovej ziskovej marže založenej na ponuke možno vypočítať ako pomer deflátoru celkovej ponuky k celkovým jednotkovým nákladom (súčet nákladov práce a dovozu na jednotku).⁵ Ukazovatele ziskovej marže majú distribučné zameranie, keďže poskytujú informácie o vývoji ziskov vo vzťahu k vývoju nákladov práce alebo celkových nákladov. Kladná miera

¹ Produkcia je definovaná ako súčet hrubej pridanej hodnoty a medzispotreby. HDP sa rovná súčtu hrubej pridanej hodnoty a čistých daní z produktov. Úplný opis je v [Európskom systéme účtov 2010](#).

² Údaje o produkcii za eurozónu sú k dispozícii s ročnou periodicitou. Za obmedzený počet krajín eurozóny sú však dostupné aj so štvrťročnou periodicitou.

³ Pre zjednodušenie neberieme do úvahy úlohu čistých daní z produktov.

⁴ Ukazovateľom tohto spoločného pohybu na úrovni eurozóny je korelačný koeficient 0,9 medzi štvrťročne vykázanými ročnými mierami zmeny deflátoru dovozu a výrobnými cenami medziproduktov za obdobie rokov 1999 až 2023.

⁵ Diskusia o širšom súbore ukazovateľov zisku a prepojení medzi koncepciou ziskov v národných účtoch (hrubý prevádzkový prebytok a zmiešané príjmy) a koncepciou ziskov podnikov je v boxe s názvom [Ako jednotkové zisky prispeli k nedávnemu posilneniu domácich cenových tlakov v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2023.

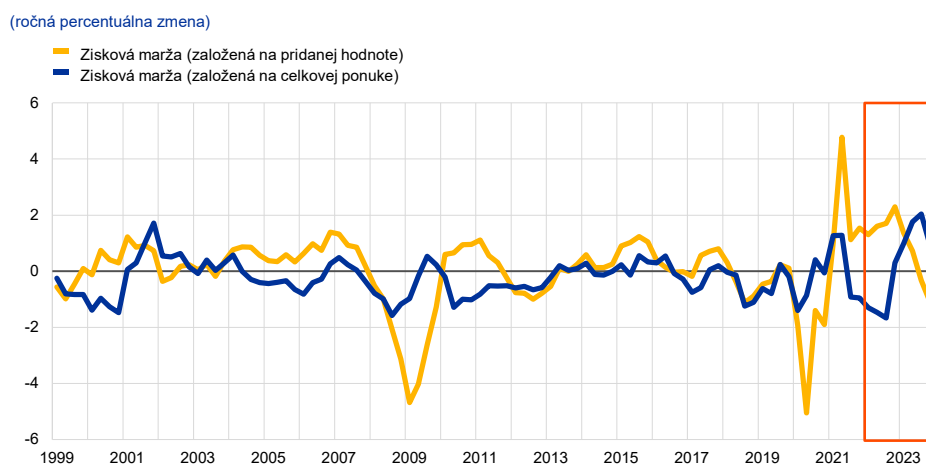
rastu ukazovateľa ziskovej marže napríklad ukazuje, že jednotkové zisky (definované ako hrubý prevádzkový prebytok a zmiešané príjmy na jednotku reálneho HDP alebo reálnej celkovej ponuky) rastú rýchlejšie ako posudzovaná zložka jednotkových nákladov.

Ukazovateľ HDP (pridanej hodnoty) a ukazovateľ celkovej ziskovej marže založenej na ponuke spolu naznačujú, že v roku 2023 zisky začali tmiť vplyv vývoja nákladov práce na cenové tlaky, ale ťažili z poklesu ostatných nákladov.

Podľa ukazovateľa založeného na HDP ziskové marže v roku 2022 rástli, no v roku 2023 začali klesať v súlade s tlmením nákladov práce v druhej polovici uvedeného roka.⁶ Celkový ukazovateľ založený na ponuke však naznačuje, že ziskové marže v roku 2022 klesli a po miernom zvýšení v priebehu roka 2023 sa v poslednom čase opäť začali spomaľovať, no zostali kladné.⁷ Inými slovami, naznačuje, že ziskové marže v roku 2022 tlmili celkové náklady, keď dovozná cena prudko stúpila, zatiaľ čo v roku 2023 sa zvýšili, pričom ťažili z poklesu dovozných cien.

Graf A

Miera rastu ziskových marží založených na HDP (pridanej hodnote) a celkovej ponuke



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú zo štvrtého štvrťroka 2023.

Deflátor celkovej ponuky ako zástupný ukazovateľ výrobných cien poukazuje na určité uvoľnenie celkových cenových tlakov v hospodárstve eurozóny v druhej polovici roka 2023. Rast deflátoru celkovej ponuky sa od roku 2021 do polovice roka 2022 prudko zvýšil, potom prudko klesol a v druhej polovici roka 2023 vykazoval známky určitej stabilizácie (graf B, panel a). Podobne ako v prípade

⁶ Výrazné kolísanie štandardného ukazovateľa ziskovej marže počas recesie súvisiacej s pandémiou aj po nej odrážajú veľké výkyvy niektorých podkladových údajov počas recesie, ako napríklad produktivity práce.

⁷ V prípade jednotkových ziskov, ktoré sú ďalším často používaným ukazovateľom zisku v kontexte analýzy inflácie, bol vývoj štandardného ukazovateľa (hrubý prevádzkový prebytok a zmiešané príjmy vydelené reálnym HDP) a príslušného ukazovateľa založeného na celkovej ponuke (hrubý prevádzkový prebytok a zmiešané príjmy vydelené reálnou celkovou ponukou) za posledné dva roky veľmi podobný. Nie je to prekvapujúce, keďže došlo k výnimočnému vývoju v dovozných cenách, ale nie v objeme dovozu.

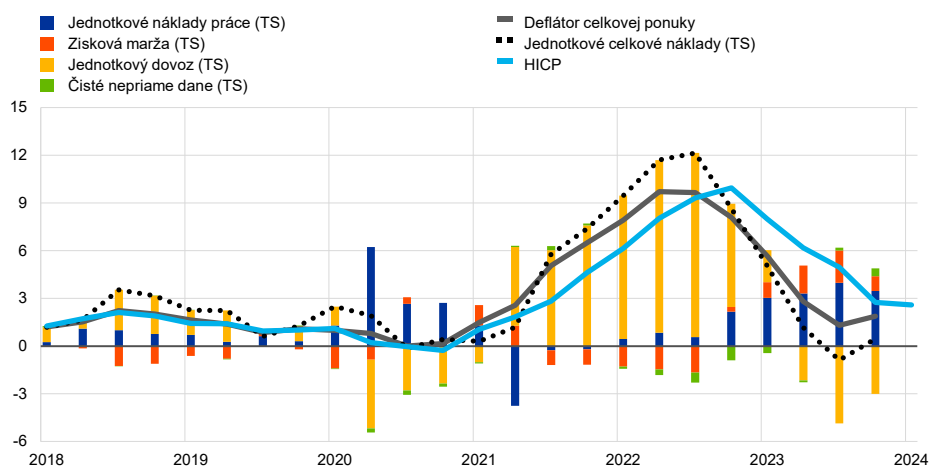
deflátoru HDP (graf B, panel b) možno vývoj deflátoru celkovej ponuky rozdeliť na zložky. Jeho rozklad ukazuje, kde sú zdroje rastu a poklesu celkových cenových tlakov a ich vývoj v čase. Naznačuje, že prudký nárast inflácie bol spočiatku vyvolaný výrazným zvýšením tlakov dovozných (vstupných) cien. Na domácej strane nasledoval s určitým oneskorením a v menšej miere rast ziskov a potom nákladov práce. Z tejto postupnosti vyplýva kladný rast ziskových marží na základe pridanej hodnoty v čase prudkého nárastu inflácie, ale záporný rast na základe celkovej ponuky. Rovnakú postupnosť vidno pri poklese cenových tlakov pri opačnom vývoji ziskových marží. Tlak dovozných cien začal v polovici roka 2022 ustupovať, pričom oslabenie cenových tlakov bolo na domácej strane viditeľné niekoľko štvrtrokov v zmiernení rastu ziskov pri doznievaní pandémie a energetickej krízy. V poslednom štvrtroku 2023 sa začal mierne spomaľovať aj rast jednotkových nákladov práce.

Graf B

Deflátor celkovej ponuky a deflátor HDP

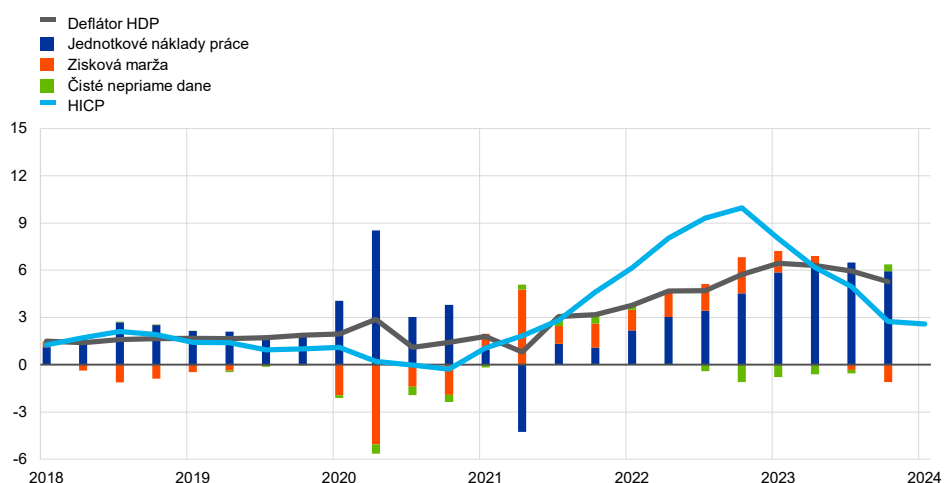
a) Deflátor celkovej ponuky

(ročná percentuálna zmena)



b) Deflátor HDP

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

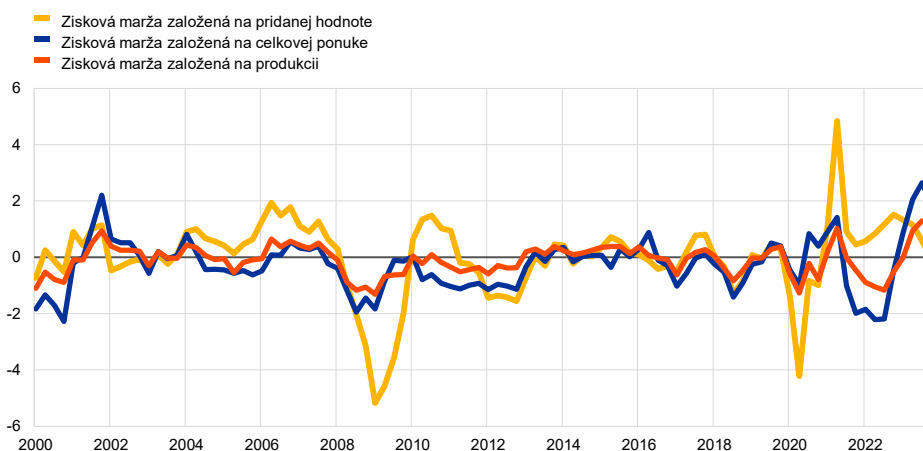
Poznámka: Posledné údaje o HICP sú z prvého štvrtroka 2024 a v prípade ostatných údajov z posledného štvrtroka 2023. Panel a: jednotkové náklady práce (celková ponuka – TS) a jednotkový dovoz (celková ponuka) sú uvedené ako príspevky v percentuálnych bodoch k celkovým jednotkovým nákladom (celková ponuka).

Ukazovateľ zisku založený na „pravej“ produkcii možno vypočítať pre obmedzenú vzorku krajín eurozóny a jeho vývoj do značnej miery kopíruje vývoj ukazovateľov založených na celkovej ponuke. Ukazovateľ celkovej ziskovej marže založenej na ponuke môže byť nedokonalou náhradou ukazovateľa založeného na produkcii, ak sa dovozné ceny vyvíjajú veľmi odlišne od spotrebiteľských cien medzispotreby. Štvrťročné národné účty eurozóny poskytujú informácie o produkcii a medzispotrebe šiestich krajín eurozóny, ktoré spolu predstavujú 60 % HDP eurozóny.⁸ To umožňuje priame porovnanie ukazovateľov ziskovej marže na základe celkovej ponuky a produkcie. V prípade obmedzenej vzorky sa tieto dva ukazovatele v priebehu času pohybovali tesne vedľa seba a ich obdobia kladného a záporného rastu sa vo veľkej miere zhodovali, a to aj v aktuálnom období.⁹ Ukazovateľ založený na produkcii je o niečo menej volatilný, čo možno čiastočne pripísať skutočnosti, že ceny medziproduktov boli v poslednom čase o niečo menej volatilné ako ceny dovážaných tovarov. Z toho vyplýva, že za eurozónu ako celok môže byť ukazovateľ celkovej ziskovej marže založenej na ponuke spoľahlivým zástupným ukazovateľom ziskovej marže založenej na produkcii.

Graf C

Miera rastu ziskových marží na základe pridanej hodnoty, celkovej ponuky a produkcie za obmedzenú vzorku krajín eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje v prípade ukazovateľov založených na pridanej hodnote a na celkovej ponuke sú z posledného štvrťroka 2023 a v prípade ukazovateľa založeného na produkcii za tretí štvrťrok 2023. Obmedzenú vzorku krajín eurozóny tvoria Nemecko, Estónsko, Grécko, Francúzsko, Holandsko a Fínsko.

Na záver možno konštatovať, že v čase mimoriadnych pohybov cien vstupných medziproduktov môže ukazovateľ zisku založený na celkovej ponuke dopĺňať štandardný ukazovateľ zisku založený na pridanej hodnote.

Po pomerne výrazných rozdieloch pozorovaných medzi týmito dvoma ukazovateľmi v posledných dvoch rokoch sa v budúcnosti očakáva, že doznívanie mimoriadneho

⁸ Údaje o produkcii a medzispotrebe sú k dispozícii za Nemecko, Estónsko, Grécko, Francúzsko, Holandsko a Fínsko.

⁹ Vývoj ukazovateľa ziskovej marže založenej na pridanej hodnote i ukazovateľa celkovej ziskovej marže založenej na ponuke je pri tejto obmedzenej vzorke podobný ako v prípade eurozóny ako celku (graf A).

vývoja dovozných cien pravdepodobne povedie k užšiemu zosúladieniu rastu ziskových marží založených na pridanej hodnote a na celkovej ponuke, a to z hľadiska smeru i z hľadiska kladných/záporných hodnôt.

Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 31. januára do 16. apríla 2024

Juliane Kinsele a Vagia Iskaki

V tomto boxe sa opisuje stav likvidity a menovopolitické operácie Eurosystemu počas prvého a druhého obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2024. Tieto dve udržiavacie obdobia trvali spoločne od 31. januára do 16. apríla 2024 (sledované obdobie).

Priemerná nadbytočná likvidita v bankovom systéme eurozóny sa počas sledovaného obdobia ďalej znižovala. Dôvodom bola splatnosť siedmej operácie tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III.7) a predčasné splatenie nesplatených súm v rámci iných operácií TLTRO III bankami k 27. marcu 2024. Poskytovanie likvidity sa tiež znížilo v dôsledku ukončenia reinvestícií v programe nákupu aktív (asset purchase programme – APP) na začiatku júla 2023. Nižšie poskytovanie likvidity však bolo čiastočne kompenzované pokračujúcim poklesom čistých autonómnych faktorov absorbujúcich likviditu.

Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy, sa v sledovanom období znížila o 99,7 mld. € na 1 531,2 mld. €. Tento pokles bol takmer výlučne spôsobený znížením čistých autonómnych faktorov o 98 mld. € na 1 369,7 mld. € (časť tabuľky A s názvom Ostatné informácie o likvidite), ktoré bolo vyvolané poklesom autonómnych faktorov absorbujúcich likviditu a zároveň nárastom autonómnych faktorov poskytujúcich likviditu. Povinné minimálne rezervy klesli o 1,7 mld. € na 161,5 mld. €.

Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa v sledovanom období znížili o 33,7 mld. € na 2 619,7 mld. €, a to najmä v dôsledku pokračujúceho poklesu nemenovopolitických vkladov a bankoviek v obehu. Vládne vklady (časť tabuľky A s názvom Pasíva) sa počas sledovaného obdobia znížili v priemere o 27,7 mld. € na 154,6 mld. €. Je to odrazom pokračujúcej normalizácie celkového objemu hotovosti v držbe štátnych pokladníc v Eurosysteme, ktorú podporili aj zmeny úročenia vládnych vkladov v Eurosysteme, ktoré nadobudli účinnosť 1. mája 2023. Dňa 16. apríla 2024 Rada guvernérov potvrdila hornú hranicu úročenia týchto vkladov na úrovni krátkodobej eurovej sadzby (€STR) mínus spread 20 bázických bodov, hoci národné centrálné banky sa môžu na základe zváženia vnútroštátnych okolností rozhodnúť použiť nižšiu sadzbu.¹ Ostatné nemenovopolitické vklady

¹ Tlačová správa ECB zo 17. apríla 2024: [ECB confirms remuneration ceiling for euro area government deposits and adjusts remuneration of other non-monetary policy deposits.](#)

zahrnuté do iných autonómnych faktorov tiež ďalej klesali.² Normalizácia podmienok na repo trhu vzhľadom na zmiernenie problémov s nedostatkom kolaterálu tiež zatriktívnila umiestňovanie nemenovopolitických vkladov na trhu. Priemerná hodnota bankoviek v obehu sa v sledovanom období znížila o 9,1 mld. € na 1 544,6 mld. €, čo je odrazom pokračujúceho znižovania držby bankoviek pozorovaného od postupného rušenia záporných úrokových sadzieb.

Autonómne faktory poskytujúce likviditu stúpili o 64,1 mld. € na 1 250,3 mld. €.

Čisté aktíva v eurách sa počas sledovaného obdobia zvýšili o 29,3 mld. €, najmä v dôsledku pokračujúceho znižovania objemu záväzkov voči nerezidentom eurozóny v eurách. To je zasa odrazom úpravy stratégií riadenia hotovosti klientov služieb Eurosystemu v oblasti správy rezerv (Eurosystem Reserve Management Services – ERMS) zaznamenatej od zmeny úročenia vkladov v rámci ERMS na €STR mínus 20 bázických bodov, ktorá nadobudla účinnosť 1. mája 2023 a bola potvrdená 16. apríla 2024.³ Čisté zahraničné aktíva sa zvýšili o 34,8 mld. €, predovšetkým v dôsledku toho, že v druhom období udržiavania povinných minimálnych rezerv došlo k preceneniu niektorých devízových rezerv, ktoré stúpili o 29,0 mld. €. Tento nárast bol však vyvážený úpravami vyplývajúcimi z precenenia zahrnutými do iných autonómnych faktorov.

Prehľad vyššie spomínaných autonómnych faktorov a ich zmien je uvedený v tabuľke A.⁴

² V čistom vyjadrení však ostatné autonómne faktory mierne vzrástli v dôsledku nižších nemenovopolitických vkladov a vyšších účtov precenenia.

³ Tlačová správa ECB zo 17. apríla 2024: [ECB confirms remuneration ceiling for euro area government deposits and adjusts remuneration of other non-monetary policy deposits](#).

⁴ Ďalšie podrobnosti o autonómnych faktoroch sú v článku s názvom [The liquidity management of the ECB](#), *Monthly Bulletin*, ECB, máj 2002.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosysteme

Pasíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 31. január 2024 – 16. apríl 2024						Predchádzajúce sledované obdobie: 1. november 2023 – 30. január 2024	
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie		Prvé udržiavacie obdobie: 31. január – 12. marec 2024		Druhé udržiavacie obdobie: 13. marec – 16. apríl 2024		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory absorbujúce likviditu	2 619,7	(-33,7)	2 620,9	(-29,4)	2 618,3	(-2,6)	2 653,5	(-67,1)
Bankovky v obehu	1 544,6	(-9,1)	1 543,2	(-13,5)	1 546,3	(+3,0)	1 553,7	(-6,1)
Vládne vklady	154,6	(-27,7)	168,5	(+0,1)	137,8	(-30,7)	182,3	(-40,3)
Ostatné autonómne faktory (čisté) ¹	920,6	(+3,1)	909,2	(-16,0)	934,3	(+25,1)	917,5	(-20,7)
Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy	7,0	(-1,1)	7,2	(-0,9)	6,8	(-0,5)	8,1	(-1,4)
Povinné minimálne rezervy²	161,5	(-1,7)	161,4	(-1,0)	161,6	(+0,2)	163,2	(-1,8)
Jednodňové sterilizačné operácie	3 421,3	(-99,1)	3 490,9	(+3,5)	3 337,9	(-153,0)	3 520,5	(-94,6)
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 a 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: 31. január 2024 – 16. apríl 2024						Predchádzajúce sledované obdobie: 1. november 2023 – 30. január 2024	
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie		Prvé udržiavacie obdobie: 31. január – 12. marec 2024		Druhé udržiavacie obdobie: 13. marec – 16. apríl 2024		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory poskytujúce likviditu	1 250,3	(+64,1)	1 232,1	(+14,4)	1 272,1	(+40,0)	1 186,2	(+35,4)
Čisté zahraničné aktíva	979,6	(+34,8)	966,5	(+8,1)	995,4	(+29,0)	944,8	(+17,3)
Čisté aktíva v eurách	270,7	(+29,3)	265,6	(+6,3)	276,7	(+11,1)	241,4	(+18,1)
Nástroje menovej politiky	4 959,5	(-199,9)	5 048,5	(-42,4)	4 852,6	(-195,9)	5 159,4	(-200,0)
Operácie na voľnom trhu	4 959,5	(-199,9)	5 048,5	(-42,4)	4 852,6	(-195,9)	5 159,4	(-200,0)
Úverové operácie	334,0	(-123,5)	402,1	(-2,0)	252,2	(-149,9)	457,4	(-110,8)
Hlavné refinančné operácie	3,9	(-3,7)	4,8	(-3,1)	2,8	(-2,0)	7,6	(+0,8)
Trojmesačné LTRO	6,4	(+2,0)	5,0	(+1,1)	7,9	(+2,9)	4,4	(-3,8)
TLTRO III	323,7	(-121,8)	392,3	(+0,0)	241,5	(-150,8)	445,5	(-107,8)
Portfóliá priamych nákupov ¹	4 625,5	(-76,5)	4 646,4	(-40,4)	4 600,4	(-46,0)	4 702,0	(-89,3)
Jednodňové refinančné operácie	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Zdroj: ECB.

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

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

Ostatné informácie o likvidite

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 31. január 2024 – 16. apríl 2024						Predchádzajúce sledované obdobie: 1. november 2023 – 30. január 2024	
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie		Prvé udržiavacie obdobie: 31. január – 12. marec 2024		Druhé udržiavacie obdobie: 13. marec – 16. apríl 2024		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie	
Celková spotreba likvidity ¹	1 531,2	(-99,7)	1 550,4	(-45,1)	1 508,1	(-42,3)	1 630,9	(-104,1)
Čisté autonómne faktory ²	1 369,7	(-98,0)	1 389,0	(-44,1)	1 346,5	(-42,6)	1 467,7	(-102,3)
Nadbytočná likvidita ³	3 428,3	(-100,2)	3 498,1	(+2,7)	3 344,7	(-153,4)	3 528,5	(-96,0)

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 čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy.

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

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

Vývoj úrokových sadziieb

(priemerné hodnoty; v % a p. b.)

	Aktuálne sledované obdobie: 31. január 2024 – 16. apríl 2024				Predchádzajúce sledované obdobie: 1. november 2023 – 30. január 2024			
	Prvé udržiavacie obdobie: 31. január – 12. marec 2024		Druhé udržiavacie obdobie: 13. marec – 16. apríl 2024		Siedme udržiavacie obdobie		Ôsme udržiavacie obdobie	
Hlavné refinančné operácie	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)
Jednodňové refinančné operácie	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)
Jednodňové sterilizačné operácie	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)
€STR	3,907	(+0,006)	3,908	(+0,001)	3,903	(+0,00)	3,901	(-0,001)
RepoFunds Rate Euro	3,955	(+0,049)	3,947	(-0,008)	3,945	(+0,019)	3,905	(-0,040)

Zdroj: ECB, CME Group a Bloomberg.

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

Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky v sledovanom období klesol o 199,9 mld. € na 4 959,5 mld. € (graf A).

Zníženie likvidity bolo spôsobené predovšetkým pokračujúcim poklesom súm poskytnutých prostredníctvom úverových operácií.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období znížil o 123,5 mld. € na 334 mld. €.

Tento pokles je do značnej miery odrazom poklesu nesplatených súm TLTRO III v dôsledku splatnosti operácií TLTRO III.7 (215,4 mld. €) spolu s predčasným splatením ostatných prostriedkov TLTRO vo výške 35,8 mld. € k 27. marcu 2024. Zároveň došlo k miernemu poklesu celkových nesplatených súm v štandardných refinančných operáciách Eurosystemu – hlavných refinančných operáciách (main refinancing operations – MRO) a trojmesačných dlhodobějších refinančných operáciách (longer-term refinancing operations – LTRO). Bolo to spôsobené najmä priemerným

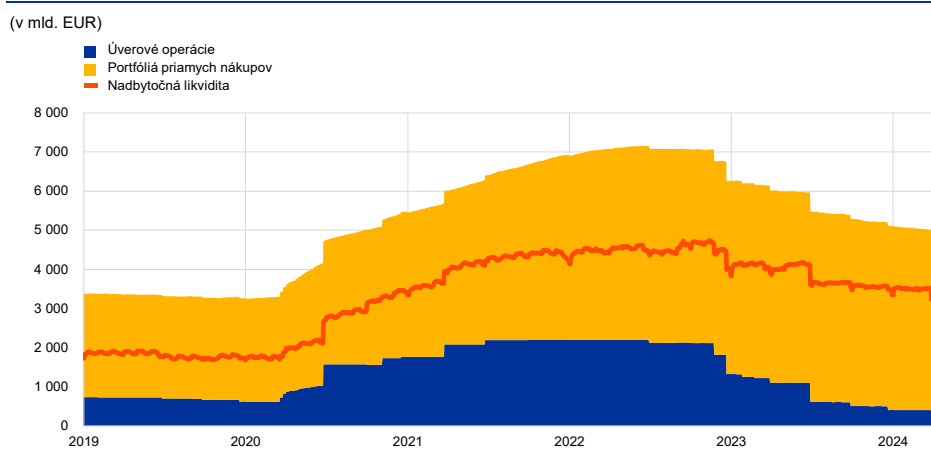
poklesom MRO o 3,7 mld. €, zatiaľ čo trojmesačné LTRO stúpli o 2 mld. €. Obmedzená účasť bánk na týchto operáciách, ako aj ich schopnosť splácať značné prostriedky v rámci TLTRO bez prechodu na štandardné refinančné operácie poukazujú na ich celkovo zdravú likviditnú pozíciu a dostupnosť alternatívnych zdrojov financovania za atraktívne sadzby.

Priemerný objem likvidity poskytovanej prostredníctvom držby priamych portfólií sa v sledovanom období znížil o 76,5 mld. €.

Tento pokles bol spôsobený ukončením reinvestovania splátok istiny zo splatných cenných papierov v APP od 1. júla 2023. V rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív sa splátky istiny zo splatných cenných papierov od ukončenia čistých nákupov na konci marca 2022 v plnej miere reinvestovali.^{5,6}

Graf A

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú zo 16. apríla 2024.

Nadbytočná likvidita

Priemerná nadbytočná likvidita sa počas sledovaného obdobia znížila o 100,2 mld. € a dosiahla 3 428,3 mld. € (graf A).

Nadbytočná likvidita je súčet bankových rezerv presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a rozdielu objemu jednodňových sterilizačných operácií a jednodňových refinančných operácií. Odráža rozdiel medzi celkovou likviditou poskytnutou bankovému systému a likviditnými potrebami bánk na krytie povinných minimálnych rezerv. Priemerná nadbytočná likvidita po dosiahnutí vrcholu v novembri 2022 na úrovni 4 748 mld. € stabilne klesala, a to najmä v dôsledku splatnosti a predčasného

⁵ 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 portfólií.

⁶ ECB v decembri 2023 oznámila, že v druhom polroku 2024 má v úmysle reinvestovať istiny zo splatných cenných papierov v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív len čiastočne.

splácania TLTRO III, pričom od júla 2023 k tomuto poklesu prispelo aj ukončenie reinvestícií v rámci APP.

Vývoj úrokových sadzieb

Rada guvernérov ponechala tri kľúčové úrokové sadzby ECB v sledovanom období na nezmenenej úrovni. Sadzby jednodňových sterilizačných operácií, MRO a jednodňových refinančných operácií zostali na úrovni 4,00 %, 4,50 % a 4,75 %.

Priemerná €STR bola počas sledovaného obdobia zhruba rovnaká a udržiavala si stabilný spread voči kľúčovým úrokovým sadzbám ECB. €STR sa počas celého sledovaného obdobia obchodovala v priemere o 9,2 bázického bodu pod sadzbou jednodňových sterilizačných operácií, teda mierne nad priemerným spreadom 9,9 bázického bodu počas období udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2023. Nižšia nadbytočná likvidita preto zatiaľ nemala výrazný vplyv na rast sadzby €STR.

Priemerná repo sadzba eurozóny meraná indexom RepoFunds Rate Euro sa naďalej obchodovala bližšie k sadzbe jednodňových sterilizačných operácií. Repo sadzba bola počas sledovaného obdobia v priemere o 4,9 bázického bodu nižšia ako sadzba jednodňových sterilizačných operácií, pričom v porovnaní s predchádzajúcim obdobím sa zvýšila približne o 2,5 bázického bodu. Je to odrazom pokračujúceho obratu faktorov, ktoré od posledného štvrtroka 2023 vyvíjajú tlak na znižovanie repo sadzieb. Patrí medzi ne preceňovanie očakávaných úrokových sadzieb, ktoré podnecuje finančných sprostredkovateľov k tomu, aby zaujali dlhé pozície v dlhopisoch financovaných repo obchodmi, a väčšia dostupnosť kolaterálu v prostredí poklesu nesplatených aktív nadobudnutých v rámci APP a uvoľňovania mobilizovaného kolaterálu zo splatných operácií TLTRO.

8 Kreditné riziko a podmienky poskytovania bankových úverov

Francesca Barbiero a Maria Dimou

Kreditné riziko sa v posledných štvrťrokoch postupne zvyšovalo, no vzhľadom na slabý hospodársky výhľad eurozóny, vyššie úrokové sadzby a rastúci počet bankrotov nedosiahlo úroveň zhoršenia, akú naznačujú hlavné ukazovatele kreditného rizika bánk založené na historických trendoch. Pomer problémových úverov aj širšie ukazovatele kreditného rizika, ako sú predčasné nedoplatky a nesplácané úvery (2. úroveň), sa v posledných štvrťrokoch neustále zvyšovali, pričom určité rozdiely medzi krajinami vyplývajú napríklad z rôznych expozícií voči sektorom citlivejším na úrokové sadzby, ako sú komerčné nehnuteľnosti. Tento nárast však zostal celkovo obmedzený.¹ Pravdepodobnosť zlyhania súvahových expozícií bánk sa okrem toho od začiatku posledného cyklu sprísňovania menovej politiky takmer nezvýšila, a to aj napriek zvýšenému úrokovému zaťaženiu a zhoršenému hospodárskemu výhľadu.² Vykazovaný výskyt zlyhaní je vo všeobecnosti pod úrovňami, ktoré by sa dali očakávať na základe historických trendov vzhľadom na súčasný makroekonomický výhľad.³

Časť neškodného vývoja kreditného rizika v súvahách bánk možno pripísať skutočnosti, že od začiatku cyklu sprísňovania menovej politiky banky aktívne menili skladbu svojich portfólií smerom k bezpečnejším aktívam (graf A).

Pokiaľ ide o bankové portfóliá podnikových úverov od konca roka 2021, podľa údajov úverového registra eurozóny AnaCredit skutočne došlo k zhoršeniu úverovej bonity dlžníkov, pravdepodobne v dôsledku vyššieho úrokového zaťaženia a postupného zhoršovania makroekonomických podmienok (graf A, žlté stĺpce). Dalo by sa očakávať, že to povedie k výraznému zhoršeniu úverových portfólií bánk. Okrem rozsiahleho poklesu ponuky úverov od začiatku sprísňovania menovej politiky však banky vo svojich portfóliách podnikových úverov selektívne presmerovávali poskytovanie úverov na bezpečnejšie protistrany (graf A, modré stĺpce). Toto preskupenie viac než kompenzovalo pasívne zhoršenie kvality expozícií bánk v dôsledku zmien úverovej bonity už existujúcich protistrán. Na základe toho sa podiel menej rizikových úverov v portfóliách podnikových úverov (graf A, modré kruhy) v skutočnosti zvýšil, čo viedlo k menšiemu zhoršeniu celkovej kvality nesplatených úverov, než sa očakávalo. Je to tiež v súlade s nárastom averzie voči riziku, ktorú banky vykazovali v prieskume úverovej aktivity bánk v eurozóne (euro area bank lending survey – BLS) od začiatku cyklu sprísňovania, ako aj so zvýšeným vnímaním rizika.⁴ Zjavná atraktívnosť bezpečnejších a potenciálne

¹ Napr. rady [problémových úverov](#) a [úverov 2. úrovne](#) v štatistike bankového dohľadu ECB.

² Viac napr. v boxe s názvom [Corporate vulnerabilities as reported by firms in the SAFE](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2024.

³ Af Jochnick, Kerstin, [The single supervisor ten years on: experience and way forward](#), *LBBW Fixed Income Forum*, Frankfurt, 13. marec 2024; a [Euro area banking sector](#), *Financial Stability Review*, ECB, máj 2024.

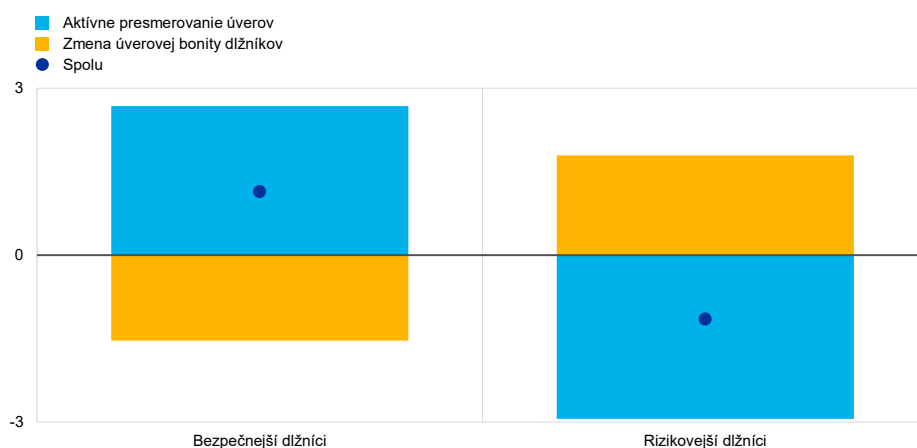
⁴ [The euro area bank lending survey – first quarter of 2024](#), ECB, apríl 2024.

likvidnejších aktív viedla banky aj k preskupovaniu aktív smerom k držbe cenných papierov namiesto úverov, čo je trend, ktorý výrazne odráža sekuritizačné aktivity.⁵

Graf A

Dekompozícia vývoja portfólií podnikových úverov bánk od posledného štvrťroka 2021 do posledného štvrťroka 2023

(zmeny podielov objemu úverov a príspevky, v p. b.)



Zdroj: ECB (AnaCredit) a výpočty ECB.

Poznámka: Tento graf znázorňuje kumulatívne štvrťročné zmeny podielu úverov patriacich do jednotlivých kategórií dlžníkov od prvého štvrťroka 2022 do posledného štvrťroka 2023. Kategórie dlžníkov sú založené na mapovaní realizovaných mier zlyhania a ratingov poskytnutých ratingovými agentúrami. „Bezpečnejší dlžníci“ zahŕňajú dlžníkov s pravdepodobnosťou zlyhania do 5%. „Rizikovejší dlžníci“ zahŕňajú dlžníkov s pravdepodobnosťou zlyhania nad 5%. Výpočty vychádzajú z nesplatených súm úverov poskytnutých bankami eurozóny rezidentom eurozóny. Definície sú v súlade s nariadením ECB/2021/2 (nariadenie o bilančných položkách). Modré stĺpce predstavujú kumulácie štvrťročných zmien podielov úverov v rámci každej kategórie vypočítané pomocou pravdepodobnosti zlyhania pozorovanej v predchádzajúcom štvrťroku.

Preskupenie bankových portfólií smerom k bezpečnejším aktívam by mohlo odrážať snahu bánk obmedziť náklady na kreditné riziko tým, že sa vyhnú výraznejšiemu zvýšeniu rezerv na krytie úverových strát a väčšej miere kreditného rizika. Po dosiahnutí rekordných úrovní v dôsledku globálnej finančnej krízy a krízy štátneho dlhu zostali náklady na kreditné riziko v posledných rokoch obmedzené (graf B, zelená oblasť).⁶ Banky v dôsledku zvýšeného tlaku zo strany dohľadu vynaložili značné náklady na ozdravenie svojich súvah a čelili neustálej kontrole svojich postupov riadenia rizík. Náklady súvisiace s kreditným rizikom v kombinácii s ďalšou prevádzkovou neefektívnosťou prispeli k nízkej úrovni ziskovosti, k vysokým nákladom na vlastný kapitál a k nedostatočnému rozdeleniu kapitálu v rokoch pred posledným cyklom sprísňovania menovej politiky a najmä počas minulých kríz. Výrazná averzia voči riziku by preto bola v súlade s úsilím bánk udržiavať náklady na kreditné riziko na nízkych úrovniach s cieľom dosiahnuť úroveň ziskovosti, ktorá by im umožnila pokračovať v distribúcii kapitálu investorom.⁷ Vďaka týmto adaptívnym bankovým stratégiám zostávajú rezervy na krytie úverových strát a širšie ukazovatele kreditného rizika v súčasnosti obmedzené, a to aj napriek obnovennej kontrole zo strany orgánov dohľadu a trhov. Z rovnakého dôvodu rezervy

⁵ Preskupovanie bankových aktív smerom k cenným papierom od konca roka 2021 nesúviselo so zmenami celkového rizikového profilu úverových portfólií.

⁶ V tomto kontexte sú náklady na kreditné riziko súčtom kapitálových nákladov a očakávaných (úverových) strát.

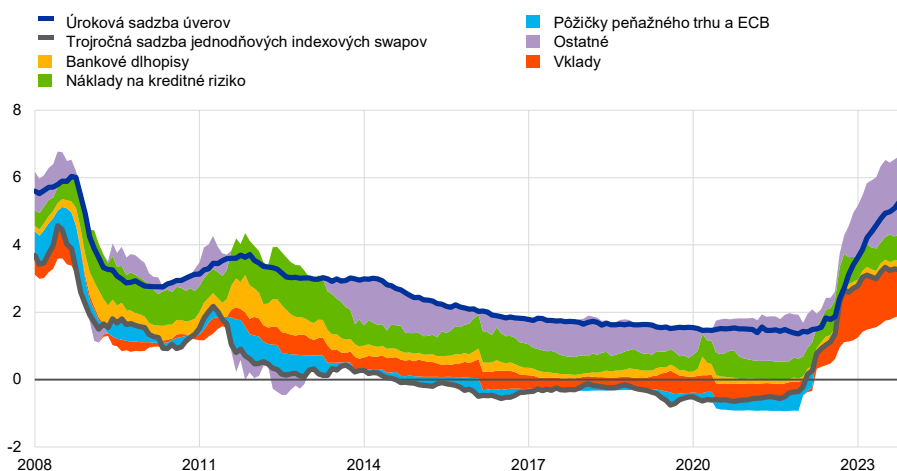
⁷ Viac v boxe s názvom [Distribúcia kapitálu bánk a jej vplyv na menovú politiku](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2023.

na krytie úverových strát a ukazovatele kreditného rizika v súvahách bánk čiastočne stratili schopnosť plne odrážať úroveň, v akej sprísňovanie menovej politiky ovplyvňuje firmy a domácnosti. To naznačuje, že je potrebný komplexnejší pohľad na prenos menovej politiky do reálnej ekonomiky. Pravdepodobne to odráža aj skutočnosť, že súvahy firiem a domácností boli na začiatku cyklu sprísňovania menovej politiky v dobrom stave, čo spolu so silnou ziskovosťou a zamestnanosťou mohlo zabrániť väčšiemu zhoršeniu úverovej bonity.

Graf B

Úroková sadzba úverov nefinančným korporáciám a jej zložky

(v % p. a.)



Zdroj: ECB (súvahové položky, štatistika úrokových sadzieb PFI), Bloomberg, Moody's a výpočty ECB.

Poznámka: Tento graf zobrazuje rozklad realizovanej úrokovej sadzby úverov pre nefinančné korporácie (modrá čiara) na príspevky nákladových komponentov bánk. Zostatok medzi realizovanou úrokovou sadzbou úverov a rôznymi nákladovými komponentmi identifikuje hodnotu sprostredkovateľskej marže. Náklady na vklady, bankové dlhopisy a pôžičky peňažného trhu a ECB sú vyjadrené ako spready voči základnej sadzbe, teda trojročnej sadzbe jednodňových indexových swapov (čierna čiara), vážené na základe ich významu v štruktúre financovania bánk. Posledné údaje sú za december 2023.

Empirické dôkazy naznačujú, že banky sa stali obozretnejšími pri poskytovaní úverov v dôsledku zohľadňovania regulačných a dohľadových opatrení (graf C, panel a).

Zvýšená kontrola zo strany dohľadu núti banky, aby vo svojich úverových aktivitách zaujímali averzívnejší postoj k riziku.⁸ S rastúcim regulačným tlakom sú banky čoraz motivovanejšie dodržiavať štandardy kapitálovej primeranosti a znižovať svoju expozíciu voči rizikovým aktívam. Banky preto strategicky presmerovávajú úvery smerom k bezpečnejším dlžníkom alebo menej rizikovým aktívam s cieľom dodržať regulačné požiadavky a tlak dohľadu a zabrániť neopodstatnenému zvyšovaniu potreby tvorby rezerv na krytie úverových strát ex post. Úloha regulačného tlaku a tlaku dohľadu je zachytená v prieskume úverovej aktivity bánk prostredníctvom odpovedí bánk na otázku o vplyve dohľadových alebo regulačných opatrení na úverové štandardy v predchádzajúcich 12 mesiacoch. Z empirickej analýzy vyplýva, že banky, ktoré vykázali sprísňujúci vplyv dohľadových alebo regulačných opatrení, v sledovanom horizonte výrazne znížili poskytovanie

⁸ Altavilla, C., Boucinha, M., Peydró, J. L. a Smets, F., [Banking supervision, monetary policy and risk taking: big data evidence from 15 credit registers](#), Working Paper Series, No 2349, ECB, január 2020.

úverov rizikovejším dlžníkom v porovnaní s úvermi pre bezpečnejších dlžníkov.⁹ Konkrétne, banka, ktorá v rokoch 2021 až 2023 sprísnila úverové štandardy v dôsledku dohľadového a regulačného tlaku v rovnakom rozsahu ako priemerná banka (kumulovaný čistý percentuálny podiel 20 %), znížila objem úverov poskytovaných rizikovejším dlžníkom o 3 percentuálne body, pričom celkový pokles objemu úverov pre vzorku rizikovejších dlžníkov v posudzovanom horizonte predstavoval 9,8 %. To podporuje hypotézu, že v dôsledku neustálej kontroly zo strany prudenciálnych orgánov mohli byť banky obozretné pri poskytovaní úverov dlžníkom so slabými vyhládkami na splatenie, a to bez ohľadu na skutočnosť, že dôležitú úlohu pri týchto dlžníkoch mohli zohrávať aj iné faktory, ako napríklad nižší dopyt po úveroch.

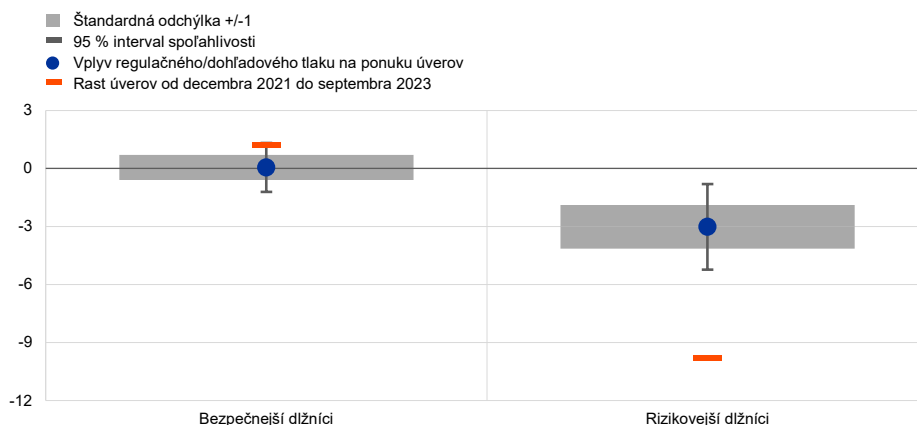
⁹ Na otestovanie alternatívnych vysvetlení, ktoré by mohli byť za správaním bánk, pokiaľ ide o úverové riziko, sme vytvorili súbor údajov o bankách a firmách tak, že sme prepojili databázu AnaCredit s jednotlivými odpoveďami bánk na otázky prieskumu o úverovej aktivite bánk spolu so súvahovými pozíciami zo štatistiky jednotlivých súvahových položiek. Zamerali sme sa na zmenu objemu úverov na úrovni dvojice bánk a firiem v období od decembra 2021, teda pred cyklom sprísňovania menovej politiky, do septembra 2023. Na charakterizáciu faktorov, ktoré počas tohto obdobia ovplyvnili zmenu relatívnej alokácie úverov bezpečnejším alebo rizikovejším dlžníkom ex ante, sme použili štandardný empirický prístup, ktorý nám umožnil zahrnúť do identifikácie šokov v ponuke bankových úverov aj firmy s jednou bankou, a to za predpokladu, že šoky ovplyvňujú podobným spôsobom firmy v rámci rovnakej klasifikácie podľa odvetvia, lokality a veľkosti (viac v Degryse, H., De Jonghe, O., Jakovljević, S., Mulier, K. a Schepens, G., Identifying credit supply shocks with bank-firm data: Methods and applications, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 40, október 2019.) Následne sme špecifikovali prierezový regresný model, do ktorého sme zahrnuli kontrolné faktory bánk a firiem, ako sú veľkosť banky a vek firmy, ako aj fixné účinky odvetvia, lokality a veľkosti, ako je opísané vyššie.

Graf C

Empirické dôkazy o faktoroch ovplyvňujúcich alokáciu ponuky úverov

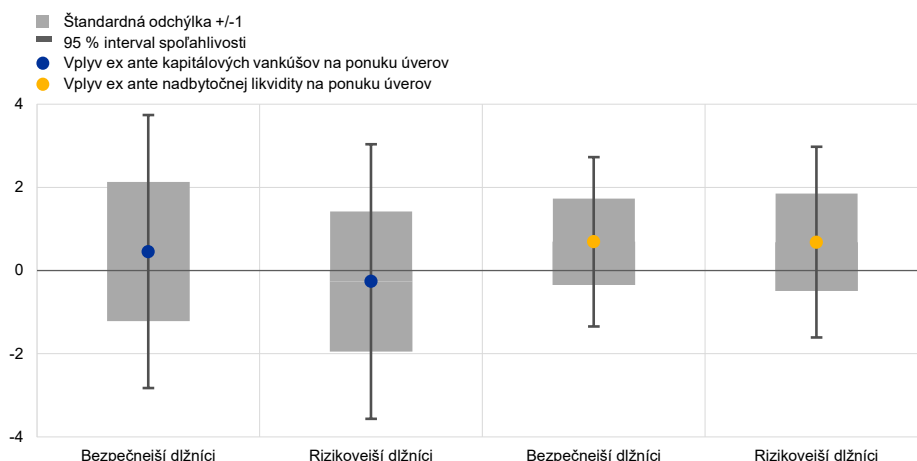
a) Vplyv regulačného/dohľadového tlaku

(v p. b., objemy úverov ex ante)



b) Vplyv kapitálových vankúšov ex ante a nadbytočnej likvidity

(v p. b., objemy úverov ex ante)



Zdroj: ECB (jednotlivé súvahové položky, AnaCredit), BLS, výkazníctvo ECB na účely dohľadu a výpočty ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje koeficienty z regresie: β , kde je (logaritmickej) zmena objemu úverov na úrovni dvojice banka a firma v období od decembra 2021 do septembra 2023. β a sú doplnkové fiktívne premenné rovné 1, ak je pravdepodobnosť zlyhania dlžníka ex ante vyššia, resp. nižšia ako 5%. β je premenná rovná 1, ak opatrenia dohľadu alebo regulačné opatrenia mali v predchádzajúcich 12 mesiacoch sprísňujúci vplyv na úverové štandardy (panel a) alebo na kapitálový vankúš ex ante, prípadne na pomer nadbytočnej likvidity k aktívam (panel b). Regresia zahŕňa kontrolné faktory banky a firmy (α), ako je veľkosť banky a vek firmy, ako aj fixné účinky odvetvia, lokality a veľkosti (γ). Štandardné chyby sú zoskupené na úrovni banky. Koeficienty sú preškalované kumulovaným čistým sprísnením úverových štandardov v dôsledku regulačného/dohľadového tlaku v období 2021 – 2023, spriemerovaným za úvery malým a stredným podnikom a veľkým korporáciami, ako sa uvádza v prieskume úverovej aktivity bánk.

Naproti tomu sa zdá, že sila súvah a absorpčná kapacita bánk pred cyklom sprísňovania menovej politiky významne neovplyvnili kvalitatívnu alokáciu úverov (graf C, panel b). Dostatočné kapitálové a likviditné vankúše ovplyvňujú spôsob transmisie menovej politiky a môžu interagovať s riadením úverového rizika bankami.¹⁰ Na začiatku posledného cyklu sprísňovania menovej politiky mali banky vysokú úroveň likvidity a ich kapitálové vankúše výrazne prekračovali regulačné požiadavky. Bol to výsledok dlhoročnej prísnej regulačnej a dohľadovej kontroly,

¹⁰ Predovšetkým by sa dalo čakať, že prechod úverov od rizikovejších k bezpečnejším dlžníkom bude menej rozšírený medzi bankami s vyššou úrovňou kapitálu a nadmernej likvidity, v súlade s Gambacorta, L. a Shin, H. S., Why bank capital matters for monetary policy, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 35, júl 2018, s. 17 – 29.

vďaka čomu bol bankový systém eurozóny odolnejší voči šokom, akými boli napríklad bankové otrasy v marci 2023. Zdá sa, že úrovne kapitálových vankúšov ex ante a pomery nadbytočnej likvidity nie sú významné pri vysvetľovaní zmien v poskytovaní úverov bezpečnejším a rizikovejším dlžníkom počas cyklu sprísňovania menovej politiky, kým regulačný a dohľadový tlak zrejme zohráva významnú úlohu, ako sa uvádza vyššie.

© Európska centrálna banka 2024

Poštová adresa 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefónne +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 5. júna 2024.

PDF ISSN 2363-3549, QB-BP-24-004-SK-N