



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 8/2023



Obsah

Hospodársky, finančný a menový vývoj	2
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	8
2 Hospodárska aktivita	14
3 Ceny a náklady	22
4 Vývoj na finančných trhoch	29
5 Podmienky financovania a úvery	35
6 Fiškálny vývoj	44
Boxy	48
1 Podmienky na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi a reakcie globálneho trhu na menovú politiku Spojených štátov	48
2 Geopolitické riziko a ceny ropy	54
3 Potenciálna produkcia v čase dočasných ponukových šokov	59
4 Menová politika a nedávne spomalenie v sektoroch priemyselnej výroby a služieb	65
5 Východiská merania príjmu domácností	70
6 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 2. augusta do 31. októbra 2023	78
7 Čisté úrokové výnosy domácností a podnikov	84
8 Menová dynamika počas cyklu sprísňovania menovej politiky	89

Hospodársky, finančný a menový vývoj

Prehľad

Rada guvernérov sa na svojom zasadnutí 14. decembra 2023 rozhodla ponechať tri kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Inflácia síce v posledných mesiacoch klesala, no krátkodobo pravdepodobne znova vzrastie.¹ Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2023 sa má inflácia počas roka 2024 znižovať len postupne, kým sa v roku 2025 nepriblíži k cieľu Rady guvernérov na úrovni 2 %. Celková inflácia by mala podľa odborníkov Eurosystemu dosiahnuť v priemere 5,4 % v roku 2023, 2,7 % v roku 2024, 2,1 % v roku 2025 a 1,9 % v roku 2026. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2023 ide o úpravu nadol na rok 2023 a predovšetkým na rok 2024.

Základná inflácia naďalej poľavuje. Domáce cenové tlaky sú však stále zvýšené, najmä v dôsledku výrazného rastu jednotkových nákladov práce. Inflácia bez energií a potravín by mala podľa projekcií odborníkov Eurosystemu dosiahnuť v priemere 5,0 % v roku 2023, 2,7 % v roku 2024, 2,3 % v roku 2025 a 2,1 % v roku 2026.

Transmisia doterajšieho zvyšovania úrokových sadzieb do ekonomiky je naďalej výrazná. Prísnejšie podmienky financovania tlmia dopyt, čo pomáha znižovať infláciu. Hospodársky rast má byť podľa odborníkov Eurosystemu v najbližšom období naďalej tmený. Následne sa očakáva oživenie hospodárstva, a to vďaka rastu reálnych príjmov – vzhľadom na klesajúcu infláciu a rastúce mzdy – a zvyšovaniu zahraničného dopytu. Podľa odborníkov Eurosystemu sa má hospodársky rast preto zrýchliť z priemerných 0,6 % v roku 2023 na 0,8 % v roku 2024 a na 1,5 % v rokoch 2025 i 2026.

Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť včasný návrat inflácie na cieľovú úroveň 2 % v strednodobom horizonte. Na základe svojho aktuálneho hodnotenia Rada guvernérov usudzuje, že kľúčové úrokové sadzby ECB sú na úrovni, ktorá pri dostatočne dlhom zachovaní podstatným spôsobom prispeje k dosiahnutiu tohto cieľa. Budúce rozhodnutia Rady guvernérov zabezpečia nastavenie jej menovopolitických sadzieb na dostatočne reštriktívnej úrovni dovtedy, kým to bude potrebné.

Pri určovaní primeranej úrovne a dĺžky trvania reštrikcie sa Rada guvernérov bude naďalej riadiť aktuálnymi údajmi. Jej 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.

Kľúčové úrokové sadzby ECB sú prvoradým nástrojom pri určovaní nastavenia menovej politiky. Rada guvernérov na svojom zasadnutí 14. decembra 2023 tiež

¹ Redakčná uzávierka údajov uvedených v tomto vydaní Ekonomického bulletinu bola 13. decembra 2023.

rozhodla o pokračovaní normalizácie súvahy Eurosystemu. Počas prvého polroka 2024 plánuje pokračovať v reinvestovaní istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) v plnej výške. Počas druhej polovice roka očakáva redukcii portfólia PEPP priemerným tempom 7,5 mld. € za mesiac. Na konci roka 2024 Rada guvernérov mieni reinvestície v rámci programu PEPP ukončiť.

Hospodárska aktivita

Hospodárstvo eurozóny zaznamenalo v treťom štvrťroku 2023 miernu kontrakciu, predovšetkým vzhľadom na pokles zásob. V najbližšom období budú hospodársku aktivitu zrejme naďalej tlmieť prísnejšie podmienky financovania a slabý zahraničný dopyt. Slabé vyhliadky sa týkajú najmä stavebného a výrobného sektora, ktoré sú najviac zasiahnuté vyššími úrokovými mierami. V nadchádzajúcich mesiacoch má podľa všetkého slabnúť aj aktivita v sektore služieb. Príčinou je nepriaznivý vplyv slabšej priemyselnej aktivity, odznievanie účinkov znovuoťvorenia ekonomiky a šírenie vplyvu prísnejších podmienok financovania.

Trh práce je naďalej oporou ekonomiky. Miera nezamestnanosti dosahovala v októbri 6,5 % a zamestnanosť v treťom štvrťroku vzrástla o 0,2 percentuálneho bodu. V dôsledku slabšej hospodárskej aktivity však zároveň klesá dopyt po zamestnancoch a podniky v posledných mesiacoch vykázali menší počet voľných pracovných miest. Napriek vyššiemu počtu zamestnaných navyše v treťom štvrťroku došlo k miernemu poklesu celkového počtu odpracovaných hodín o 0,1 %.

Podľa projekcií z decembra 2023 dostupné krátkodobé ukazovatele naznačujú pretrvávanie slabej hospodárskej aktivity aj v poslednom štvrťroku 2023. Od začiatku roka 2024 sa však očakáva posilnenie rastu, a to vzhľadom na zvyšovanie reálneho disponibilného príjmu – podporovaného klesajúcou infláciou, výrazným rastom miezd a stabilnou zamestnanosťou – a zrýchľovanie rastu vývozu vďaka zlepšovaniu zahraničného dopytu. Do ekonomiky sa naďalej premieta vplyv sprísňovania menovej politiky ECB a nepriaznivých podmienok poskytovania úverov, čo ovplyvňuje krátkodobý výhľad hospodárskeho rastu. Tieto tlmiace účinky by mali neskôr počas sledovaného obdobia slabnúť, čo by malo podporiť hospodársky rast. Celkovo sa očakáva spomalenie priemerného ročného rastu reálneho HDP z 3,4 % v roku 2022 na 0,6 % v roku 2023 a neskôr jeho oživenie na 0,8 % v roku 2024 a stabilizácia na úrovni 1,5 % v rokoch 2025 a 2026. V porovnaní s projekciami zo septembra 2023 bol výhľad rastu HDP na roky 2023 a 2024 upravený mierne nadol, a to na základe nedávno zverejnených údajov a slabých výsledkov prieskumov, zatiaľ čo na rok 2025 zostáva nezmenený.

S ústupom energetickej krízy by vlády mali pokračovať v rušení súvisiacich podporných opatrení. Je to nevyhnutné s cieľom predísť zvyšovaniu strednodobých inflačných tlakov, ktoré by si inak vyžadovalo ešte prísnejšiu menovú politiku. Rozpočtová politika by sa mala zameriavať na zvyšovanie produktivity ekonomiky eurozóny a postupné znižovanie vysokej zadlženosti verejnej správy. Štrukturálne

reformy a investície zamerané na zvyšovanie ponukovej kapacity eurozóny – za podpory plnej implementácie programu Next Generation EU – môžu pomôcť znížiť cenové tlaky v strednodobom horizonte a zároveň podporiť ekologickú a digitálnu transformáciu. V tejto súvislosti je dôležité urýchlene dohodnúť reformu rámca správy ekonomických záležitostí EÚ. Okrem toho je nevyhnutné urýchliť kroky na vytvorenie únie kapitálových trhov a dobudovanie bankovej únie.

Inflácia

Inflácia počas októbra a novembra klesala. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla ročná miera inflácie v novembri 2,4 %. Pokles inflácie bol plošný. Ďalší pokles zaznamenala inflácia cien energií a znížila sa aj inflácia cien potravín, aj keď celkovo zostáva na pomerne vysokej úrovni. V decembri 2023 sa inflácia pravdepodobne zvýši v dôsledku kladného bazického efektu nákladov na energiu. V roku 2024 odborníci Eurosystemu očakávajú pomalší pokles inflácie vzhľadom na ďalšie kladné bazické efekty a ukončenie minulých rozpočtových opatrení zavedených na zmiernenie šoku v cenách energií.

Inflácia bez energií a potravín klesla za október a november 2023 o takmer celý percentuálny bod a v novembri dosiahla 3,6 %. Tento vývoj je odrazom lepších ponukových podmienok, slabnúcich účinkov nedávneho energetického šoku a vplyvu prísnejšej menovej politiky na dopyt a na vplyv podnikov na cenotvorbu. Miera inflácie cien tovarov klesla na 2,9 %, miera inflácie cien služieb na 4,0 %.

V októbri klesli všetky ukazovatele základnej inflácie, no domáce cenové tlaky zostali na zvýšenej úrovni, najmä vzhľadom na výrazný mzdový rast a klesajúcu produktivitu. Ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní sa zväčša pohybujú v okolí dvoch percent, pričom niektoré doteraz zvýšené trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie klesajú.

Podľa projekcií z decembra 2023 má základný dezinflačný proces aj napriek očakávanému prechodnému zvýšeniu inflácie pokračovať. Napriek určitému ochladzovaniu by mal na trhu práce podľa projekcií pretrvávajúť nedostatok pracovných síl, čo by spolu s kompenzačnými vplyvmi minulej vysokej inflácie malo udržať vysokú úroveň rastu nominálnych miezd. Vzhľadom na postupné odznievanie rastových účinkov inflačnej kompenzácie sa však očakáva spomalenie rastu miezd počas sledovaného obdobia. Zisky v roku 2022 výrazne vzrástli, ale počas sledovaného obdobia by sa mali oslabiť a mali by tmiť prenos nákladov práce. Keďže strednodobé inflačné očakávania by podľa odhadov mali zostať ukotvené na úrovni inflačného cieľa ECB vo výške 2 %, celková inflácia HICP by sa mala znížiť z 5,4 % v roku 2023 na priemernú úroveň 2,7 % v roku 2024, 2,1 % v roku 2025 a 1,9 % v roku 2026. V porovnaní s projekciami zo septembra 2023 bola inflácia HICP na roky 2023 a 2024 upravená nadol, najmä vzhľadom na nižšie než očakávané nedávne výsledky a nižšie predpoklady vývoja cien energetických komodít, zatiaľ čo na rok 2025 zostáva nezmenená.

Hodnotenie rizík

Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu zostávajú naklonené na stranu pomalšieho rastu. Rast by mohol byť pomalší, ak sa účinky menovej politiky ukážu byť silnejšie, než sa očakáva. K oslabeniu rastu v eurozóne by tiež mohla viesť slabšia svetová ekonomika alebo ďalšie spomalenie svetovej obchodnej výmeny. 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. Hospodársky rast by mohol byť rýchlejší, ak by reálne príjmy viedli k vyššej než očakávanej spotrebe, alebo ak by svetová ekonomika rástla výraznejšie, než sa očakáva.

Medzi riziká rýchlejšieho cenového vývoja patrí zvýšené geopolitické napätie, ktoré by mohlo v krátkodobom horizonte spôsobiť rast cien energií, a extrémne prejavy počasia, ktoré by mohli mať za následok nárast cien potravín. Vyššia ako predpokladaná inflácia by tiež mohla byť dôsledkom posunu inflačných očakávaní nad úroveň cieľa Rady guvernérov, alebo rýchlejšieho než očakávaného rastu miezd alebo ziskových marží. Medzi riziká nižšej ako predpokladanej inflácie patrí výraznejší než očakávaný tlmiaci účinok menovej politiky na dopyt alebo nečakané zhoršenie hospodárskeho prostredia vo zvyšku sveta, potenciálne i vzhľadom na nedávny nárast geopolitických rizík.

Finančné a menové podmienky

Trhové úrokové miery od posledného menovopolitického zasadnutia Rady guvernérov 26. októbra 2023 značne klesli a sú nižšie ako miery, z ktorých vychádzajú projekcie odborníkov Eurosystemu. Reštriktívna menová politika Rady guvernérov sa naďalej výrazne premieta do širších podmienok financovania. Sadzby úverov v októbri znova vzrástli – na 5,3 % v prípade podnikových úverov a 3,9 % v prípade hypotekárnych úverov.

Vyššie úverové sadzby, nevýrazný dopyt po úveroch a prísnejšie úverové podmienky znova oslabili dynamiku poskytovania úverov. Úvery podnikom v októbri klesli ročným tempom 0,3 % a dynamika úverov domácnostiam takisto zostala tlmená, s ročnou mierou rastu 0,6 %. Vzhľadom na slabú úverovú aktivitu a redukciu súvahy Eurosystemu sa objem peňažnej zásoby vyjadrenej menovým agregátom M3 ďalej znižoval a v októbri klesol ročným tempom 1,0 %.

V súlade so svojou stratégiou menovej politiky Rada guvernérov dôkladne posúdila vzájomný vzťah medzi menovou politikou a finančnou stabilitou. Banky v eurozóne preukázali svoju odolnosť. Disponujú vysokou úrovňou kapitálu a za posledný rok sú výrazne viac ziskové. Výhľad vývoja finančnej stability je však v súčasnom prostredí čoraz prísnejších podmienok financovania, slabého hospodárskeho rastu a geopolitického napätia naďalej neistý. Situácia by sa mohla zhoršiť najmä v dôsledku nečakaného nárastu nákladov bánk na financovanie a vyššieho počtu dlžníkov neschopných splácať svoje dlhy. V prípade adekvátnej reakcie finančných trhov by však mal byť celkový dosah takéhoto scenára na ekonomiku obmedzený.

Makroprudenciálna politika zostáva prvou obrannou líniou proti vzniku slabín vo finančnom sektore. Zavedené opatrenia prispievajú k zachovávaniu odolnosti finančného systému.

Rozhodnutia o menovej politike

Úroková sadzba hlavných refinančných operácií a úrokové sadzby jednodňových refinančných a jednodňových sterilizačných operácií zostávajú nezmenené na úrovni 4,50 %, 4,75 % a 4,00 %.

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

Počas prvého polroka 2024 Rada guvernérov plánuje pokračovať v reinvestovaní istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu PEPP v plnej výške. Počas druhej polovice roka očakáva redukcii portfólia PEPP 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 pandemiou ohrozujúcich fungovanie transmisného mechanizmu menovej politiky.

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

Záver

Rada guvernérov sa na svojom zasadnutí 14. decembra 2023 rozhodla ponechať tri kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť včasný návrat inflácie na cieľovú úroveň 2 % v strednodobom horizonte. Na základe svojho aktuálneho hodnotenia Rada guvernérov usudzuje, že úrokové sadzby sú na úrovni, ktorá pri dostatočne dlhom zachovaní podstatným spôsobom prispeje k včasnému návratu inflácie na cieľovú úroveň. Jej budúce rozhodnutia zabezpečia nastavenie kľúčových úrokových sadzieb ECB na dostatočne reštriktívnej úrovni dovtedy, kým to bude potrebné na jej včasný návrat na túto úroveň. Pri určovaní primeranej úrovne a dĺžky trvania reštrikcie sa Rada guvernérov bude naďalej riadiť aktuálnymi údajmi.

Rada guvernérov má v úmysle znižovať objem portfólia PEPP v priebehu druhého polroka 2024 a ukončiť reinvestície v rámci programu PEPP na konci roka 2024.

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.

1 Vonkajšie prostredie

Globálna ekonomika podľa odhadov rástla v roku 2023 miernym, ale stabilným tempom vďaka silnej súkromnej spotrebe a priaznivému vývoju na pracovnom trhu. V roku 2024 sa očakáva mierny pokles globálneho rastu, najmä v dôsledku vplyvu sprísňovania menovej politiky naprieč vyspelými ekonomikami. Výhľad globálneho rastu podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2023 sa v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2023 v zásade nezmenil, pričom sa stále predpokladá, že globálna ekonomika bude počas sledovaného obdobia rásť tempom pod historickým priemerom. Po slabých výsledkoch v roku 2023 sa očakáva, že rast globálneho obchodu sa počas zvyšku sledovaného obdobia opäť zrýchli a vo všeobecnosti sa bude zvyšovať v súlade s globálnou aktivitou. V porovnaní so septembrovými projekciami bol rast globálneho dovozu a zahraničného dopytu eurozóny revidovaný pre rok 2023 smerom nahor, najmä vďaka tomu, že výsledky v druhom a treťom štvrťroku prekonal očakávaná. Rast zahraničného dopytu počas zvyšku sledovaného obdobia bol však v porovnaní so septembrovými projekciami revidovaný nadol. Vývozné ceny konkurentov eurozóny (v národných menách) sa podľa odhadov v druhom štvrťroku 2023 prudko znížili v dôsledku ďalšieho poklesu cien komodít a zmiernenia domácich aj zahraničných tlakov v cenovom reťazci. Očakáva sa, že počas sledovaného obdobia budú postupne rásť a priblížia sa k svojim dlhodobým priemerným mieram rastu.

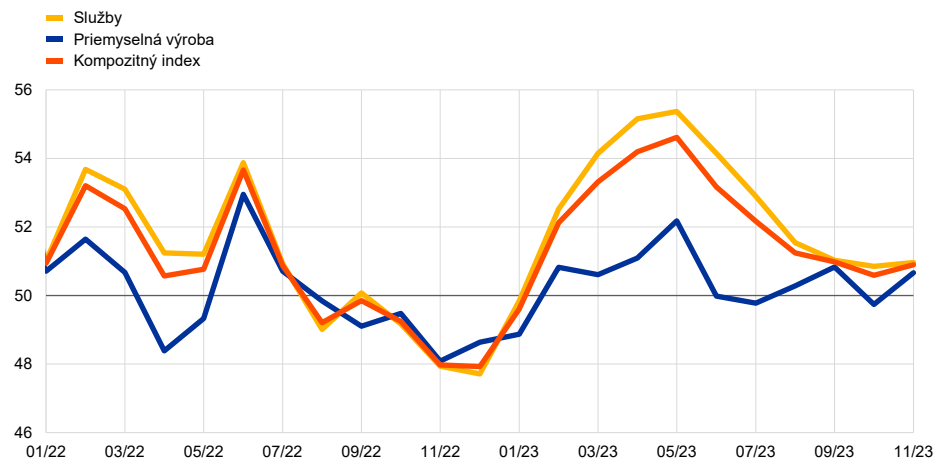
Globálny hospodársky rast bol v roku 2023 mierny, ale stabilný vďaka silnej súkromnej spotrebe a priaznivému vývoju na pracovnom trhu. Ku globálnej hospodárskej aktivite prispeli rozvíjajúce sa trhové ekonomiky vrátane Číny a spomedzi vyspelých ekonomík Spojené štáty americké.² Značný domáci dopyt a silný trh práce v Spojených štátoch viedli k odolnému rastu aj napriek značnému sprísňovaniu menovej politiky. Zrušenie obmedzení súvisiacich s koronavírusom (COVID-19) začiatkom roka a rozsiahlejšie oživenie súkromnej spotreby v Číne vykompenzovali slabý vývoj v tamojšom sektore nehnuteľností na bývanie. Najnovšie údaje poukazujú na zmiešané signály vo veľkých ekonomikách. V Číne a Spojených štátoch sa rast reálneho HDP v treťom štvrťroku posilnil. V Spojenom kráľovstve však stagnoval a v Japonsku sa spomalil, a to v dôsledku vysokej inflácie, ktorá brzdila aktivitu a spotrebu v oboch krajinách. Očakáva sa, že po ustúpení predchádzajúcich priaznivých podmienok sa rast globálneho reálneho HDP v poslednom štvrťroku mierne spomalí, čo je v súlade s najnovším globálnym kompozitným indexom nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) pre výrobu. Potom, ako šesť mesiacov po sebe kompozitný index PMI klesal, v novembri sa vo všeobecnosti stabilizoval a zostáva v rastovom pásme. Údaje z indexu PMI v jednotlivých sektoroch naznačujú, že priemyselná výroba zostáva tlmená, pričom index sa stále pohybuje okolo neutrálnej hranice. Zároveň sa zdá, že tempo rastu služieb po pandémii COVID-19 slabne, pričom súvisiaci index PMI v druhej polovici roka stabilne klesal a v novembri sa stabilizoval mierne nad neutrálnou hranicou (graf 1).

² Vzhľadom na to, že táto časť sa zameriava na vývoj v globálnom prostredí, všetky odkazy na svetové a/alebo globálne agregované hospodárske ukazovatele sú bez eurozóny.

Graf 1

Globálny index PMI pre výrobu (bez eurozóny)

(difúzný index)



Zdroj: S&P Global Market Intelligence a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z novembra 2023.

Očakáva sa, že globálna ekonomika bude počas sledovaného obdobia rásť tempom pod historickým priemerom. Podľa projekcií sa globálny rast v roku 2024 mierne spomalí (na 3,1 % v porovnaní s 3,3 % v roku 2023), čo je spôsobené najmä oneskoreným vplyvom sprísňovania menovej politiky vo vyspelých ekonomikách. V týchto ekonomikách boli tiež prehodnotené vyhliadky rastu. V Spojených štátoch bol rast reálneho HDP upravený nahor, keďže odolnosť hospodárstva v poslednom období naznačuje, že výsledky budú o niečo lepšie a dezinflačný proces plynulejší. Pokiaľ ide o Spojené kráľovstvo, očakáva sa, že ekonomika sa vyhne recesii, hoci rast v rokoch 2024 a 2025 bol revidovaný nadol vzhľadom na slabšie výsledky a vplyv sprísňovania menovej politiky z dôvodu vysokej inflácie. Výhľad rastu v rozvíjajúcich sa ekonomikách Ázie a v Číne zostáva v podstate nezmenený. Očakáva sa, že hospodársky rast v Číne bude počas sledovaného obdobia postupne klesať v dôsledku štrukturálnych faktorov, ako je starnutie populácie. Podľa odhadov bude globálna ekonomika v rokoch 2025 aj 2026 ďalej rásť tempom 3,2 %, čo je stále pod historickým priemerom na úrovni 3,6 % z rokov 2012 až 2019. V porovnaní so septembrovými projekciami bol rast globálneho reálneho HDP na roky 2023 a 2024 revidovaný nahor o 0,1 percentuálneho bodu.

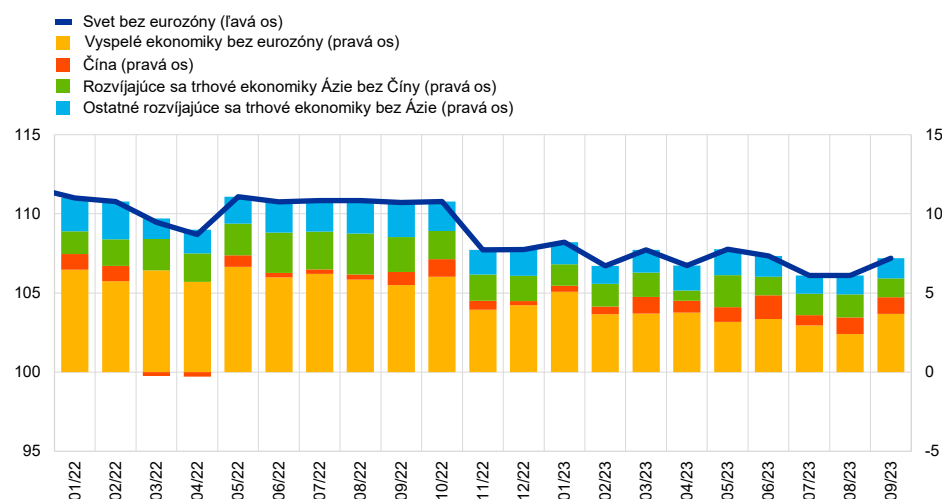
Keďže spotrebiteľské správanie sa po pandémie vracia do normálu, očakáva sa, že rast svetového obchodu bude v roku 2023 ešte slabý, ale potom nastane jeho oživenie. Ročný rast obchodu v roku 2023 sa odhaduje na úrovni 1,1 % vzhľadom na negatívny efekt prenosu, hoci už v druhom štvrtroku 2023 vykazuje zlepšenie. Slabé ročné výsledky obchodu možno vysvetliť tým, že štruktúra globálneho rastu bola menej priaznivá pre obchod, keďže väčšiu časť domáceho dopytu tvorila spotreba a väčší bol aj príspevok rozvíjajúcich sa krajín, ktoré sa vyznačujú menšou elasticitou obchodu. Rast obchodu v tomto roku brzdilo tiež oživenie spotreby v sektore služieb spôsobené úplným zrušením obmedzení súvisiacich s pandemiou COVID-19. Predpokladá sa, že globálny obchod sa počas sledovaného obdobia postupne oživí a bude rásť viac v súlade s globálnou aktivitou,

keď podniky začnú dopĺňať zásoby a štruktúra súkromnej spotreby bude opäť orientovaná na tovary. Je to v súlade s najnovšími výsledkami globálneho obchodu s tovarmi, ktorý sa v septembri vrátil k pozitívnemu rastu po dvoch predchádzajúcich mesiacoch celkovej stagnácie (graf 2). Podľa projekcií sa globálny obchod v rokoch 2024 a 2025 zvýši o 3,0 % a v roku 2026 o 3,2 %. V porovnaní so septembrovými projekciami ide o úpravu nadol (o 0,2 percentuálneho bodu v roku 2024 a o 0,3 percentuálneho bodu v roku 2025) vzhľadom na prehodnotenie tempa, akým sa elasticita globálneho obchodu vráti k svojej očakávanej dlhodobej úrovni. Očakáva sa, že zahraničný dopyt eurozóny sa v roku 2024 zvýši o 2,6 %, v roku 2025 o 2,9 % a v roku 2026 o 3,1 %, pričom v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami na roky 2024 a 2025 bol taktiež revidovaný nadol (o 0,4 resp. 0,1 percentuálneho bodu).

Graf 2

Globálny rast dovozu tovarov (bez eurozóny)

(index: príspevky, december 2019 = 100)



Zdroj: CPB a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú zo septembra 2023.

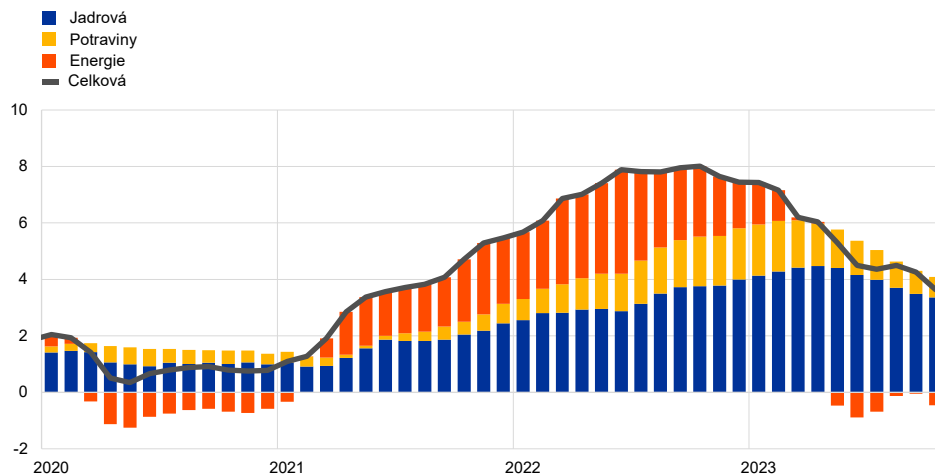
Globálna celková inflácia meraná indexom spotrebiteľských cien (CPI) naďalej klesá vďaka nižším cenám energií a potravín, hoci jadrová inflácia je stále vysoká.

Celková inflácia CPI v členských krajinách Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) v októbri klesla na 5,6 % (zo 6,2 % v septembri) v dôsledku nižšieho príspevku cien energií a v menšom rozsahu aj cien potravín. Jadrová inflácia (bez potravín a energií) klesla minimálne, na 6,5 % (zo septembrových 6,6 %). Ročná miera inflácie je naďalej veľmi vysoká v Turecku, hoci v októbri sa čiastočne zmiernila na 72 % (zo 75 % v septembri). S výnimkou Turecka sa celková inflácia zo septembrovej úrovne 4,2 % znížila na 3,6 % a jadrová inflácia klesla zo 4,4 % na 4,2 % (graf 3). Vývozné ceny konkurentov eurozóny sa podľa odhadov znížili v druhom štvrtroku 2023 pod úroveň svojej dlhodobej priemernej miery rastu v dôsledku ďalšieho poklesu cien komodít a zmiernenia domácich aj zahraničných tlakov v cenovom reťazci. Na prelome rokov sa očakáva ich opätovný nárast, keďže budú menej ovplyvňované poklesom cien komodít.

Graf 3

Inflácia spotrebiteľských cien v OECD

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



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

Poznámka: Agregát OECD nezahŕňa Turecko a je vypočítaný s použitím ročných váh indexu spotrebiteľských cien OECD. Jadrová inflácia je inflácia za všetky položky bez potravín a energií. Posledné údaje sú z októbra 2023.

Ceny ropy od septembrových projekcií klesali v dôsledku slabného globálneho dopytu.

Podľa Medzinárodnej agentúry pre energiu sa dopyt po ropy v Európe v treťom štvrtroku oslabil približne o 0,8 milióna barelov denne a nedávno začal klesať aj dopyt v Spojených štátoch. Slabnúcí dopyt po ropy vo vyspelých ekonomikách tak prevážil tlaky na rast cien vyvolané neustále silným dopytom v Číne, rozhodnutím združenia OPEC+ predĺžiť súčasné dobrovoľné obmedzenie produkcie až do prvého štvrtroka 2024 a zvýšiť ho o ďalších 0,9 % objemu globálnych dodávok, ako aj rizikami na strane ponuky v dôsledku konfliktu na Blízkom východe. Európske ceny plynu takisto klesli, keďže na začiatku vykurovacej sezóny zostal dopyt pod historickým priemerom. Nedávne riziká na strane ponuky vyplývajúce z pozastavenia ťažby v izraelskom ložisku zemného plynu, z poškodenia plynovodu medzi Fínskom a Estónskom a z možnosti ďalších štrajkov zamestnancov terminálov na skvapalnený zemný plyn v Austrálii sa takisto vyriešili a finančné trhy ich prestali zohľadňovať pri tvorbe cien. Ďalšiu volatilitu na trhu s plynom však nemožno úplne vylúčiť, keďže ceny sú naďalej citlivé na šoky na strane ponuky, podobne ako v prípade šokov počas roku 2023.

Globálne finančné podmienky v porovnaní so septembrovými projekciami kolísali, ale napokon zaznamenali mierne uvoľnenie vo všetkých vyspelých ekonomikách.

Na začiatku sledovaného obdobia (od 14. septembra do 13. decembra 2023) sa globálne finančné podmienky vo všetkých vyspelých ekonomikách značne zhoršili, keď výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov rástli, najmä v dôsledku vyššej kompenzácie rizík v súvislosti s väčšou neistotou, pokiaľ ide o budúce krátkodobé úrokové sadzby. Toto sprísnenie sa však výrazne oslabilo po tom, ako inflácia vo viacerých krajinách čiastočne zaostala za očakávaniami a niektoré centrálné banky zmiernili rétoriku, pokiaľ ide o potrebu dodatočného zvyšovania úrokových sadzieb. V prípade Spojených štátov, očakávania trhu, že inflácia sa bude ďalej zmiernovať vplyvom odolného, aj keď spomaľujúceho sa rastu,

prispeli k očakávaniu zmiernenia menovej politiky a podporili rizikový sentiment. Ceny rizikovejších aktív sa vo všeobecnosti hýbali zároveň s výkyvmi úrokových sadzieb a na konci obdobia boli o niečo vyššie.

Hospodársky rast Spojených štátov v roku 2023 bol odolnejší, ako sa očakávalo, hoci v najbližšom období sa očakáva jeho spomalenie, keďže prísnejšia menová politika vedie k obmedzeniu výdavkov a tlak na trhu práce sa uvoľňuje. Reálny HDP sa v treťom štvrťroku 2023 medzištvrtročne zvýšil o 1,3 % (o 5,2 % na ročnom základe) v dôsledku silnej súkromnej spotreby, oživenia súkromných investícií do zásob a značných vládnych výdavkov. Vysokofrekvenčné ukazovatele, napríklad výdavky platené kreditnými kartami a maloobchodný predaj, naznačujú spomalenie spotrebiteľských výdavkov v poslednom štvrťroku. Navyše, obnovenie splátok študentských úverov v októbri a prudké zníženie nadmerných úspor budú vyvíjať dodatočný tlak na bilancie domácností. Od druhej polovice roka 2024 sa očakáva oživenie hospodárskeho rastu. Celková ročná inflácia CPI sa v októbri znížila na 3,2 % (o 0,5 percentuálneho bodu oproti septembru) najmä v dôsledku klesajúcich cien energií, pričom ročná jadrová inflácia zaznamenala mierny pokles na 4,0 % (o 0,1 percentuálneho bodu oproti septembru). Hoci sa inflácia cien služieb (bez cien bývania) od začiatku tohto roka znížila, zostala stále vysoká a v októbri sa zastavila tesne pod úrovňou 4 %. Jadrová inflácia cien tovarov aj služieb postupne klesá.

Pokiaľ ide o Čínu, aktuálne ukazovatele naznačujú stabilizáciu hospodárskej aktivity napriek slabému vývoju v sektore nehnuteľností. Rast reálneho HDP sa v treťom štvrťroku 2023 medzištvrtročne zrýchlil na 1,3% a prekonal očakávania trhu. Toto oživenie bolo podnietené najmä vyššími spotrebiteľskými výdavkami, zatiaľ čo pokles investícií do nehnuteľnosti sa prehlboval, hoci pomalším tempom ako v predchádzajúcich mesiacoch. Mesačné ukazovatele priemyselnej produkcie a maloobchodného predaja v októbri potvrdili ich oživenie. Výdavky domácností v októbri prekvapivo rástli, a to najmä na nákup automobilov a na cestovanie, čo sa časovo zhodovalo s čínskym sviatkom Zlatý týždeň. Zároveň však produkcia a spotreba tovarov a služieb úzko spojených s trhom s nehnuteľnosťami naďalej vykazovala tlmený rast, čo naznačuje prebiehajúce dvojrýchlostné oživenie čínskej ekonomiky. Celková ročná inflácia CPI sa v októbri vrátila do záporného pásma. Celková inflácia CPI sa medziročne znížila o 0,2 % po tom, ako v septembri zostala nezmenená. Tento pokles sa pripisuje najmä prudšiemu zníženiu cien potravín, ktorému dominuje medziročné zníženie cien bravčového mäsa o 30,1 %, pričom sa očakáva ich ďalší pokles vzhľadom na nadmernú ponuku bravčového mäsa. Vývoj cien potravín a slabý domáci aj zahraničný dopyt pravdepodobne zabezpečia, že inflačné tlaky zostanú tlmené.

Hospodárske oživenie v Japonsku sa v treťom štvrťroku 2023 zastavilo, no v poslednom štvrťroku 2023 sa opäť očakáva návrat kladného rastu. Reálny HDP sa v treťom štvrťroku 2023 medzištvrtročne znížil o 0,7 %, čo je viac, než sa očakávalo. Tento vývoj odráža najmä negatívny príspevok zásob a slabý domáci dopyt a do istej miery aj rozsah vplyvu vysokej inflácie na reálne príjmy. Očakáva sa, že reálny HDP v poslednom štvrťroku začne opäť rásť, hoci len pomalým tempom, vzhľadom na náznaky mierneho zvýšenia úrovne reálnej spotreby. Miera celkovej aj

jadrovej inflácie sa v októbri zvýšila v dôsledku základnej cenovej dynamiky podnikov. Celková ročná inflácia sa zvýšila z 3,0 % na 3,3 %, najmä v dôsledku menšieho ročného poklesu cien energií, a to aj napriek určitému zmierneniu stále vysokej inflácie cien potravín. Ročná jadrová inflácia (bez cien potravín a energií) dosiahla v októbri 2,7 % (o 0,1 percentuálneho bodu viac ako v septembri), pričom odrážala mierne zvýšenie jadrovej inflácie cien tovarov a inflácie cien pevných služieb.

V Spojenom kráľovstve predchádzajúce sprísnenie menovej politiky čoraz viac brzdí výdavky domácností a súkromné investície. Reálny hospodársky rast v treťom štvrťroku 2023 stagnoval na nízkej úrovni, keď slabší domáci dopyt eliminoval mimoriadne pozitívny príspevok vývozu služieb. Slabnúcí domáci dopyt naznačuje, že predchádzajúce sprísňovanie menovej politiky čoraz viac ovplyvňuje ekonomiku. Z údajov vyplývajú zmiešané signály, keďže maloobchodný predaj klesol a kompozitný index PMI bol vo všeobecnosti tlmený (hoci sa v novembri opäť zvýšil nad neutrálnu hranicu), kým iné ukazovatele v oblasti podnikateľskej dôvery sa dlhodobo zlepšujú a reálne príjmy domácností rastú. Aktivita by v nasledujúcich štvrťrokoch mala zostať mierna vzhľadom na reštriktívnu fiškálnu a menovú politiku. Očakáva sa, že koncom roka sa zvýši vďaka prebiehajúcemu oživeniu reálnych miezd. Celková ročná inflácia CPI v októbri výrazne klesla na 4,6 % zo septembrových 6,7 %, keďže príspevok cien energií sa zmenil na záporný. Jadrová inflácia sa znížila na 5,7 % zo septembrových 6,1 % a odráža pokles jadrovej inflácie cien tovarov aj služieb. Napriek tomu sa očakáva, že inflácia bude ďalej klesať pomalšie, keďže inflácia cien služieb by mala zostať zvýšená vzhľadom na stále značný rast miezd.

2 Hospodárska aktivita

Hospodárstvo eurozóny sa v druhej polovici roka 2023 ďalej oslabovalo, keďže na aktivitu nepriaznivo vplývala nízka dôvera, predchádzajúce straty konkurencieschopnosti, obnovené geopolitické napätie a prísnejšie podmienky financovania. Reálny HDP, ktorý v prvom polroku rástol len minimálne, sa v treťom štvrťroku mierne znížil, najmä v dôsledku poklesu zásob. Čo sa týka sektorov, priemyselná produkcia sa od posledného štvrťroka 2022 nachádzala v pásme kontrakcie – napriek určitej podpore z vysporiadania starších nevybavených objednávok – zatiaľ čo aktivita v sektore služieb naďalej pozitívne prispievala k rastu aj v treťom štvrťroku. Zamestnanosť v treťom štvrťroku ďalej rástla v prostredí pretrvávajúceho držania pracovnej sily, hoci celkový počet odpracovaných hodín mierne klesol. Údaje za posledný štvrťrok 2023 naznačujú, že rast pravdepodobne zostane utlmený, pričom sa predpokladá spomalenie na trhu práce. Tempo rastu by sa podľa očakávaní malo začiatkom roka 2024 začať zvyšovať, ak sa neobjavia ďalšie šoky, a to aj napriek tomu, že aktivitu ovplyvňujú pokračujúce nepriaznivé podmienky financovania, ktoré by sa však časom mali zmierniť. Klesajúca inflácia by navyše mala pomôcť k zvýšeniu reálnych príjmov a rast vývozu by mal ísť so zlepšením zahraničného dopytu.

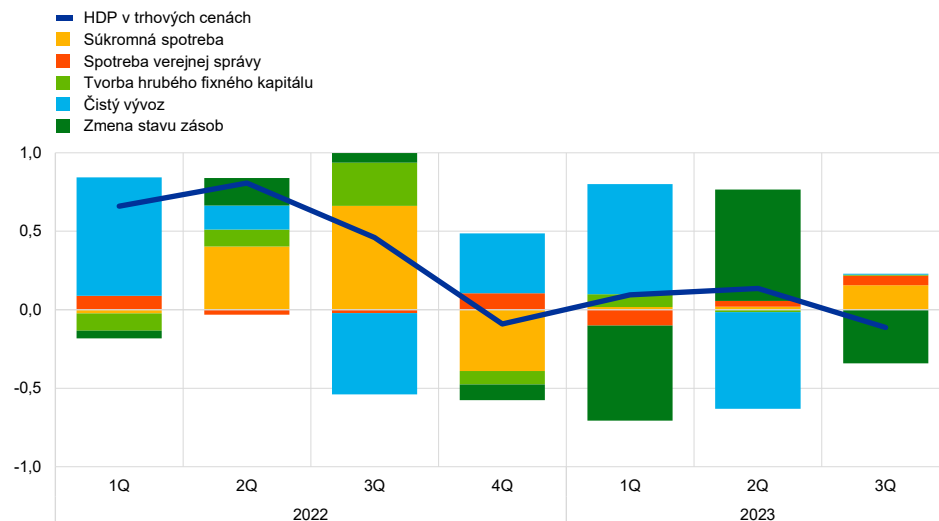
Tento výhľad sa v zásade odráža v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2023, v ktorých sa predpokladá spomalenie ročného rastu reálneho HDP na 0,6 % v roku 2023, jeho opätovný nárast na 0,8 % v roku 2024 a zvýšenie na 1,5 % v rokoch 2025 a 2026. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2023 bol výhľad rastu HDP v roku 2023 a 2024 revidovaný mierne nadol, kým pre rok 2025 sa nezmenil.

Hospodárstvo eurozóny sa v treťom štvrťroku 2023 mierne oslabilo. Reálny HDP medzištvrtročne klesol v treťom štvrťroku o 0,1 %, keďže zmeny v zásobách – čiastočne odrážajúce odznievanie výrazného nahromadenia zásob v druhom štvrťroku – spomaľovali rast (graf 4). Súkromná spotreba po dvoch štvrťrokoch stagnácie zaznamenala v treťom štvrťroku mierne zvýšenie, pričom k rastu HDP pozitívne prispela, hoci v menšej miere, aj spotreba verejnej správy. Mierne pozitívny príspevok investícií zakrýva zreteľný kontrast medzi pokračujúcim poklesom stavebných investícií a stále pozitívnym rastom nestavebných investícií. Príspevky vývozu a dovozu sa do značnej miery vzájomne kompenzujú. Členenie pridanej hodnoty poukazuje na pretrvávajúce rozdiely medzi sektormi v treťom štvrťroku, keď sa vykázal mierny rast aktivity v sektore služieb, zatiaľ čo všetky ostatné sektory, najmä priemyselná výroba, zaznamenali pokles.

Graf 4

Reálny HDP eurozóny a jeho zložky

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z tretieho štvrtroka 2023.

Očakáva sa, že aktivita zostane slabá aj v poslednom štvrtroku 2023. Údaje o priemyselnej výrobe za október naznačujú pokračujúci pokles priemyselnej produkcie v poslednom štvrtroku. Prichádzajúce údaje z prieskumov – dostupné za obdobie do novembra – poukazujú na širšie oslabenie aktivity v poslednom štvrtroku. Odráža to pokračujúcu stagnáciu vo výrobnej aktivite a výraznejšie spomalenie v službách, ktoré boli predtým odolnejšie. Kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre výrobu klesol nižšie pod hranicu rastu 50 a pod svoj priemer za tretí štvrtrok, a to napriek miernemu nárastu v novembri v porovnaní s októbrovými údajmi, čo môže naznačovať dosiahnutie dna negatívneho trendu. PMI pre priemyselnú produkciu zostáva výrazne v pásme kontrakcie, keďže predchádzajúca podpora zo zlepšenia podmienok v dodávateľských reťazcoch podľa všetkého skončila a objem nedokončených prác klesá, zatiaľ čo nové objednávky sa stále znižujú (graf 5, panel a). Slabá aktivita je zjavná aj v sektore služieb, hoci v menšej miere, keď ukazovatele PMI pre podnikateľskú činnosť aj nové obchody zostali od augusta pod hranicou rastu (graf 5, panel b). Ukazovateľ ekonomického sentimentu Európskej komisie v októbri a novembri klesol viac pod priemer za tretí štvrtrok, čo odráža nižšiu dôveru medzi spotrebiteľmi aj podnikmi, hoci s určitým náznakom, že slabá dôvera v novembri dosiahla dno. Podniky v sektore služieb a najmä priemyselnej výroby zároveň hlásili slabší dopyt a zhoršujúce sa podmienky financovania ako faktory, ktoré ešte viac obmedzujú produkciu v poslednom štvrtroku.³

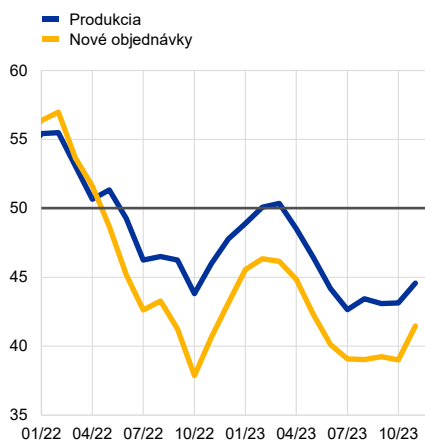
³ Viac v boxe s názvom Menová politika a nedávne spomalenie v sektoroch priemyselnej výroby a služieb v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

Graf 5

Ukazovatele PMI v sektoroch hospodárstva

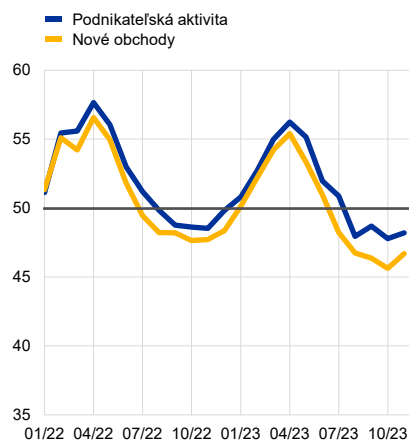
a) Priemyselná výroba

(difúzný index)



b) Služby

(difúzný index)



Zdroj: S&P Global Market Intelligence.
Poznámka: Posledné údaje sú z novembra 2023.

Trh práce bol v treťom štvrtroku 2023 celkovo odolný voči spomaleniu hospodárskej aktivity. Zamestnanosť sa v treťom štvrtroku zvýšila o 0,2 % a celkový počet odpracovaných hodín sa znížil o 0,1 % (graf 6, panel a).

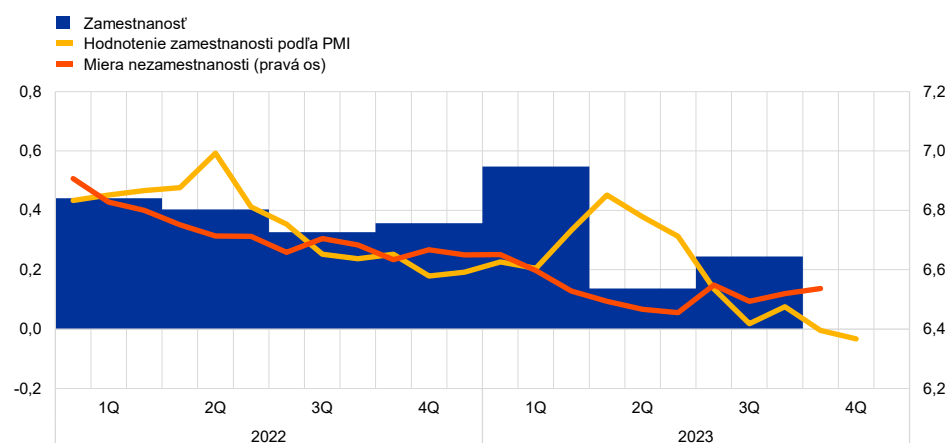
Zamestnanosť sa od posledného štvrtroka 2019 zvýšila o 3,5 % a celkový počet odpracovaných hodín vzrástol o 2,1 %. To znamená pokles priemerného počtu odpracovaných hodín o 1,3 %, čo súvisí s pokračujúcim hromadením pracovnej sily (časť pracovného vstupu, ktorú spoločnosť počas výrobného procesu v akomkoľvek danom čase nevyužíva v plnej miere), ako aj s ďalšími faktormi, ako je napr. zvýšenie miery práceneschopnosti. Pracovná sila opäť mierne vzrástla o 0,1 % v treťom štvrtroku 2023 a o ďalších 0,2 % v októbri. Odhaduje sa, že od decembra 2022 sa zvýšila približne o 1,5 milióna ľudí. Miera nezamestnanosti bola v októbri na úrovni 6,5 %. V porovnaní so septembrom sa celkovo nezmenila a zostala blízko najnižšej úrovne od zavedenia eura. Dopyt po pracovnej sile postupne klesá, ale zostáva na vysokej úrovni, keď miera voľných pracovných miest mierne klesla na 2,9 %, o 0,1 percentuálneho bodu oproti predchádzajúcemu štvrtroku.

Graf 6

Zamestnanosť v eurozóne, zamestnanosť podľa PMI a miera nezamestnanosti, PMI pre zamestnanosť v sektoroch

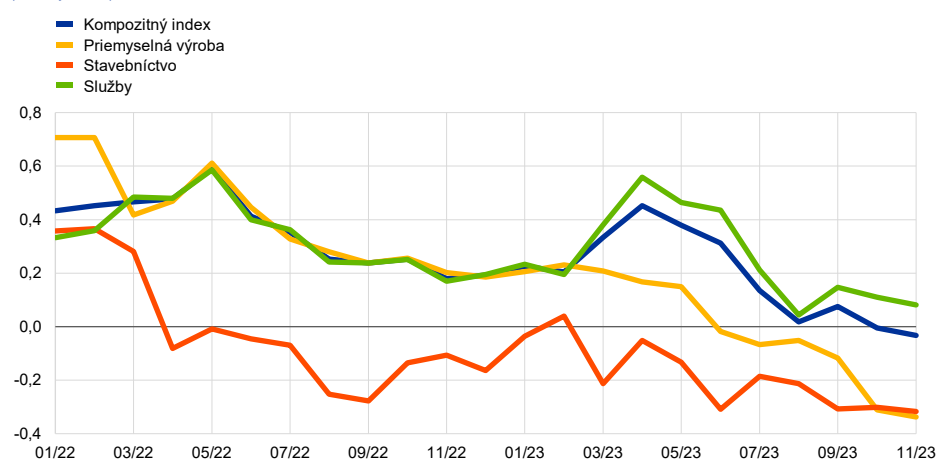
a) Zamestnanosť, hodnotenie zamestnanosti podľa PMI a miera nezamestnanosti

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



b) PMI pre zamestnanosť v sektoroch

(difúznny index)



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

Poznámka: V paneli a) dve čiary predstavujú mesačný vývoj a stĺpce zobrazujú štvrtročné údaje. Index PMI je vyjadrený ako odchýlka od 50 a následne vydelený 10. Posledné údaje o zamestnanosti sú z tretieho štvrtroka 2023, o ukazovateľoch zamestnanosti PMI z novembra 2023 a o miere nezamestnanosti z októbra 2023. V paneli b) sú indexy PMI vyjadrené ako odchýlka od 50 a vydelené 10.

Krátkodobé ukazovatele trhu práce naznačujú spomalenie rastu zamestnanosti v poslednom štvrtroku 2023.

Mesačný kompozitný ukazovateľ zamestnanosti PMI sa znížil z hodnoty 50,0 v októbri na 49,7 v novembri, pričom hodnota pod hranicou 50 predstavuje pokles zamestnanosti. Tento ukazovateľ výrazne klesol zo svojej maximálnej úrovne 54,5 v apríli. Posledné zníženie sa týkalo všetkých sektorov (graf 6, panel b). Sektorové PMI naznačujú riziká poklesu rastu zamestnanosti v priemyselnej výrobe a v stavebníctve, kde sú indexy pod hranicou 50. Aj keď sa ukazovateľ PMI v sektore služieb stále nachádza v rastovom pásme, takisto zaznamenal pokles a približuje sa k hranici 50.

Súkromná spotreba sa po stagnácii v prvej polovici roka 2023 zvýšila v treťom štvrtroku o 0,3 % (graf 7, panel a).

Nárast v treťom štvrtroku bol z veľkej časti

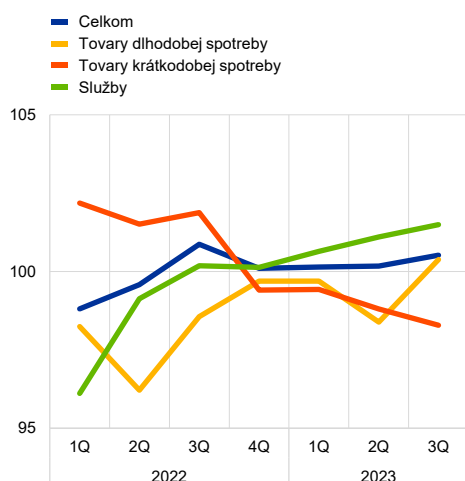
spôsobený spotrebou služieb domácnosťami, kde sa stále priaznivo prejavujú pretrvávajúce účinky opätovného otvorenia. Výdavky na tovary dlhodobej spotreby sa po prepade v druhom štvrťroku opäť zvýšili v treťom štvrťroku, najmä v dôsledku oneskorených dodávok predtým zakúpených elektrických a hybridných vozidiel. Registrácia nových osobných automobilov po predchádzajúcom výraznom oživení zaznamenala v októbri mierny pokles o 0,8 % pod úroveň z tretieho štvrťroku. Na druhej strane, výdavky na tovary krátkodobej (a strednodobej) spotreby v treťom štvrťroku ďalej klesali. Odrazilo sa to v pretrvávajúcom nízkom objeme maloobchodného predaja, ktorý bol 0,2 % pod priemernou úrovňou za tretí štvrťrok, aj napriek miernemu októbrovému nárastu oproti predchádzajúcemu mesiacu.

Graf 7

Reálna súkromná spotreba a očakávania

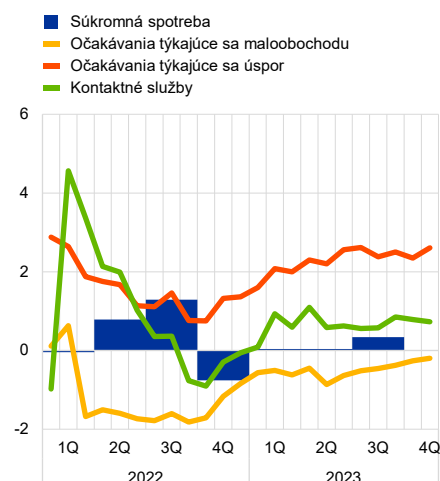
a) Súkromná spotreba a zložky

(index: posledný štvrťrok 2019 = 100)



b) Súkromná spotreba a očakávania v oblasti maloobchodu, úspor a služieb

(medzištvrťročná percentuálna zmena; štandardizované zostatky v %)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

Poznámka: V paneli a) sú úrovne zložiek spotreby (domáca koncepcia) upravené tak, aby zodpovedali úrovni celkovej súkromnej spotreby (národná koncepcia). „Tovary krátkodobej spotreby“ zahŕňajú aj tovary strednodobej spotreby. V paneli b) sú očakávania úspor v nasledujúcich 12 mesiacoch a očakávania maloobchodu v nasledujúcich 3 mesiacoch štandardizované za obdobie 1985 – 2019. Očakávaný dopyt po kontaktných službách v nasledujúcich troch mesiacoch je štandardizovaný za obdobie 2005 – 2019 (v súlade s príslušnou dĺžkou každého radu); „kontaktné služby“ sa vzťahujú na ubytovacie, cestovné a stravovacie služby. Posledné údaje v paneli a) sú z tretieho štvrťroka 2023 a v paneli b) z tretieho štvrťroka a novembra 2023.

Prichádzajúce údaje z prieskumov naďalej poukazujú na celkovo nízke výdavky na tovary na prelome roku.

Ukazovateľ spotrebiteľskej dôvery Európskej komisie sa po troch mesiacoch poklesu v novembri zvýšil, no naďalej zostal pod svojím dlhodobým priemerom. Výsledok z novembra odráža zlepšujúce sa očakávania celkového hospodárskeho výhľadu a finančnej situácie domácností. Ukazovatele Komisie týkajúce sa očakávaných veľkých nákupov spotrebiteľmi a očakávaného vývoja v maloobchode zároveň zostali nízke napriek miernemu zlepšeniu očakávaní v maloobchode (graf 7, panel b). Na druhej strane nedošlo k žiadnej výraznej korekcii smerom nadol v očakávanom dopyte po kontaktných službách, ktorý zostal v novembri odolný a nad svojím historickým priemerom. Podobne aj októbrový prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB (CES) naznačuje odolný očakávaný dopyt po dovolenkových rezerváciách. Prenos prísnejších podmienok financovania do reálnej ekonomiky pravdepodobne v krátkodobom

horizonte obmedzí úvery domácností, zachová očakávania vysokých úspor a bude ďalej tmiť rast spotrebiteľských výdavkov.⁴ Spotrebiteľské výdavky by mali zároveň ťažiť zo zlepšujúcej sa kúpnej sily v dôsledku klesajúcej inflácie a stále odolného trhu práce.

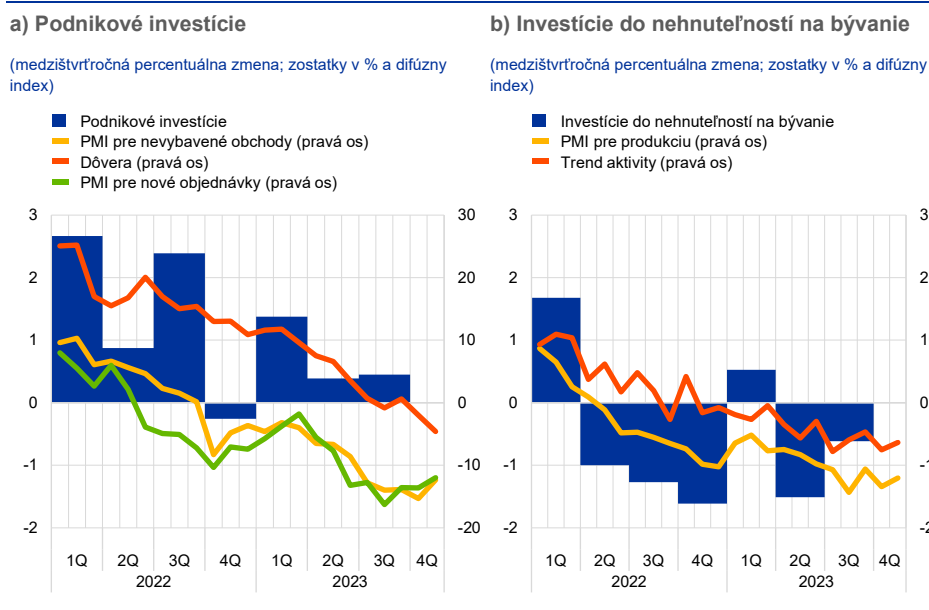
Podnikové investície sa v treťom štvrtroku 2023 zvýšili, no očakáva sa, že v poslednom štvrtroku klesnú. Nestavebné investície bez írskeho nehmotného majetku v treťom štvrtroku 2023 medzištvrtročne vzrástli o 0,5 %, čo bolo spôsobené nárastom investícií do nehmotného majetku, ako aj do strojov a zariadení (graf 8, panel a). Pokračujúci nepriaznivý vývoj v poslednom štvrtroku, ktorý sa odráža v prieskume dôvery Európskej komisie a v PMI pre produkciu a nové objednávky, naznačuje pokles investícií. Podniky sú zasiahnuté aj negatívnymi čistými úrokovými výnosmi, kým podpora z nevybavených objednávok ďalej klesá.⁵ Prieskum Komisie o obmedzeniach produkcie investičného majetku v poslednom štvrtroku potvrdil klesajúci dopyt spolu s čoraz menšími prekážkami spôsobenými nedostatkom zariadení a kapacít. Toto znižovanie prekážok je v súlade s poklesom využívania kapacít v širšej ekonomike, čo naznačuje nízku potrebu investícií na rozšírenie výrobných kapacít v blízkej budúcnosti. Napriek tomu sa očakáva postupné oživenie investícií od roku 2024, keď sa dopyt opäť zvýši, neistota ustúpi a súčasný tlmiaci účinok správnosti menovej politiky a nepriaznivých podmienok poskytovania úverov v strednodobom horizonte zoslabne. Okrem toho by realizácia programu Next Generation EU mala nahromadiť súkromné investície.

⁴ Tlmený výhľad súkromnej spotreby môže tiež odrážať pesimistické hodnotenie spotrebiteľov, pokiaľ ide o aktuálny vývoj reálnych príjmov. Viac v boxe s názvom Východiská merania príjmu domácností v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

⁵ Viac v boxe s názvom Čisté úrokové výnosy domácností a podnikov v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

Graf 8

Dynamika reálnych investícií a údaje z prieskumov



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

Poznámka: Čiary vyjadrujú mesačný vývoj a stĺpce predstavujú štvrtročné údaje. Indexy PMI sú vyjadrené ako odchýlka od 50. V paneli a) sa podnikové investície merajú nestavebnými investíciami bez nehmotného majetku v Írsku. Čiary predstavujú odpovede zo sektora investičného majetku, pričom dôvera je prevzatá z prieskumu Európskej komisie. V paneli b) sa čiary týkajú sektora výstavby budov. „Trend aktivity“ predstavuje trend aktivity v porovnaní s predchádzajúcimi tromi mesiacmi podľa údajov z prieskumu Európskej komisie. Posledné údaje o podnikových investíciách a investíciách do nehnuteľností na bývanie sú z tretieho štvrťroka 2023 a o všetkých ostatných položkách z novembra 2023.

Investície do nehnuteľností na bývanie v treťom štvrtroku 2023 opäť klesli a je pravdepodobné, že v najbližšej budúcnosti sa budú ďalej znižovať.

Po poklese o 1,5 % v druhom štvrtroku 2023 sa investície do nehnuteľností na bývanie v treťom štvrtroku medzištvrtročne znížili o 0,6 % (graf 8, panel b). Krátkodobé ukazovatele naznačujú ďalší pokles v poslednom štvrtroku. Ukazovateľ stavebnej aktivity Európskej komisie za uplynulé tri mesiace klesol v októbri a novembri pod priemer za tretí štvrťrok a index PMI pre produkciu nehnuteľností na bývanie zostal hlboko pod hranicou rastu 50. Nálada v oblasti bývania meraná štvrtročným prieskumom Komisie o krátkodobých zámeroch domácností renovovať, kúpiť alebo postaviť nehnuteľnosť sa v poslednom štvrtroku 2023 takisto mierne zhoršila. Podobne podľa prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB sa v októbri zhoršilo vnímanie bývania ako dobrej investície domácností. Slabé krátkodobé vyhliadky rezidenčných investícií sú v súlade s celkovo výrazne klesajúcim trendom stavebných povolení na obytné domy a sú spôsobené značným sprísňovaním finančných podmienok, ktoré zaťažujú dopyt po bývaní. Úvery domácnostiam na bývanie boli v októbri opäť tlmene, čo naznačuje, že oživenie dopytu po bývaní ešte nie je v dohľade.

Rast vývozu zostal v treťom štvrtroku 2023 nevýrazný, čo odráža slabý globálny dopyt, odložený vplyv zhodnotenia eura a vysoké ceny energií.

V treťom štvrtroku sa opäť zaznamenal záporný štvrtročný rast objemu vývozu, keďže slabý svetový obchod tlmil zahraničný dopyt po tovaroch z eurozóny. Okrem toho odložený vplyv obchodom váženého zhodnotenia eura od konca roka 2022 oslabilo konkurencieschopnosť eurozóny a vysoké ceny energií ešte viac prispeli k oslabeniu vývozu, najmä v energeticky náročných sektoroch. Pokles dovozu

tovarov v treťom štvrtroku bol v súlade s nízkym domácim dopytom a zmenšujúcimi sa zásobami. V dôsledku toho bol príspevok čistého obchodu k rastu HDP v treťom štvrtroku mierne kladný. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, ukazovatele založené na prieskumoch poukazujú na pokračujúci krátkodobé zníženie vývozu z eurozóny, keďže nové objednávky na vývoz priemyselných tovarov a služieb zostávajú v pásme kontrakcie.

V najbližšom období sa očakáva postupné oživenie aktivity v eurozóne podporené zvýšením reálnych príjmov, slabnúcim vplyvom nepriaznivých podmienok financovania a zlepšením zahraničného dopytu. Očakáva sa, že ak sa neobjavia ďalšie šoky, rast HDP sa bude postupne zvyšovať, keďže spotrebu čoraz viac podporujú ustupujúce inflačné tlaky a odolný rast príjmov z práce na pozadí pokračujúceho silného rastu miezd. Okrem toho pominú tlmiace účinky aktuálnych nepriaznivých podmienok financovania na investície, pričom zlepšenie zahraničného dopytu by malo podporiť oživenie rastu vývozu z eurozóny.

V projekciách odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2023 sa predpokladá spomalenie ročného rastu reálneho HDP na 0,6 % v roku 2023, jeho opätovný nárast na 0,8 % v roku 2024 a zvýšenie na 1,5 % v rokoch 2025 a 2026. V porovnaní s projekciami odborníkov ECB zo septembra 2023 bol výhľad rastu HDP na roky 2023 a 2024 upravený mierne nadol, kým na rok 2025 zostáva nezmenený.⁶

⁶ [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2023.](#)

3 Ceny a náklady

Celková inflácia v eurozóne sa v novembri 2023 znížila z októbrových 2,9 % na 2,4 %. V krátkodobom horizonte však v dôsledku kladných základných efektov cien energií pravdepodobne dočasne znova vzrastie. Inflácia bez energií a potravín v novembri klesla na 3,6 %. Všetky ukazovatele základnej inflácie v októbri ďalej klesali. Domáce cenové tlaky však zostali zvýšené, predovšetkým pre výrazný rast jednotkových nákladov práce. Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa pohybuje v okolí 2 %, pričom niektoré doteraz zvýšené trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie klesajú, najmä z dôvodu nižších inflačných rizikových prémie. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Euro systému pre eurozónu z decembra 2023 by mala celková inflácia postupne klesať a dosiahnuť v priemere 2,7 % v roku 2024, 2,1 % v roku 2025 a 1,9 % v roku 2026.

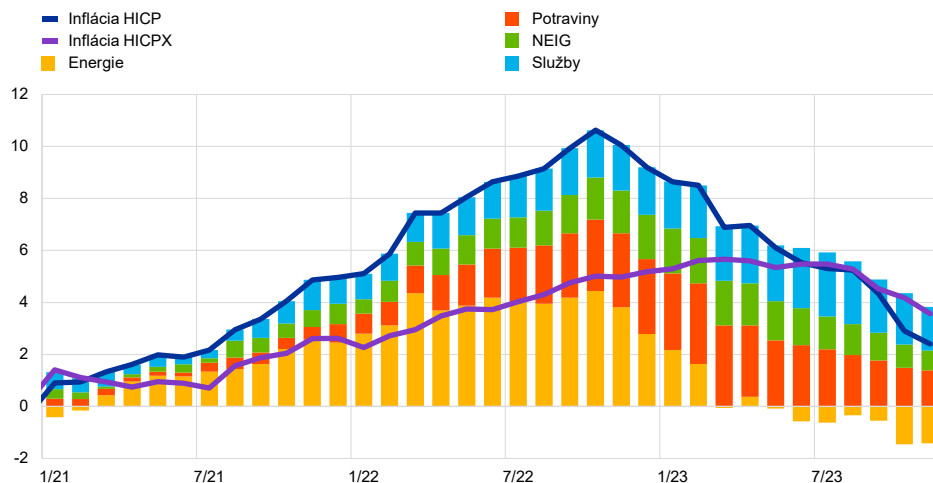
Podľa rýchleho odhadu Eurostatu inflácia meraná HICP v novembri klesla z októbrových 2,9 % na 2,4 % (graf 9).⁷ Tento pokles bol výsledkom nižšej miery inflácie všetkých hlavných zložiek, konkrétne energií, potravín, neenergetických priemyselných tovarov a služieb. Inflácia cien energií sa dostala hlbšie do záporného pásma – z októbrových –11,2 % klesla na –11,5 % v novembri – odrážajúc medzimesačný pokles o 2,2 %. Ďalej klesala aj inflácia cien potravín, zo 7,4 % v októbri na 6,9 % v novembri, no bola naďalej vysoká. Tento pokles bol odrazom nižšej ročnej miery zmeny cien spracovaných potravín. Ročná miera zmeny cien nespracovaných potravín sa naopak v dôsledku značného medzimesačného nárastu a kladného základného efektu zvýšila. Inflácia HICP bez energií a potravín (HICPX) klesla v novembri z októbrových 4,2 % na 3,6 % vzhľadom na pokles oboch jej hlavných zložiek, t. j. neenergetických priemyselných tovarov a služieb. Inflácia cien neenergetických priemyselných tovarov klesla z 3,5 % v októbri na 2,9 % v novembri, odrážajúc pokračujúce uvoľňovanie tlakov v cenovom reťazci. Inflácia cien služieb v novembri klesla z októbrových 4,5 % na 4,0 %.

⁷ Redakčná uzávierka údajov uvedených v tomto vydaní Ekonomického bulletinu bola 13. decembra 2023. Konečný údaj Eurostatu z 19. decembra 2023 potvrdil novembrovú infláciu HICP v eurozóne na úrovni 2,4 %.

Graf 9

Celková inflácia a jej hlavné zložky

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z novembra 2023 (rýchly odhad).

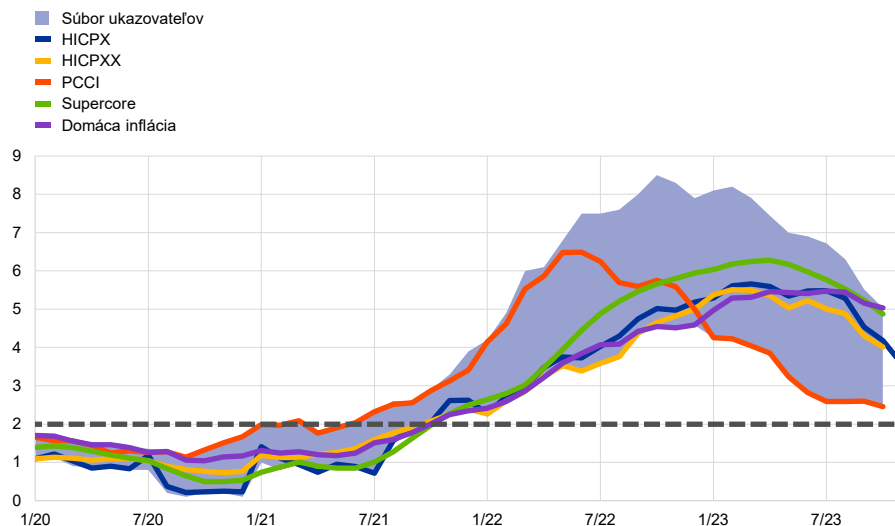
Podľa najnovších dostupných údajov všetky ukazovatele základnej inflácie v októbri naďalej klesali, odrážajúc slabnúci vplyv predchádzajúcich šokov v nákladoch na energie a dodávateľských reťazcoch, ako aj slabší dopyt v prostredí prísnejšej menovej politiky (graf 10). Napriek poklesu všetkých ukazovateľov základnej inflácie zostáva neistota spojená s jej dynamikou vysoká.

Potvrzuje to široké rozpätie mier všetkých ukazovateľov základnej inflácie, od 2,5 % v prípade Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) až po 5,0 % v prípade domácej inflácie. Toto rozpätie mier inflácie je odrazom skutočnosti, že úplný ústup vplyvu minulých šokov si pri väčšine ukazovateľov vyžaduje určitý čas. Ukazovateľ Supercore, ktorý zahŕňa položky HICP citlivé na hospodársky cyklus, v októbri klesol zo septembrových 5,2 % na 4,9 %, zatiaľ čo ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) založený na modeloch sa v rovnakom období len mierne znížil z 2,6 % na 2,5 %. Ukazovateľ domácej inflácie (bez zložiek s vysokým podielom dovozu) sa najtrvalejšie držal na vysokých úrovniach, 5,2 % v septembri a 5,0 % v októbri, odrážajúc význam mzdových tlakov. Napriek tomu tento ukazovateľ už tri mesiace za sebou klesá.

Graf 10

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

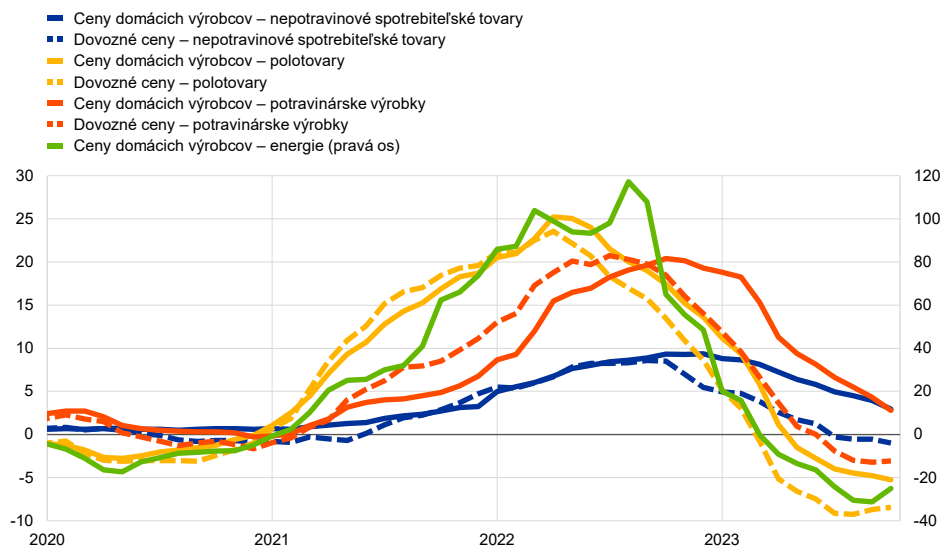
Poznámky: Súbor ukazovateľov základnej inflácie zahŕňa: HICP bez energií, HICP bez energií a nespracovaných potravín, HICP bez energií a potravín (HICPX), HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom, odevov a obuvi (HICPXX), domácu infláciu, orezaný priemer 10 % a 30 %, PCCI a vážený medián. Šedá prerušovaná čiara predstavuje inflačný cieľ ECB na úrovni 2 % v strednodobom horizonte. V prípade inflácie HICPX sú posledné údaje z novembra 2023 (rýchly odhad) a v prípade ostatných ukazovateľov z októbra 2023.

S ďalším oslabovaním kumulatívnych účinkov predchádzajúcich šokov sa tlaky v cenovom reťazci ďalej zmiernovali (graf 11). V počiatočných fázach cenového reťazca cenové tlaky v októbri naďalej mierne klesali. Miera rastu cien domácich výrobcov polotovarov je od mája záporná a v októbri ďalej klesla zo septembrových $-4,8\%$ na $-5,3\%$, zatiaľ čo inflácia dovozných cien polotovarov ďalej rýchlo klesala a v rovnakom období sa mierne posunula z $-8,7\%$ na $-8,4\%$. Inflácia cien výrobcov energií, ktorá je od apríla záporná, sa v októbri zvýšila zo septembrových $-31,2\%$ na $-25,0\%$. V neskorších fázach cenového reťazca inflácia cien domácich výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov v októbri klesla zo septembrových $3,9\%$ na $3,0\%$, potvrdzujúc pokračujúce postupné uvoľňovanie akumulovaných tlakov v cenovom reťazci. To isté sa týka cenových tlakov v segmente spotrebiteľských cien potravín: inflácia cien výrobcov spracovaných potravín v októbri ďalej klesala na $2,8\%$, najnižšiu úroveň od apríla 2021. Ročná miera rastu dovozných cien týchto kategórií spotrebiteľských tovarov zostala záporná. Rast dovozných cien nepotravinových spotrebiteľských tovarov sa znížil z $-0,6\%$ v septembri na $-1,0\%$ v októbri, zatiaľ čo v prípade potravinových výrobkov k ďalšiemu zmierneniu nedošlo.

Graf 11

Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z októbra 2023.

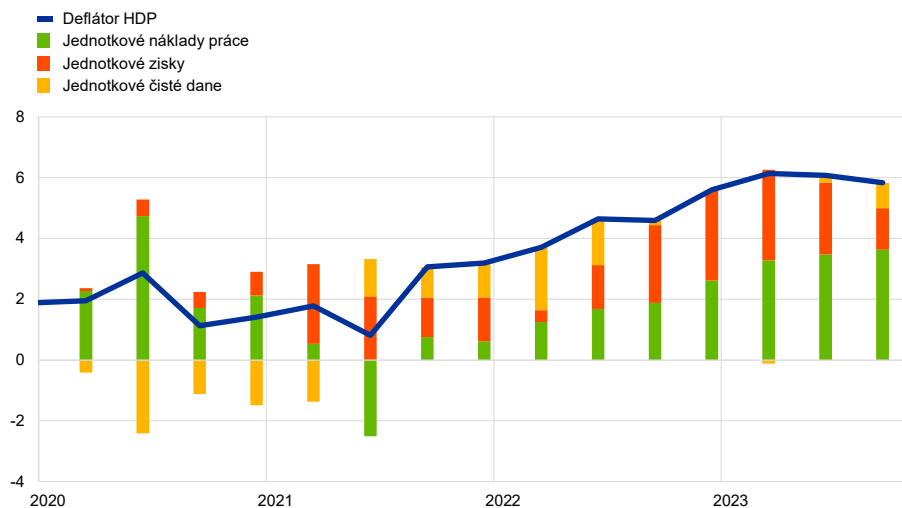
Domáce nákladové tlaky, merané rastom deflátoru HDP, sa v treťom štvrtroku 2023 znížili na 5,8 % zo 6,1 % v predchádzajúcom štvrtroku, a to v dôsledku menšieho príspevku jednotkových ziskov (graf 12).

Príspevok jednotkových ziskov k deflátoru HDP sa v treťom štvrtroku 2023 znížil na 1,4 percentuálneho bodu (z 2,4 percentuálneho bodu v predchádzajúcom štvrtroku), čo naznačuje začiatok pôsobenia tlmiaceho účinku ziskov na inflačné tlaky vyplývajúce z miezd a nákladov práce. Príspevok jednotkových nákladov práce sa v treťom štvrtroku nepatrne zvýšil na 3,6 percentuálneho bodu (z 3,5 percentuálneho bodu v predchádzajúcom štvrtroku). Mierne výraznejší ročný rast jednotkových nákladov práce v treťom štvrtroku je odrazom negatívnejšej miery rastu produktivity práce, zatiaľ čo rast miezd meraný kompenzáciou na zamestnanca mierne klesol z 5,5 % v druhom štvrtroku na 5,2 % v treťom štvrtroku. Rast miezd vo vyjadrení kompenzácie na hodinu zostal nezmenený na úrovni 5,2 %, čo poukazuje na naďalej silné tlaky zo strany nákladov práce. Ako základ tejto dynamiky sa v treťom štvrtroku 2023 naďalej zrýchľoval rast dojednaných miezd, ktorý sa oproti 4,4 % v predchádzajúcom štvrtroku zvýšil na 4,7 %. Informácie z nedávno ukončených mzdových rokovaní navyše stále signalizujú vysoké mzdové tlaky v nadchádzajúcom období a zatiaľ nevykazujú jasné známky obratu v raste dojednaných miezd.

Graf 12

Zložky deflátoru HDP

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

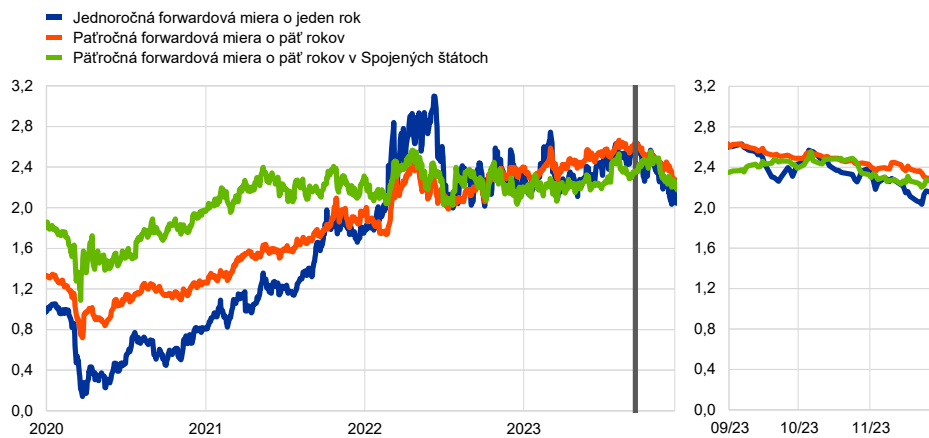
Poznámky: Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2023. Príspevok kompenzácie na zamestnanca k zmenám jednotkových nákladov práce je kladný, príspevok produktivity práce záporný.

Ukazovatele dlhodobejších inflačných očakávaní odvodené z prieskumov zostali v blízkosti 2 %, zatiaľ čo trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie poklesli.

Podľa prieskumu profesionálnych prognostikov (Survey of Professional Forecasters) ECB za posledný štvrťrok 2023 i prieskumu menových analytikov (Survey of Monetary Analysts) ECB za december 2023 bol medián dlhodobejších očakávaní na úrovni 2,0 %. Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie (na základe HICP bez tabakových výrobkov) sa od septembrového zasadania Rady guvernérov ECB výrazne znížili, najmä pri krátkodobých splatnostiach, keďže nižšie než predpokladané hodnoty inflácie za september, október a november spolu s nevýrazným výhľadom rastu viedli účastníkov trhu k revízii výhľadu inflácie nadol (graf 13). Jednoročná forwardová sadzba inflačných swapov o jeden rok sa znížila o približne 50 bázických bodov na 2,1 %. Pokiaľ ide o neskorší horizont, päťročná forwardová sadzba inflačných swapov o päť rokov klesla z viacročného maxima dosiahnutého na začiatku augusta o približne 35 bázických bodov na 2,3 %, no zostáva na historicky vysokej úrovni. 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 na kompenzáciu inflačných rizík. Z modelov vychádzajúce odhady skutočných inflačných očakávaní bez inflačných rizikových prémie sa v sledovanom období mierne znížili, pričom inflačné očakávania účastníkov trhu v dlhodobejšom horizonte sú podľa nich na úrovni okolo 2 %. Pokiaľ ide o spotrebiteľov, prieskum spotrebiteľských očakávaní (Consumer Expectations Survey) ECB z októbra 2023 ukázal, že medián očakávaní celkovej inflácie na budúci rok zostáva nezmenený na úrovni 4,0 %. Podobne i očakávania inflácie o tri roky zotrvali na úrovni 2,5 %.

Graf 13**Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie**

(v % p. a.)



Zdroj: Refinitiv, Bloomberg a výpočty ECB.

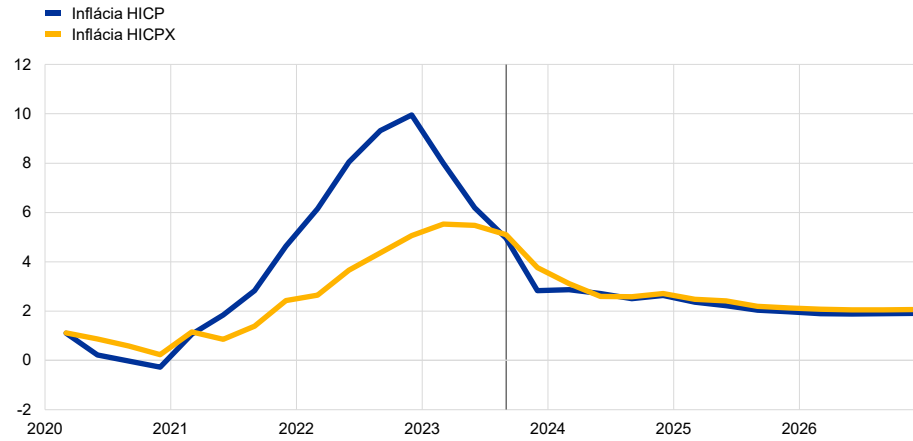
Poznámky: Graf znázorňuje forwardové sadzby inflačných swapov v rôznych horizontoch za eurozónu a päťročnú forwardovú rovnovážnu mieru inflácie o päť rokov za Spojené štáty. Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 14. septembra 2023. Posledné údaje sú z 13. decembra 2023.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z decembra 2023 by mala celková inflácia klesať, z priemernej úrovne 5,4 % v roku 2023 na 2,7 % v roku 2024, 2,1 % v roku 2025 a 1,9 % v roku 2026 (graf 14). Táto trajektória poklesu inflácie smerom k cieľu na úrovni 2 % je odrazom klesajúcej inflácie cien energií, vplyvu sprísňovania menovej politiky, pokračujúceho odznievania tlakov v cenovom reťazci a ponukových obmedzení, ako aj skutočnosti, že dlhodobjšie inflačné očakávania zostávajú ukotvené. Počas sledovaného obdobia sa očakáva zmierňovanie mzdového rastu vzhľadom na postupné odznievanie rastových vplyvov inflačnej kompenzácie, kým náklady práce sa stávajú dominantným faktorom inflácie HICPX. Zisky by sa mali počas sledovaného obdobia oslabiť a mali by tmiť prenos nákladov práce. V porovnaní s projekciami zo septembra 2023 boli projekcie celkovej inflácie upravené nadol o 0,2 percentuálneho bodu na rok 2023 a o 0,5 percentuálneho bodu na rok 2024, najmä vzhľadom na nižšie než očakávané nedávne výsledky a nižšie predpoklady vývoja cien energetických komodít. Projekcie celkovej inflácie na rok 2025 zostávajú nezmenené.

Graf 14

Inflácia HICP a HICPX eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2023](#).

Poznámky: Zvislá čiara označuje začiatok projektovaného obdobia. Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2023 (skutočné údaje) a štvrtý štvrťrok 2026 (projekcie). Makroekonomické projekcie odborníkov ECB z decembra 2023 boli dokončené koncom novembra a redakčná uzávierka technických predpokladov bola 23. novembra 2023. Historické i skutočné údaje za infláciu HICP a infláciu HICPX majú štvrťročnú periodicitu.

V období od 14. septembra do 13. decembra 2023 bol vývoj na finančných trhoch ovplyvnený hlavne prenosom výraznej fluktuácie výnosov štátnych dlhopisov zo Spojených štátov a údajmi o nižšej inflácii v eurozóne, ako sa očakávalo.

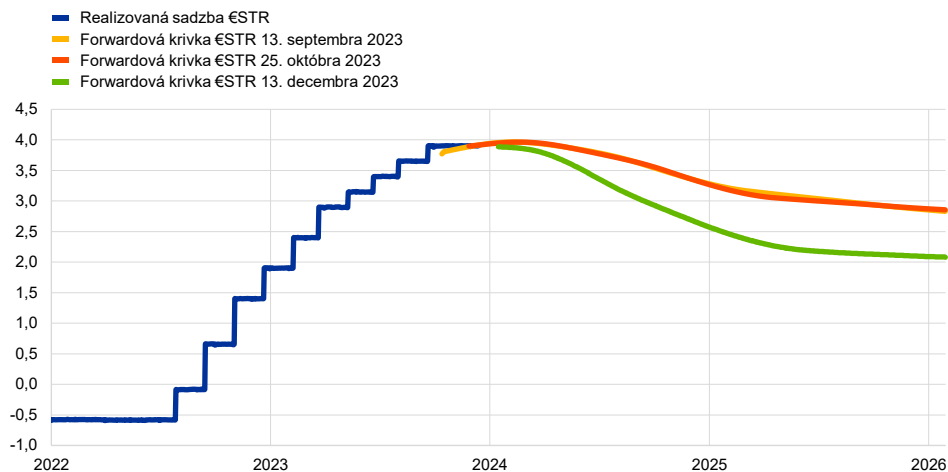
Očakávania menovopolitických úrokových sadzieb eurozóny pre nasledujúce zasadnutia Rady guvernérov, vyjadrené v krátkodobých bezrizikových sadzbách, zostali medzi zasadnutiami v septembri a októbri v podstate stabilné. To naznačovalo, že účastníci trhu očakávali, že menovopolitické úrokové sadzby dosiahli svoj vrchol a určitý čas zostanú nezmenené. Po zasadnutí v októbri sa očakávania menovopolitických úrokových sadzieb posunuli výrazne nižšie, keďže oproti predpokladom miernejšie hodnoty inflácie vyvolali očakávania, že dezinflácia môže pokračovať rýchlejšie, než sa pôvodne usudzovalo. Dlhodobejšie bezrizikové úrokové sadzby spočiatku rástli, keď sa zvýšenie sadzieb pre rovnaké splatnosti v Spojených štátoch prenieslo aj do eurozóny. Neskôr sa tieto pohyby obrátili, keď sa sadzby v Spojených štátoch opäť znížili a hodnoty inflácie v eurozóne klesli nižšie, ako sa očakávalo. Celkovo sú nominálne dlhodobé bezrizikové sadzby v eurozóne výrazne nižšie ako pred septembrovým zasadnutím. Výnosy štátnych dlhopisov klesli približne rovnako ako bezrizikové sadzby a pomerne rovnomerne v celej eurozóne. Ceny rizikových aktív sa spočiatku znížili pod vplyvom vyšších diskontných sadzieb. Po poklese sadzieb však došlo k ich oživeniu a dostali sa celkovo vyššie ako v čase septembrového zasadnutia. Na devízových trhoch došlo k miernemu oslabeniu eura váženého zahraničným obchodom.

Forwardová krivka jednoduchých indexových swapov (OIS) zostala medzi septembrovým a októbrovým zasadnutím Rady guvernérov ECB v podstate nezmenená, následne sa však výrazne posunula nadol (graf 15). Referenčná krátkodobá eurová sadzba (€STR) dosahovala v sledovanom období v priemere 3,9 %. Tesne nasledovala úrokovú sadzbu jednoduchých sterilizačných operácií, ktorú Rada guvernérov na svojom menovopolitickom zasadnutí 14. septembra 2023 zvýšila o 25 bázických bodov (z 3,75 % na 4 %). Nadbytočná likvidita sa znížila približne o 79 mld. € na úroveň 3 584 mld. €. Odrážala najmä splátky tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) a zníženie portfólia programu nákupu aktív (APP), keďže Eurosystem už nereinvestuje splátky istiny zo splatných cenných papierov. Forwardové sadzby OIS založené na €STR, ktoré sa vzťahujú na nasledujúce zasadnutia Rady guvernérov, boli v období od septembrového do októbrového zasadnutia zväčša stabilné. To naznačovalo očakávania účastníkov trhu, že cyklus zvyšovania vyvrcholil septembrovým zvýšením a že menovopolitické úrokové sadzby zostanú určitý čas na súčasnej úrovni. V období po októbrovom zasadnutí sa forwardové sadzby posunuli výrazne nadol, keďže ukazovatele inflácie v eurozóne boli nižšie, ako sa očakávalo, a spolu s výhľadom tlmeného rastu viedli k prehodnoteniu výhľadu inflácie. K 13. decembru forwardová krivka zohľadnila prvé úplné zníženie o 25 bázických bodov na jar 2024, čo predstavuje značnú pravdepodobnosť zníženia už na marcovom zasadnutí, ako aj kumulatívne zníženie približne na úrovni 140 bázických bodov v priebehu roka 2024.

Graf 15

Forwardové sadzby €STR

(v % p. a.)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.

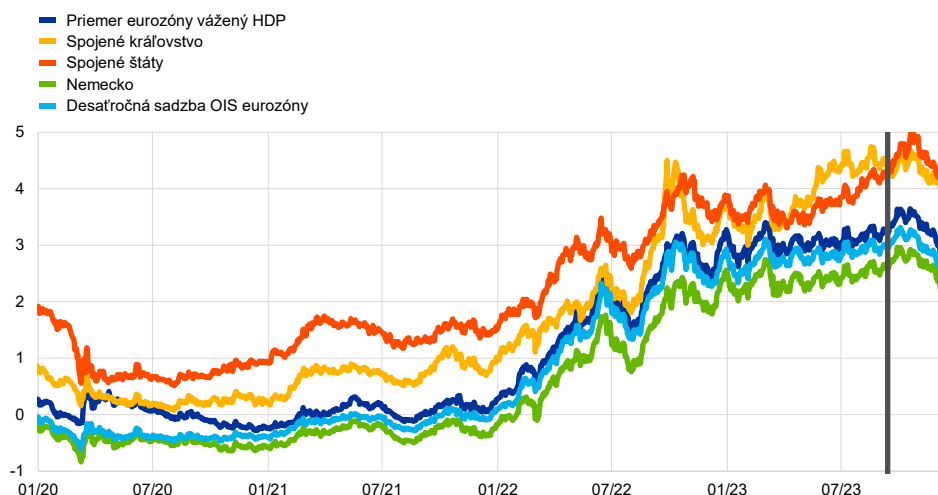
Poznámka: Forwardová krivka sa odhaduje použitím spotových sadzieb OIS (€STR).

Dlhodobé bezrizikové sadzby v eurozóne výrazne kolísali, pričom do značnej miery odzrkadľovali pohyby dlhodobých výnosov štátnych dlhopisov v Spojených štátoch, a v konečnom dôsledku sa dostali výrazne nižšie ako pred septembrovým zasadnutím (graf 16). Na začiatku sledovaného obdobia sa dlhodobé bezrizikové sadzby podstatne zvýšili: desaťročná eurová sadzba OIS bola v polovici októbra približne o 30 bázických bodov vyššia ako v deň pred septembrovým zasadnutím. Hlavným faktorom tohto zvýšenia bolo pravdepodobne šírenie vývoja zo Spojených štátov, kde bol rast dlhodobých sadzieb výraznejší ako v eurozóne. Následne sa nárast dlhodobých bezrizikových sadzieb v eurozóne zvrátil, keďže výnosy štátnych dlhopisov v Spojených štátoch klesli z vrcholu, ukazovatele inflácie v eurozóne boli prekvapivo nižšie a hospodársky výhľad sa zhoršil. Desaťročná eurová sadzba OIS bola nakoniec asi 50 bázických bodov pod úrovňou z polovice septembra približne na úrovni 2,4 %. Výnosy z desaťročných štátnych dlhopisov Spojených štátov klesli približne o 25 bázických bodov na 4,0 %, po zvýšení o viac ako 70 bázických bodov na začiatku sledovaného obdobia, zatiaľ čo ekvivalent v Spojenom kráľovstve sa znížil zhruba o 45 bázických bodov približne na 3,8 %.

Graf 16

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

(v % p. a.)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

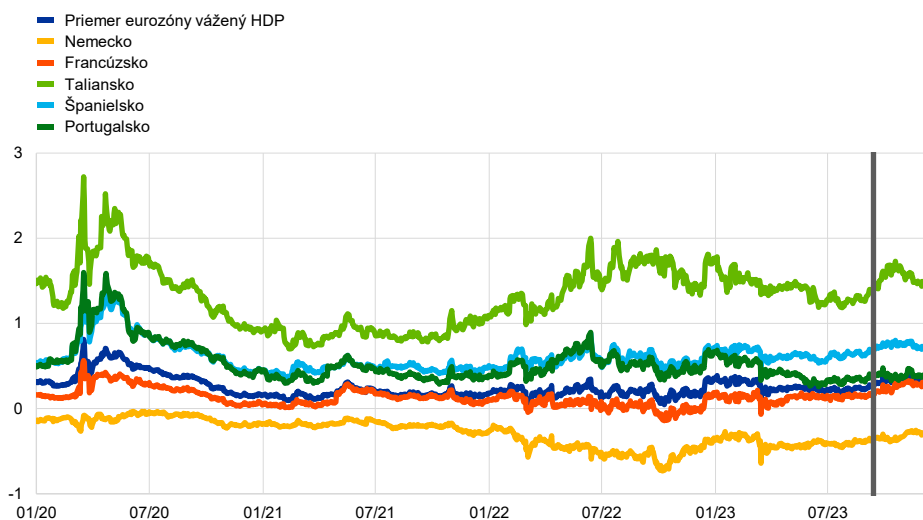
Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (14. septembra 2023). Posledné údaje sú z 13. decembra 2023.

Výnosy štátnych dlhopisov eurozóny klesali v závесе a v podobnej miere ako bezrizikové sadzby, v dôsledku čoho sa spready štátnych dlhopisov zmenili len minimálne (graf 17). Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP bol približne o 40 bázických bodov nižšie na úrovni približne 2,8 %. Počas sledovaného obdobia došlo len k miernemu zvýšeniu priemerného spreadu štátnych dlhopisov eurozóny váženého HDP nad sadzbu OIS založenou na €STR. Spready štátnych dlhopisov sa vo väčšine jurisdikcií eurozóny vyvíjali podobne. Výnimkou bol spread gréckych štátnych dlhopisov, ktorý sa znížil o 10 bázických bodov, keď bol úverový rating Grécka zvýšený na investičný stupeň. Spread talianskych štátnych dlhopisov sa na začiatku sledovaného obdobia zvýšil, no následne sa vrátil takmer na pôvodnú úroveň, keď ratingové agentúry potvrdili svoje ratingové hodnotenia Talianska.

Graf 17

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

(v p. b.)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (14. septembra 2023). Posledné údaje sú z 13. decembra 2023.

Spready podnikových dlhopisov zostali počas sledovaného obdobia

v podstate nezmenené v prostredí pozitívneho rizikového sentimentu. Spready podnikových dlhopisov s vysokým výnosom sledovali pohyby dlhodobých úrokových sadziieb, pričom v prvej polovici sledovaného obdobia sa výrazne zvýšili a následne klesali. Spready podnikových dlhopisov investičného stupňa, naopak, počas tohto obdobia kolísali len mierne. Tento vývoj je v súlade s tým, že zohľadňovanie úverového rizika vo výnosoch v prípade podnikov s nižším ratingom je citlivejšie na zmeny úrokových sadziieb. Z dlhodobejšej perspektívy – konkrétne od začiatku normalizácie menovej politiky v decembri 2021 – sa však spready podnikových dlhopisov zvýšili len mierne. Odolnosť podnikového sektora v eurozóne pomohla obmedziť náklady na financovanie dlhopisov.

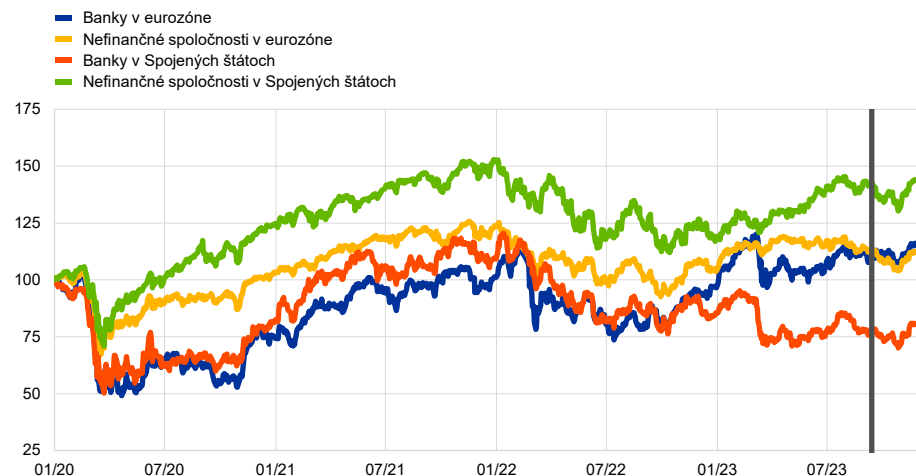
Ceny akcií v eurozóne počas sledovaného obdobia rástli, pričom pretrvávajúce zvyšovanie v novembri viac ako vykompenzovalo predtým nahromadené straty (graf 18).

Indexy akciového trhu eurozóny sa za celé sledované obdobie zvýšili o 4,3 %. Od novembra vykompenzovali straty nahromadené do konca októbra. Nálada na trhu bola spočiatku slabá, keďže dlhodobé sadzby a geopolitická neistota mali nepriaznivý vplyv na výkonnosť akcií. Neskôr sa však zlepšila po tom, ako sa znížila riziková prémie akcií aj úrokové sadzby. Bankový sektor dosiahol lepšie výsledky a jeho akcie získali 6,0 %, keďže jeho hodnota na akciovom trhu naďalej profitovala z rozdeľovania ziskov akcionárom. Naopak, ceny akcií nefinančných spoločností sa zvýšili len o 2,6 %, hoci vykazovali značnú sektorovú heterogenitu. Sektory citlivé na úrokové sadzby, ako sú technológie a nehnuteľnosti, zaznamenali počas sledovaného obdobia niekoľko najväčších zmien ceny. Výkonnosť akcií v Spojených štátoch mala podobnú trajektóriu, pričom celkový index stúpol o 4,5 % a bankový sektor dosiahol lepšie výsledky ako nefinančné spoločnosti.

Graf 18

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2020 = 100)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (14. septembra 2023). Posledné údaje sú z 13. decembra 2023.

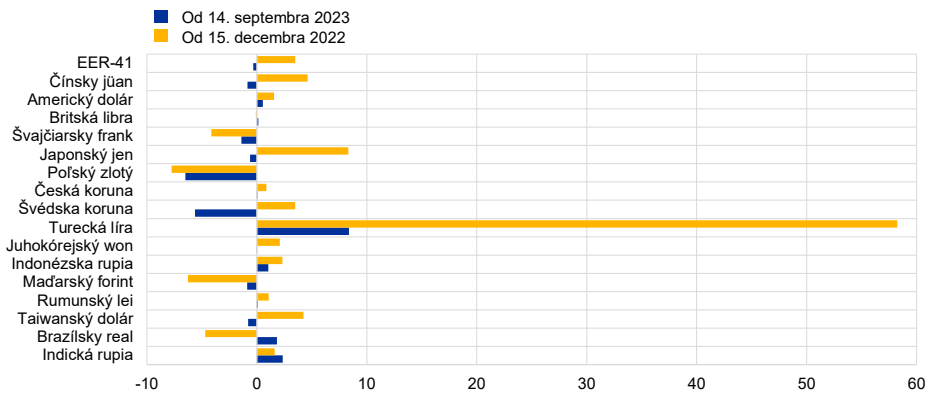
Pokiaľ ide o devízové trhy, euro vážené zahraničným obchodom sa mierne oslabilo (graf 19).

Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 41 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa počas sledovaného obdobia oslabil o 0,3 %. Mierne oslabenie eura zakrýva určité výkyvy v priebehu obdobia, ktoré odzrkadľujú zmeny v očakávaniach účastníkov trhu týkajúcich sa menovopolitických úrokových sadzieb, a to najmä v Spojených štátoch. Z hľadiska pohybov bilaterálnych výmenných kurzov mien hlavných obchodných partnerov sa euro oslabilo voči čínskemu jüanu (o 0,9 %), švajčiarskemu franku (o 1,4 %) a voči menám niektorých členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny (o 6,5 % voči poľskému zlotému a 5,6 % voči švédskej korune). Euro naopak posilnilo sa voči indickej rupii (o 2,3 %), tureckej líre (o 8,4 %), ako aj voči americkému doláru (o 0,5 %). Posilnenie voči americkému doláru odzrkadľovalo nezohľadňovanie očakávaní, že Federálny rezervný systém ponechá úrokové sadzby nezmenené počas dlhšieho obdobia. Okrem toho euro podporili nižšie než očakávané ukazovatele CPI v Spojených štátoch v polovici novembra, a to aj napriek tomu, že boli čiastočne kompenzované následným zverejnením údajov o HICP v eurozóne, ktoré boli tiež nižšie, ako sa očakávalo.

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 s použitím výmenných kurzov z 13. decembra 2023.

5 Podmienky financovania a úvery

Prenos sprísňovania menovej politiky ECB do celkových podmienok financovania bol naďalej výrazný. V októbri 2023 náklady na bankové financovanie a úrokové sadzby bankových úverov ďalej rástli a pre podniky aj domácnosti dosiahli najvyššiu úroveň takmer za 15 rokov. V rovnakom mesiaci sa mierne zvýšili aj celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností. V období od 14. septembra do 13. decembra 2023 náklady nefinančných spoločností na dlhové financovanie prostredníctvom trhu a financovanie prostredníctvom akcií výrazne klesli. Najnovší prieskum o prístupe podnikov k financovaniu, ktorý sa vzťahuje na obdobie od apríla do septembra 2023, naznačuje plošné sprísnenie podmienok financovania pre podniky. Nízka úroveň poskytovania bankových úverov podnikom a domácnostiam pokračovala aj v októbri v dôsledku vyšších úrokových sadzieb úverov, nižšieho dopytu po úveroch a prísnejších úverových štandardov. Rast peňažnej masy sa naďalej znižoval, pričom ročné miery sa približovali k historickým minimám, v dôsledku vysokých oportunitných nákladov, tlmeneho rastu úverov a zníženia súvahy Eurosystemu.

Náklady na bankové financovanie v eurozóne v októbri 2023 naďalej rástli pre ďalšie zvyšovanie úrokových sadzieb vkladov. Zložené náklady bánk v eurozóne na dlhové financovanie sa v októbri zvýšili a dosiahli najvyššiu úroveň za viac ako desať rokov, pričom vykazovali väčšiu heterogenitu medzi krajinami (graf 20, panel a). Zatiaľ čo výnosy bankových dlhopisov začali v novembri klesať, odzrkadľujúc vývoj výnosovej krivky (graf 20, panel b), úrokové sadzby vkladov ďalej stabilne rástli s určitými rozdielmi medzi nástrojmi a sektormi. Veľký a zväčšujúci sa spread medzi úrokovými sadzbami termínovaných a jednoduchových vkladov viedol vkladateľov k presunu veľkých objemov jednoduchových vkladov do termínovaných vkladov a iných nástrojov s vyšším úročením. Sadzby ponúkané podnikom na termínovaných vkladoch sa blížili sadzbe jednoduchových sterilizačných operácií ECB a zostali vyššie ako sadzby pre domácnosti. Okrem toho sa prenos menovopolitických úrokových sadzieb do úrokových sadzieb vkladov v jednotlivých bankách naďalej výrazne líšil a odrážal najmä rozdiely vyplývajúce z hospodárskej súťaže, durácie aktív a pasív bánk a regulačných opatrení.

Prebiehajúce ukončovanie cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO) prispelo k zníženiu nadbytočnej likvidity v prostredí pretrvávajúcej vysokej likvidity v celom systéme. Po splatnosti 20. decembra 2023 sa celková nesplatená suma tretej série TLTRO (TLTRO III) znížila o 1,721 bil. € a klesla na 392 mld. €. Táto hodnota je o 81 % nižšia ako nesplatená suma pred rekalibráciou úročenia TLTRO III v októbri 2022 (2,113 bil. €).⁸ Na kompenzovanie nižšej likvidity poskytovanej zo strany ECB zvýšili banky emisiu dlhových cenných papierov a nástrojov peňažného trhu a aktívnejšie medzi sebou súťažili o vklady zvýšením úročenia týchto nástrojov. Sporitelia presúvali vklady z bánk ponúkajúcich menej atraktívne úročenie do bánk, ktoré zvyšovali úrokové sadzby vkladov rýchlejšie. Objem emisie bankových dlhopisov, ktoré sú pre banky drahšie ako vklady, sa od

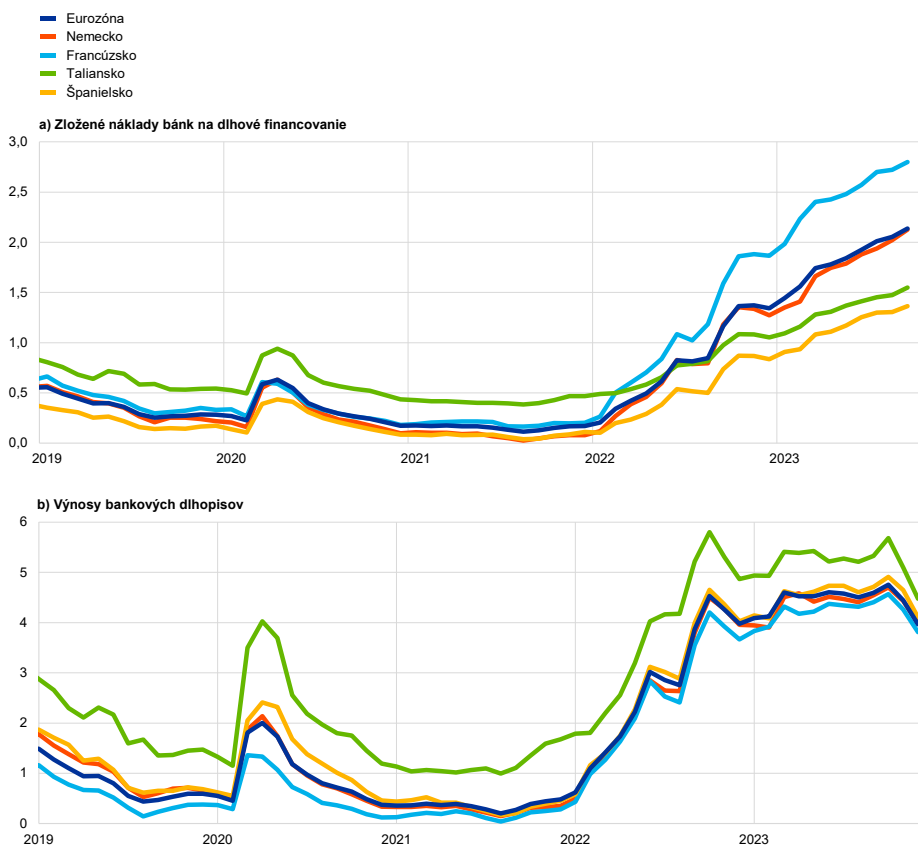
⁸ Tlačová správa ECB z 27. októbra 2022 [ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#).

septembra 2022 zvýšil v dôsledku ukončenia TLTRO a poklesu jednodňových vkladov.

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 financovanie predstavujú vážené priemery zložených nákladov na vklady a dlhové financovanie na nezabezpečenom trhu. Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených 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 októbra 2023 a o výnosoch bankových dlhopisov sú z 13. decembra 2023.

Bankové súvahy boli celkovo stabilné aj napriek slabému hospodárskemu

prostrediu. V prvom polroku 2023 banky naďalej zvyšovali svoju kapitalizáciu a držali kapitálové ukazovatele výrazne nad požiadavkami vlastného kapitálu Tier 1 (CET1). Dobre kapitalizovaný bankový sektor je kľúčový pre zabezpečenie udržateľného poskytovania úverov do reálnej ekonomiky za primeraných podmienok. Napriek rastúcim nákladom na bankové financovanie, nižším objemom úverov a zhoršujúcej sa kvalite aktív profitovala ziskovosť bánk z vyšších čistých úrokových marží, pričom medzi krajinami boli značné rozdiely. Nárast čistých úrokových výnosov bol zrejмый najmä v prípade bánk v krajinách, v ktorých prevládajú úvery s pohyblivou úrokovou sadzbou a v ktorých bol nárast nákladov na bankové financovanie nižší. Nesplácané bankové úvery zostali v druhom štvrtroku 2023 na nízkej úrovni, ale miera zlyhania pri podnikových aj retailových expozíciách sa už začala zvyšovať, čo poukazuje na ďalší nárast problémových úverov. Banky môžu čeliť riziku vyšších nákladov na opravné položky, ak sa v dôsledku oproti

očakávaniam horších hospodárskych podmienok naplnia riziká pre nefinančné sektory.

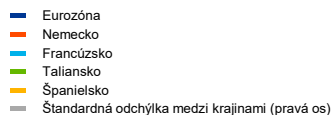
V októbri 2023 sa úrokové sadzby úverov pre podniky a domácnosti ďalej zvýšili, čo odrážalo vyššie menovopolitické úrokové sadzby ECB a prísnejšie úverové štandardy. Od začiatku júla 2022 do septembra 2023 sa menovopolitické úrokové sadzby ECB výrazne a rýchlo zvyšovali, celkovo o 450 bázických bodov. To viedlo k prudkému zvýšeniu úrokových sadzieb úverov pre podniky aj domácnosti naprieč krajinami eurozóny (graf 21). Bankové sadzby na nové úvery nefinančným spoločnostiam a domácnostiam dosiahli najvyššiu úroveň za takmer 15 rokov, pričom klesalo poskytovanie úverov a sprísňovali sa úverové štandardy. Od mája 2022, t. j. pred tým, ako ECB signalizovala prvé zvýšenie sadzieb v súčasnom cykle sprísňovania, sa úrokové sadzby úverov pre podniky zvýšili približne o 350 bázických bodov a pre domácnosti na kúpu nehnuteľností o 210 bázických bodov. V októbri 2023 sa úrokové sadzby úverov pre podniky zvýšili na 5,27 % v porovnaní s 5,09 % v septembri. Tento nárast bol plošný naprieč dobami fixácie úrokových sadzieb, pričom najväčší bol pri fixáciách od jedného do piatich rokov. Úrokové sadzby bánk pri nových spotrebných úveroch pre domácnosti sa v podstate nezmenili a v októbri boli na úrovni 7,90 %. Úrokové sadzby nových úverov v kategórii „ostatné úvery domácnostiam“, ktorá zahŕňa živnostníkov, sa v októbri zvýšili na 5,55 % zo septembrových 5,38 %. Úrokové sadzby nových úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľnosti na bývanie sa zvýšili len mierne a v októbri boli na úrovni 3,91 % v porovnaní s 3,89 % v septembri. Toto pomalšie tempo rastu odzrkadľuje pokročilú fázu cyklu sprísňovania a zväčšujúce sa objemy renegociovaných úverov, ktoré v niektorých krajinách eurozóny stlačili sadzby nových úverov nadol.⁹ Výraznejšie to bolo pri hypotékach s flexibilnou úrokovou sadzbou ako pri zmluvách s pevnou úrokovou sadzbou, pričom situácia v jednotlivých krajinách bola rôzna. Podľa výsledkov [prieskumu spotrebiteľských očakávaní](#) ECB za október 2023 spotrebiteľia očakávajú, že sa úrokové sadzby hypoték v priebehu nasledujúcich 12 mesiacov stabilizujú mierne nad súčasnou úrovňou. Veľké čisté percento respondentov prieskumu vníma úverové kritériá ako prísne a očakáva, že v rovnakom období bude ťažšie získať úver na bývanie. Rozptyl úrokových sadzieb úverov zostal v jednotlivých krajinách na nízkej úrovni tak v prípade podnikov, ako aj domácností (graf 21, oba panely).

⁹ Účelom rokovaní o úvere je uľahčiť dlžníkovi splácanie budúcich platieb a zabezpečiť, že veriteľovi bude nakoniec úver splatený.

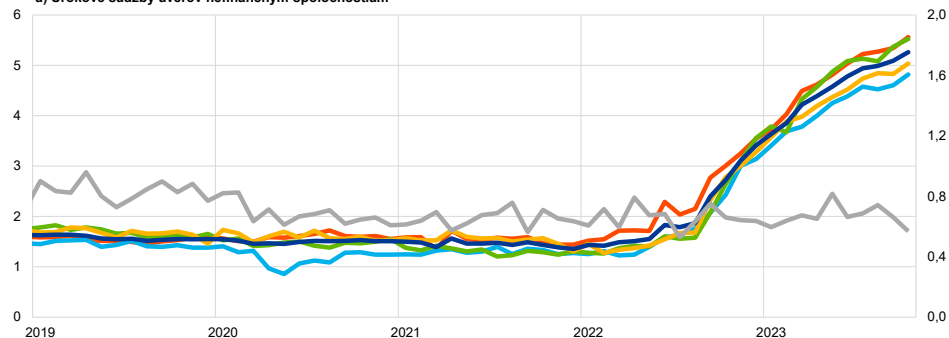
Graf 21

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

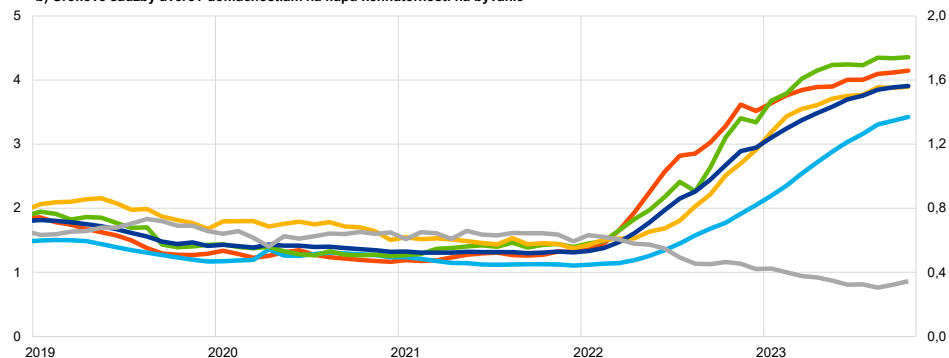
(v % za rok; štandardná odchýlka)



a) Úrokové sadzby úverov nefinančným spoločnostiam



b) Úrokové sadzby úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľnosti na bývanie



Zdroj: ECB.

Poznámka: Zložené úrokové sadzby bankových úverov pre nefinančné spoločnosti sa počítajú agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb na základe 24-mesačného kízavého priemeru objemu nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú z októbra 2023.

V období od 14. septembra do 13. decembra 2023 náklady nefinančných spoločností na dlhové financovanie prostredníctvom trhu aj financovanie prostredníctvom akcií výrazne klesli.

Celkové náklady nefinančných spoločností na financovanie (t. j. zložené náklady na bankové úvery, dlhové financovanie na trhu a financovanie prostredníctvom akcií) dosiahli v októbri viacročné maximum na úrovniach naposledy zaznamenaných v druhej polovici roka 2010, pričom v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom vzrástli o 11 základných bodov na 6,54 % (graf 22).¹⁰ Tento nárast bol spôsobený najmä zvýšením nákladov na dlhodobé a krátkodobé bankové úvery. Počas sledovaného obdobia ako celku, teda od 14. septembra do 13. decembra 2023, však náklady na financovanie prostredníctvom akcií aj dlhové financovanie na trhu klesli. Pokles nákladov na akcie bol spôsobený znížením prémie za akciové riziko a dlhodobej bezrizikovej sadzby (približne o desaťročnú sadzbu jednoduchých indexových swapov). Pokles nákladov na dlhové financovanie na trhu bol takmer rovnaký ako pokles bezrizikovej sadzby,

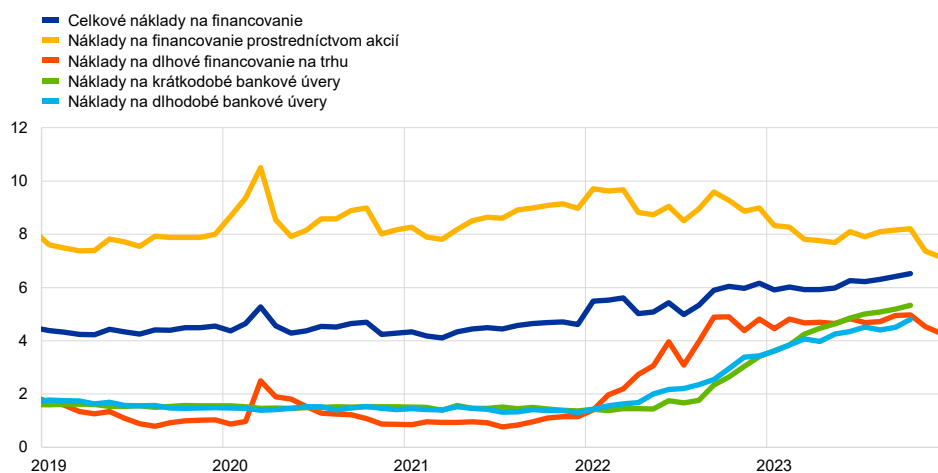
¹⁰ Vzhľadom na oneskorenie dostupných údajov o nákladoch na bankové úvery sú údaje o celkových nákladoch nefinančných spoločností na financovanie k dispozícii len do októbra 2023.

keďže spready dlhopisov vydaných nefinančnými spoločnosťami zostali prakticky nezmenené (viac v časti 4).

Graf 22

Nominálne náklady na vonkajšie financovanie nefinančných spoločností eurozóny podľa zložiek

(v % za rok)



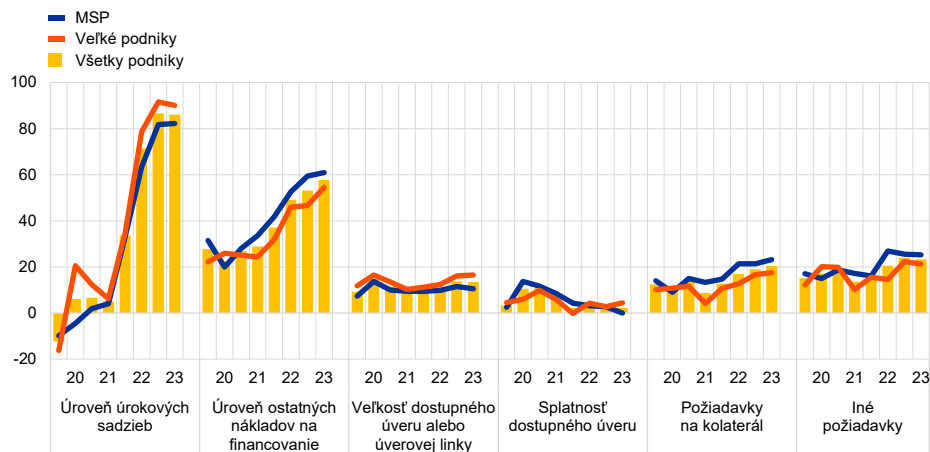
Zdroj: ECB a odhady ECB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg a Thomson Reuters.

Poznámka: Celkové náklady nefinančných spoločností na financovanie vychádzajú z mesačných údajov a vypočítavajú sa ako vážený priemer nákladov na bankové úvery (priemerné mesačné údaje), nákladov na dlhové financovanie na trhu a financovanie prostredníctvom akcií (údaje ku koncu mesiaca), a to na základe príslušných nesplatených objemov. Posledné údaje o nákladoch na dlhové financovanie na trhu a financovanie prostredníctvom akcií (denné údaje) sú z 13. decembra 2023 a o celkových nákladoch na financovanie a nákladoch na bankové úvery (mesačné údaje) sú z októbra 2023.

V prieskume o prístupe podnikov k financovaniu podniky v období od apríla do septembra 2023 naďalej uvádzali rozsiahly nárast bankových úrokových sadzieb a iných nákladov na financovanie prostredníctvom bánk. V poslednom kole prieskumu čistých 86 % podnikov uviedlo vyššie bankové úrokové sadzby v porovnaní s 87 % v predchádzajúcom kole (graf 23). Historicky vysoký čistý percentuálny podiel 58 % podnikov (nárast z 53 %) zároveň uviedol zvýšenie ostatných nákladov na financovanie (t. j. poplatkov a provízií). Zvýšenie bankových úrokových sadzieb uvádzali skôr veľké podniky, zatiaľ čo zvýšenie ostatných nákladov na bankové úvery častejšie signalizovali malé a stredné podniky (MSP). V čistom vyjadrení podniky uvádzali aj prísnejšie požiadavky na kolaterál. Napriek prísnejším podmienkam financovania len málo podnikov uviedlo prekážky pri získaní bankového úveru.

Graf 23**Zmeny podmienok bankového financovania podnikov v eurozóne**

(čistý percentuálny podiel respondentov)



Zdroj: Prieskum ECB o prístupe podnikov k financovaniu.

Poznámka: „MSP“ sú malé a stredné podniky. Údaje sa týkajú podnikov, ktoré požiadali o bankový úver (vrátane dotovaných bankových úverov), úverovú líniu alebo prečerpanie na bankovom účte alebo kreditnej karte. Čisté percentuálne podiely predstavujú rozdiel medzi percentuálnym podielom podnikov vykazujúcich zvýšenie daného faktora a percentuálnym podielom podnikov, ktoré vykázali jeho pokles. Údaje sa vzťahujú na 22. – 29. kolo prieskumu (október 2019 – marec 2020 až apríl 2023 – september 2023).

Podniky uviedli aj ďalšie mierne zväčšenie medzery vo financovaní a očakávali, že dostupnosť väčšiny zdrojov vonkajšieho financovania sa v budúcnosti zhorší. Medzera vo vonkajšom financovaní (t. j. rozdiel medzi

zmenou potreby vonkajšieho financovania a zmenou jeho dostupnosti vo všetkých finančných nástrojoch) dosiahla v eurozóne úroveň 8 % (nárast zo 6 % v predchádzajúcom kole prieskumu). Zväčšenie medzery vo financovaní uviedlo viac veľkých podnikov ako MSP, čo bolo spôsobené ich vyššími potrebami financovania vo väčšine nástrojov. Podniky sú o niečo pesimistickejšie, pokiaľ ide o dostupnosť vonkajšieho financovania v priebehu nasledujúcich šiestich mesiacov. V dôsledku pokračujúceho sprísňovania podmienok poskytovania bankových úverov čistý percentuálny podiel 18 % podnikov očakáva ďalšie zhoršovanie prístupu k bankovým úverom v priebehu nasledujúcich šiestich mesiacov, zatiaľ čo v prípade úverových línií je to 15 % a v prípade dlhových cenných papierov 17 % podnikov. Zhoršenie prístupu k bankovým úverom aj úverovým linkám očakáva väčší počet MSP ako veľkých podnikov. Naopak podiel podnikov, ktoré očakávajú zhoršenie dostupnosti dlhových cenných papierov, bol väčší v prípade veľkých podnikov ako v prípade MSP.

Ročný rast úverov poskytnutých nefinančným spoločnostiam sa v októbri 2023 dostal do záporného pásma. Táto miera rastu klesla v októbri na -0,3 % zo septembrových 0,2 % (graf 24, panel a), pričom medzi jednotlivými krajinami a splatnosťami boli značné rozdiely. Toto spomalenie odzrkadľovalo prudký pokles dopytu po úveroch, ktorý bol čiastočne spôsobený vyššími úrokovými sadzbami

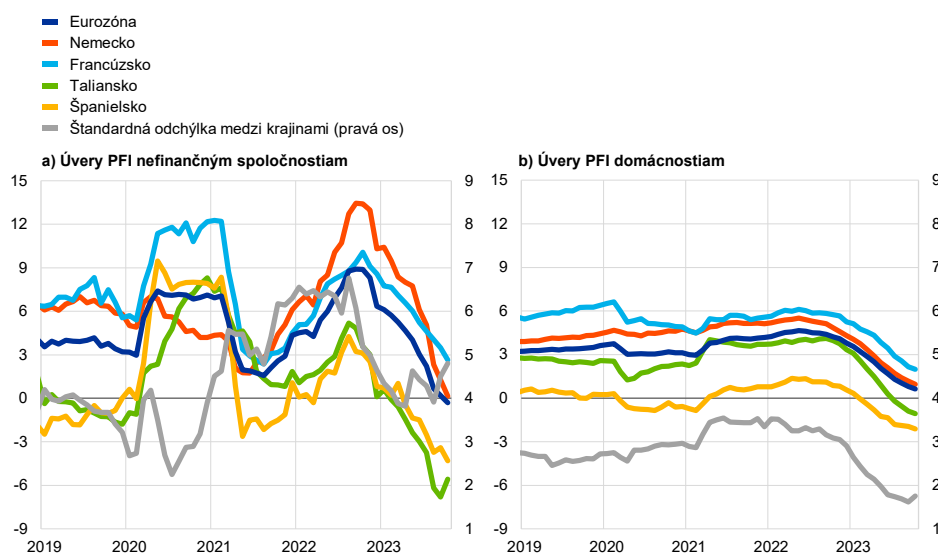
úverov a súvisiacim znížením plánu výdavkov, ako aj ponuky úverov, ako to naznačovalo ďalšie sprísnenie úverových štandardov v treťom štvrtroku 2023. Krátkodobá dynamika zostala tlmená, čo signalizovali mesačné toky, ktoré boli za tri mesiace do októbra v priemere záporné. Ročná miera rastu úverov domácnostiam klesla z 0,8 % v septembri na 0,6 % v októbri (graf 24, panel b) v kontexte

negatívnych vyhládok na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie, ďalšieho sprísňovania úverových štandardov a vyšších úrokových sadzieb úverov. Tento pokles spôsobili najmä úvery na bývanie a úvery živnostníkom (t. j. malým podnikom nezapísaným v obchodnom registri), zatiaľ čo spotrebné úvery zostali odolnejšie aj napriek sprísňovaniu úverových štandardov a slabnúcej spotrebiteľskej dôvere. Krátkodobá dynamika nevykazuje za posledné tri mesiace prakticky žiadne nové čisté úvery.

Graf 24

Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena; štandardná odchýlka)



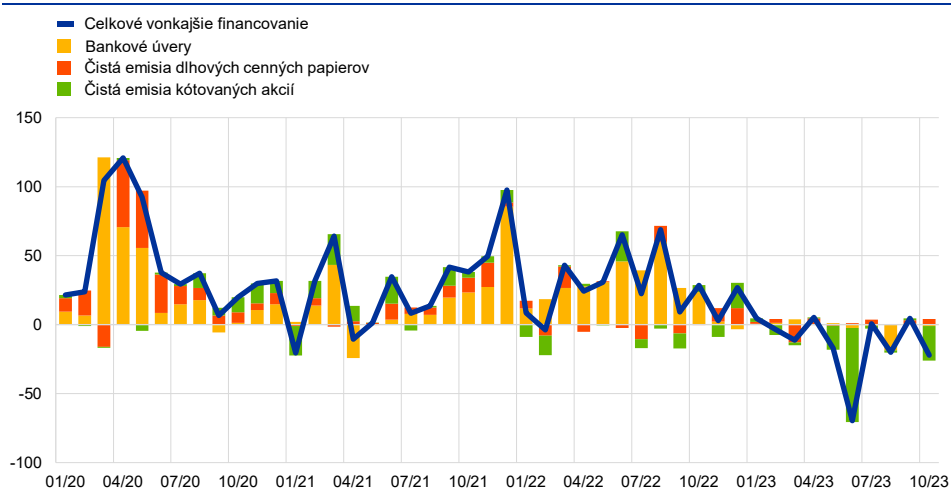
Zdroj: ECB.

Poznámka: Úvery poskytované peňažnými finančnými inštitúciami (PFI) sú očistené od predaja a sekuritizácie úverov. V prípade nefinančných spoločností sú úvery očistené aj od účelovo vytváraných spoločných účtov (cash pooling). Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú z októbra 2023.

Rast čistého vonkajšieho financovania podnikov eurozóny bol v treťom štvrtroku 2023 a v októbri nízky, čo bolo odrazom nízkej úrovne dlhového financovania. Ročná miera rastu čistého vonkajšieho financovania sa znížila z 0,5 % v júni 2023 na -0,7 % v októbri (graf 25). Na rozdiel od predchádzajúcich epizód slabej úverovej dynamiky, emitovanie podnikových dlhopisov nekompenzovalo pokles bankových úverov. Emitovanie kótovaných akcií bolo celkovo utlmené, pričom podniky sa podieľali aj na spätnom odkupovaní akcií s cieľom zvýšiť výnosy akcionárov.

Graf 25

Čisté toky vonkajšieho financovania nefinančných spoločností v eurozóne



Zdroj: ECB, Eurostat, Dealogic a výpočty ECB.

Poznámka: Čisté vonkajšie financovanie je súčtom úverov z bánk (úvery PFI), čistého emitovania dlhových cenných papierov a čistého emitovania kótovaných akcií. Úvery PFI sú očistené od predaja úverov, sekuritizácie a účelovo vytváraných spoločných účtov (cash pooling). Posledné údaje sú z októbra 2023.

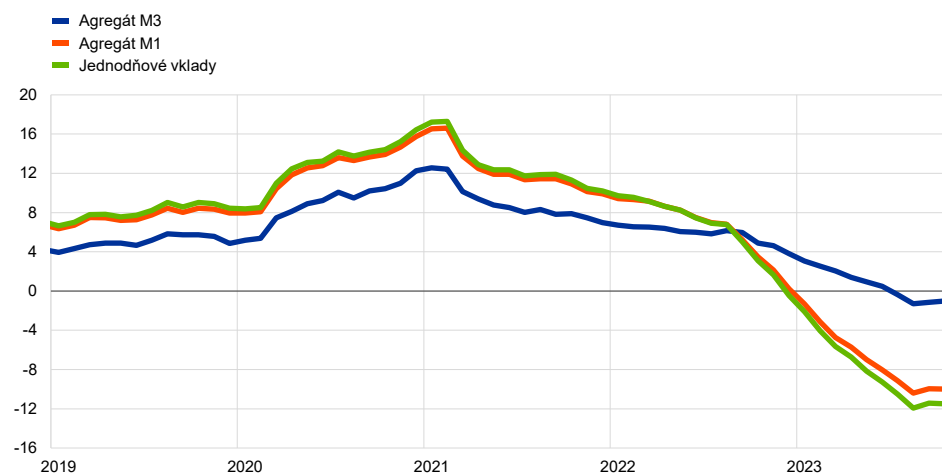
Presúvanie jednodňových vkladov do termínovaných sa v októbri

zintenzívnilo. Ročná miera rastu jednodňových vkladov ďalej klesla dvojciferným tempom, pričom v októbri sa znížila na $-11,5\%$ zo septembrových $-11,4\%$ (graf 26). Nárast úrokových sadzieb sa premietol do veľkého a zväčšujúceho sa spreadu medzi termínovanými a jednodňovými vkladmi, keďže úrokové sadzby jednodňových vkladov sa zmenám menovopolitických sadzieb prispôbovali pomalšie ako úrokové sadzby termínovaných vkladov, tak ako v predchádzajúcich cykloch sprísňovania. Zvýšili sa tak oportunitné náklady na držbu likvidných aktív, čo poháňa prebiehajúce presúvanie prostriedkov z jednodňových na termínované vklady. V prípade domácností došlo v októbri k najväčšiemu mesačnému presunu z jednodňových na termínované vklady od začiatku cyklu sprísňovania. Podniky presúvali prostriedky medzi týmito dvomi nástrojmi rýchlejšým tempom, a to v prvom polroku 2023.

Graf 26

Agregáty M3 a M1 a jednoduché vklady

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z októbra 2023.

Rast peňažnej masy sa v októbri 2023 naďalej spomaľoval, pričom jeho ročné miery sa približovali k historickým minimám, a to v dôsledku vysokých oportunitných nákladov, tlmeného rastu úverov a zníženia súvahy Eurosystemu. Ročná miera rastu širokého peňažného agregátu (M3) v eurozóne sa zo septembrových $-1,2\%$ zvýšila v októbri na $-1,0\%$ (graf 26). Ročná miera rastu úzkeho peňažného agregátu (M1) klesala dvojciferným tempom, pričom celkové tempo menovej kontrakcie posilňovali presuny portfólií. V októbri sa mierne znížila na $-10,0\%$ zo septembrových $-9,9\%$. Rovnako ako v predchádzajúcich mesiacoch, menovú dynamiku naďalej spomaľovalo znižovanie súvahy Eurosystemu a akvizície bankových dlhopisov držiteľmi peňazí. Okrem toho splatenie TLTRO a vyššie oportunitné náklady na držbu likvidných aktív pre vkladateľov vedú banky k emitovaniu dlhopisov s dlhšími splatnosťami, ktoré nie sú zahrnuté v M3. Menová dynamika bola zároveň čoraz viac podporovaná nákupmi štátnych dlhopisov bankami a zahraničnými investormi, čím sa do systému dostávali nové peniaze a rastúci prebytok na bežnom účte viedol k vyššiemu prílevu peňazí zo zvyšku sveta.

6 Fiškálny vývoj

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2023 by sa rozpočtové saldo verejnej správy v eurozóne malo v roku 2023 mierne zlepšiť a zlepšenie sa očakáva aj v roku 2024. Následne by v rokoch 2025 a 2026 malo nasledovať ďalšie nepatrné zlepšenie. Vzhľadom na tento vývoj sa fiškálna pozícia eurozóny v roku 2023 zrejme mierne sprísnila, pričom v roku 2024 sa očakáva jej výraznejšie sprísnenie. V nasledujúcich dvoch rokoch sa očakáva ďalšie veľmi malé sprísnenie. Predpokladá sa, že pomer dlhu k HDP eurozóny sa v sledovanom období zníži len mierne z odhadovaných 89 % v roku 2023 približne na 88 % v roku 2026, čo predstavuje spomalenie tempa poklesu pozorovaného od vrcholov v čase pandémie. Keďže energetická kríza doznieva, verejné správy by mali pokračovať v ukončovaní súvisiacich podporných opatrení. Je to nevyhnutné, aby sa predišlo zvyšovaniu strednodobých inflačných tlakov, ktoré by si inak vyžiadali ešte prísnejšiu menovú politiku. Fiškálne politiky by mali byť navrhnuté tak, aby zvýšili produktivitu ekonomiky eurozóny a postupne znižovali vysoký verejný dlh. Je dôležité, aby sa členské štáty urýchlene dohodli na reforme rámca správy hospodárskych záležitostí EÚ.

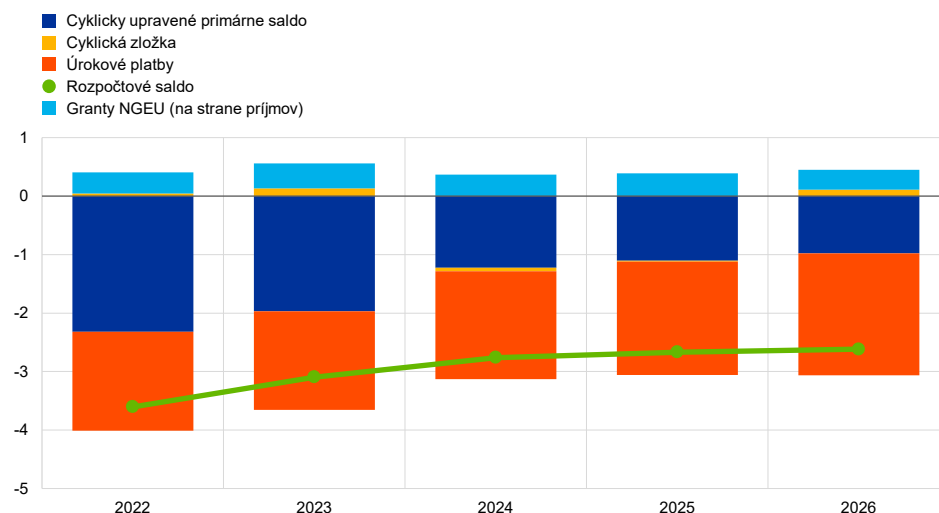
Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2023 sa bude rozpočtové saldo verejnej správy eurozóny v celom sledovanom období pomaly zlepšovať.¹¹ Podľa projekcií sa odhaduje zníženie rozpočtového deficitu eurozóny v roku 2023 na 3,1 % HDP, pričom by mal ďalej klesať v roku 2024 na 2,8 % HDP, v roku 2025 na 2,7 % HDP a v roku 2026 na 2,6 % HDP (graf 27). Očakáva sa, že tento vývoj budú poháňať predovšetkým menšie záporné cyklicky upravené primárne saldá, pričom cyklická zložka by mala byť v sledovanom období pomerne stabilná. Predpokladá sa, že platby úrokov sa v sledovanom období mierne zvýšia. Tento nárast bude len mierny v porovnaní s rastom trhových úrokových sadzieb, keďže prenos bude postupný v dôsledku dlhých zostatkových splatností štátnych dlhopisov, ktorých priemerná dĺžka za eurozónu je v súčasnosti tesne pod ôsmimi rokmi (predĺženie oproti 6,5 roka v roku 2015). Pokles cyklicky upraveného primárneho deficitu, ktorý sa koncentruje v rokoch 2023 a 2024, je do značnej miery spôsobený obmedzovaním štátnych fiškálnych podporných opatrení, keďže energetický šok a vysoká inflácia odznievajú. V súčasnosti sa odhaduje, že na úrovni eurozóny tieto opatrenia v roku 2023 dosiahli 1,3 % HDP, v roku 2024 výrazne klesnú na 0,4 % HDP a v rokoch 2025 a 2026 sa budú ďalej znižovať približne na 0,1 % HDP. Toto zlepšenie cyklicky upraveného primárneho salda je ovplyvnené aj nedávnym rozhodnutím nemeckého spolkového ústavného súdu o použití núdzových úverov a o vplyve na „dlhovú brzdu“. Keďže nemecký federálny rozpočet na rok 2024 ešte nie je dokončený, pretrváva neistota týkajúca sa uvedeného vplyvu.

¹¹ Viac v [Makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2023](#) na internetovej stránke ECB zo 14. decembra 2023.

Graf 27

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: Výpočty ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2023.

Poznámka: Cyklicky upravené primárne saldo je upravené o granty z nástroja Next Generation EU (NGEU) na strane príjmov. Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy všetkých 20 krajín eurozóny (vrátane Chorvátska).

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2023 sa rozpočtové saldo v roku 2023 mierne upravilo smerom nahor o 0,1 percentuálneho bodu, na rok 2024 sa nezmenilo a na rok 2025 sa mierne zvýšilo o 0,3 percentuálneho bodu. Tieto revízie možno porovnať s úpravou cyklickej zložky smerom nahor počas celého sledovaného obdobia (o 0,4 percentuálneho bodu ročne), ktorá je v rokoch 2023 a 2024 takmer úplne kompenzovaná nepriaznivejším cyklicky upraveným primárnym saldom. V roku 2025 je revízia cyklickej zložky smerom nahor kompenzovaná už len v menšej miere. Príspevok úrokových výdavkov zostáva počas sledovaného obdobia nezmenený.

Očakáva sa, že fiškálna pozícia eurozóny sa v sledovanom období mierne sprísni, a to najmä v roku 2024.¹² Ročná zmena cyklicky upraveného primárneho salda, očistená od grantov poskytnutých krajinám v rámci programu Next Generation EU, poukazuje na výrazné sprísnenie fiškálnych politík v eurozóne spoločne v rokoch 2023 a 2024, keďže veľká časť podporných opatrení v oblasti energetiky a inflácie zavedených v roku 2022 sa postupne ruší. Pri zohľadnení predchádzajúcich opatrení, vrátane opatrení v reakcii na vypuknutie pandémie v roku 2020 či nedávnych opatrení v reakcii na energetický a inflačný šok, sa napriek tomu očakáva, že úroveň fiškálnej podpory v eurozóne zostane počas celého sledovaného obdobia vo veľkej miere ústretová. Menšie očakávané sprísnenie fiškálnej pozície v rokoch 2025 a 2026 toto celkové hodnotenie veľmi nemení.

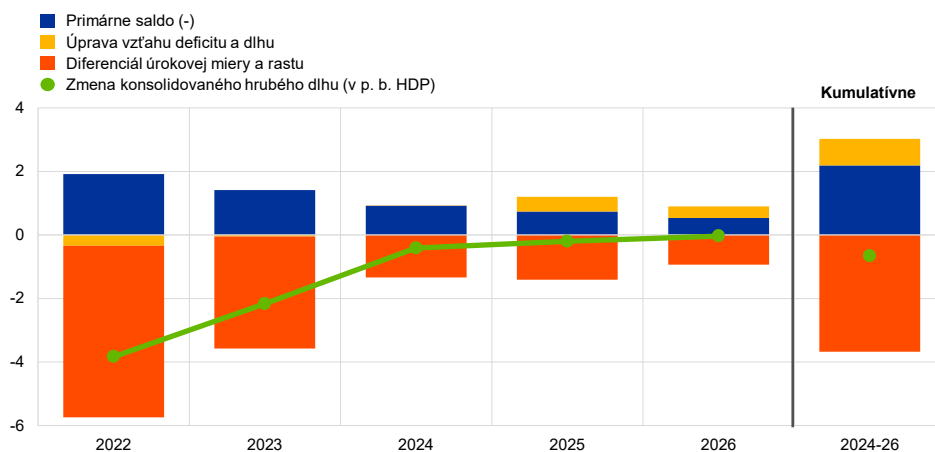
¹² Fiškálna pozícia odráža smerovanie a veľkosť stimulov fiškálnej politiky do ekonomiky nad rámec automatickej reakcie verejných financií na hospodársky cyklus. Meria sa tu ako zmena pomeru cyklicky upraveného pomeru primárneho salda bez vládnej podpory finančnému sektoru. Pretože vyššie rozpočtové príjmy z grantov nástroja Next Generation EU z rozpočtu EÚ nemajú znižujúci vplyv na dopyt, v tomto kontexte sa cyklicky upravené primárne saldo od týchto príjmov očisťuje. Viac informácií o fiškálnej pozícii eurozóny je v článku s názvom *The euro area fiscal stance, Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

Predpokladá sa, že pomer dlhu verejnej správy k HDP v eurozóne zostane nad úrovňou pred pandémie a len pomaly bude klesať z odhadovaných 88,7 % v roku 2023 na 88,1 % v roku 2026. Pomer dlhu sa v roku 2020 zvýšil približne o 13 percentuálnych bodov, približne na 97 %, no odvtedy postupne klesal a očakáva sa, že v sledovanom období bude klesať ďalej, hoci výrazne pomalším tempom. Predpokladané zníženie je založené na zmenšujúcich sa, ale stále záporných diferenciáloch medzi úrokovými sadzbami a rastom nominálneho HDP, ktoré sú čiastočne kompenzované pokračujúcimi primárnymi deficitmi a očakávanými kladnými úpravami vzťahu deficitu a dlhu v druhej polovici sledovaného obdobia (graf 28).

Graf 28

Faktory zmeny dlhu verejnej správy eurozóny

(v % HDP, ak nie je uvedené inak)



Zdroj: Výpočty ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, december 2023.
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy všetkých 20 krajín eurozóny (vrátane Chorvátska).

Keďže energetický šok odznieva, verejné správy by mali pokračovať v ukončovaní súvisiacich podporných opatrení.

Je to nevyhnutné, aby sa predišlo zvyšovaniu strednodobých inflačných tlakov, ktoré by si inak vyžiadali ešte prísnejšiu menovú politiku. Euroskupina vo svojom [vyhlásení](#) zo 7. decembra vyzvala členské štáty, ktoré majú stále zavedené rozsiahle opatrenia, aby ich v roku 2024 čo najskôr ukončili a súvisiace úspory použili na zníženie deficitu. Euroskupina usúdila, že hoci by politiky mali zostať vzhľadom na prevládajúcu neistotu agilné, celkovo reštriktívna fiškálna pozícia v eurozóne v roku 2024 je žiaduca, aby sa zlepšila udržateľnosť verejných financií a zabránilo sa podnecovaniu inflačných tlakov. Okrem toho bude dôležité, aby fiškálne politiky boli navrhnuté s cieľom zvýšiť produktivitu ekonomiky eurozóny a postupne znížiť vysoký verejný dlh. Možno to najlepšie dosiahnuť v spoľahlivom rámci EÚ pre koordináciu a kontrolu hospodárskych a fiškálnych politík. ECB vo svojom [stanovisku](#) z 5. júla 2023 k návrhu reformy správy hospodárskych záležitostí v Únii naliehavo vyzýva

zákonodarcov EÚ, aby dospeli k dohode o reforme rámca správy hospodárskych záležitostí EÚ čo najskôr, najneskôr však do konca roka 2023.¹³

¹³ Po decembrovom zasadnutí Rady guvernérov, z ktorého vychádza toto vydanie Ekonomického bulletinu, Európska rada 21. decembra 2023 dospela k dohode o reforme správy hospodárskych záležitostí EÚ, ktorá otvára priestor pre trialóg medzi Európskou komisiou, Radou a Európskym parlamentom.

Boxy

1 Podmienky na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi a reakcie globálneho trhu na menovú politiku Spojených štátov

Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu a Peter McQuade

Trh s americkými štátnymi cennými papiermi je najväčším a najlikvidnejším trhom so štátnymi cennými papiermi na svete. Tento trh, s nevysporiadanými cennými papiermi v hodnote viac ako 25 biliónov USD, sa využíva na financovanie americkej vlády a zohráva ústrednú úlohu pri implementácii menovej politiky amerického Federálneho rezervného systému. Americké štátne cenné papiere slúžia aj ako kľúčový referenčný ukazovateľ pre financovanie domáceho súkromného sektora, ako aj pre medzinárodné trhy. Zmeny podmienok likvidity na tomto trhu teda môžu mať značné dôsledky pre globálne finančné trhy.

Likvidita na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi v poslednom čase poklesla v dôsledku kombinácie viacerých faktorov. Graf A (panel a) znázorňuje vývoj likvidity na trhu s dlhopismi vo vybraných vyspelých ekonomikách vrátane trhu s americkými štátnymi cennými papiermi meranej „spline spreadom“, teda priemernou fitovanou odchýlkou vo výnosovej krivke. Tento spread slúži ako náhrada za rozsah arbitrážnych príležitostí na trhu s dlhopismi, pričom jeho vyššie hodnoty sa spájajú s nižšou trhovou likviditou.¹ Hladké fungovanie trhu s americkými štátnymi cennými papiermi bolo v posledných rokoch niekoľkokrát narušené, najmä na začiatku pandémie v marci 2020. Aj nedávne sprísnenie menovej politiky (vrátane zníženej absorpcie amerických štátnych cenných papierov Federálnym rezervným systémom, ako ukazuje modrá čiara v grafe A, paneli b) a väčšia neistota, pokiaľ ide o infláciu a rast, pravdepodobne prispeli k poklesu likvidity a zvýšili citlivosť amerického aj globálneho trhu so štátnymi dlhopismi.²

¹ Likvidita je tiež inverzne spojená s volatilitou, keďže, ak je všetko ostatné rovnaké, tvorcovia trhu (market makers) rozširujú sperady medzi nákupnými a predajnými cenami a uvádzajú menšiu hĺbku, aby mohli lepšie riadiť zvýšené riziko spojené s vytvorením pozície, keď je volatilita vysoká. Fleming, M.: [How Has Treasury Market Liquidity Evolved in 2023?](#), *Liberty Street Economics*, 17 October 2023.

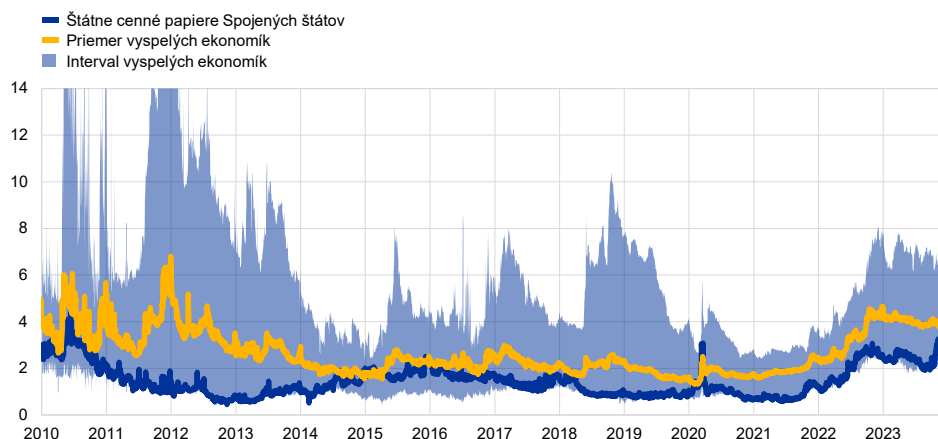
² Viac informácií o faktoroch, ktoré prispievajú k súčasnej nízkej likvidite, je v [Quarterly Review](#), Bank for International Settlements (BIS), September 2023; [Global Financial Stability Review](#), International Monetary Fund, October 2023, Chapter 1; Duffie, D.: [Dealer Capacity and US Treasury market functionality](#), *BIS Working Papers*, No 1138, BIS, October 2023.

Graf A

Vývoj likvidity na trhoch so štátnymi dlhopismi

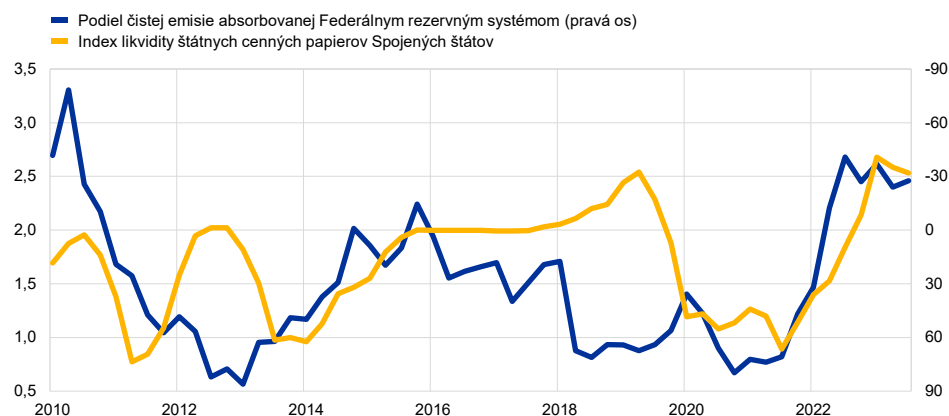
a) Spline spready amerických štátnych cenných papierov a štátnych dlhopisov vybraných významných vyspelých ekonomík

(v %)



b) Spline spready amerických štátnych cenných papierov a absorpcia emisie amerických štátnych cenných papierov Federálnym rezervným systémom

(ľavá os: hodnoty indexu; pravá os: % (reverzná))



Zdroj: Bloomberg, Haver a výpočty ECB.

Poznámka: Panel a): výnosová krivka „spline spread“ meria súčet absolútnych hodnôt odchýlky medzi pozorovanou výnosovou krivkou a kubickou spline interpoláciou. Tento ukazovateľ zachytáva prítomnosť arbitrážnych príležitostí, ktoré sú charakteristické pre nelikvidné trhy. Ide o jeden z niekoľkých ukazovateľov trhovej likvidity, ktorých vzájomná korelácia je typicky značná. Zvýšenie spreadu znamená nižšiu likviditu. Medzi vybrané vyspelé ekonomiky patria Kanada, Francúzsko, Nemecko, Taliansko, Japonsko, Španielsko a Spojené kráľovstvo. V rokoch 2011/2012 boli maximálne hodnoty spline spreadu okolo 25 bázických bodov, no z dôvodu čitateľnosti nie sú v grafe zobrazené. Panel b): podiel čistej emisie absorbovanej Federálnym rezervným systémom sa vypočíta ako priemer za štyri štvrťroky. Index likvidity zobrazuje priemernú výnosovú odchýlku v súbore amerických štátnych poukážok a dlhopisov so zostávajúcou splatnosťou jeden rok alebo viac. Pravá os je reverzná, teda vyššie hodnoty označujú nižšiu absorpciu emisií amerických štátnych cenných papierov.

Posledné údaje v paneli a) sú z 15. decembra 2023 a v paneli b) z tretieho štvrťroka 2023.

Aktivita pákových fondov na trhu futures na americké štátne cenné papiere tiež mohla spôsobiť vyššiu citlivosť trhu na nové informácie. Čisté krátke

pozície pákových fondov na trhu futures na americké štátne cenné papiere dosiahli historicky vysokú úroveň okolo 650 mld. USD, z čoho približne 300 mld. USD pre dvojročné splatnosti (graf B).³ Môže to súvisieť s niekoľkými obchodnými stratégiami, ako sú napríklad obchody na základe hotovosť – futures (cash-futures basis trade)

³ Pákové fondy sú zvyčajne hedžové fondy, ktorých stratégie môžu zahŕňať priame pozície alebo arbitráže na trhu a medzi trhmi. Krátka pozícia kontraktu futures na dlhopisy je zisková, ak cena dlhopisu klesá.

alebo obchody na smer (directional trade), ktoré stavajú na rast sadziieb.⁴ Hoci by táto činnosť v zásade mohla pomôcť udržať likviditu na spotovom trhu so štátnymi cennými papiermi, zdá sa, že niekedy by mohla potenciálne zhoršovať citlivosť trhu.⁵

Graf B

Špekulatívne pozície futures na americké štátne cenné papiere v pákových fondoch

Čistá pozícia futures na americké štátne cenné papiere

(v mld. USD)



Zdroj: Bloomberg, Commodity Futures Trading Commission a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje súčet čistých pozícií futures na dvojičné, päťročné a desaťročné americké štátne cenné papiere v držbe pákových fondov. Čisté pozície predstavujú rozdiel medzi hodnotami dlhých a krátkych pozícií. Posledné údaje sú z 15. decembra 2023.

Účinok šoku vyvolaného americkou menovou politikou na ceny dlhopisov sa môže líšiť v závislosti od podmienok na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi. Empirická analýza skúma, či by podmienky na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi mohli byť relevantné pre veľkosť vplyvu šoku americkej menovej politiky na dlhopisový trh. Empirické nastavenie sa zameriava na vplyv šokov americkej menovej politiky, pretože sú zvyčajne hlavnou hnacou silou globálnych finančných podmienok. Miestne projekčné metódy sa používajú na preskúmanie toho, ako sa v závislosti od podmienok na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi menia účinky na dlhopisové trhy. Analyzujú sa dva typy stavovej závislosti. Prvý prístup skúma, či sa vplyv americkej menovej politiky líši v závislosti od úrovne likvidity na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi meranej „spline spreadom“, t. j. rozdiel medzi pozorovanou výnosovou krivkou a krivkou spline interpolácie (ako je znázornené v grafe A). Druhý prístup skúma, či sa účinok americkej menovej politiky líši v závislosti od veľkosti čistých pozícií pákových fondov v kontraktach futures na americké cenné papiere (ako je znázornené v grafe B). Šoky americkej menovej politiky sú identifikované v modeli pre dennú bayesovskú vektorovú

⁴ Obchod na základe hotovosť – futures predstavuje prijatie krátkej pozície v rámci futures na štátne cenné papiere, prijatie dlhých pozícií v rámci štátnych peňažných prostriedkov a pôžičku na repo trhu na financovanie obchodu. Spájal sa s výrazným nedostatkom likvidity na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi v marci 2020, známym ako „honba za hotovosťou“. Vissing-Jorgensen, A.: The Treasury Market in Spring 2020 and the Response of the Federal Reserve, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 124, November 2021, s. 19 – 47; Schrimpf, S., Shin, H. S. a Sushko, V.: [Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis](#), *BIS Bulletin*, No 2, BIS, April 2020.

⁵ Zvýšená citlivosť môže napríklad súvisieť so skutočnosťou, že pri takýchto obchodných stratégiách sa vo všeobecnosti vo veľkej miere využíva pákový efekt a sú vystavené zmenám v repo sadzbách a maržách futures. Avalos, F. a Sushko, V.: [Margin leverage and vulnerabilities in US Treasury futures](#), *BIS Quarterly Review*, BIS, September 2023, Box A; Barth, D., Kahn, R. J. a Mann, R.: [Recent Developments in Hedge Funds' Treasury Futures and Repo Positions: is the Basis Trade "Back"?](#), *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, August 2023.

autoregresiu (Bayesian vector autoregression – BVAR) využívajúcom znamienkovú reštrikciu a sú kalibrované na priemerné zníženie výnosov desaťročných amerických štátnych cenných papierov o 10 bázických bodov za jeden týždeň.⁶ Odhady miestnej projekcie sú upravené o zmeny volatility na akciových trhoch a hospodárskej aktivity a zahŕňajú fiktívnu premennú za obdobie pandémie.

Analýza naznačuje, že vplyv šoku americkej menovej politiky je väčší, keď je trhová likvidita nízka alebo keď sú krátke pozície s pákovým efektom veľké.

Účinok šoku americkej menovej politiky na výnosy dvojročných amerických štátnych cenných papierov je väčší, keď je likvidita na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi relatívne nízka (graf C, panel a).⁷ Je to v súlade s predchádzajúcimi štúdiami, ktoré naznačujú, že finančné trhy zvyknú na informácie reagovať citlivejšie, keď je likvidita trhu obmedzená.⁸ Podobne účinok šoku americkej menovej politiky na výnosy dvojročných amerických štátnych cenných papierov má tendenciu byť väčší, keď pákové fondy majú relatívne veľké čisté krátke pozície vo futures na americké štátne cenné papiere (graf C, panel b).⁹ Odhadované účinky so 68-percentným intervalom spoľahlivosti sa do istej miery prekrývajú, čo naznačuje, že kým citlivosť trhu na šoky sa v jednotlivých stavoch líši, rozdiel v účinkoch nie je vždy významný.

⁶ Viac informácií o modeli pre denný model BVAR je v Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. a Van Robays, I.: [What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk](#), *Working Paper Series*, No 2560, ECB, May 2021.

⁷ Šok americkej menovej politiky v rozsahu zodpovedajúcom priemernému vplyvu na výnosy desaťročných amerických štátnych cenných papierov na úrovni 10 bázických bodov má za následok nárast výnosov dvojročných amerických štátnych cenných papierov približne o 13 bázických bodov po jednom týždni, keď je likvidita na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi nízka, a približne o 7 bázických bodov, keď je likvidita relatívne vysoká.

⁸ Napríklad Guimaraes, R., Pinter, G. a Wijnandts, J. C.: [The liquidity state-dependence of monetary policy transmission](#), *Staff Working Papers*, No 1045, Bank of England, October 2023; de Vette, N., Klaus, B., Kördel, S. a Sowiński, A.: [Why market and funding liquidity matter and how they interact](#), *Financial Stability Review*, ECB, May 2023, Special Feature A, Section 2; Adrian, T. a Shin, H. S.: [Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles](#), *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 14, No 1, Federal Reserve Bank of New York, January/February 2008.

⁹ Odhady poukazujú na nárast výnosov dvojročných štátnych cenných papierov v reakcii na šok menovej politiky približne o 12 bázických bodov, keď sú čisté krátke pozície pákových fondov veľké, v porovnaní s nárastom približne o 9 bázických bodov, keď sú tieto pozície relatívne malé.

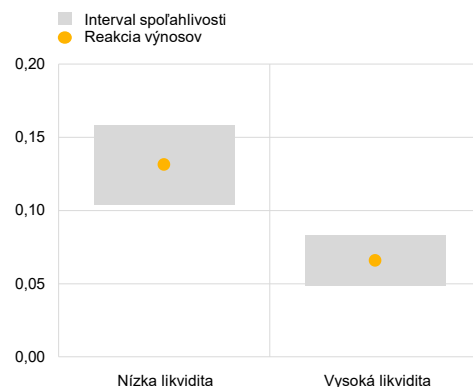
Graf C

Vplyv šoku americkej menovej politiky v závislosti od podmienok na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi

Odhadovaná reakcia výnosov dvojročných amerických štátnych cenných papierov v závislosti od:

a) likvidity na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi

(v p. b.)



b) čistých krátkych pozícií amerických štátnych cenných papierov

(v p. b.)



Zdroj: Bloomberg Finance L.P., Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Žlté body predstavujú priemerný odhad reakcie výnosov dvojročných amerických štátnych cenných papierov na šok menovej politiky. Šok zodpovedá zníženiu výnosu desaťročných amerických štátnych cenných papierov približne o 10 bázických bodov za jeden týždeň a odhaduje sa v dennom modeli BVAR s použitím kombinácie znamienkovej reštrikcie a reštrikcie relatívneho rozsahu. Impulzné reakcie sú zobrazené v momente bezprostredného vplyvu a odhadujú sa pomocou miestnych projekcií zohľadňujúcich stavovú závislosť, podľa Ramey, V. a Zubairy, S.: Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US Historical Data, *Journal of Political Economy*, Vol. 126(2), April 2018, s. 850 – 901, pričom gama parameter stavovej transformácie sa predpokladá na úrovni 2. Pri odhade sú použité týždenné údaje za obdobie 2010 – 2023, ktoré sú upravené o hospodársku aktivitu, podmienky financovania, úrokové sadzby a neistotu na trhu (merané indexom Citigroup Economic Surprise Index, spreadom medzi sadzbami desaťročných a dvojročných amerických štátnych cenných papierov, indexom finančných podmienok, indexom VIX a MOVE), a odhad zahŕňa fiktívnu krízovú premennú za vypuknutie pandémie vo februári až máji 2020. Stavby sú definované na základe likvidity na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi (panel a) a čistých pozícií pákových fondov v kontraktach futures na americké štátne cenné papiere (panel b). Vytieňované oblasti sa vzťahujú na intervaly spoľahlivosti na úrovni 68 % na základe Neweyho-Westových štandardných odchýlok. Posledné údaje sú zo septembra 2023.

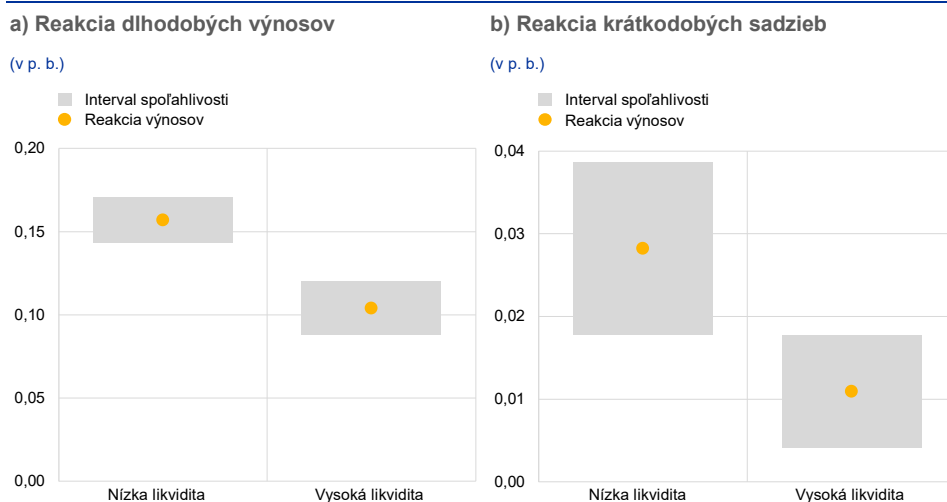
Výsledky tiež poukazujú na to, že podmienky na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi môžu na dlhopisových trhoch v iných krajinách viesť k silnejšej reakcii na americkú menovú politiku.

Účinok šoku americkej menovej politiky na trhy s dlhopismi v iných vyspelých ekonomikách sa javí o niečo väčší, keď je likviditná situácia na trhoch s americkými štátnymi cennými papiermi horšia ako zvyčajne (graf D, oba panely).¹⁰ Mohlo by to súvisieť s významnou úlohou amerických štátnych cenných papierov v rámci rôznych obchodných stratégií a referenčných cien, ako aj so skutočnosťou, že zhoršenie likvidity na amerických trhoch môže mať súvis aj s klesajúcou likviditou na globálnom trhu.

¹⁰ Šok americkej menovej politiky je spojený so zvýšením dlhodobých zahraničných výnosov približne o 16 bázických bodov a krátkodobých zahraničných sadzieb približne o 3 bázické body, keď je likvidita na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi horšia ako zvyčajne, a nárastom približne o 10 bázických bodov a 1 bázický bod, keď sú likviditné podmienky normálne.

Graf D

Odhadovaná reakcia výnosov vo vybraných vyspelých ekonomikách na šok americkej menovej politiky v závislosti od stavu likvidity na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi



Zdroj: Bloomberg Finance L.P., Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Žlté body predstavujú priemerný odhad reakcie dlhodobých výnosov (panel a) a krátkodobých sadziieb (panel b) vo vyspelých ekonomikách na šok americkej menovej politiky. Šok zodpovedá zníženiu výnosu desaťročných amerických štátnych cenných papierov približne o 10 bázických bodov za jeden týždeň a odhaduje sa v dennom modeli BVAR s použitím kombinácie znamienkovej reštrikcie a reštrikcie relatívneho rozsahu. Impulzné reakcie sa zobrazujú po jednom týždni a odhadujú sa za obdobie 2010 – 2023 podľa miestnych projekcií, ktoré zohľadňujú stavovú závislosť. Odhady koeficientov miestnych projekcií sa javia ako závislé od stavu na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi. Stav likvidity na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi je definovaný pomocou zástupného ukazovateľa založeného na priemerných odchýlkach výnosov amerických štátnych dlhopisov od fitovanej krivky štátnych cenných papierov. Medzi ďalšie kontrolné premenné patrí index volatility na akciovom trhu VIX, americký a globálny index Citigroup (Citi Economic Surprise Index) a oneskorenia závislej premennej. Vytieňované oblasti sa vzťahujú na intervaly spoľahlivosti na úrovni 68 % na základe Neweyho-Westových štandardných odchýlok. Posledné údaje sú zo septembra 2023.

Z empirickej analýzy celkovo vyplýva, že za určitých podmienok na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi by reakcie domáceho aj globálneho dlhopisového trhu na menovú politiku Spojených štátov mohli byť výraznejšie.

Tieto zistenia by mohli pomôcť vysvetliť časť relatívne veľkých zmien vo výnosoch amerických štátnych cenných papierov zaznamenaných v roku 2023, keďže pokles likvidity na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi by mohol byť jedným z faktorov prispievajúcich k vyššej citlivosti výnosov. Empirické výsledky tiež ilustrujú prepojenie medzi podmienkami na trhu s americkými štátnymi cennými papiermi a väčšou citlivosťou dlhopisových trhov na menovú politiku.

Massimo Ferrari Minesso, Marie-Sophie Lappe a Denise Rößler

Vzťah medzi geopolitickým vývojom a cenami ropy nie je jednoznačný.

Historicky neexistuje jasný vzťah medzi cenami ropy a geopolitickými udalosťami, ako sú napríklad vznikajúce napätia medzi krajinami alebo teroristické útoky. Napríklad bezprostredne po útokoch z 11. septembra sa ceny ropy Brent zvýšili o 5 % (približne päťnásobok priemernej dennej zmeny jej ceny v rokoch 2000 až 2023). V priebehu 14 dní však cena klesla približne o 25 % v dôsledku obáv z oslabenia dopytu po rope. Keď Rusko vo februári 2022 napadlo Ukrajinu, ceny ropy Brent sa počas prvých dvoch týždňov po invázii zvýšili takmer o 30 %. Následne sa však opäť znížili a približne po ôsmich týždňoch sa vrátili na úroveň pred invázie. Nedávno, po teroristických útokoch v Izraeli zo 7. októbra 2023, sa ceny ropy Brent zvýšili približne o 4 % a potom sa stabilizovali.¹ Pokiaľ ide o komplexný obraz, graf A znázorňuje index globálneho geopolitického rizika (global geopolitical risk – GPR) podľa Caldara a Iacoviella (2022) vo vzťahu k logaritmickej cene ropy Brent.² Index je vytvorený uplatnením metód textovej analýzy novinových článkov a sledovaním spravodajstva o udalostiach súvisiacich s geopolitickým napätím na celom svete.³ Veľké vrcholy indexu, ktoré zachytávajú hlavné geopolitické udalosti, sa systematicky nespájajú s vyššími alebo volatilnejšími cenami ropy. Naopak, po mnohých udalostiach zostávajú ceny ropy niekoľko mesiacov nízke.

¹ Po mesiaci klesla cena ropy Brent pod úroveň zaznamenanú deň pred útokmi, teda 79 USD za barel.

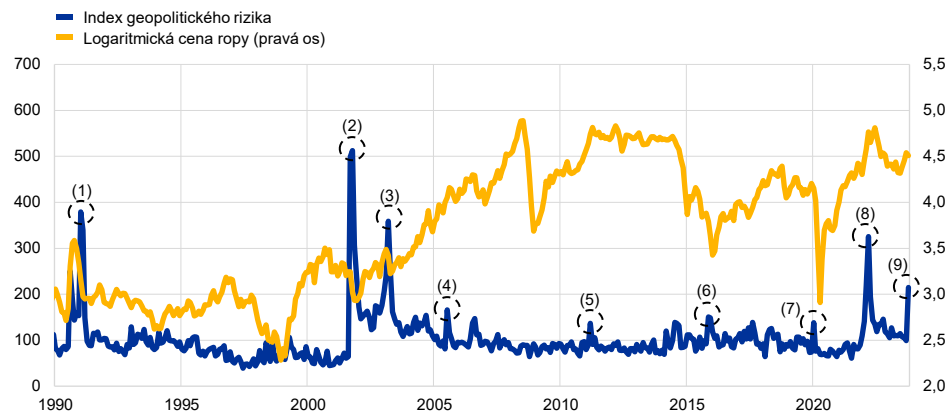
² Caldara, D. a Iacoviello, M.: [Measuring Geopolitical Risk](#), *American Economic Review*, American Economic Association, Vol. 112, No 4, 2022, s. 1194 – 1225.

³ Index vychádza z desiatich periodík (*Chicago Tribune*, *The Daily Telegraph*, *Financial Times*, *The Globe and Mail*, *The Guardian*, *Los Angeles Times*, *The New York Times*, *USA Today*, *The Wall Street Journal* a *The Washington Post*) a je vytvorený vypočítaním počtu článkov o nepriaznivých geopolitických udalostiach zverejnených v jednotlivých novinách za každý mesiac (ako podielu celkového počtu spravodajských článkov). Je vytvorený samostatne pre globálnu ekonomiku a pre 44 krajín.

Graf A

Ceny ropy a geopolitické riziko od roku 1990

(ľavá os: index, pravá os: logaritmickej cena ropy Brent)



Zdroj: Haver, Caldara a Iacoviello (2022) a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z októbra 2023. Očíslované vrcholy sa vzťahujú na tieto geopolitické udalosti: 1) vojna v Perzskom zálive; 2) teroristické útoky z 11. septembra; 3) invázia do Iraku; 4) teroristický útok v Londýne; 5) Arabská jar a občianska vojna v Líbii; 6) teroristické útoky v Paríži; 7) útok na veľvyslanectvo Spojených štátov v Iraku; 8) ruská invázia na Ukrajinu; 9) vojna medzi Izraelom a Hamasom.

Geopolitické šoky môžu mať vplyv na ceny ropy prostredníctvom nižšej hospodárskej aktivity alebo vyšších rizík spojených s dodávkami komodity.

Geopolitické riziko môže v zásade ceny komodít a ropy ovplyvniť dvoma hlavnými kanálmi. Po prvé, väčšie geopolitické napätia pôsobia ako negatívny šok pre globálny dopyt, pretože zvyšujú neistotu spojenú s ekonomickým výhľadom, čo negatívne ovplyvňuje spotrebu a investície a potenciálne narúša medzinárodný obchod. Tieto sily spoločne vedú ku kontrakcii globálnej hospodárskej aktivity, a v konečnom dôsledku tak tlmia globálny dopyt po ropy a jej ceny. Tento proces je známy ako kanál ekonomickej aktivity. Po druhé, rizikový kanál znamená, že finančné trhy potenciálne zohľadnia vyššie riziká v budúcich dodávkach ropy, a to nad rámec súčasného geopolitického šoku. Tým sa zvyšuje peňažná hodnota držaných ropných kontraktov, tzv. dispozičná prémie či prémie za dostupnosť (convenience yield), čo vyvíja tlak na rast cien ropy Brent.⁴ Tieto dva kanály pôsobia na ropné trhy opačným smerom, pričom to, ktorý kanál prevláda, je empirickou otázkou. Ďalšou mäťoucou premennou môže byť tiež potenciálne rozhodnutie producentov ropy upraviť produkciu tak, aby stabilizovali ceny.

Vo všeobecnosti platí, že globálny geopolitický šok vyvíja tlak na znižovanie ceny ropy. Reakciu cien ropy (meranú typom Brent) na globálne geopolitické šoky možno identifikovať pomocou modelu VAR, ktorý vylučuje reakciu producentov ropy a je upravený o globálnu aktivitu a finančný cyklus.⁵ Model zahŕňa obdobie od

⁴ Szymanowska, M., de Roon, F., Nijman, T. a van den Goorbergh, R.: *An Anatomy of Commodity Futures Risk Premia*, *Journal of Finance*, American Finance Association, Vol. 69, No 1, 2014, s. 453 – 482.

⁵ Šoky sa identifikujú prostredníctvom Choleského poradia, pričom index GPR je zoradený na prvom mieste, podobne ako v uvedenej práci Caldara a Iacoviella. Z poradia vyplýva, že akákoľvek súbežná korelácia medzi ekonomickými premennými a indexom GPR odráža účinok geopolitických udalostí na ekonomické premenné, a nie naopak. Caldara a Iacoviello poskytujú rozsiahlu validáciu tohto predpokladu exogenity.

januára 2000 do októbra 2023 a odhaduje sa pomocou bayesovských metód.⁶ Graf B znázorňuje odhadovanú počiatočnú reakciu a reakciu po troch mesiacoch cien ropy Brent na geopolitický šok modifikovaný jednou štandardnou odchýlkou, ktorý zodpovedá približne jednej desatine hodnoty predpokladanej indexom po útokoch z 11. septembra (žltý bod v grafe, znázorňujúci riziko globálneho geopolitického šoku). Odhadovaná elasticita naznačuje, že vplyv globálnych geopolitických šokov pôsobí na ceny ropy Brent s časovým odstupom. Ceny sú spočiatku stabilné (elasticita sa výrazne nelíši od nuly) a po štvrtroku klesnú približne o 1,2 %. To naznačuje, že v reakcii ropných trhov dominuje kanál hospodárskej aktivity, teda druhotný účinok vyššej neistoty na dopyt.⁷ Inými slovami, globálne geopolitické šoky zvyčajne znamenajú riziko poklesu cien ropy.

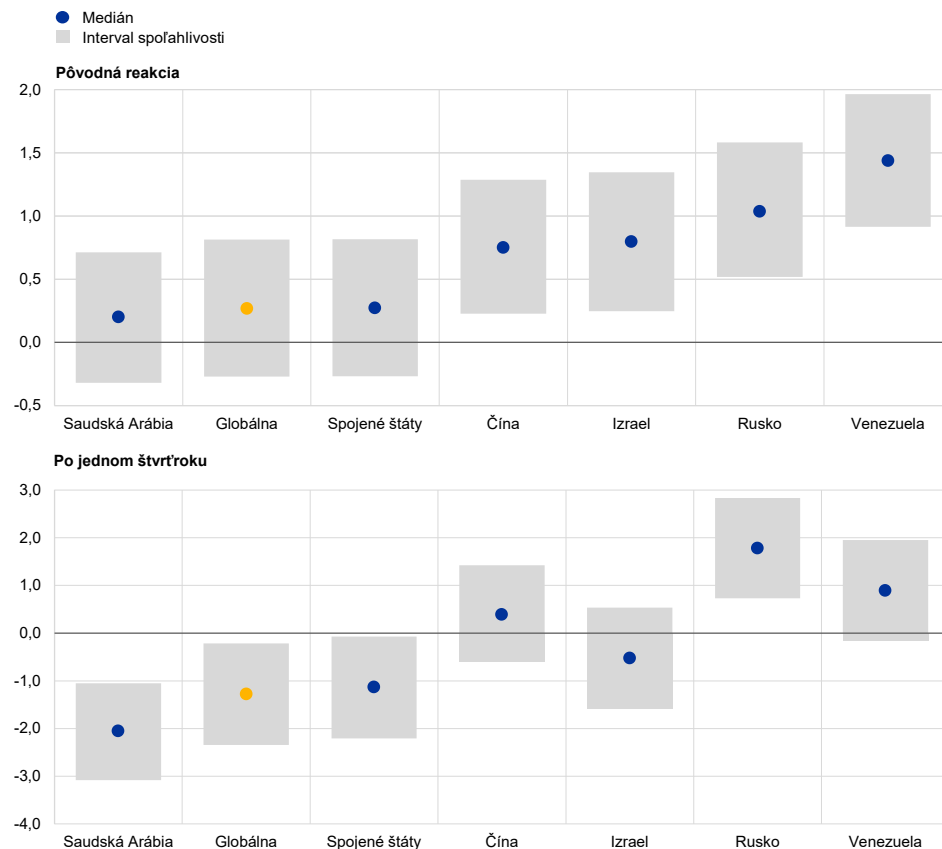
⁶ Model VAR konkrétne zahŕňa 12 oneskorení piatich mesačných premenných: globálneho indexu GPR, (logaritmickej) ceny ropy Brent, (logaritmickej) svetovej priemyselnej produkcie, (logaritmickej) ceny na amerických akciových trhoch a dvojročného výnosu na zachytenie globálneho finančného cyklu. Model sa odhaduje pomocou bayesovských metód a štandardných priorov Minnesota. Výsledky sú spoľahlivé, pokiaľ ide o pandémiu COVID-19, ako v práci Lenza, M. a Primiceri, G. E.: [How to estimate a vector autoregression after March 2020](#), *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 37, No 4, 2022, s. 688 – 699. Vzorka zahŕňa obdobie od januára 2000 do októbra 2023.

⁷ Globálna priemyselná produkcia sa znižuje približne o 0,1 % a ceny akcií klesajú o 0,5 % v rovnakom horizonte.

Graf B

Odhadované reakcie cien ropy na globálne a pre krajiny špecifické geopolitické šoky

(v %)



Zdroj: Haver, Caldara a Iacoviello (2022) a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje reakciu ceny ropy Brent na riziko geopolitického šoku modifikovaného jednou štandardnou odchýlkou. Šoky sú identifikované ako v práci Caldara a Iacoviello (2022), pričom sa odhadujú modely VAR špecifické pre jednotlivé krajiny s Choleského poradím a indexom GPR zoradeným na prvom mieste. Každá VAR obsahuje index GPR špecifický pre krajinu, globálnu priemernú produkciu, cenu ropy Brent, index domáceho akciového trhu a dvojročný americký výnos. Všetky premenné bez indexu a dvojročného výnosu sa uvádzajú v logaritmoch. Vzorka zahŕňa obdobie od januára 2000 do októbra 2023. Krajiny sú zoradené podľa veľkosti pôvodnej reakcie.

Vplyv geopolitických šokov sa však v jednotlivých krajinách líši v závislosti od pôvodu daných šokov.

Napätie pochádzajúce od hlavných producentov ropy alebo z krajín, ktoré zohrávajú strategickú úlohu pri distribúcii ropných produktov, by mohlo trhy s ropou ovplyvniť odlišne. Ak krajiny zapojené do geopolitického napätia majú v globálnej ekonomike malý podiel, je nepravdepodobné, že by významne ovplyvnili globálny rast; skôr by sa prejavila tendencia tmiť kanál hospodárskej aktivity geopolitických šokov. Ak by však zúčastnené krajiny boli kľúčovými producentmi na globálnych trhoch s ropou, riziká v zásobovaní ropou by mohli vytvoriť značný tlak na rast cien. Túto hypotézu možno preveriť odhadovaním reakcie cien ropy Brent na geopolitické šoky špecifické pre jednotlivé krajiny oproti reakcii na globálne geopolitické šoky. Na tento účel graf B znázorňuje aj odhadovanú elasticitu ceny ropy vzhľadom na geopolitické šoky pochádzajúce z niektorých krajín najväčších producentov ropy (Spojené štáty, Saudská Arábia, Rusko a Čína), z Venezuely (ktorá má najväčšie zásoby ropy) a z Izraela (ktorý nie je producentom ropy, no hrá

kľúčovú úlohu v politike Stredného východu).⁸ Odhady poukazujú na významné rozdiely v reakciách na geopolitické šoky špecifické pre jednotlivé krajiny, čo naznačuje, že nie všetky geopolitické šoky sú rovnaké. Šoky v Spojených štátoch sa správajú podobne ako globálne šoky; reakcia je spočiatku zanedbateľná a po štvrtroku sa zmení na negatívnu, a to o $-1,1$ %. Nie je to prekvapujúce, ak vezmeme do úvahy významnú úlohu Spojených štátov v globálnej ekonomike. Reakcie sa však líšia pri zohľadnení šokov z iných zdrojov. Šoky v Saudskej Arábii zostávajú kontrakčné, čo naznačuje, že geopolitický vývoj v tejto krajine odráža globálne modely.⁹ Geopolitické napätie spojené s Čínou, Izraelom, Ruskom a Venezuelou naopak generuje tlak na rast ceny ropy Brent, ktorá sa okamžite zvýši o $0,8$ % až $1,5$ %.¹⁰ V prípade týchto krajín jednoznačne prevláda rizikový kanál: ceny ropy rastú, pretože obchodníci očakávajú narušenie budúcich dodávok ropy.

Tlaky na ceny ropy vyplývajúce z nepriaznivých geopolitických šokov sú vo všeobecnosti krátkodobé, pričom elasticita býva po jednom štvrtroku pre väčšinu krajín zanedbateľná.¹¹ Cenové tlaky v dôsledku geopolitických šokov sú vo väčšine krajín krátkodobé, pretože obavy z budúcich dodávok ropy sa vytrácajú.¹² Cenové účinky však môžu trvať dlhšie v závislosti od trvania geopolitického napätia v posudzovanej vzorke alebo z dôvodu faktorov špecifických pre jednotlivé krajiny. Z empirických dôkazov celkovo vyplýva, že geopolitické šoky môžu mať rôzne dôsledky v závislosti od dotknutých krajín. Nedávna zvýšená geopolitická neistota podčiarkla potrebu identifikovať povahu geopolitických šokov s cieľom oddeliť ich vplyv na ceny ropy a infláciu.

⁸ Irán a Irak – ďalšie dve dôležité krajiny produkujúce ropu – sú vylúčené, pretože v ich prípade nie sú k dispozícii indexy špecifické pre krajinu. Namiesto toho je zahrnutý Izrael ako najbližší geopolitický sused Iránu, pretože napätie v Izraeli často zahŕňa aj Irán. V tomto prípade sa elasticita konštruje nahradením globálneho indexu jedným z indexov špecifických pre krajinu. VAR je upravená o miestny a globálny makroekonomický vývoj a používa index ako vnútorný nástroj na identifikáciu geopolitických šokov špecifických pre krajinu.

⁹ Globálne a saudskoarabské indexy GPR sú silne korelované.

¹⁰ Výsledky za Izrael by mohli zachytávať potenciálnu účasť Iránu (významného producenta ropy) na geopolitickom napätí.

¹¹ Pokiaľ ide o Rusko, geopolitické šoky ovplyvňujú trhy s ropou aj po jednom štvrtroku, keď ceny zostávajú o 2 % vyššie. V prípade ruskej invázie na Ukrajinu v roku 2022 by tento vývoj mohol odrážať embargo na dovoz ropy z Ruska.

¹² Je to pravdepodobne spôsobené tým, že geopolitické napätie je krátkodobé, alebo nahradením dodávok inými producentmi ropy. Údaje zjavne nepodporujú alternatívne vysvetlenie, že globálny dopyt sa znižuje po regionálnych geopolitických šokoch v daných ekonomikách, pretože reakcia globálnej produkcie je vo VAR špecifická pre jednotlivé krajiny zvyčajne zanedbateľná.

3 Potenciálna produkcia v čase dočasných ponukových šokov

Guzmán González-Torres, José Emilio Gumiel a Béla Szörfi

Podľa odhadov významných medzinárodných inštitúcií zostala produkčná medzera eurozóny v posledných rokoch záporná alebo blízko nuly, hoci jadrová inflácia sa zvýšila.¹ Na základe politických úvah súvisiacich s fiškálnou,

finančnou a vonkajšou udržateľnosťou sa odhady potenciálnej produkcie vypracované medzinárodnými inštitúciami, ako je Medzinárodný menový fond (MMF), Organizácia pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) a Európska komisia, vypočítavajú s predpokladom, že potenciálna produkcia sa väčšinou mení len v reakcii na strednodobé – t. j. trvalé alebo značne pretrvávajúce – štrukturálne šoky.² Tento prístup sa uplatnil počas pandémie a súvisiaceho ponukového šoku, ktorý mal byť podľa predpokladov prechodný, vzhľadom na zrušenie opatrení proti šíreniu nákazy a podpornú úlohu makroekonomickej politiky.³

Jednoduchý model agregovaného dopytu a agregovanej ponuky znázorňuje, ako dočasné ponukové šoky, ktoré nemenia potenciálnu produkciu, vytvárajú produkčné medzery negatívne korelované s infláciou.⁴ Model predpovedá, že

pozitívne šoky na strane agregovaného dopytu vytvárajú kladné produkčné medzery a zároveň zvyšujú produkciu aj infláciu (graf A, panel a). Dočasné nepriaznivé ponukové šoky, t. j. ponukové šoky, ktoré spôsobujú infláciu, ale nemenia potenciálnu produkciu, zároveň tlačia produkciu pod úroveň potenciálu. Inými slovami, tieto šoky spôsobujú záporné produkčné medzery (graf A, panel b). Paralelný pokles produkcie a nárast inflácie, ktorý nemá za následok zápornú produkčnú medzeru, možno dosiahnuť len vtedy, ak sa potenciálna produkcia zníži aspoň tak ako produkcia. Ak potenciálna produkcia nie je zasiahnutá a zároveň predpokladáme, že nedôjde k žiadnym významným sekundárnym účinkom z dôvodu rastúcich miezd, inflácia sa vráti na pôvodnú úroveň. V prvom prípade sa produkčná

¹ [Autumn 2023 Economic Forecast: A modest recovery ahead after a challenging year](#), European Commission, Brussels, November 2023; [World Economic Outlook: Navigating Global Divergences](#), IMF, Washington D.C., October 2023; [Economic Outlook: Restoring growth](#), OECD, Paris, November 2023.

² Chalaux, T. a Guillemette, Y.: [The OECD Potential Output Estimation Methodology](#), *Economics Department Working Papers*, No 1563, OECD, Paris, 2019; Havik, K. a kol.: [The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates and Output Gaps](#), *Economic Papers*, 535, European Commission, Brussels, November 2014; De Resende, C.: [IEO Evaluation Report](#), *IMF Forecasts*, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, Washington D.C., April 2014, Chapter 5.

³ Viac informácií je v článku s názvom [The impact of COVID-19 on potential output in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, Frankfurt am Main, 2020.

⁴ Makroekonomickej teória zahŕňa rôzne teórie potenciálnej produkcie, ktoré sa líšia v miere rovnováhy pri dosahovaní relatívne stabilnej dlhodobej úrovne produkcie za cenu signalizácie inflačných tlakov počas dočasných šokov pre výrobnú kapacitu ekonomiky. Napríklad Vetlov, I., Hlédik, T., Jonsson, M., Kucsera, H. a Pisani, M.: [Potential Output in DSGE Models](#), *Working Paper Series*, No 1351, ECB, Frankfurt am Main, 2011. Medzinárodné inštitúcie zvyčajne merajú potenciálnu produkciu ako najvyššiu úroveň hospodárskej aktivity, ktorú možno udržať dlhodobo. Tieto hodnoty potenciálnej produkcie potom odrážajú strednodobý až dlhodobý pohľad na produkciu, s mierami rastu, ktoré sa v priebehu času pohybujú pomere pomaly. Rozdiel medzi skutočnou produkciou a potenciálnou produkciou sa označuje ako produkčná medzera, ktorá odráža cyklickú pozíciu ekonomiky. V normálnych časoch, t. j. keď ekonomickej fáze dominujú dopytové šoky, by produkčná medzera mala signalizovať krátkodobé inflačné tlaky.

medzera bude približovať k nule z kladnej hodnoty, zatiaľ čo v druhom prípade sa na nulu vráti zo zápornej hodnoty.

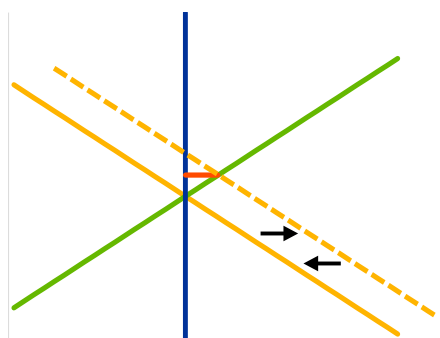
Graf A

Jednoduchý model agregovaného dopytu a agregovanej ponuky

a) Šok na strane agregovaného dopytu

(os x: produkcia; os y: inflácia)

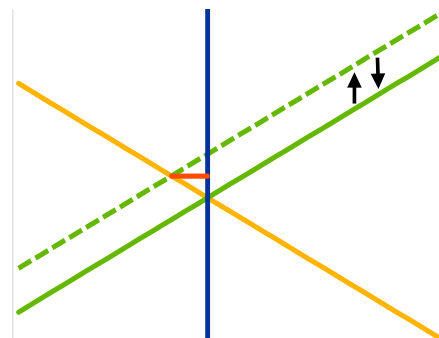
- Pôvodný agregovaný dopyt
- Pôvodná agregovaná ponuka
- Potenciálna produkcia
- Produkčná medzera
- Šok na strane agregovaného dopytu



b) Dočasný šok na strane agregovanej ponuky

(os x: produkcia; os y: inflácia)

- Pôvodný agregovaný dopyt
- Pôvodná agregovaná ponuka
- Potenciálna produkcia
- Produkčná medzera
- Dočasný šok na strane ponuky



Zdroj: ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje model agregovaného dopytu a agregovanej ponuky,⁵ pričom na osi x je vyznačená produkcia a na osi y inflácia. Krivka agregovanej ponuky predstavuje mieru inflácie, ktorá by vyplývala z rozhodnutí firiem o cenách na akejkoľvek úrovni produkcie v krátkodobom horizonte. Krivka agregovanej ponuky sa posúva nahor/nadol v reakcii na zmeny v nákladovej štruktúre firiem (napr. zvýšenie/zníženie vstupných cien, zníženie/zvýšenie dostupnosti vstupov a zníženie/zvýšenie produktivity), ako aj v reakcii na zvýšenie/zníženie inflačných očakávaní firiem. Krivka agregovaného dopytu predstavuje objem tovarov a služieb požadovaných domácnosťami, firmami, vládami a zahraničným sektorom v krátkodobom horizonte pri akejkoľvek danej úrovni inflácie. Krivka agregovaného dopytu sa posúva smerom von/dovnútra v reakcii na rôzne dopytové šoky, napríklad zvýšenie/zníženie príjmov domácností, zníženie/zvýšenie investičných nákladov, zvýšenie/zníženie vládnych výdavkov alebo oslabenie/posilnenie výmenného kurzu. Predpokladaná dočasná povaha zobrazených šokov vedie k tomu, že zodpovedajúce krivky sa najprv posunú smerom von/nahor a následne sa vrátia na svoje pôvodné pozície. Produkčná medzera sa meria ako horizontálna vzdialenosť medzi rovnovážnou úrovňou produkcie a potenciálnej produkcie. Predpokladá sa, že potenciálna produkcia zostáva počas celého obdobia nezmenená.

Štrukturálne modely, ako napríklad nový model pre celú oblasť (New Area-Wide Model – NAWM), môžu pomôcť ilustrovať účinky ponukových šokov na potenciálnu produkciu.⁶ Model NAWM sa používa na dekompozíciu produkčnej medzery Európskej komisie, ktorá je stanovená ako pozorovaná premenná. Toto nastavenie osobitne identifikuje, okrem iných faktorov, aj motivačné faktory ponuky a dopytu (graf B). Rozloženie ukazuje, že ak sa potenciálna produkcia považuje za relatívne miernu, model identifikuje nedávno pozorované ponukové šoky ako negatívne príspevky k produkčnej medzere. Naznačuje tiež, že ponukové šoky zohrali v období pred pandemiou obmedzenú úlohu a prevládali dopytové šoky. Celkovo sa zdá, že prevaha ponukových šokov by z historického hľadiska bola výnimočná.

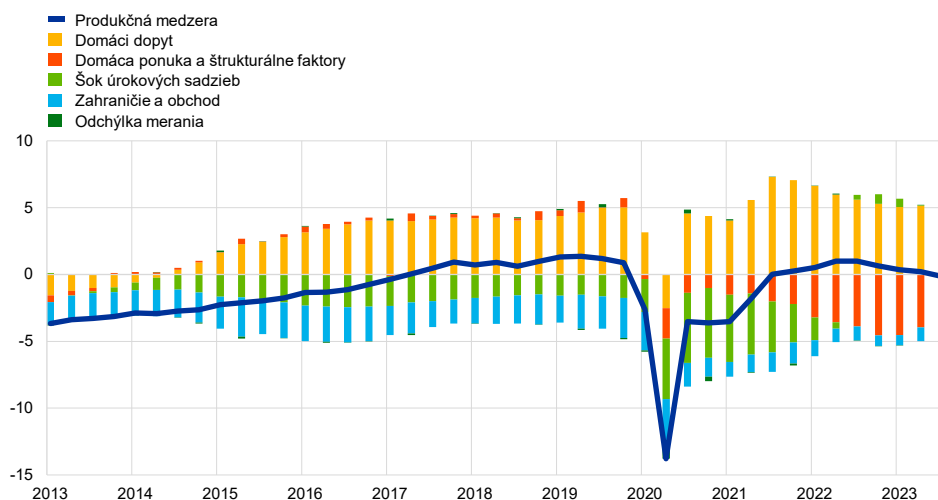
⁵ Napríklad Robert, F., Bernanke, B., Antonovics, K. a Heffetz, O.: Principles of Economics, Eight Edition, McGraw-Hill Education, New York, NY, 2022.

⁶ Model NAWM je dynamický stochastický model všeobecnej rovnováhy, ktorý sa používa pri tvorbe projekcií ECB. Coenen, G., Karadi, P., Schmidt, S. a Warne, A.: [The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector](#), Working Paper Series, No 2200, ECB, Frankfurt am Main, November 2018.

Graf B

Rozloženie šoku na základe NAWM v odhade interpolovanej produkčnej medzery Európskej komisie

(os x: štvrťroky; os y: percentuálny podiel potenciálnej produkcie a príspevkov)



Zdroj: Hospodárska prognóza Európskej komisie z jesene 2023 a výpočty ECB.

Poznámka: Európska komisia neposkytuje štvrťročné odhady produkčnej medzery. ECB preto do štvrťročnej frekvencie interpolovala ročné odhady produkčnej medzery Európskej komisie. Kategória „Domáca ponuka a štrukturálne faktory“ zahŕňa príspevky v počiatočnej fáze, modelový šok diskontnej sadzby, trvalý technologický šok, prechodný technologický šok a investičný technologický šok, ako aj mzdové a cenové prírážky. „Úrokový šok“ zahŕňa šok týkajúci sa krátkodobej úrokovej sadzby a šok zo zníženia hodnotenia retailovej banky. „Domáci dopyt“ zahŕňa šok týkajúci sa domácej rizikovej prírážky a šok pre vládne výdavky. Kategória „Zahraničie a obchod“ zachytáva šoky pre zahraničný dopyt, zahraničné ceny, americké trojmesačné a desaťročné úrokové sadzby, vývozné ceny konkurentov, ceny ropy, dovozný dopyt, vývozné preferencie, šoky týkajúce sa vývozných a dovozných prírážok a šok týkajúci sa zahraničných rizikových prírážok.

Úprava odhadov produkčnej medzery o vyššie uvedené ponukové šoky by viedla k vyššej kladnej hodnote produkčnej medzery na roky 2021 – 2023, čo by však znamenalo volatilnejšiu odhadovanú potenciálnu produkciu. Išlo

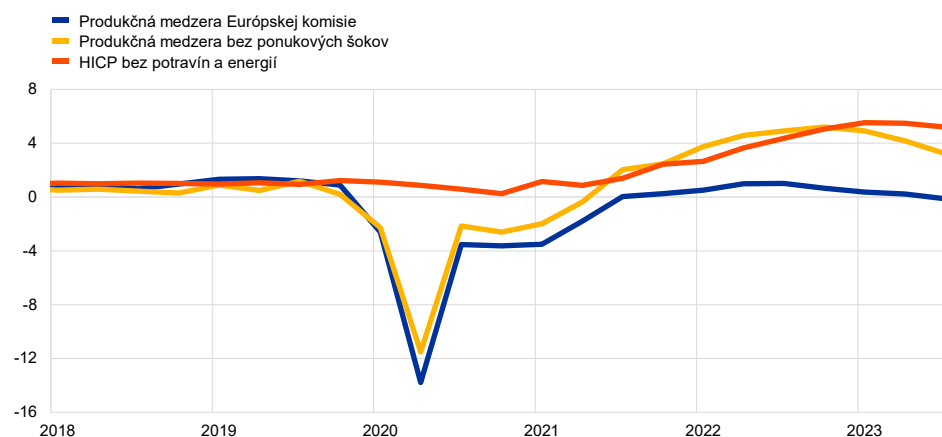
by o priamy dôsledok predpokladu, že ponukové šoky identifikované modelom NAWM boli trvalejšie, ako naznačuje uvedené rozloženie, a preto sa väčšinou absorbovali skôr na úrovni potenciálnej produkcie ako na úrovni produkčnej medzery (graf C, panel a). Odhad potenciálnej produkcie vyplývajúci z tohto myšlienkového experimentu klesá v roku 2020 a potom znova v roku 2022 z dôvodu prechodných ponukových šokov, čím sa výrazne zvyšuje jej volatilita (graf C, panel b).

Graf C

Zohľadnenie dočasných ponukových šokov v odhade potenciálnej produkcie Európskej komisie

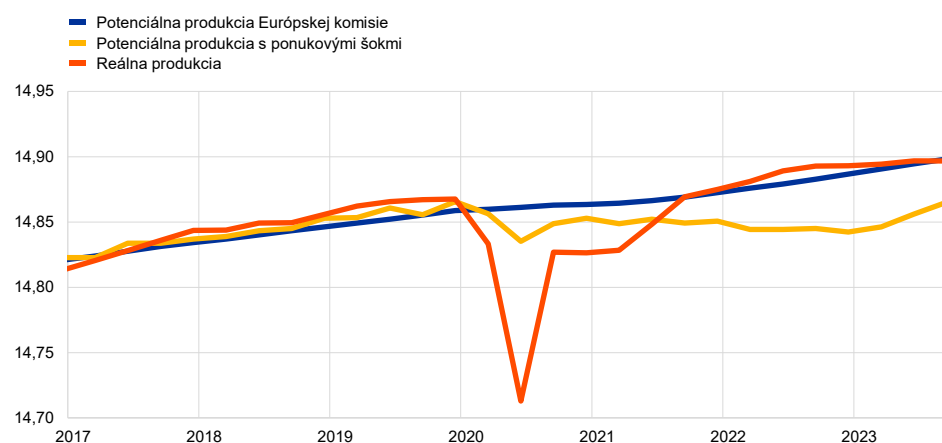
a) Alternatívne odhady produkčnej medzery a inflácia HICPX

(os x: štvrťroky; os y: potenciálna produkcia v %, ročná percentuálna zmena)



b) Alternatívne odhady potenciálnej produkcie a reálny HDP

(os x: štvrťroky; os y: logaritmické úrovne)



Zdroj: Hospodárska prognóza Európskej komisie z jesene 2023 a výpočty ECB

Poznámka: „Produkčná medzera bez ponukových šokov“ zobrazuje produkčnú medzeru Európskej komisie po odpočítaní ponukových šokov identifikovaných modelom NAWM v grafe B. „Potenciálna produkcia s ponukovými šokmi“ zobrazuje implicitný odhad potenciálnej produkcie vyplývajúci z vyššie uvedeného odhadu produkčnej medzery.

Ukazovatele nevyužitých kapacít založené na prieskumoch zachytávajú využitie kapacít alebo relatívnu silu dopytu bez potreby ekonomického modelu.

Takéto ukazovatele predstavujú empirický návod, pokiaľ ide o mieru vplyvu prechodných zmien vo výrobných kapacitách firiem na úroveň potenciálnej produkcie relevantnej z hľadiska inflácie. Prieskumy o miere využitia kapacít firiem ukazujú, že na začiatku pandémie bolo využitie kapacít firiem v priemyselnej výrobe, službách a stavebníctve pomerne vysoké, zatiaľ čo počas pandémie fungovali s miernejším znížením využitia kapacít, ako naznačovali štandardné odhady produkčnej

medzery.⁷ Využitie kapacít sa v roku 2021 rýchlo obnovilo a začiatkom roka 2022 dosiahlo historické maximum. V rokoch 2022 – 2023 sa výrazne spomalilo v priemyselnej výrobe (aj keď zostalo nad historickým priemerom), kým v službách a stavebníctve zostalo silné.

Ukazovateľ nevyužitých kapacít odvodený zo zisťovaní na úrovni firiem lepšie odráža dynamiku inflácie v posledných rokoch, ale prináša volatilnejšie údaje o trendovej produkcii.

Vývoj využitia kapacít pomerne výrazne koreluje s vývojom inflácie HICP bez cien potravín a energií, čo naznačuje pokračujúci, hoci čiastočne klesajúci tlak na zvyšovanie jadrovej inflácie (graf D, panel a). Ekonometrická analýza s použitím redukovanej Phillipsovej krivky potvrdzuje, že ukazovateľ nevyužitých kapacít vychádzajúci z prieskumov spôsobuje v aktuálnom období vysokej inflácie menšie odchýlky v krátkodobej prognóze inflácie. Ukazovatele nevyužitých kapacít z prieskumov na úrovni firiem však prinášajú ešte volatilnejšiu trendovú produkciu počas pandémie ako ukazovateľ nevyužitých kapacít zistený pomocou modelu NAWM (graf D, panel b). To naznačuje, že tieto ukazovatele nemusia byť vhodné na odhadovanie strednodobej potenciálnej produkcie.

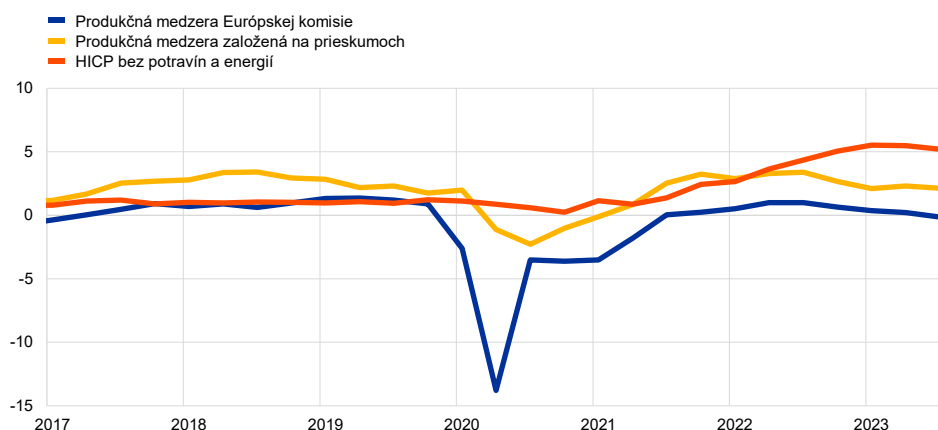
⁷ V podnikových prieskumoch Európskej komisie sa meria priemerná úroveň využitia kapacít firiem, ako aj hlavné ekonomické faktory obmedzujúce produkciu: dopyt, práca, iné vstupy (materiály, zariadenia a priestory), finančné obmedzenia, počasie, iné alebo žiadne z uvedených faktorov. Kým údaje o využití kapacít sú k dispozícii iba za priemyselnú výrobu a služby od roku 2011, údaje o niektorých obmedzujúcich faktoroch sú k dispozícii za obe odvetvia aj stavebníctvo od roku 2003. Spomedzi nich dopyt ako obmedzujúci faktor produkcie dosahuje vysokú koreláciu s využitím kapacít. Preto sa používa ako zástupný ukazovateľ na meranie nevyužitých kapacít.

Graf D

Porovnanie medzi údajmi o nevyužitých kapacitách z prieskumov a odhadom produkčnej medzery Európskej komisie

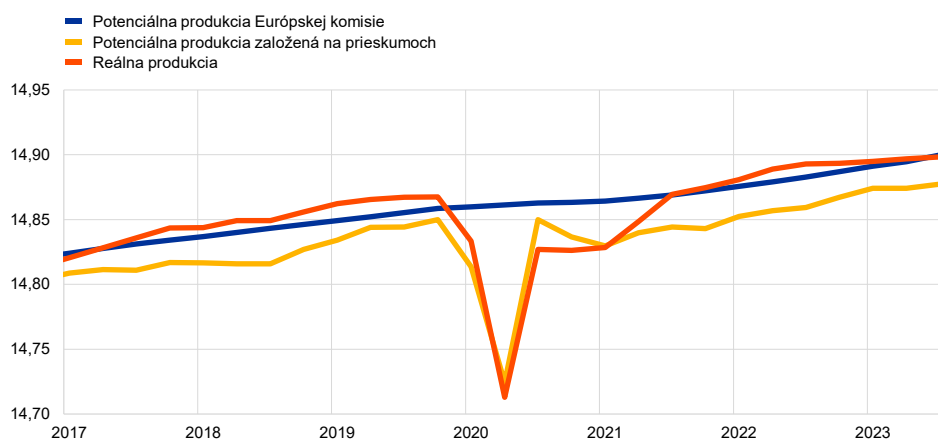
a) Alternatívne ukazovatele produkčnej medzery a inflácia HICPX

(os x: štvrťroky; os y: potenciálna produkcia v %, ročná percentuálna zmena)



b) Alternatívne ukazovatele potenciálnej produkcie a reálny HDP

(os x: štvrťroky; os y: logaritmické úrovne)



Zdroj: Hospodárska prognóza Európskej komisie z jesene 2023, ECB a podnikové zisťovania Európskej komisie

Na záver možno konštatovať, že alternatívne odhady potenciálnej produkcie a produkčnej medzery môžu niekedy dopĺňať strednodobé odhady významných medzinárodných inštitúcií. Zdá sa, že navrhované doplnkové ukazovatele nevyužitých kapacít poskytujú lepšie krátkodobé prognózy inflácie v čase dočasných ponukových šokov, ako poskytuje odhad produkčnej medzery založený na miernom zohľadnení potenciálnej produkcie. Pri interpretácii odhadov na základe nevyužitých kapacít ako ukazovateľa fázy obchodného cyklu by sa však malo postupovať obozretne, keďže odvodené odhady potenciálnej produkcie sú volatilnejšie a môžu poskytovať menej informácií o strednodobom výhľade ekonomického rastu.

Menová politika a nedávne spomalenie v sektoroch priemyselnej výroby a služieb

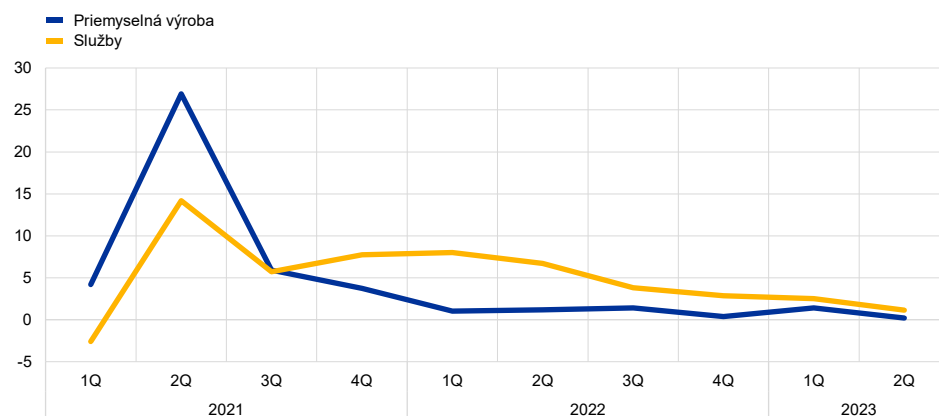
Niccolò Battistini a Johannes Gareis

Hospodárska aktivita v eurozóne sa spomalila tak v sektore priemyselnej výroby, ako aj v sektore služieb.¹ Od konca roka 2021 hospodárska aktivita meraná reálnou hrubou pridanou hodnotou rástla v sektore trhových služieb (t. j. služieb bez služieb verejnej správy, vzdelávania, zdravotníctva a sociálnych služieb) výrazne rýchlejšie ako v sektore priemyselnej výroby (graf A). Na jednej strane to odrážalo relatívne silný dopyt po kontaktných službách, k čomu prispelo opätovné otvorenie ekonomiky po pandémie, a na druhej strane slabý dopyt po tovaroch, globálne ponukové obmedzenia a neskôr aj sprísňovanie podmienok financovania vyvolané reakciou menovej politiky na rýchly a silný rast inflácie.² V poslednom čase sa však oslabila aj aktivita v sektore služieb, ktorej vývoj v hospodárskom cykle zvyčajne kopíruje priemyselnú výrobu.³ Tento box sa zaoberá predstihovými charakteristikami výrobných aktivít v eurozóne v sektore trhových služieb s prihliadnutím na úlohu menovej politiky.

Graf A

Aktivita v sektoroch priemyselnej výroby a služieb v eurozóne

(medziročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Priemyselná výroba predstavuje reálnu hrubú pridanú hodnotu v sekcii C klasifikácie NACE Rev. 2 bez Írska. Služby predstavujú reálnu hrubú pridanú hodnotu v sekciiach G až N a R až U klasifikácie NACE Rev. 2 (trhové služby).

Predstihová analýza ukazuje, že aktivita v sektore priemyselnej výroby predbieha aktivitu v sektore služieb počas hospodárskeho cyklu. Analýza

- ¹ Meranie výrobných aktivít sa týka eurozóny s výnimkou Írska, z dôvodu značnej volatility produktov duševného vlastníctva v Írsku. 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.
- ² Viac v boxe s názvom [Akú úlohu majú účinky opätovného otvorenia ekonomiky v krajinách a sektoroch?](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2023, v boxe s názvom [Vplyv vyšších cien energií na spotrebu služieb a tovarov v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2022, ako aj v článku s názvom [The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2023.
- ³ Analýza založená na prieskumoch je v boxe s názvom [The drivers of recent developments in business activity expectations across sectors](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2023.

odhaduje korelačné koeficienty pri rôznych predstihoch a oneskoreniach aktivity v sektore priemyselnej výroby a v sektore služieb od prvého štvrťroka 1999 do druhého štvrťroka 2023 za celú vzorku a za 5-ročné kľzavé obdobia. Výsledky ukazujú, že priemyselná výroba podľa všetkého predbieha služby, aj keď v poslednom čase o niečo menej, zatiaľ čo v opačnom smere nemožno stanoviť jednoznačný predstihový vzťah (graf B). Tieto výsledky platia v rôznych horizontoch a potvrdzujú ich Grangerove testy kauzality, ktoré naznačujú, že aktivita v sektore priemyselnej výroby predpovedá aktivitu v sektore služieb lepšie než naopak. Túto vlastnosť priemyselnej výroby v porovnaní so službami možno vysvetliť viacerými charakteristikami tovarov, napríklad ich väčšou závislosťou od zahraničného dopytu prostredníctvom kanálov obchodu a konkurencieshopnosti, dlhšími dodávateľskými reťazcami a vyšším prevádzkovým kapitálom potrebným na ich výrobu, ako aj ich väčšou trvanlivosťou. Okrem toho prepojenie vstupov a výstupov medzi týmito dvoma sektormi zvyčajne vyvoláva účinky prelievania, pričom v zásade dochádza najmä k prelievaniu účinkov z priemyselnej výroby do služieb.⁴ Tieto charakteristiky značia, že aktivita v sektore priemyselnej výroby reaguje zvyčajne silnejšie a rýchlejšie na určité ekonomické šoky, ako napríklad zmeny úrokových sadzieb.⁵ Výsledky celkovo naznačujú, že dynamika v sektore priemyselnej výroby obsahuje informácie dôležité pre krátkodobú dynamiku služieb, a teda aj pre zvyšok ekonomiky. V súčasnej situácii to však ešte nemusí byť úplne zrejme vzhľadom na účinky opätovného otvorenia ekonomiky, ktoré podporilo aktivity v sektore služieb.⁶

⁴ V rámci sektora služieb sa tieto účinky prelievania týkajú najmä podnikateľských služieb. Viac napríklad v boxe s názvom [Developments in the services sector and its relationship with manufacturing](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2019. Tieto účinky môžu pôsobiť aj opačným smerom, t. j. od služieb k priemyselnej výrobe, ak dôjde k veľkým, pre služby typickým šokom, ako bolo obmedzenie mobility a opätovné otvorenie ekonomiky zaznamenané od začiatku pandémie.

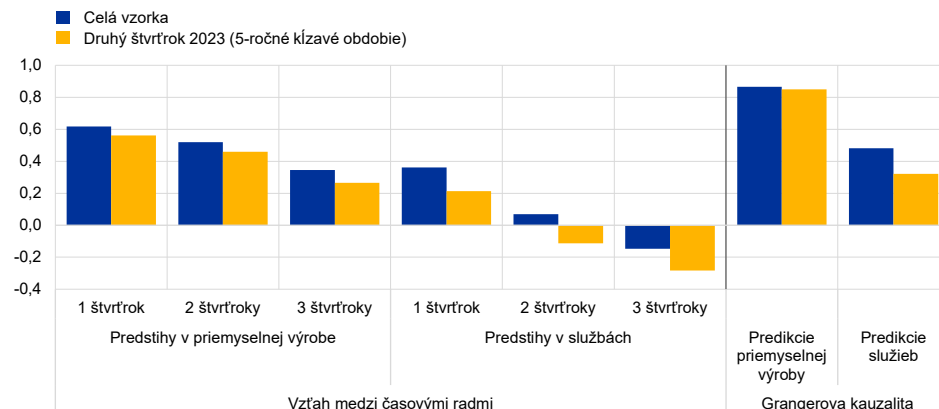
⁵ Napríklad Dedola, L. a Lippi, F.: The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries, *European Economic Review*, Vol. 49, No 6, 2005, s. 1543 – 1569; Peersman, G. a Smets, F.: The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area, *The Economic Journal*, Vol. 115, No 503, 2005, s. 319 – 342; Hahn, E.: [The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area](#), *Working Paper Series*, No 796, ECB, 2007.

⁶ Viac v boxe s názvom [Akú úlohu zohrávajú účinky vyvolané opätovným otvorením v jednotlivých krajinách a sektoroch?](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, 2023.

Graf B

Predstih vzťahujúci sa na aktivitu v sektoroch priemyselnej výroby a služieb

(vzťah medzi časovými radmi: korelačný koeficient; Grangerova kauzalita: jedna mínus p-hodnota)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Grangerove testy kauzality sú založené na vektorových autoregresných modeloch s tromi premennými – reálnou hrubou pridanou hodnotou v priemyselnej výrobe, v službách a vo zvyšku ekonomiky – odhadnutých medzi prvým štvrťrokom 1999 a druhým štvrťrokom 2023. Ukazovateľ jedna mínus p-hodnota vyjadruje pravdepodobnosť, že hypotézu o absencii Grangerovej kauzality možno vylúčiť.

Empirický model potvrdzuje, že menovopolitické šoky majú väčší vplyv na priemyselnú výrobu ako na služby. Model bayesovskej štruktúrálnej vektorovej autoregresie (BSVAR) zahŕňa čisté prekvapivé menovopolitické rozhodnutia, ako sa odrážajú v zmenách jednoročných bezrizikových sadziab jednoduchých indexových swapov (OIS) počas oznámení menovopolitických rozhodnutí ECB, s cieľom pomôcť identifikovať menovopolitické šoky (t. j. neočakávané zmeny úrokových sadziab). Zahŕňa tiež výnosy jednoročných štátnych dlhopisov, hospodársku aktivitu v sektore priemyselnej výroby, služieb a vo zvyšku ekonomiky, ako aj ďalšie domáce a zahraničné premenné.⁷ O menovopolitických šokoch sa predpokladá, že v čase vplyvu vyvolávajú zvýšený pohyb sadziab OIS a výnosov štátnych dlhopisov a v nasledujúcom roku znižujú hospodársku aktivitu. Výsledky naznačujú, že menovopolitické šoky majú na priemyselnú výrobu takmer dvakrát silnejší a približne o dva štvrťroky rýchlejší vplyv ako na služby, čo viac-menej zodpovedá aktuálnym

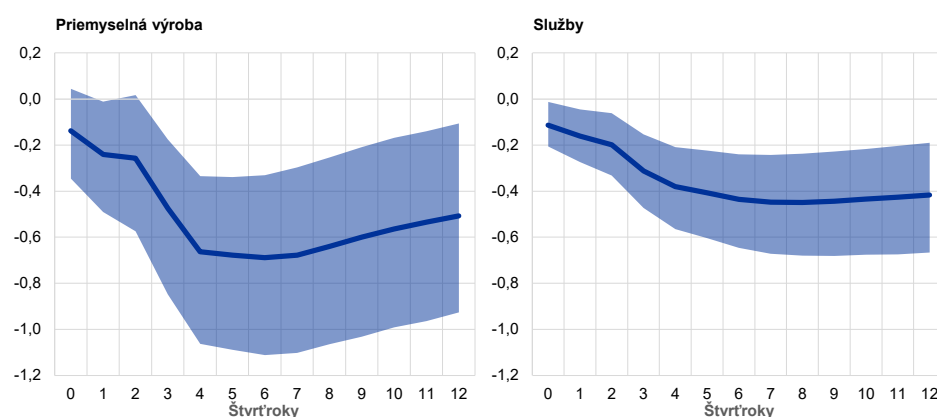
⁷ Model BSVAR pracuje s údajmi eurozóny od prvého štvrťroka 1999 do druhého štvrťroka 2023. Okrem čistých prekvapujúcich menovopolitických rozhodnutí, výnosov jednoročných štátnych dlhopisov a premenných reálnej aktivity tento model zahŕňa aj deflátor súkromnej spotreby, efektívny výmenný kurz, zahraničný dopyt a index tlaku v globálnych dodávateľských reťazcoch (Global Supply Chain Pressure) Federálnej rezervnej banky v New Yorku. Model zohľadňuje výraznú volatilitu makroekonomických údajov v roku 2020 pomocou pandemickej heteroskedastickej úpravy. Lenza, M. a Primiceri, G.: How to estimate a vector autoregression after March 2020, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 37, Issue 4, June/July 2022, s. 688 – 699. Čisté prekvapujúce menovopolitické rozhodnutia sa identifikujú pomocou znamienkovej reštrikcie použitím zmien jednoročných sadziab OIS a cien akcií v čase menovopolitických udalostí z databázy menovej politiky eurozóny. Predpokladá sa, že prekvapujúce sprísnenie menovej politiky zvyšuje sadzby OIS a znižuje ceny akcií v úzkom období okolo oznámení menovopolitických rozhodnutí, zatiaľ čo v prípade prekvapujúceho menovopolitického uvoľnenia platí opačný vývoj. Tieto prekvapujúce udalosti sa potom sčítajú za príslušný štvrťrok, aby sa získal rovnaký štvrťročný základ ako pri reálnych premenných aktivity. Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R., Motto, R. a Ragusa, G.: Measuring euro area monetary policy, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 108, December 2019, s. 162 – 179; Jarociński, M. a Karadi, P.: Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 4, No 4 April 2020, s. 1 – 43.

zisteniam z rôznych empirických nástrojov (graf C).⁸ Táto silnejšia a rýchlejšia reakcia priemyselnej výroby na neočakávané zmeny úrokových sadzieb pomáha vysvetliť jej predstihový charakter v hospodárskom cykle a naznačuje, že sprísňovanie menovej politiky môže, okrem iných faktorov, zohrávať dôležitú úlohu z hľadiska rýchlosti spomalenia aktivity v sektore priemyselnej výroby a v sektore služieb.

Graf C

Priemerný vplyv šokov sprísňovania menovej politiky na aktivitu v priemyselnej výrobe a v službách

(percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat, Eurosystém, Altavilla a kol., op. cit., a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje funkcie impulznej odozvy založené na BSVAR v prípade aktivity priemyselnej výroby a služieb na šok sprísňovania menovej politiky v rozsahu jednej štandardnej odchýlky. Plné čiary predstavujú medián reakcií a vyteňované oblasti predstavujú interval spoľahlivosti 68 % (reakcie sú výrazné aj pri spoľahlivosti na úrovni 90 %). Menovopolitické šoky sa identifikujú pomocou znamienkovej reštrikcie, pričom ako nástroje sa používajú čisté prekvapujúce menovopolitické rozhodnutia, ako sa odrážajú v zmenách jednoročných sadzieb OIS v čase oznámení menovopolitických rozhodnutí ECB. O menovopolitických šokoch sa predpokladá, že v čase vplyvu vyvolávajú nárast pohybu sadzieb OIS a výnosov štátnych dlhopisov s príslušnou splatnosťou a v nasledujúcom roku znižujú hospodársku aktivitu. O všetkých ostatných šokoch, ktoré model zahŕňa, sa predpokladá, že na pohyby sadzieb OIS majú menší absolútny vplyv ako menovopolitické šoky.

Nedávne sprísňovanie menovej politiky vo zvýšenej miere tlmilo hospodársku aktivitu v roku 2023. Podľa modelu sa sprísňovanie vyvolané menovopolitickými šokmi začalo prejavovať na hospodárskej aktivite už v treťom štvrťroku 2022, keď ECB prvýkrát zvýšila úrokové sadzby, čo bolo niekoľko štvrťrokov po prvom oznámení o normalizácii menovej politiky na konci roka 2021 (graf D). Keďže úrokové sadzby sa naďalej zvyšovali a vplyv predchádzajúcich šokov sa časom vystupňoval, negatívne účinky sprísňovania menovej politiky sa zintenzívnili v prvej polovici roka 2023, pričom sektor priemyselnej výroby bol ovplyvnený rýchlejšie a vo väčšej miere ako sektor služieb. Podľa modelu sa účinky menovej politiky pravdepodobne ešte viac prehĺbili v druhej polovici roka 2023, keď sa naďalej reťazovo šíрили ekonomikou, aj v dôsledku výrazného oneskorenia reakcie sektora služieb. Je dôležité poznamenať, že tieto výsledky zachytávajú iba vplyv menovopolitických šokov, a nie rozsiahlejšie zvýšenie úrokových sadzieb odrážajúce systematickú reakciu menovej politiky na rast inflácie. Toto zvýšenie úrokových

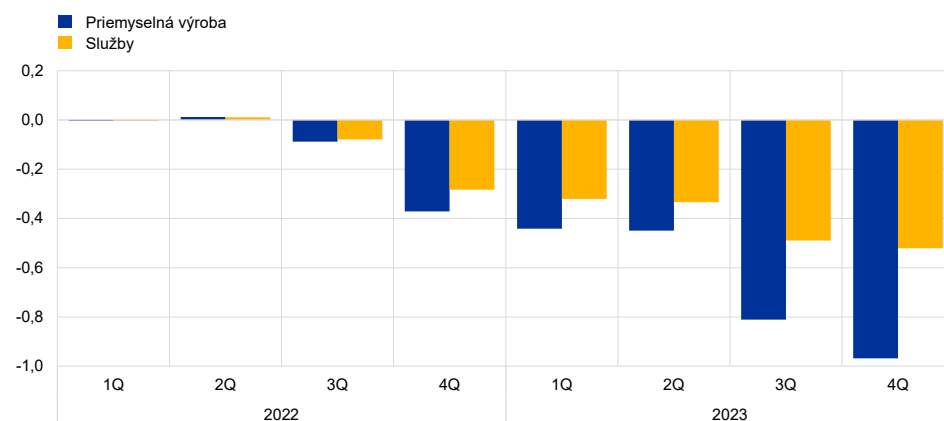
⁸ Tieto výsledky sú kvalitatívne aj kvantitatívne v súlade s predchádzajúcimi štúdiami, ktoré naznačujú silnejší vplyv menovej politiky na sektor priemyselnej výroby a mierne trvalejšie účinky na sektor služieb. Hauptmeier, S., Holm-Hadulla, F. a Nikalaxi, K.: [Monetary policy and regional inequality](#), Working Paper Series, No 2385, ECB, 2020. Viac v boxe s názvom [Industry structure and the real effects of monetary policy](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2023.

sadzieb by malo naznačovať výraznejší vplyv nedávneho sprísňovania menovej politiky na aktivitu, presahujúci vplyv identifikovaných menovopolitických šokov.⁹

Graf D

Skutočný vplyv menovopolitických šokov na aktivitu v priemyselnej výrobe a v službách

(percentuálna zmena od 4. štvrťroka 2021)



Zdroj: Eurostat, Eurosystém, Altavilla a kol., op. cit., a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje vplyv menovopolitických šokov založený na BSVAR na aktivitu v sektore priemyselnej výroby a v sektore služieb od prvého štvrťroka 2022 do posledného štvrťroka 2023. Účinky za tretí a posledný štvrťrok 2023 sú založené na predpokladaných účinkoch odhadovaných menovopolitických šokov do druhého štvrťroka 2023. Podrobnosti o identifikácii menovopolitických šokov je v poznámke ku grafu C.

⁹ Hodnotenie makroekonomického dosahu nedávneho sprísňovania menovej politiky ECB založené na súbore rôznych modelov je v boxe s názvom [A model-based assessment of the macroeconomic impact of the ECB's monetary policy tightening since December 2021](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023.

Johannes Gareis, Omiros Kouvavas a Pedro Neves

V tomto boxe sa na základe výsledkov nedávnych prieskumov hodnotí najnovší vývoj disponibilného príjmu domácností, pričom sa zameriame na niektoré otázky koncepcie a merania. Na základe údajov z prieskumu očakávaní spotrebiteľov (Consumer Expectations Survey – CES) realizovaného ECB na konci septembra 2023 vyplýva, že približne 21 % domácností v eurozóne uviedlo zvýšenie svojho príjmu za posledných 12 mesiacov nad úroveň inflácie alebo na úroveň inflácie, zatiaľ čo 54 % respondentov uviedlo zvýšenie príjmu pod úrovňou inflácie a 25 % uviedlo pokles svojho príjmu (graf A, panel a). Toto relatívne negatívne hodnotenie aktuálnej dynamiky reálneho príjmu bolo pomerne rovnomerne rozložené v rámci distribúcie príjmov.¹ Zároveň bolo v súlade s výsledkami prieskumov Európskej komisie, z ktorých vyplýva, že spotrebiteľia v súčasnosti vnímajú svoju finančnú situáciu za posledných 12 mesiacov výrazne pod ich dlhodobým priemerom, a to najmä od nárastu inflácie po vypuknutí vojny na Ukrajine (graf A, panel b). Je to však v rozpore s pozitívnou dynamikou disponibilného príjmu domácností meraného v národných účtoch, ktorý sa v prvom polroku 2023 medziročne zvýšil v priemere o 8,6 % (graf B), čo zodpovedá zvýšeniu reálneho disponibilného príjmu v rovnakom období o 1,1 %.² Tento rozdiel medzi výsledkami prieskumov a údajmi z národných účtov si vyžaduje podrobné preskúvanie najnovších trendov v disponibilnom príjme domácností a ich vplyvu na výhľad súkromnej spotreby.

¹ Zatiaľ čo percentuálny podiel domácností s nízkym príjmom, ktoré uvádzajú pokles svojho príjmu, je vyšší ako v prípade domácností v iných príjmových pásmach, percentuálny podiel respondentov, ktorí uviedli zvýšenie svojho reálneho príjmu, je relatívne nízky a stabilný v rámci rozdelenia príjmov.

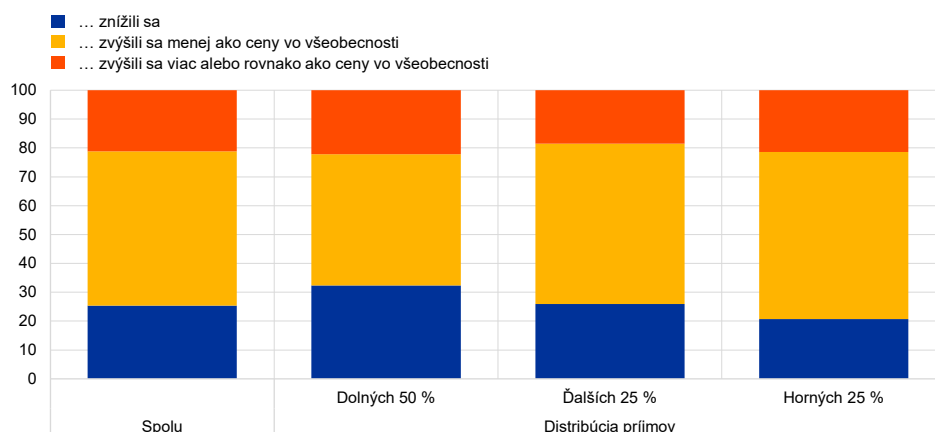
² Disponibilný príjem domácností sa konkrétne meria v oficiálnych štatistikách v takzvaných sektorových účtoch, ktoré obsahujú podrobné údaje z národných účtov členené podľa inštitucionálneho sektora vrátane domácností a neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam, verejnej správy a finančných a nefinančných podnikov. V tomto boxe pojem „národné účty“ odkazuje na oficiálne údaje o disponibilnom príjme.

Graf A

Vnímanie vývoja príjmov a finančnej situácie spotrebiteľmi

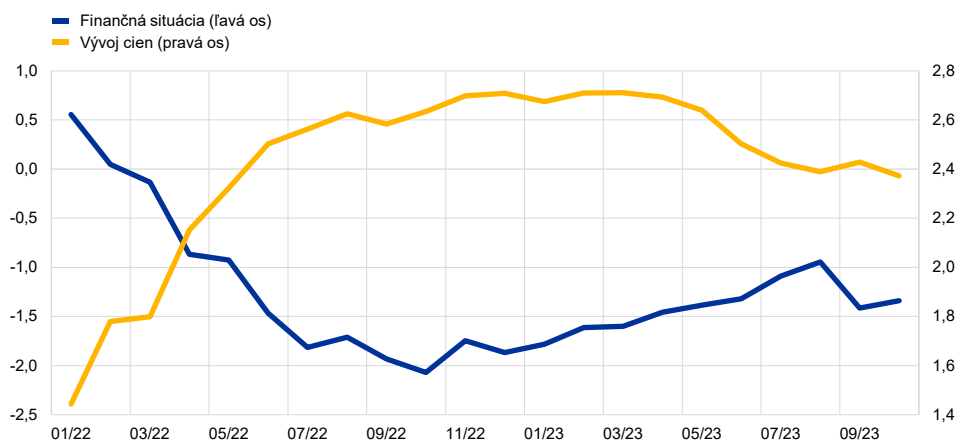
a) Vnímanie príjmov za posledných 12 mesiacov v pomere k cenám

(percentuálny podiel spotrebiteľov)



b) Vnímanie minulej finančnej situácie a vývoja cien

(štandardizované percentuálne saldo)



Zdroj: CES, Európska komisia a výpočty ECB.

Poznámka: V prípade panela a) boli respondenti CES na konci septembra 2023 požiadaní, aby uviedli, či ich celkový čistý príjem za posledných 12 mesiacov vzrástol viac ako ceny vo všeobecnosti, vzrástol menej ako ceny vo všeobecnosti, klesol, alebo sa zmenil zhruba o rovnakú hodnotu ako ceny vo všeobecnosti. V prípade panela b) je vnímanie domácností, pokiaľ ide o ich minulé finančnú situáciu a vývoj cien, štandardizované za obdobie rokov 2000 – 2019.

Disponibilný príjem domácností ťažil z rastúceho príjmu z práce a pokračujúceho výrazného rastu príjmov z inej ako pracovnej činnosti.

Odmeny zamestnancov aj všetky ostatné zložky príjmu domácností, bez čistého fiškálneho príjmu, sa v prvom polroku 2023 v ročnom vyjadrení ďalej výrazne zvýšili. Odmeny zamestnancov sa v danom období zvýšili v priemere o 7,1 % a príjmy z inej ako pracovnej činnosti bez čistého fiškálneho príjmu sa zvýšili o 8,3 %, takže obe zložky výrazne prispeli k rastu disponibilného príjmu (graf B). Čistý fiškálny príjem nemal výrazný vplyv na dynamiku príjmu domácností v druhom polroku 2022 a v prvom polroku 2023, zatiaľ čo jeho vplyv na príjem domácností v prvom polroku 2022 bol negatívny.³ Pri podrobnom preskúmaní iného príjmu domácností (t. j. z inej

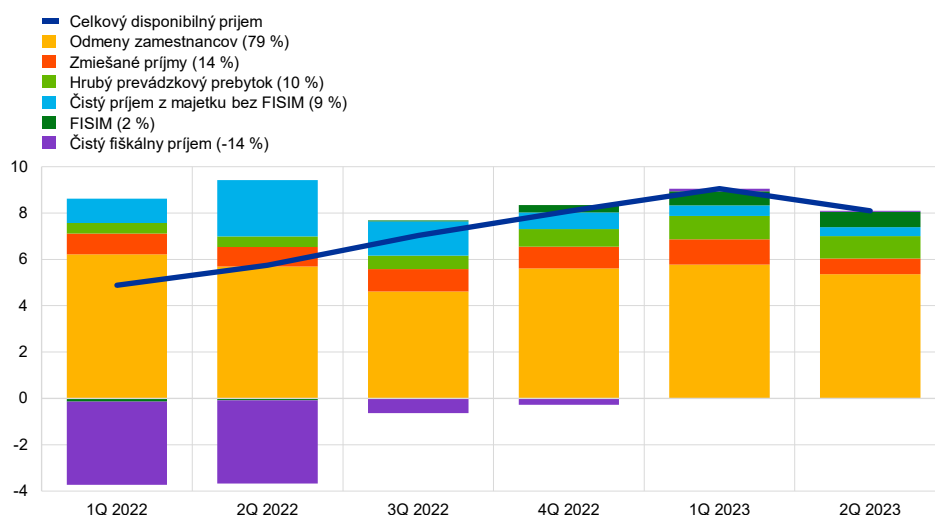
³ Tento negatívny vplyv čistého fiškálneho príjmu v prvom polroku 2022 súvisel s ukončením podporných opatrení v súvislosti s koronavírusom (COVID-19), ktorý od druhého štvrťroka 2021 negatívne ovplyvňoval ročný rast disponibilného príjmu domácností.

ako pracovnej činnosti) bez čistého fiškálneho príjmu sa ukazuje, že všetky kľúčové zložky sa v prvom polroku 2023 výrazne zvýšili. Zmiešané príjmy (samostatne zárobkovo činných osôb) sa zvýšili o 6,8 %, hrubý prevádzkový prebytok o 9,6 % a čistý príjem z majetku o 8,8 %.⁴ Hoci rast zmiešaných príjmov bol relatívne konštantný, rast hrubého prevádzkového prebytku sa výrazne zrýchlil a v prvom polroku 2023 dosiahol najvyššiu mieru rastu od začiatku meraní v roku 1999. Čistý príjem z majetku bez nepriamo meraných služieb finančného sprostredkovania (financial intermediation services indirectly measured – FISIM) bol v roku 2022 podporený výrazným rastom dividend.⁵ Služby FISIM potom v prvom polroku 2023 výrazne rástli a napriek tomu, že predstavovali malý podiel na celkovom príjme, v prvom polroku 2023 prispeli k rastu disponibilného príjmu domácností vo výške 0,6 percentuálneho bodu.

Graf B

Vývoj nominálneho príjmu domácností

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



Zdroj: Štvrťročné sektorové účty ECB a Eurostatu a výpočty ECB.

Poznámka: Číselné údaje v zátvorkách vyjadrujú podiely disponibilného príjmu, ktoré možno pripísať uvedeným príjmovým položkám za rok 2022.

Nie všetky zložky disponibilného príjmu domácností majú domácnosti k dispozícii ako pozitívny peňažný tok. Meranie disponibilného príjmu domácností

- ⁴ Zmiešané príjmy úzko súvisia s príjmom zo samostatnej zárobkovej činnosti, pričom sa meria prebytok (alebo deficit) pochádzajúci z produkcie podnikov nezapísaných v obchodnom registri vo vlastníctve domácností. Príjem z majetku zodpovedá príjmu plynúcemu z vlastníctva finančných aktív alebo hmotných nevyrobených aktív (najmä pôda je hmotným nevyrobeným aktívom, takže nájomné za pôdu tvorí súčasť príjmu z majetku, zatiaľ čo nájomné za bývanie, ktoré je hmotným a vyrobeným aktívom, tvorí súčasť zmiešaných príjmov). Hrubý prevádzkový prebytok je v prvom rade imputovaným tokom, pretože obsahuje najmä imputované nájomné, čo je príjem, ktorý by domácnosti obývajúce vlastnú nehnuteľnosť získali, keby svoje obydlie prenajali.
- ⁵ Nepriamo merané služby finančného sprostredkovania (financial intermediation services indirectly measured – FISIM) sa v národných účtoch používajú na výpočet pridanej hodnoty finančných sprostredkovateľov (napr. bánk) za finančné služby poskytované bez explicitných poplatkov za služby. Čistý príjem z majetku bez FISIM preto okrem iného určujú aj skutočné čisté úrokové výnosy domácností popri rozdelených výnosoch od podnikov (t. j. dividend). Diskusia o najnovšom vývoji čistých úrokových výnosov domácností a podnikov v eurozóne je v boxe s názvom Čisté úrokové výnosy domácností a podnikov v tomto vydaní Ekonomického bulletinu. Diskusia o vývoji podnikových ziskov v eurozóne, ako ich vnímajú spoločnosti, je v boxe s názvom [Konferenčné hovory o hospodárskych výsledkoch: nové údaje o ziskoch, investíciách a podmienkach financovania podnikov](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2023.

v národných účtoch sa z koncepčných dôvodov líši od peňažných tokov domácností, keďže cieľom národných účtov je čo najkomplexnejšie a najpresnejšie merať hospodársku aktivitu vrátane príjmu domácností. To znamená, že sa musia kombinovať údaje z mnohých rôznych zdrojov, pričom premenné, pre ktoré nie sú k dispozícii žiadne priame údaje, sa musia odhadovať.⁶ V dôsledku toho nie sú všetky zložky disponibilného príjmu, ktoré sú merané v národných účtoch, k dispozícii domácnostiam ako pozitívny peňažný tok, a preto sa nemusia odrážať vo vnímaní príjmu domácnosťami (tabuľka A). Týka sa to najmä príjmu z inej ako pracovnej činnosti bez čistého fiškálneho príjmu, ktorý v prvom polroku 2023 v porovnaní s druhým polrokom 2022 profitoval najmä z mimoriadne silného rastu hrubého prevádzkového prebytku a výrazného rastu FISIM. No ani jedna z týchto položiek negenerovala pozitívny peňažný tok pre domácnosti (graf B).

Tabuľka A

Zložky príjmu a ich dostupnosť ako peňažné toky

Zložka príjmu		Národné účty	Generuje peňažný tok?
Príjem z práce	Odmeny zamestnancov	Mzdy a platy (v hotovosti a naturáliách)	Áno
		Skutočné sociálne príspevky zamestnávateľov	Nie
		Imputované sociálne príspevky zamestnávateľov	Nie
Príjem z inej ako pracovnej činnosti bez čistého fiškálneho príjmu	Príjem zo samostatnej zárobkovej činnosti	Zmiešané príjmy	Áno
	Príjem z prenájmu bytových a nebytových nehnuteľností	Zmiešané príjmy	Áno
	Imputované nájomné	Prevádzkový prebytok	Nie
	Úroky prijaté pred alokáciou FISIM	Prijatý príjem z majetku	Áno
	Úroky zaplatené pred alokáciou FISIM	Vyplatený príjem z majetku	Áno
	FISIM	Zmiešané príjmy, prevádzkový prebytok, čistý príjem z majetku	Nie
	Prijaté ostatné výnosy z investícií (napr. dividendy) a prenájmu (z pôdy a podzemných zdrojov)	Prijatý príjem z majetku	Áno
Príjem z majetku pripísaný poisťovníkom	Prijatý príjem z majetku	Nie	
Čistý fiškálny príjem		Prijaté sociálne dávky (iné ako naturálne sociálne transfery), sociálne príspevky (vrátane sociálnych príspevkov zamestnávateľov), zaplatené dane z príjmu a zaplatené dane z majetku	Áno
		Prijaté naturálne sociálne transfery	Nie

Zdroj: Eurostat a hodnotenie ECB.

Poznámka: Príspevky zamestnávateľov na sociálne zabezpečenie (skutočné a imputované) nemajú vplyv na disponibilný príjem domácností, pretože sú súčasťou platu zamestnancov, ako aj čistého fiškálneho príjmu, takže v rámci platu zamestnancov zvyšujú príjem a znižujú ho v rámci čistého fiškálneho príjmu.

FISIM predstavujú služby finančného sprostredkovania poskytované finančnými inštitúciami, ktoré nie sú explicitne fakturované, ale sú relevantné pre meranie výstupov bánk, a preto môžu mať vplyv na HDP aj národný

⁶ Diskusia o zosúladiení údajov o príjme z národných účtov s údajmi z prieskumov v kontexte štatistiky EÚ o príjme a životných podmienkach (EU-SILC) je v Törmälehto, V.: [Reconciliation of EU statistics on income and living conditions \(EU-SILC\) data and national accounts](#), *Statistical working papers*, Eurostat, 2019.

dôchodok.⁷ Platby úrokov zo spotrebiteľských úverov a hypoték domácností a úroky z vkladov sa zaznamenávajú v medzibankovej refinančnej sadzbe v rámci národných účtov.⁸ Táto sadzba sa však líši od úrokových sadzieb, ktoré v skutočnosti platia domácnosti, keďže sadzby z úverov sú vo všeobecnosti vyššie a sadzby z vkladov nižšie ako medzibanková sadzba. Rozdiel medzi zaplatenými a prijatými úrokmi meranými v národných účtoch a skutočnými hodnotami sa zaznamenáva ako implicitný poplatok za služby platený domácnosťami finančnému sektoru, ktorý sa v národných účtoch vykazuje ako FISIM. Preto sa FISIM v národných účtoch používajú na výpočet pridanej hodnoty finančných sprostredkovateľov (napr. bánk) za finančné služby poskytované bez explicitných poplatkov za služby. V sektore domácností sa táto nepriamo meraná marža alokuje tak v spotrebe (ako finančná služba domácnostiam), ako aj v disponibilnom príjme (na úhradu nepriamej straty z príjmu vyplývajúcej z menej priaznivých úrokových sadzieb, ktoré skutočne znášajú domácnosti), a to bez vplyvu na úspory domácností.

V kontexte aktuálne prudko rastúcich úrokových sadzieb zohrávajú FISIM mimoriadne dôležitú úlohu pre príjem a spotrebu domácností.⁹ FISIM majú výrazný vplyv na dynamiku disponibilného príjmu domácností v čase veľkých zmien úrokových sadzieb, ako napríklad v súčasnej fáze sprísňovania menovej politiky (graf C). Keďže úrokové sadzby z nesplatených úverov a z vkladov domácností sa vo všeobecnosti upravujú pomaly, zvýšenie medzibankovej úrokovej sadzby vyvolané sprísnením menovej politiky od leta 2022 viedlo k výraznému nárastu FISIM v prípade vkladov a prudkému poklesu FISIM v prípade úverov. Vzhľadom na veľkosť vkladov v držbe domácností v porovnaní s ich úvermi to malo v konečnom dôsledku pozitívny vplyv na čistý príjem domácností z majetku, pričom FISIM sa zvýšili z priemerných 1,7 % disponibilného príjmu domácností v prvom polroku 2022 na 2,1 % v prvom polroku 2023.

⁷ Koncepcia služieb FISIM a ich vykazovanie v národných účtoch sa rozoberá v kapitole 14 príručky k Európskemu systému účtov (ESA 2010).

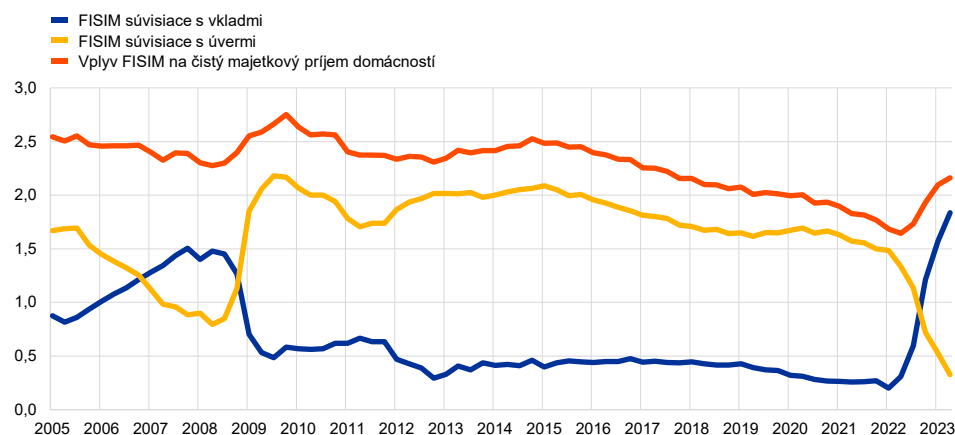
⁸ Ide o sadzbu, pri ktorej sa predpokladá, že by domácnosť ako veriteľ aj domácnosť ako dlžník bola ochotná uzavrieť transakciu.

⁹ Posúdenie vplyvu FISIM vo Francúzsku so zameraním na spotrebiteľské ceny je v INSEE: Economic Outlook – Cooling, *Conjoncture in France*, December 2022.

Graf C

Nepriamo merané služby finančného sprostredkovania

(percentuálny podiel disponibilného príjmu domácností)



Zdroj: Štvrťročné sektorové účty ECB a Eurostatu a výpočty ECB.

Poznámka: FISIM súvisiace s vkladmi sa vypočítajú ako rozdiel medzi úrokmi, ktoré domácnosti prijali po alokácii FISIM, a skutočne prijatými úrokmi, zatiaľ čo FISIM súvisiace s úvermi predstavujú rozdiel medzi skutočne zaplatenými úrokmi a úrokmi zaplatenými po alokácii FISIM. Čistý vplyv FISIM na čisté úrokové výnosy domácností, a teda na čistý príjem domácností z majetku, je potom súčtom FISIM súvisiacich s vkladmi a s úvermi. Posledné údaje sú z druhého štvrťroka 2023.

Disponibilný príjem domácností zahŕňa aj imputované nájomné, ktoré ovplyvňuje hrubý prevádzkový prebytok domácností. Hrubý prevádzkový prebytok domácností vykázany v národných účtoch meria výstupy v oblasti služieb bývania pre vlastnú spotrebu domácností bez medzispotreby potrebnej na produkciu týchto výstupov (napr. FISIM súvisiace s hypotekárnymi úvermi) a bez daní. Výstupom služieb bývania pre vlastnú spotrebu domácností je imputované nájomné, ktoré by domácnosti obývajúce vlastnú nehnuteľnosť získali, keby svoje obydlie prenajali.¹⁰

Mimoriadne výrazné zvýšenie hrubého prevádzkového prebytku v prvom polroku 2023 možno pripísať vyššiemu imputovanému nájomnému a nižším FISIM v prípade hypotekárných úverov. Imputované nájomné bolo

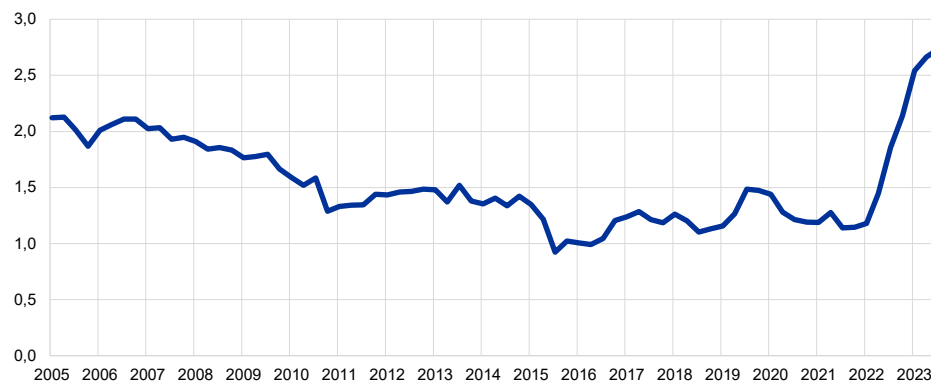
pravdepodobne pozitívne ovplyvnené zvýšením inflácie nájomného, ktorá podľa indexu cien nájomného, ktorý na účely harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien meria nájomné skutočne zaplatené nájomníkmi, vzrástla v priemere z 2 % v druhom polroku 2022 na 2,6 % v prvom polroku 2023, pričom dosiahla historicky vysoké úrovne (graf D). Zároveň je pravdepodobné, že FISIM súvisiace s hypotekárnymi úvermi v prvej polovici roka 2023 výrazne klesli súbežne s poklesom FISIM súvisiacich s celkovými úvermi (graf C). Oba faktory, t. j. zvýšenie imputovaného nájomného aj pokles FISIM súvisiacich s hypotekárnymi úvermi,

¹⁰ Zahnutie imputovaného nájomného do národných účtov je dôležité na úplné pokrytie činností v oblasti nehnuteľností (v prípade nájomcov a vlastníkov obývajúcich svoju nehnuteľnosť). Tým je zabezpečená medzinárodná porovnateľnosť HDP a národného dôchodku, keďže miery vlastníctva obydlia sa môžu v jednotlivých krajinách výrazne líšiť. Keďže však imputované nájomné nemožno sledovať, je potrebné urobiť odhad.

môžu vysvetliť výrazný nárast hrubého prevádzkového prebytku domácností v prvej polovici roka 2023.¹¹

Graf D Inflácia nájomného

(ročná percentuálna zmena; štvrťročné priemery)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z tretieho štvrťroka 2023 a vzťahujú sa na október 2023.

Timený výhľad súkromnej spotreby sa zdá byť v súlade s negatívnym hodnotením spotrebiteľov, pokiaľ ide o nedávny vývoj reálneho príjmu. Hoci sa FISIM a imputované nájomné pripočítavajú k disponibilnému príjmu domácností v národných účtoch, neprispievajú k peňažnému toku domácností, a preto ich domácnosti nemusia zohľadniť vo svojom vnímaní príjmov. Je preto nepravdepodobné, že tieto zdroje príjmu hrajú významnú úlohu vo vývoji súkromnej spotreby.¹² Jedným z ukazovateľov rastu príjmu domácností, ktorý by sa mal približovať k tomu, čo domácnosti v skutočnosti vnímajú ako príjem, je príjem z práce. Deflácia odmien zamestnancov a odmien na zamestnanca s deflátorom cien súkromnej spotreby skutočne naznačuje, že rast reálneho príjmu, ako je s najväčšou pravdepodobnosťou vnímaný domácnosťami, bol nižší ako rast reálneho disponibilného príjmu meraný v národných účtoch (graf E). To je zase v súlade s hodnotením aktuálneho vývoja reálneho príjmu spotrebiteľmi, ktoré je podľa prieskumov pesimistické (ako sa znázorňuje v grafe A), a teda v súlade s nevýrazným výhľadom súkromnej spotreby.¹³

¹¹ Skutočnosť, že FISIM súvisiace s hypotekárnymi úvermi sa pripočítavajú k disponibilnému príjmu domácností prostredníctvom čistého príjmu z majetku a odpočítavajú sa od príjmu domácností prostredníctvom hrubého prevádzkového prebytku (a prostredníctvom zmiešaných príjmov domácností, ktoré sú v skutočnosti prenajímateľmi), znamená, že tieto FISIM nemajú žiadny vplyv na disponibilný príjem domácností, takže celkový vplyv FISIM na disponibilný príjem domácností je v skutočnosti určený FISIM súvisiacimi s vkladmi a spotrebiteľskými úvermi. Tento vplyv nezodpovedá FISIM uvedeným v grafe B a grafe C, kde sa znázorňuje vplyv FISIM na čistý príjem z majetku domácností, za ktoré sú k dispozícii oficiálne údaje.

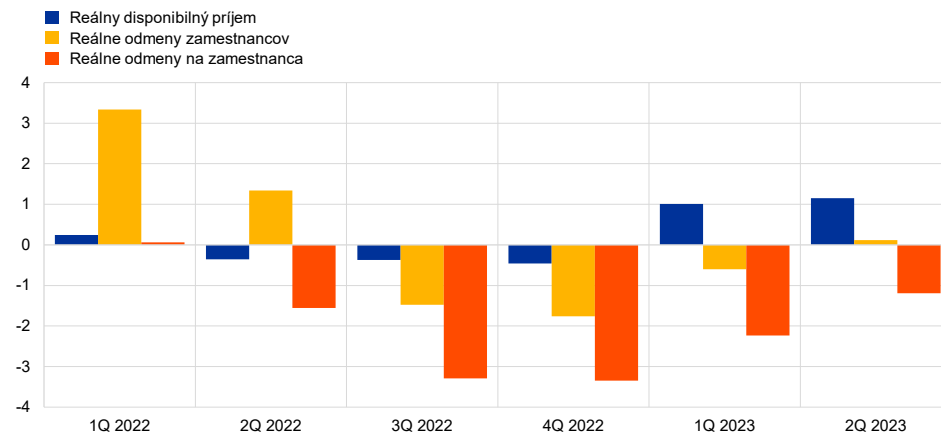
¹² Je to v súlade so zistením, že sklon k spotrebe sa zdá byť najväčší v prípade najlikvidnejších príjmových položiek (ako je príjem z práce) a naopak. De Bondt, G., Gieseck, A., Herrero, P. a Zekaite, Z.: [Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries](#), *Working Paper Series*, No 2343, ECB, December 2019.

¹³ Hodnotenie výhľadu súkromnej spotreby sa nachádza v časti o vývoji hospodárskej aktivity v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

Graf E

Vývoj reálneho príjmu domácností

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Vývoj reálneho príjmu sa odvodzuje použitím deflátoru cien súkromnej spotreby na defláciu nominálneho príjmu.

6 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 2. augusta do 31. októbra 2023

Denis Lungu a Kristian Tötterman

V tomto boxe sa opisuje stav likvidity a menovopolitické operácie Eurosystemu počas piateho a šiesteho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2023. Tieto dve udržiavacie obdobia trvali spoločne od 2. augusta do 31. októbra 2023 (sledované obdobie).

Rada guvernérov na svojich zasadnutiach 27. júla aj 14. septembra 2023 zvýšila tri menovopolitické sadzby ECB vždy o 25 základných bodov. Tieto zvýšenia nadobudli účinnosť v piatom a šiestom udržiavacom období v roku 2023. Rada guvernérov na svojom zasadnutí 27. júla takisto rozhodla o znížení úročenia povinných minimálnych rezerv, ktoré banky musia držať vo svojej národnej centrálnej banke Eurosystemu, na 0 %. Toto zníženie nadobudlo účinnosť na začiatku šiesteho udržiavacieho obdobia.

Nadbytočná likvidita v bankovom sektore eurozóny sa počas sledovaného obdobia ďalej znižovala. Dôvodom tohto znižovania bola najmä splatnosť piatej operácie v rámci tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) a predčasné splatenie finančných prostriedkov v rámci iných TLTRO bankami 27. septembra 2023. Do určitej miery to bolo spôsobené aj poklesom aktív nadobudnutých v rámci programu nákupu aktív (APP), keďže Eurosystem 1. júla ukončil reinvestície v tomto programe. Zníženie rezerv likvidity však bolo čiastočne kompenzované pokračujúcim poklesom čistých autonómnych faktorov, ktorý začal po skončení uplatňovania záporných úrokových sadzieb v júli 2022, a to najmä v dôsledku zníženia vládnych vkladov.

Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového sektora – definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy – sa v sledovanom období znížila o 101,3 mld. € na 1 735,0 mld. €. V porovnaní s tretím a štvrtým udržiavacím obdobím v roku 2023 bol tento pokles spôsobený výlučne znížením čistých autonómnych faktorov o 101,3 mld. € na 1 570,0 mld. € (časť tabuľky A s názvom Ostatné informácie o likvidite), pod ktorý sa podpísal pokles autonómnych faktorov absorbujúcich likviditu a nárast autonómnych faktorov poskytujúcich likviditu. Požiadavky na povinné minimálne rezervy ostali na úrovni 165 mld. €.

Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa v sledovanom období znížili o 83,0 mld. € na 2 720,6 mld. €, a to najmä v dôsledku poklesu vládnych vkladov a ostatných autonómnych faktorov. Vládne vklady (časť tabuľky A s názvom Pasíva) počas sledovaného obdobia klesli v priemere o 32,8 mld. € na 222,6 mld. €, pričom najväčší pokles bol zaznamenaný v piatom udržiavacom

období. Tento pokles odráža pokračujúcu normalizáciu celkového objemu hotovostných rezerv v držbe štátnych pokladníc a úpravu stratégií riadenia hotovosti v rámci týchto rezerv v dôsledku zmeny úročenia vládnych vkladov v Eurosysteme, čo zvýšilo finančnú atraktívnosť umiestňovania finančných prostriedkov na trhu.

ECB od 1. mája 2023 znížila hornú hraničnú sadzbu úročenia vládnych vkladov držaných v Eurosysteme na úroveň krátkodobej eurovej sadzby (€STR)

zníženej o 20 bázických bodov. V rámci koncepcie hornej hraničnej sadzby sa národné centrálné banky Eurosystemu môžu rozhodnúť odchyliť sa od tejto sadzby a úročiť vládne vklady nižšou sadzbou. Napríklad Deutsche Bundesbank od 1. októbra 2023 stanovila na úročenie domácich vládnych vkladov úrokovú sadzbu 0 %. Znižujúci účinok tejto zmeny na dotknuté vládne vklady však bol kompenzovaný sezónnym nárastom ostatných vládnych vkladov. Okrem toho, v dôsledku normalizácie podmienok na repo trhu a vyšších repo sadzieb v porovnaní so sadzbou €STR sa atraktívnejšou možnosťou ako vklady v Eurosysteme stalo investovanie na trhu. Priemerná hodnota bankoviek v obehu klesla v sledovanom období o 5,5 mld. € na 1 559,8 mld. €, čo odráža neustále znižovanie držby bankoviek pozorované odkedy menovopolitické sadzby ECB nie sú záporné. Poklesli aj ostatné autonómne faktory, a to v priemere o 44,7 mld. €. Toto zníženie je odrazom viacerých zmien v ostatných rôznych aktívach a na účte precenenia.

Autonómne faktory poskytujúce likviditu sa zvýšili o 18 mld. € na

1 150,8 mld. €. Čisté aktíva denominované v eurách sa v sledovanom období zvýšili o 28,5 mld. €. Tento nárast bol do značnej miery dôsledkom pretrvávajúceho znižovania záväzkov voči nerezidentom eurozóny v eurách. To je zase odrazom úpravy stratégií riadenia hotovosti zákazníkov služieb Eurosystemu v oblasti správy rezerv (Eurosystem reserve management services – ERMS), keďže úročenie vkladov držaných v rámci ERMS sa od 1. mája 2023 tiež upravilo. Čisté zahraničné aktíva sa znížili o 10,5 mld. €, čím sa čiastočne kompenzoval uvedený pokles ostatných autonómnych faktorov.

Prehľad stavu likvidity v Eurosysteme, ako aj spomínaných zmien autonómnych faktorov je uvedený v tabuľke A.¹

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

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosysteme

Pasíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 2. august 2023 – 31. október 2023						Predchádzajúce sledované obdobie: 10. máj 2023 – 1. august 2023	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie: 2. august – 19. september		Šieste udržiavacie obdobie: 20. september – 31. október		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory absorbujúce likviditu	2 720,6	(-83,0)	2 735,5	(-48,0)	2 703,3	(-32,1)	2 803,6	(-128,3)
Bankovky v obehu	1 559,8	(-5,5)	1 564,2	(-2,8)	1 554,7	(-9,5)	1 565,4	(+8,2)
Vládne vklady	222,6	(-32,8)	222,5	(-31,9)	222,7	(+0,3)	255,4	(-114,3)
Ostatné autonómne faktory (čisté) ¹⁾	938,2	(-44,7)	948,8	(-13,3)	925,8	(-23,0)	982,9	(-22,3)
Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy	9,5	(-5,1)	9,0	(-3,3)	10,0	(+1,0)	14,5	(-6,8)
Povinné minimálne rezervy²⁾	165,0	(-0,0)	165,3	(+0,2)	164,5	(-0,7)	165,0	(-0,3)
Jednodňové sterilizačné operácie	3 615,1	(-300,3)	3 647,4	(-57,0)	3 577,4	(-70,1)	3 915,4	(-130,0)
Dolaďovacie operácie na stiahnutie likvidity	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Zdroj: ECB.

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

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

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

Aktíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 2. august 2023 – 31. október 2023						Predchádzajúce sledované obdobie: 10. máj 2023 – 1. august 2023	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie: 2. august – 19. september		Šieste udržiavacie obdobie: 20. september – 31. október		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory poskytujúce likviditu	1 150,8	(+18,0)	1 139,5	(+19,6)	1 164,0	(+24,5)	1 132,8	(+61,8)
Čisté zahraničné aktíva	927,5	(-10,5)	924,3	(-3,4)	931,2	(+6,9)	938,0	(+6,1)
Čisté aktíva v eurách	223,3	(+28,5)	215,2	(+23,1)	232,8	(+17,7)	194,8	(+55,8)
Nástroje menovej politiky	5 359,5	(-406,7)	5 417,9	(-128,1)	5 291,5	(-126,4)	5 766,2	(-327,1)
Operácie na voľnom trhu	5 359,4	(-406,7)	5 417,8	(-128,1)	5 291,4	(-126,4)	5 766,1	(-327,2)
Úverové operácie	568,2	(-329,3)	606,6	(-86,3)	523,5	(-83,1)	897,5	(-274,7)
MRO	6,8	(+0,5)	5,6	(-5,3)	8,1	(+2,6)	6,3	(+5,0)
Trojmesačné LTRO	8,2	(+4,3)	8,9	(+3,4)	7,4	(-1,5)	3,8	(+1,4)
TLTRO III	553,3	(-334,2)	592,2	(-84,4)	508,0	(-84,1)	887,5	(-281,1)
Portfóliá priamych nákupov ¹⁾	4 791,2	(-77,3)	4 811,2	(-41,8)	4 767,9	(-43,3)	4 868,6	(-52,5)
Jednodňové refinančné operácie	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Zdroj: ECB.

Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokrúhlené na najbližších 0,1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcej revízii alebo predchádzajúcemu udržiavaciemu obdobiu. „MRO“ znamená hlavné refinančné operácie, „LTRO“ znamená dlhodobé refinančné operácie.

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: 2. august 2023 – 31. október 2023						Predchádzajúce sledované obdobie: 10. máj 2023 – 1. august 2023	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie: 2. august – 19. september		Šieste udržiavacie obdobie: 20. september – 31. október		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Celková spotreba likvidity ¹⁾	1 735,0	(-101,3)	1 761,4	(-67,8)	1 704,1	(-57,3)	1 836,3	(-190,4)
Čisté autonómne faktory ²⁾	1 570,0	(-101,3)	1 596,1	(-68,0)	1 539,6	(-56,6)	1 671,3	(-190,1)
Nadbytočná likvidita ³⁾	3 624,5	(-305,3)	3 656,4	(-60,2)	3 587,3	(-69,0)	3 929,8	(-136,8)

Zdroj: ECB.

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

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

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

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

Vývoj úrokových sadziieb

(priemerné hodnoty; v % a v p. b.)

	Aktuálne sledované obdobie: 2. august 2023 – 31. október 2023				Predchádzajúce sledované obdobie: 10. máj 2023 – 1. august 2023			
	Piate udržiavacie obdobie: 2. august – 19. september		Šieste udržiavacie obdobie: 20. september – 31. október		Tretie udržiavacie obdobie		Štvrté udržiavacie obdobie	
Hlavné refinančné operácie	4,37	(+0,49)	4,25	(+0,25)	4,50	(+0,25)	3,88	(+0,61)
Jednodňové refinančné operácie	4,62	(+0,49)	4,50	(+0,25)	4,75	(+0,25)	4,13	(+0,61)
Jednodňové sterilizačné operácie	3,87	(+0,49)	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)	3,38	(+0,61)
€STR	3,767	(+0,492)	3,652	(+0,251)	3,901	(+0,249)	3,275	(+0,607)
RepoFunds Rate Euro	3,797	(+0,529)	3,687	(+0,286)	3,926	(+0,239)	3,267	(+0,607)

Zdroj: ECB, CME Group a Bloomberg.

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

Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky v sledovanom období klesol o 406,7 mld. € na 5 359,5 mld. € (graf A).

Zníženie likvidity bolo spôsobené predovšetkým poklesom úverových operácií.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období znížil o 329,3 mld. € na 568,2 mld. €.

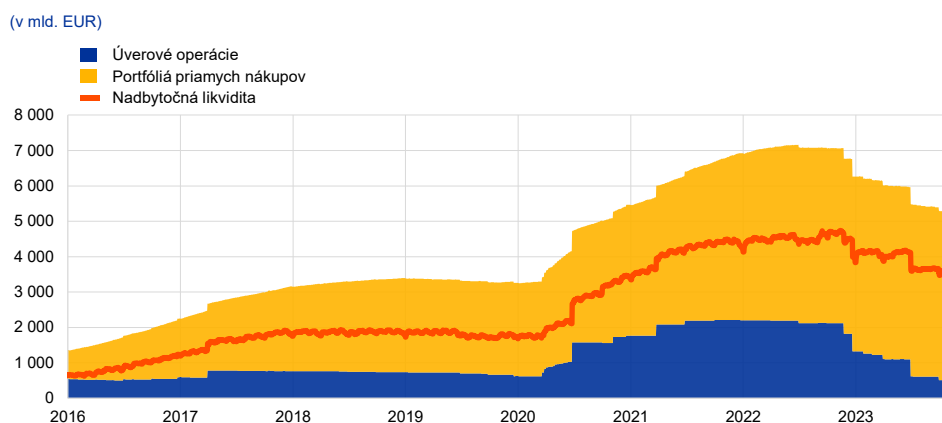
Tento pokles odráža najmä zníženie nesplatených súm TLTRO III v dôsledku i) splatnosti piatej operácie TLTRO III (66,7 mld. €) a predčasného splatenia prostriedkov v rámci iných TLTRO (34,2 mld. €) 27. septembra a ii) splatnosti štvrtej operácie TLTRO III (476,8 mld. €) a predčasného splatenia prostriedkov v rámci iných TLTRO (29,5 mld. €) 28. júna, ktoré ešte stále vplývali na priemernú úroveň úverových operácií v predchádzajúcom sledovanom období. Hlavné refinančné operácie, ktoré sa v priemere zvýšili o 0,5 mld. €, a trojmesačné dlhodobejšie refinančné operácie, ktoré v priemere stúpili o 4,3 mld. €, vykompenzovali iba malú časť likvidity stiahnutej prostredníctvom

splatenia operácií TLTRO III. Obmedzený nárast týchto operácií odráža dobré likviditné pozície bánk a dostupnosť alternatívnych zdrojov financovania.

Priemerný objem likvidity zabezpečenej prostredníctvom držby portfólií priamych nákupov sa v sledovanom období znížil o 77,3 mld. €. Tento pokles bol spôsobený tým, že 1. júla 2023 sa ukončilo reinvestovanie splátok istiny zo splatných cenných papierov v rámci programu APP. V rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív sa splátky istiny zo splatných cenných papierov plne reinvestovali, keďže čistý nákup aktív bol ukončený na konci marca 2022.²

Graf A

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 31. októbra 2023.

Nadbytočná likvidita

Priemerná nadbytočná likvidita sa znížila o 305,3 mld. € a dosiahla 3 624,5 mld. € (graf A). Nadbytočná likvidita je súčet rezerv držaných bankami nad požiadavky na povinné minimálne rezervy a rozdielu objemu použitých jednodňových sterilizačných operácií a jednodňových refinančných operácií. Odzrkadľuje rozdiel medzi celkovou likviditou poskytnutou bankovému sektoru a likviditou, ktorú banky potrebujú na pokrytie povinných minimálnych rezerv. Od dosiahnutia najvyššej hodnoty 4 748 mld. € v novembri 2022 priemerná nadbytočná likvidita trvale klesala, a to najmä v dôsledku splatnosti a predčasného splatenia operácií TLTRO III. K poklesu prispelo aj ukončenie reinvestovania v rámci programu APP od 1. júla 2023.

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

Vývoj úrokových sadziieb

Sadzba €STR sa v dôsledku zvyšovania menovopolitických sadziieb ECB zvýšila o 47,8 bázičného bodu z 3,404 % k 1. augustu, poslednému dňu predchádzajúceho sledovaného obdobia, na 3,882 % k 31. októbru, poslednému dňu aktuálneho sledovaného obdobia.³ Prenos zvýšenia

menovopolitických sadziieb, ktoré nadobudlo účinnosť v auguste a septembri 2023, do sadziieb nezabezpečeného jednodňového peňažného trhu bol okamžitý a úplný. Vplyv konca štvrťroka a konca mesiaca na €STR bol v septembri a októbri mierne výraznejší. Možno to pripísať snahe bánk optimalizovať základ pre výpočet povinných minimálnych rezerv, aby znížili svoje požiadavky na rezervy pre siedme a ôsme udržiavacie obdobie v roku 2023. Na konci septembra a októbra sa sadzba €STR pohybovala v priemere o 12 resp. 11,8 bázičného bodu nižšie ako úroková sadzba jednodňových sterilizačných operácií, ktorá bola o niečo vyššia ako priemerný spread na konci štvrťrokov a mesiacov v roku 2023, ktorý dosiahol 10,8 bázičného bodu.

Repo sadzba eurozóny meraná indexom RepoFunds Rate Euro sa zvýšila o 49,6 bázičného bodu, z 3,438 % k 1. augustu na 3,934 % k 31. októbru.

Podobne ako pri nezabezpečenom peňažnom trhu bol prenos zvýšenia menovopolitických sadziieb ECB do sadziieb zabezpečeného peňažného trhu okamžitý a úplný. Repo trh naďalej fungoval riadne vďaka viacerým faktorom, vrátane vyšších čistých emisií od začiatku roka a uvoľnenia mobilizovaného kolaterálu z dôvodu splatnosti operácií TLTRO, ako aj poklesu nesplatených aktív nadobudnutých v rámci programu APP.

³ Sadzba k 31. októbru bola ovplyvnená efektom konca mesiaca v danom mesiaci.

Čisté úrokové výnosy domácností a podnikov¹

Gabe de Bondt, Georgi Krustev, Michal Slavik a Mika Tujula

Tento box sa zameriava na vývoj čistých úrokových výnosov domácností a podnikov v prostredí rastúcich úrokových sadzieb. Po dekáde nízkych úrokových sadzieb začala ECB v júli 2022 sériu zvyšovania menovopolitických sadzieb. Zmeny menovopolitických sadzieb ovplyvňujú úrokové sadzby úročených aktív, ako sú bankové vklady, i úročených záväzkov, ako sú úvery a dlhopisy. Tie, rovnako ako objem, zostatková splatnosť a čas zostávajúci do precenenia držaných úročených aktív a pasív, zas ovplyvňujú úrokové výnosy prijaté a zaplatené domácnosťami a podnikmi. Čisté úrokové výnosy, teda prijaté úroky mínus zaplatené úroky, predstavujú priamy kanál, ktorým sa zmeny menovopolitických sadzieb ECB prenášajú na sporiteľov a dlžníkov prostredníctvom úrokových sadzieb aktív a záväzkov v ich držbe.² Okrem toho sú tu stimuly vyplývajúce z úrokových sadzieb nových úverov a nástrojov sporenia, ako aj iné prenosové kanály ovplyvňujúce domácnosti a podniky, ktoré presahujú záber tohto boxu.³

Domácnosti a podniky vykazovali v posledných rokoch záporné čisté úrokové výnosy na agregovanej úrovni eurozóny. Záporné čisté úrokové výnosy zaznamenali tiež sektory ako verejná správa a v oveľa menšej miere aj zvyšok sveta, čo je v ostrom kontraste s finančnými korporáciami, ktoré dosahovali vysoké kladné čisté úrokové výnosy. Od roku 2007 sú zaplatené úroky vyššie ako prijaté úroky, a to až o 1 % HDP pre domácnosti a až o 2,5 % pre podniky v eurozóne (graf A). Úprava čistých úrokových výnosov v rámci posledného cyklu zvyšovania úrokových sadzieb ECB sa pri domácnostiach a podnikoch líši. Čisté úrokové výnosy podnikov v eurozóne vyjadrené ako podiel na HDP sa od konca roka 2021 znížili o 0,3 percentuálneho bodu, kým čisté úrokové výnosy domácností sa zvýšili o 0,1 percentuálneho bodu. Tento rozdielny vývoj odráža postupnejšie preceňovanie úrokov, ktoré platia domácnosti zo svojho nesplateného dlhu, v porovnaní

¹ Tento box bol aktualizovaný 30. januára 2024, keď sa vypustil text súvisiaci s vývojom čistých úrokových výnosov domácností v Španielsku. Predchádzajúca verzia obsahovala chybný údaj o domácnostiach v Španielsku v grafe C, čo viedlo k nesprávnemu hodnoteniu vývoja v tejto krajine.

² Tento box sa zameriava na čisté úrokové výnosy pred alokáciou nepriamo meraných služieb finančného sprostredkovania (financial intermediation services indirectly measured – FISIM), keďže presnejšie odrážajú efektívne úrokové sadzby úverov a vkladov. Líšia sa teda od merania čistých úrokových výnosov na národných účtoch, ktoré sa zaznamenávajú po alokácii FISIM, čo znamená, že zaplatený úrok a prijatý úrok sa počíta tak, ako keby sa vklady a úvery platili na základe referenčnej sadzby alebo sadzby medzibankového refinancovania. FISIM sa používajú v národných účtoch na výpočet hodnoty sprostredkovateľských služieb poskytovaných finančnými inštitúciami, ktoré nemajú explicitné poplatky za služby. Ďalšie informácie sú v kapitole 14 [nariadenia Európskeho parlamentu a Rady \(EÚ\) č. 549/2013 z 21. mája 2013 o európskom systéme národných a regionálnych účtov v Európskej únii](#) (Ú. v. EÚ L 174, 26.6.2013, s. 1) a v [Household Income, Economic Outlook](#), INSEE, 15 December 2022.

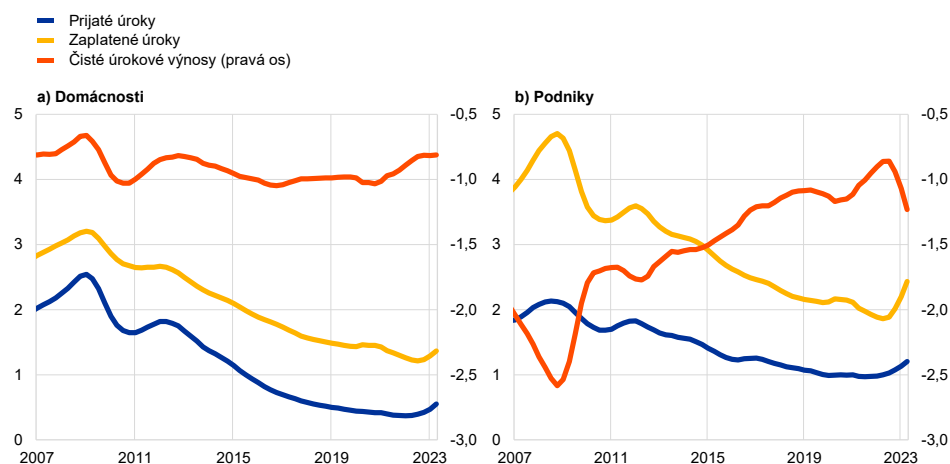
³ Viac informácií k tejto téme je v boxe s názvom [Nízke úrokové miery a čisté úrokové príjmy domácností](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2016. Opis hlavných transmisných kanálov menovej politiky je v Lane, P. R.: [The banking channel of monetary policy tightening in the euro area](#), poznámky do panelovej diskusie o bankovej solventnosti a menovej politike, NBER Summer Institute 2023 Macro, Money and Financial Frictions Workshop, 12. júla 2023.

s podnikmi, čo do značnej miery súvisí s tým, že domácnosti majú vyšší podiel úverov s pevnou úrokovou sadzbou.⁴

Graf A

Prijaté úroky, zaplatené úroky a čisté úrokové výnosy domácností a podnikov v eurozóne

(toky za štyri štvrťroky ako percentuálny podiel nominálneho HDP)



Zdroj: Údaje Eurostatu a ECB zo štvrtročných sektorových účtov a výpočty autorov.
Poznámka: Posledné údaje sú z druhého štvrťroka 2023.

Rozdiel medzi úrokovými sadzbami prijatými z aktív a úrokovými sadzbami platenými zo záväzkov je dôležitým faktorom vývoja čistých výnosov.

Hoci nominálna pozícia čistých aktív je kladná, záporné čisté úrokové výnosy domácností na agregovanej úrovni eurozóny naznačujú, že priemerná úroková sadzba z nesplateného dlhu je vyššia ako priemerná úroková sadzba z nevyplatených vkladov v dôsledku služieb transformácie splatnosti poskytovaných finančnými korporáciami a súvisiacich marží za finančné sprostredkovanie (graf B). Pokiaľ ide o dynamiku, čisté úrokové výnosy domácností v eurozóne od konca roka 2021 profitujú z postupnej úpravy sadziieb z nesplatených súm hypoték z dôvodu ich dlhšieho trvania, a to aj napriek rýchlemu nárastu úrokových sadziieb z nových hypoték. Hoci domácnosti aktívne preskupujú svoje portfóliá aktív smerom k termínovaným vkladom a dlhovým cenným papierom, prijaté úroky znižoval vysoký podiel úspor uložených v jednodňových vkladoch. Tie majú zvyčajne nižšie úročenie a sú menej citlivé na zmeny menovopolitických sadziieb. Úroková sadzba odvodená z úrokových výnosov domácností sa vyvíja podobne ako zložená úroková sadzba z nevyplatených vkladov domácností. Porovnateľný obraz sa rysuje v prípade úrokových sadziieb zaplatených a prijatých podnikmi, hoci z prijatých úrokových výnosov sa odvodzuje oveľa vyššia úroková sadzba ako pri zloženej úrokovej sadzbe z nevyplatených vkladov. Tieto vklady predstavujú približne len tretinu úročených aktív podnikov a väčšina sa týka medzipodnikových úverov s vyšším výnosom.

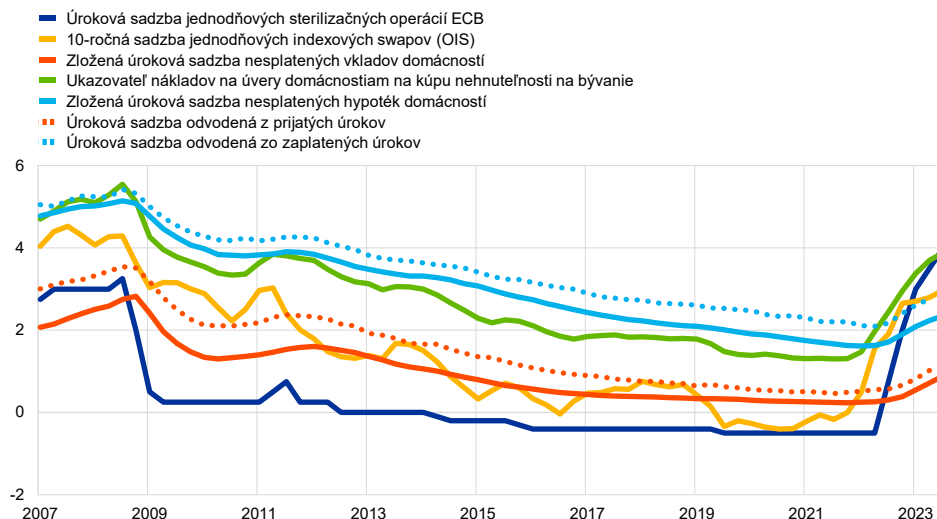
⁴ Viac informácií o podiele úverov s pevnou úrokovou sadzbou pre domácnosti a podniky v eurozóne je v Lane, P. R., op. cit.

Graf B

Úrokové sadzby z vkladov a úverov domácností a podnikov v eurozóne

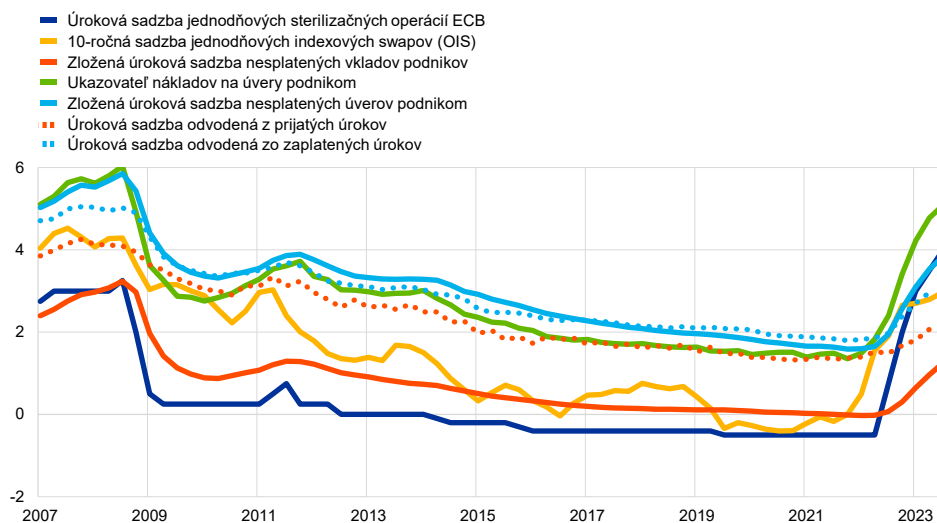
a) Domácnosti

(v % p. a.)



b) Podniky

(v % p. a.)



Zdroj: Údaje Eurostatu a ECB zo štvrtročných sektorových účtov, údaje o úrokových sadzbách PFI, údaje o bilančných položkách a výpočty autorov.

Poznámka: Posledné údaje o odvodených úrokových sadzbách sú z druhého štvrťroka 2023 a o ostatných položkách z tretieho štvrťroka 2023. Zložená sadzba z vkladov domácností je váženým priemerom úrokových sadzieb jednodňových vkladov, vkladov s dohodnutou splatnosťou a vkladov splatných na požiadanie. Zložená sadzba z vkladov podnikov je váženým priemerom úrokových sadzieb jednodňových vkladov, vkladov s dohodnutou splatnosťou a zmlúv o spätnom odkúpení s ich zodpovedajúcimi váhami.

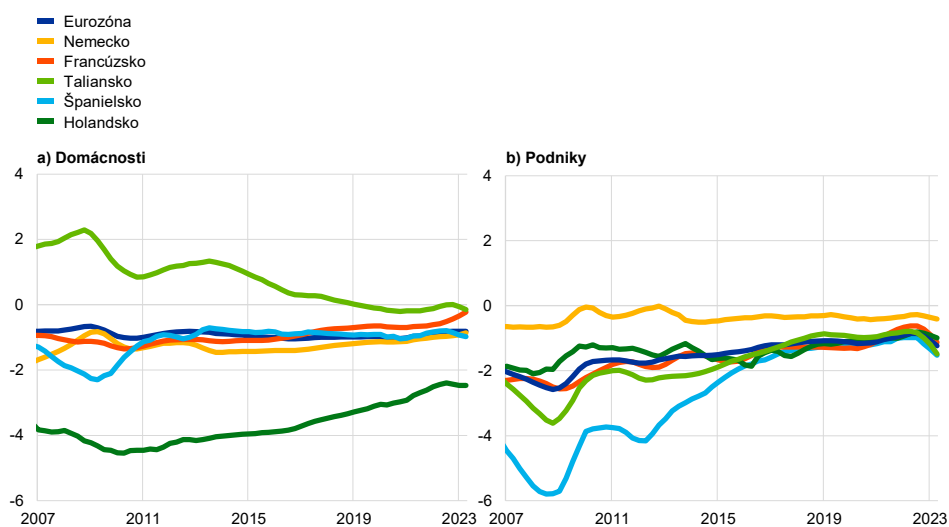
Čisté úrokové výnosy na úrovni eurozóny zakrývajú výrazné rozdiely medzi jednotlivými krajinami, ktoré odrážajú predovšetkým rozdielne čisté pozície aktív v jednotlivých sektoroch. Z piatich najväčších krajín eurozóny sú čisté úrokové výnosy domácností výrazne hlbšie v zápornom pásme v Holandsku (graf C). V roku 2023 v Holandsku dosiahli približne -2% HDP, kým v ostatných veľkých krajinách eurozóny bol tento ukazovateľ blízko nuly. Talianske domácnosti sú na opačnom konci spektra s dlhodobými kladnými čistými úrokovými výnosmi, ktoré sa v roku 2020 zmenili len na mierne záporné. Pri pohľade na posledné štvrťroky boli

čisté úrokové výnosy domácností vo všetkých najväčších krajinách eurozóny relatívne nezmenené. Čisté úrokové výnosy podnikov od začiatku cyklu zvyšovania sadziieb v roku 2022 vo všetkých krajinách klesli, čo odráža veľký agregovaný objem podnikového dlhu s krátkou splatnosťou alebo s variabilnými sadzbami, aj keď s výraznými rozdielmi medzi jednotlivými krajinami.

Graf C

Čisté úrokové výnosy v najväčších krajinách eurozóny

(toky za štyri štvrťroky ako percentuálny podiel nominálneho HDP)



Zdroj: Údaje Eurostatu a ECB zo štvrťročných sektorových účtov a výpočty autorov.
Poznámka: Posledné údaje sú z druhého štvrťroka 2023.

Významným faktorom vývoja čistých úrokových výnosov boli tiež čisté úročené aktíva, ktoré v jednotlivých krajinách vykazujú výrazné rozdiely.

V prípade domácností úročené aktíva prevažujú nad záväzkami vo všetkých najväčších krajinách eurozóny okrem Holandska (graf D).⁵ Čisté úročené aktíva sú v Taliansku trvale vyššie než v ostatných veľkých krajinách eurozóny, čo odráža nižšiu úroveň dlhu a vyššiu držbu úročených aktív, najmä dlhových cenných papierov vydaných verejnou správou. Čisté úročené aktíva vyjadrené ako percentuálny podiel HDP však v Taliansku od konca roka 2009 klesali. Dôvodom bol pokles držby dlhových cenných papierov, čo vysvetľuje približovanie čistých úrokových výnosov k celkovej hodnote za eurozónu. Pokiaľ ide o Holandsko, predchádzajúca rozšírenosť hypoték bez amortizácie vysvetľuje, prečo záväzky prevyšujú úročené aktíva a prečo sú čisté úrokové výnosy nižšie v porovnaní s celou eurozónou. Čisté úročené aktíva sa v Španielsku od globálnej finančnej krízy zvýšili v dôsledku poklesu zadlženosti, čo spolu s vysokým podielom úverov s pohyblivou úrokovou sadzbou a klesajúcimi úrokovými sadzbami viedlo k zlepšeniu čistých úrokových výnosov. V prípade podnikov úročené záväzky prevažujú nad aktívami vo všetkých najväčších krajinách eurozóny. Čisté úročené aktíva vyjadrené ako

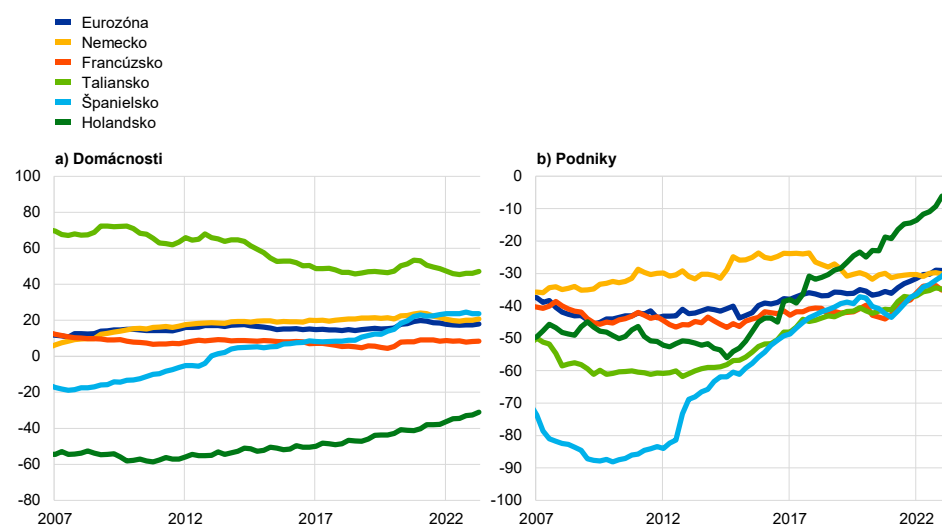
⁵ Okrem vkladov a dlhových cenných papierov môžu domácnosti sporiť aj nákupom akcií, podielov investičných fondov, životného poistenia, dôchodkových produktov a nehnuteľností. Stav čistých aktív domácností, konkrétne rozdiel medzi celkovými držanými aktívami a celkovými dlhovými záväzkami, sa v piatich najväčších členských krajinách eurozóny v druhom štvrťroku 2023 pohyboval medzi 420 % a 607 % HDP.

percentuálny podiel HDP zostali za posledné desaťročie relatívne nezmenené v Nemecku a Francúzsku, ale mali stabilne stúpajúcu tendenciu v Španielsku, Taliansku a Holandsku. V Španielsku a Taliansku sa zlepšenie čistých úrokových výnosov od roku 2012 vysvetľuje predovšetkým poklesom zadlženosti v kombinácii s vysokým podielom dlhu s pohyblivou úrokovou sadzbou a nižšími úrokovými sadzbami.

Graf D

Čisté úročené aktíva v eurozóne a v najväčších krajinách eurozóny

(zostatky ako percentuálny podiel tokov nominálneho HDP za štyri štvrťroky)



Zdroj: Eurostat, údaje ECB o štvrťročných sektorových účtoch a výpočty autorov.

Poznámka: Čisté úročené aktíva sú celkové úročené aktíva inštitucionálneho sektora mínus jeho dlhové pasíva. Medzi úročené aktíva patria vklady, priamo držané dlhové cenné papiere a poskytnuté úvery. V prípade domácností dlhové pasíva zahŕňajú úvery prijaté od všetkých inštitucionálnych sektorov. V prípade podnikov dlhové záväzky zahŕňajú aj emitované dlhové cenné papiere. Posledné údaje sú z druhého štvrťroka 2023.

Na záver možno konštatovať, že vplyv zvýšenia úrokových sadzieb na čisté úrokové výnosy závisí od toho, či inštitucionálny sektor v čistom vyjadrení vystupuje ako veriteľ alebo ako dlžník. Rastúce sadzby negatívne ovplyvňujú inštitucionálne sektory, ktoré si potrebujú požičať finančné prostriedky, keďže majú vyššie náklady na financovanie. Naopak, čistí sporitelia zarábajú viac, pretože môžu profitovať z vyššieho úročenia svojich aktív. K zmenám prijatých a zaplatených úrokových sadzieb z aktív a pasív okrem toho dochádza len postupne, podľa toho, ako sa preceňujú nástroje s pohyblivou úrokovou sadzbou a ako dochádza k splatnosti starších nástrojov s pevnou úrokovou sadzbou. Čisté úrokové výnosy domácností v eurozóne sa od konca roka 2021 zvýšili o 0,1 % HDP a mierne stimulovali výdavky súkromnej spotreby vďaka marginálnej tendencii spotrebovať úrokové výnosy. Ich pozitívny vplyv na spotrebu bol však menší ako negatívny účinok vyšších úrokových sadzieb prenášaný inými kanálmi. Naopak, čisté úrokové výnosy podnikov od konca roka 2021 klesli o 0,3 % HDP, čo viedlo k nižším investíciám v dôsledku citlivosti peňažných tokov.

Menová dynamika počas cyklu sprísňovania menovej politiky

Ramón Adalid, Max Lampe a Silvia Scopel

Cyklus zvyšovania menovopolitických úrokových sadzieb, ktorý začal v polovici roka 2022, viedol banky k zvyšovaniu úrokových sadzieb ponúkaných vkladov.

ECB zatiaľ počas cyklu sprísňovania zvýšila svoje tri kľúčové úrokové sadzby o 450 bázických bodov. V porovnaní s úrovňami zaznamenanými na konci mája 2022, teda krátko predtým, ako bol na júnovej tlačovej konferencii oznámený zámer zvýšiť úrokové sadzby, sa úrokové sadzby novo dohodnutých termínovaných vkladov zvýšili o 372 bázických bodov a sadzby jednodňových vkladov stúpli o 50 bázických bodov.

Úrokové sadzby vkladov však zostávajú o niečo nižšie ako obvyklé historické úrovne pri porovnaní s menovopolitickými sadzbami, a to najmä v prípade domácností a ich jednodňových vkladov.

Ak sú úrokové sadzby kladné, úročenie termínovaných vkladov má tendenciu tesne sledovať menovopolitickú úrokovú sadzbu.¹ V októbri 2023 sa podnikom a domácnostiam v eurozóne pri novo dohodnutých termínovaných vkladoch so splatnosťou do dvoch rokov ponúkala priemerná ročná úroková sadzba vo výške 3,70 %, resp. 3,27 %. To znamená, že spready voči menovopolitickej úrokovej sadzbe predstavujú –30 a –73 bázických bodov. Spready pri termínovaných vkladoch podnikov boli v októbri v medziach historického rozpätia, zatiaľ čo spready pri termínovaných vkladoch domácností boli o niečo širšie, ale nie bezprecedentne. Vo všeobecnosti boli podobné spreadom pozorovaným začiatkom roka 2001, teda na vrchole cyklu sprísňovania 2000 – 2001. Na rozdiel od termínovaných vkladov, úročenie jednodňových vkladov zvyčajne zostáva výrazne pod menovopolitickou sadzbou, ak sú úrokové sadzby výrazne nad nulou, čo odzrkadľuje platobné, likviditné a dispozičné služby spojené s vkladmi splatnými na požiadanie (graf A, panel a).² Súvisiace úročenie sa takisto pohybuje pomaly, čo znamená, že výsledný spread voči menovopolitickej úrokovej sadzbe má tendenciu zväčšovať sa počas cyklov sprísňovania. Toto zväčšenie je v súlade s koncepciou, že vysoké náklady na zmenu poskytujú bankám trhovú silu, a to najmä na trhu netermínovaných vkladov.³ V októbri 2023 tieto vklady ponúkali podstatne väčší záporný spread, ako keď sa sadzby stabilizovali na vrchole cyklu zvyšovania v období 2007 – 2008, ale menší v porovnaní s úrovňou stabilizácie dosiahnutou v cykle z roku 2000. Treba však zohľadniť skutočnosť, že úročenie vkladov v období rokov 2007 – 2008 mohla čiastočne navyšovať aj potreba likvidity

¹ Menovopolitická úroková sadzba je úroková sadzba, ktorú centrálna banka používa na signalizáciu nastavenia svojej menovej politiky. Sadzba hlavných refinančných operácií sa použila ako referenčná sadzba na výpočet spreadov oproti sadzbám vkladov v prvej dekáde eura, keďže v prostredí veľmi nízkej úrovne prebytočnej likvidity bola táto sadzba hlavnou referenciou pre trhové úrokové sadzby. No väčšinu posledného desaťročia, v prevládajúcom prostredí značného prebytku likvidity, bola hlavnou kotvou trhových úrokových sadzieb naopak úroková sadzba jednodňových sterilizačných operácií. Táto sadzba sa potom používala na výpočet spreadov voči sadzbám vkladov v danom období.

² Drechsler, I., Savov, A. a Schnabl, P.: *The deposits channel of monetary policy*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 132, No 4, 2017, s. 1819 – 1876.

³ Polo, A.: *Imperfect pass-through to deposit rates and monetary policy transmission*, *Staff Working Paper*, No 933, Bank of England, 2021.

v bankách v čase začiatku globálnej finančnej krízy. Zdá sa, paralelne, že dynamika v aktuálnom cykle je čiastočne ovplyvnená malou potrebou financovania bánk v kontexte nízkej úrovne poskytovania úverov a menšej konkurencie v niektorých segmentoch na trhu vkladov.⁴

Nahromadené zmeny v sadzbách vkladov boli relatívne malé, čiastočne preto, že tieto sadzby boli počas obdobia negatívnych úrokových sadzieb pred aktuálnym cyklom vyššie ako menovopolitické sadzby, ale aj pre pomalý čistý prenos do úrokových sadzieb jednoduchých vkladov domácností. Pomer zvýšenia úrokových sadzieb vkladov k zvýšeniu menovopolitických úrokových sadzieb sa bežne používa na porovnanie sily prenosu zmeny úrokových sadzieb do úrokových sadzieb vkladov v rámci cyklov sprísňovania. Tento pomer sa zvyčajne označuje ako koeficient beta pre vklady. Tento ukazovateľ je však citlivý na východiskový bod, najmä ak sa spread medzi úrokovou sadzbou vkladov a menovopolitickou sadzbou v tomto bode líši od historickej normy. Táto situácia nastala na začiatku aktuálneho cyklu sprísňovania, keďže v polovici roka 2022 boli spready medzi úrokovými sadzbami vkladov a menovopolitickými sadzbami záporné (graf A, panel a, pravý graf). Tieto prevrátené spready vkladov odzrkadľujú skutočnosť, že banky nechceli preniesť záporné úrokové sadzby na svojich retailových vkladateľov z dôvodu právnych bariér a rizík súdnych sporov alebo pre obavy z výberu vkladov.⁵ Koniec obdobia záporných a veľmi nízkych úrokových sadzieb umožnil návrat spreadov medzi menovopolitickou sadzbou a sadzbami vkladov na ich štandardné historické úrovne, čo znamenalo obdobie, v ktorom sa zvyšovanie menovopolitických sadzieb spájalo len s malým zvýšením sadzieb vkladov. Z tohto dôvodu je pri porovnávaní sily prenosu do úrokových sadzieb vkladov oproti predchádzajúcim epizodám pomocou koeficientu beta pre vklady dôležité vylúčiť obdobie nízkych menovopolitických sadzieb. Dalo by sa napríklad vylúčiť obdobie, počas ktorého bola menovopolitická sadzba nižšia ako 2 %, čo bolo na začiatku predchádzajúceho cyklu. Potom sa koeficient beta pre vklady zvýši v prípade všetkých jednoduchých vkladov, ako aj termínovaných vkladov domácností. Ďalším faktorom, ktorý má vplyv na agregované koeficienty beta pre vklady (t. j. koeficienty ktorými sa vážia zvýšenia úrokových sadzieb pre rôzne druhy vkladov na základe ich zostatkových stavov), je skutočnosť, že podniky a domácnosti majú v súčasnosti vyšší podiel jednoduchých vkladov, ako zvykli mať (graf B, panel b). Keď použijeme podiely vkladov z cyklu sprísňovania 2005 – 2007 (namiesto súčasných podielov) na skombinovanie úročenia jednoduchých vkladov a termínovaných vkladov, výsledný koeficient beta pre vklady sa približuje k hodnotám z predchádzajúcich cyklov zvyšovania, hoci stále zostáva o niečo nižší (graf A, panel b). Dôvodom je najmä skutočne slabší prenos zvyšovania menovopolitických sadzieb do sadzieb jednoduchých vkladov domácností.

⁴ Mayordomo, S. a Roibás, I.: [The pass-through of market interest rates to bank interest rates](#), *Documentos Ocasionales*, No 2312, Banco de España, 2023.

⁵ Viac v článku s názvom [Negative rates and the transmission of monetary policy](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2020.

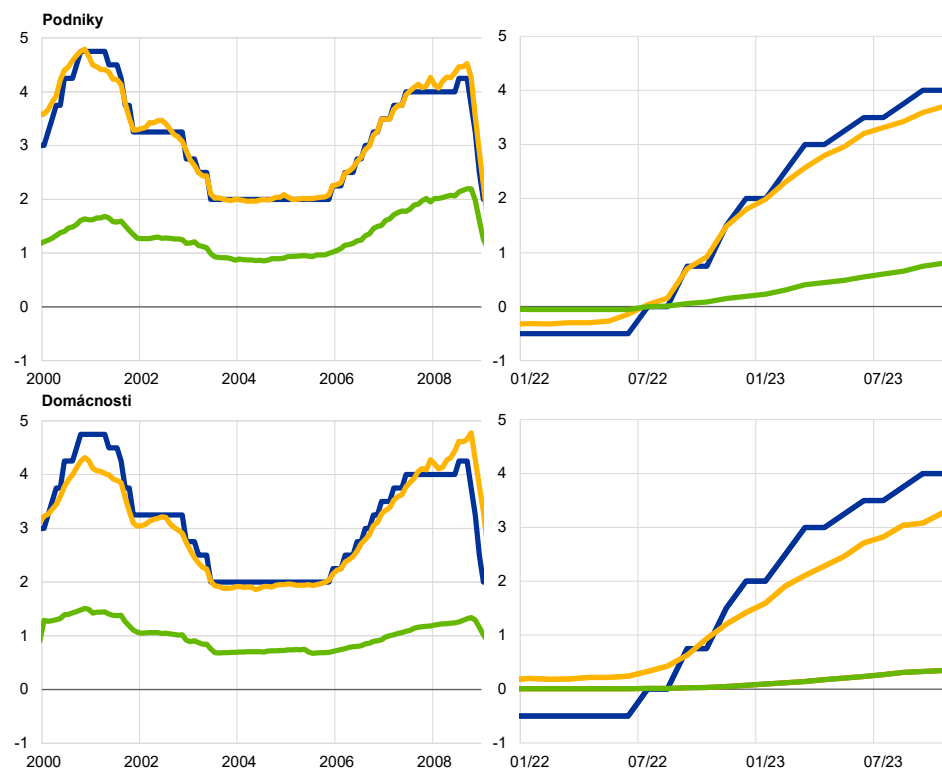
Graf A

Prenos do úrokových sadziieb v eurozóne

a) Úrovnne úrokových sadziieb

(v % p. a.)

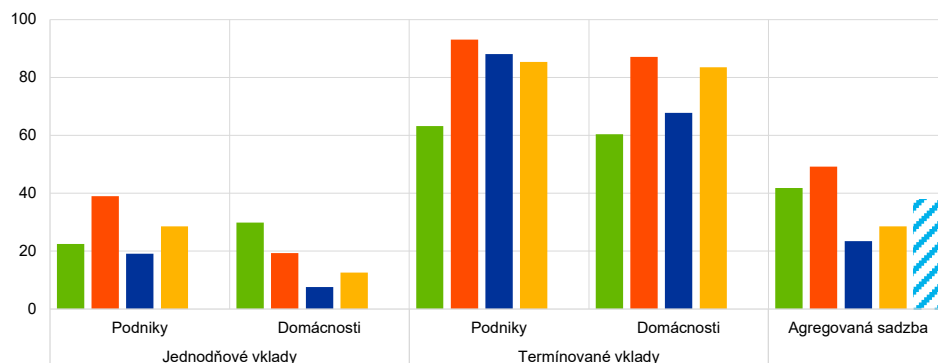
- Relevantná menovopolitická sadzba ECB
- Termínované vklady
- Jednodňové vklady



b) Koefficienty beta pre vklady

(v %)

- Cyklus 1999 – 2000
- Cyklus 2005 – 2007
- Aktuálny cyklus
- Aktuálny cyklus (odkedy je menovopolitická sadzba 2 %)
- Aktuálny cyklus (od 2 % sadzby) s váhami na základe jednodňových a termínovaných vkladov z cyklu 2005 – 2007



Zdroj: ECB.

Poznámka: Termínované vklady sú na základe nových zmlúv so splatnosťou do dvoch rokov. Koefficient beta pre vklady sa definuje ako pomer zvýšenia sadziieb vkladov k zvýšeniu menovopolitických sadziieb. Posledné údaje sú z októbra 2023.

Vyššie úročenie termínovaných vkladov a dlhopisov po dlhom období nízkych alebo záporných sadziieb podnietilo presun prostriedkov z jednodňových a iných nízko úročených vkladov práve do týchto nástrojov. V období nízkych

úrokových sadzieb boli oportunitné náklady na držbu jednodňových vkladov veľmi nízke, preto domácnosti a podniky akumulovali prakticky všetky svoje nové peňažné zostatky na jednodňových vkladoch (graf B, panel a). Súčasné sprísnenie menovej politiky a prenos do úrokových sadzieb vkladov a výnosov z iných finančných aktív viedlo k zvýšeniu oportunitných nákladov na držbu jednodňových vkladov na podobné úrovne, aké boli zaznamenané v predchádzajúcich cykloch zvyšovania. To viedlo podniky a domácnosti k tomu, aby presunuli značný podiel svojho nezvyčajne veľkého objemu jednodňových vkladov na termínované vklady a do dlhopisov. Tento objem sa v porovnaní s polovicou roka 2022 znížil, ale z historického hľadiska zostáva vysoký. Je to evidentné viac v prípade domácností ako podnikov (graf B, panel b),⁶ čo by mohlo vysvetľovať zmiernenie presunu vkladov podnikov pozorované za posledné dva štvrťroky.

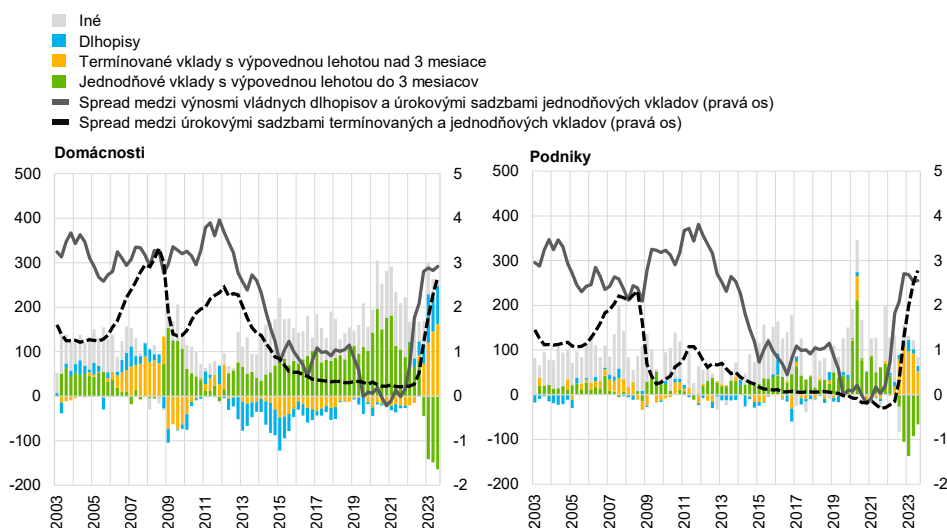
⁶ Ako relevantné referenčné obdobie pre porovnanie sa považuje obdobie 4. štvrťrok 2005, pretože ide o začiatok cyklu sprísňovania v roku 2005. Ani keby sme ako referenčnú hodnotu použili priemer za dlhšie obdobie (ako v grafe A, panel a, pravý graf), nezmenil by sa záver, že váha jednodňových vkladov je stále podstatne vyššia ako v minulosti, najmä v sektore domácností.

Graf B

Preskupovanie portfólií

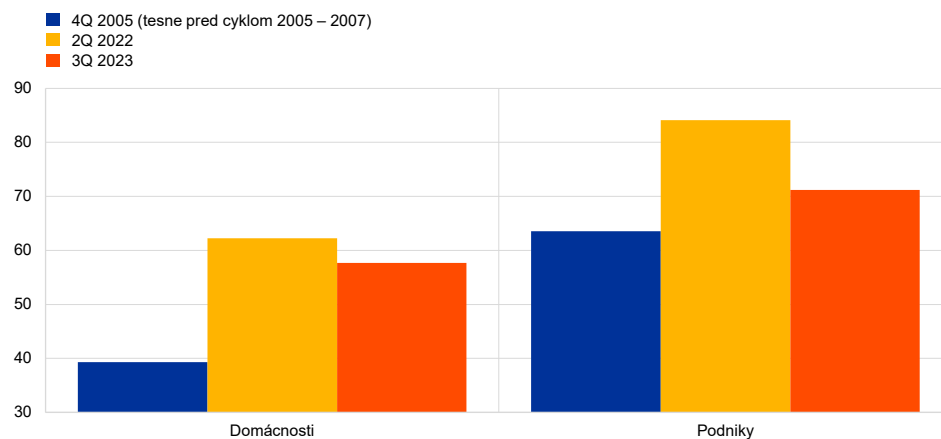
a) Finančné investície podnikov a domácností

(ľavá os: štvrťročné toky, v mld. EUR; pravá os: v p. b.)



b) Jednodňové vklady

(percentuálny podiel celkovej držby vkladov)



Zdroj: ECB.

Okrem vplyvu na portfóliové rozhodnutia domácností a podnikov ovplyvňujú zmeny v menovej politike vo všeobecnosti mnohými spôsobmi aj tvorbu peňazí. Po prvé prostredníctvom tvorby úverov, keď banky poskytujú úvery – ihneď sa to prejaví zvýšením zostatkov vkladov dlžníkov, ktoré títo môžu následne použiť na svoje platby a iné transakcie.⁷ Po druhé, zostatky širokej peňažnej zásoby sa podobným spôsobom zvyšujú, keď centrálna banka nadobudne aktíva od rezidentov eurozóny iných ako banky, alebo keď nerezidenti nadobudnú tovary, služby a finančné aktíva od rezidentov eurozóny iných ako banky.⁸ Napokon, úvery

⁷ To neznamená, že banky môžu vytvárať neobmedzené vklady. Po prvé, vytvorené vklady však môžu skončiť v iných bankách. Po druhé, banky pri poskytovaní úverov musia okrem iného zohľadniť svoju širšiu pozíciu financovania a solventnosti a riziko vyplývajúce z ich expozícií a musia dodržiavať regulačné obmedzenia.

⁸ Agregát M3 tvoria predovšetkým krátkodobé a likvidné pasíva emitované peňažnými finančnými inštitúciami v držbe sektora držby peňazí.

centrálnej banky poskytované bankám môžu taktiež viesť k tvorbe peňazí, keď nahrádzajú financovanie dlhopismi, čím sa uvoľňujú prostriedky, ktoré môžu vkladatelia držať na svojich účtoch.

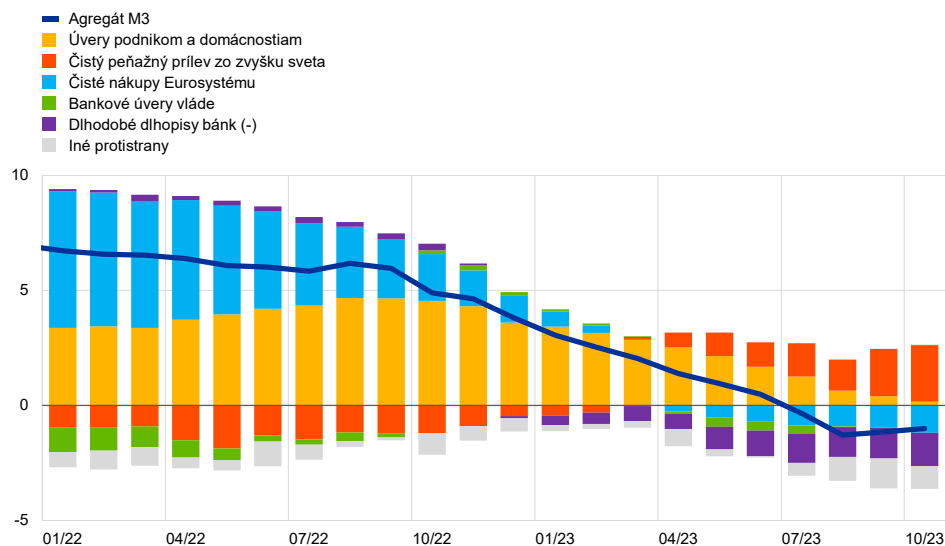
Aktuálne menovopolitické sprísňovanie viedlo k oslabeniu tvorby širšej peňažnej zásoby, pričom ju posunulo do záporného pásma na historické minimum. Od začiatku aktuálneho cyklu sprísňovania viedli vyššie úrokové sadzby k výraznému zníženiu dopytu po úveroch aj ponuky úverov. Tým sa drasticky znížil objem úverov, ktorý predstavuje typický zdroj tvorby peňazí. Okrem toho pokles súvahy Eurosystemu posilnil pokles ponuky úverov a mal priamy tlmiaci účinok na agregát M3 prostredníctvom dvoch kanálov: i) splátky operácií TLTRO, ktoré podnecujú banky k emitovaniu dlhodobých dlhopisov, čím sa znižujú peňažné zostatky, keď vkladatelia nadobúdajú tieto dlhopisy, a ii) postupné splácanie portfólia programu nákupu aktív, ktorým sa sťahujú peniaze z obehu.⁹ V dôsledku toho príspevok úverov podnikom a domácnostiam k ročnému agregátu M3 klesol zo 4 percentuálnych bodov v polovici roka 2022 približne na nulu v októbri 2023, zatiaľ čo emitovanie bankových dlhopisov v súčasnosti uberá z ročného objemu M3 zhruba 1,5 percentuálneho bodu. Priamy príspevok z nákupov Eurosystemu sa zmenil na záporný, a to takmer zo 6 percentuálnych bodov na začiatku roka 2022 na -1 percentuálny bod v októbri 2023. To však bolo do značnej miery kompenzované nákupmi štátnych dlhopisov zahraničnými investormi, kým nákupy dlhopisov domácnosťami v súčasnosti menovú dynamiku do istej miery spomaľujú. Oživenie prebytkov na bežnom a kapitálovom účte, ktoré tiež odzrkadľuje oslabenie domáceho dopytu po zahraničných tovaroch, takisto podporilo čistý peňažný prílev zo zahraničia od konca roka 2022 (graf C, panel a).

⁹ Lane, P.: [The banking channel of monetary policy tightening in the euro area](#), poznámky k panelovej diskusii o bankovej solventnosti a menovej politike, na seminári NBER Summer Institute, Money and Financial Frictions Workshop, 12. júla 2023.

Graf C Menové agregáty

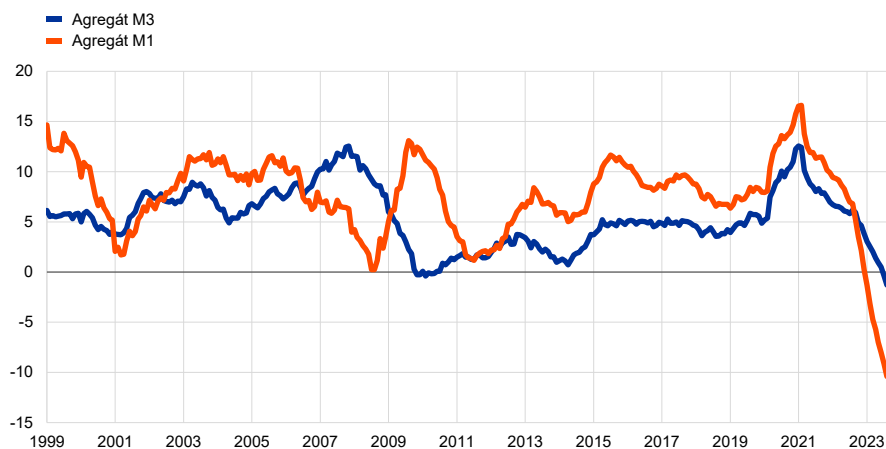
a) Zdroje tvorby peňazí

(ročná percentuálna zmena; príspevky k ročnej percentuálnej zmene)



b) Menové agregáty

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z októbra 2023.

Presuny vkladov a pokles širokej peňažnej zásoby vo všeobecnosti viedli k bezprecedentne veľkému zápornému rastu úzkeho menového agregátu M1.

Kedže jednoduchové vklady sú hlavnou zložkou agregátu M1, odklon od týchto vkladov viedol k bezprecedentnému poklesu tohto agregátu (od leta približne o 10 %, graf C, panel b). Vzhľadom na to, že rast agregátu M1 má historicky dobrú predikčnú schopnosť, pokiaľ ide o rast reálneho HDP, tento vývoj vyvolal obavy z ďalšieho spomalenia hospodárskej aktivity.¹⁰ Toto prepojenie čiastočne funguje prostredníctvom rozhodnutí o spotrebe, úsporách a investíciách, pretože agregát M1 je relevantným ukazovateľom úrovne likvidity v ekonomike. V súčasnej situácii však

¹⁰ Viac v boxe s názvom [The predictive power of real M1 for real economic activity in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2019.

tento obvyklý signál môže byť skreslený pokračujúcim odklonom od jednodňových vkladov a predchádzajúcim silným rastom agregátu M1 od roku 2015 (ktorý bol do značnej miery spojený s čistými nákupmi aktív v kombinácii s nízkymi úrokovými sadzbami). Inými slovami, pokles agregátu M1 vyplývajúci z odklonu portfólií od jednodňových vkladov by v zásade mal mať na výdavkovú schopnosť agentov menší vplyv. Preto by jeho negatívny vplyv na HDP mal byť menší ako v prípade typického poklesu M1, najmä vzhľadom na to, že objem jednodňových vkladov zostáva z historického hľadiska relatívne vysoký. To však neznamená, že by sa agregát M1 nemal vôbec zohľadňovať, najmä ak ho sprevádza napätie na finančných trhoch a vyšší dopyt po likvidite.

© Európska centrálna banka 2024

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

Všetky práva vyhradené. Reprodukované na vzdelávacie a nekomerčné účely je povolené s uvedením zdroja.
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 13. decembra 2023.

PDF ISSN 2363-3549, QB-BP-23-012-SK-N