



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA  
EUROSYSTEM

# Ekonomický bulletin

Číslo 4 / 2023



# Obsah

<b>Obsah</b>	<b>1</b>
<b>Hospodársky, finančný a menový vývoj</b>	<b>2</b>
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	9
2 Hospodárska aktivita	16
3 Ceny a náklady	24
4 Vývoj na finančných trhoch	31
5 Podmienky financovania a úvery	37
6 Fiškálny vývoj	46
<b>Boxy</b>	<b>50</b>
1 Spotrebný impulz úspor z obdobia pandémie – záleží na zložení?	50
2 Konferenčné hovory o hospodárskych výsledkoch: nové údaje o ziskoch, investíciách a podmienkach financovania podnikov	56
3 Ako jednotkové zisky prispeli k nedávnomu posilneniu domácich cenových tlakov v eurozóne	62
4 Vývoj mzdovej kvóty v eurozóne od začiatku pandémie	71
5 Očakávania firiem týkajúce sa predajných cien – údaje zo štúdie SAFE	76
6 Výrazné obmedzenie vonkajších finančných tokov eurozóny v roku 2022 – informácie z podrobnejšej štatistiky platobnej bilancie	81
7 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 8. februára do 9. mája 2023	88
8 Divergencia inflácie a konkurencieschopnosti krajín eurozóny	94

# Hospodársky, finančný a menový vývoj

## Prehľad

Inflácia naďalej klesá, no podľa projekcií má zostať príliš dlho na príliš vysokej úrovni. Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť včasný návrat inflácie na cieľovú úroveň 2 % v strednodobom horizonte. Na svojom zasadnutí 15. júna 2023 sa preto rozhodla zvýšiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov.

Zvýšenie sadzieb odráža aktualizované hodnotenie Rady guvernérov týkajúce sa inflačného výhľadu, dynamiky základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2023 má celková inflácia dosiahnuť v priemere 5,4 % v roku 2023, 3,0 % v roku 2024 a 2,2 % v roku 2025. Ukazovatele základných cenových tlakov zostávajú vysoké, hoci niektoré z nich vykazujú predbežné známky zmierňovania. Projekcie inflácie bez energií a potravín boli predovšetkým na tento a budúci rok upravené nahor v dôsledku minulých nečakane vysokých údajov a vplyvu silného trhu práce na rýchlosť poklesu inflácie. Aktuálne sa očakáva, že táto miera inflácie dosiahne 5,1 % v roku 2023, 3,0 % v roku 2024 a 2,3 % v roku 2025. Projekcie hospodárskeho rastu boli na tento a budúci rok upravené mierne nadol. Podľa nich má tempo hospodárskeho rastu dosiahnuť 0,9 % v roku 2023, 1,5 % v roku 2024 a 1,6 % v roku 2025.

Doterajšie zvyšovanie úrokových sadzieb zo strany Rady guvernérov sa zároveň výrazne premieta do podmienok financovania a postupne sa prenáša do ekonomiky. Úverové náklady sa prudko zvýšili a rast úverov sa spomaľuje. Prísnejšie podmienky financovania sú kľúčovým predpokladom projektovaného ďalšieho poklesu inflácie smerom k cieľovej úrovni, keďže by mali čoraz viac tlmieť dopyt.

Budúce rozhodnutia Rady guvernérov zabezpečia nastavenie kľúčových úrokových sadzieb ECB na úroveň, ktorá je dostatočne reštriktívna na dosiahnutie včasného návratu inflácie na úroveň strednodobého cieľa 2 %, a zachovanie tejto úrovne 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 naďalej vychádzať predovšetkým z jej hodnotenia inflačného výhľadu na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, dynamiky vývoja základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky.

Rada guvernérov potvrdila ukončenie reinvestícií v rámci programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP) od júla 2023.

## Hospodárska aktivita

Svetová ekonomika mala na začiatku tohto roka pevnejší základ než v poslednom štvrtroku 2022 vďaka znovuotvoreniu čínskej ekonomiky a odolnosti trhu práce v Spojených štátoch. Globálnu aktivitu podporoval najmä sektor služieb, zatiaľ čo

priemyselná produkcia zostáva pomerne tlmená. Ťažkosti bankového sektora Spojených štátov začiatkom marca viedli ku krátkemu obdobiu akútneho napätia na svetových finančných trhoch. Odtedy vo väčšine tried aktív došlo k vyrovnaniu strát zaznamenaných počas tohto obdobia, pričom účastníci finančných trhov zároveň znížili svoje očakávania budúceho vývoja, pokiaľ ide o sprísňovanie menovej politiky Federálneho rezervného systému. Pretrvávajúca neistota však prispieva k nepriaznivým faktorom brzdiacim globálny rast, ku ktorým patrí vysoká inflácia, sprísňovanie globálnych finančných podmienok a geopolitické napätie. Za týchto okolností zostáva výhľad vývoja svetového hospodárskeho rastu a inflácie v projekciách z júna 2023 v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2023 v podstate nezmenený. Mierne revízia svetového rastu na rok 2023 smerom nahor súvisí najmä s výraznejším než pôvodne očakávaným oživením dopytu v Číne v prvom štvrtroku, ktoré bolo čiastočne vyvážené nepriaznivým vplyvom prísnejších finančných a úverových podmienok v Spojených štátoch a iných vyspelých ekonomikách. Výhľad vývoja inflácie bol na rok 2024 upravený mierne nahor vzhľadom na nedostatok pracovných síl a stále vysoký rast miezd vo vyspelých ekonomikách, zatiaľ čo nižšie ceny komodít sú príčinou miernej revízie projektovanej inflácie smerom nadol na rok 2023. Svetový obchod by mal tento rok podľa projekcií rásť oveľa pomalším tempom ako reálny HDP, keďže zloženie globálneho dopytu sa stáva menej závislým od obchodnej výmeny. Výhľad vývoja svetového obchodu na tento rok bol upravený nadol, hoci prevažne z dôvodu značných negatívnych prenosových účinkov z posledného štvrtroka 2022 a slabých výsledkov vo významných ekonomikách v prvom štvrtroku.

Ekonomika eurozóny v posledných mesiacoch stagnuje. Rovnako ako v poslednom štvrtroku minulého roka aj v prvom štvrtroku 2023 vzhľadom na pokles súkromnej i verejnej spotreby klesla o 0,1 %. V krátkodobom horizonte bude hospodársky rast pravdepodobne naďalej slabý, no s poklesom inflácie a pokračujúcim ústupom ponukových obmedzení by sa mal v priebehu roka zrýchľovať. Podmienky v jednotlivých sektoroch hospodárstva sú rôznorodé: výroba sa naďalej oslabuje, čiastočne vzhľadom na slabší globálny dopyt a prísnejšie podmienky financovania v eurozóne, zatiaľ čo služby zostávajú odolné.

Situácia na trhu práce je naďalej priaznivá. V prvom štvrtroku pribudol takmer milión nových pracovných miest a miera nezamestnanosti v apríli dosahovala historicky nízkych 6,5 %. Zvýšil sa i priemerný počet odpracovaných hodín, hoci je stále o niečo nižší ako pred pandémiou.

V projekciách z júna 2023 sa očakáva, že vďaka zmierneniu cien energií, posilneniu zahraničného dopytu a ústupu ponukových obmedzení, čo umožní firmám pokračovať v dobiehaní sklzov v plnení objednávok, ako aj vďaka pokračujúcemu poklesu neistoty, aj v súvislosti s nedávnym napätím v bankovom sektore, sa ekonomika v nadchádzajúcich štvrtrokoch vráti k rastu. Okrem toho sa vzhľadom na stabilný trh práce a ďalší pokles nezamestnanosti na historicky nízku úroveň počas sledovaného obdobia očakáva zlepšenie reálnych príjmov. Sprísňovanie menovej politiky ECB sa bude čoraz viac premietat' do reálnej ekonomiky. Spolu s postupným ukončovaním rozpočtovej podpory bude tento vývoj nepriaznivo vplyvať na hospodársky rast v strednodobom horizonte. Celkovo sa očakáva spomalenie

priemerného ročného rastu reálneho HDP na 0,9 % v roku 2023 (z 3,5 % v roku 2022) a neskôr jeho zrýchlenie na 1,5 % v roku 2024 a 1,6 % v roku 2025. V porovnaní s projekciami z marca 2023 bol výhľad rastu HDP na roky 2023 a 2024 upravený nadol o 0,1 percentuálneho bodu, najmä v dôsledku prísnejších podmienok financovania. V roku 2025 zostáva rast HDP nezmenený, keďže sa očakáva, že tieto účinky budú čiastočne vykompenzované vplyvom vyššieho reálneho disponibilného príjmu a nižšej neistoty.

Výhľad rozpočtového vývoja eurozóny by sa mal počas sledovaného obdobia podľa všetkého zlepšiť. Po výraznom poklese v roku 2022 sa očakáva, že rozpočtový deficit eurozóny bude v rokoch 2023 a 2024 naďalej klesať pomalším tempom a v roku 2025 len nepatrne (na 2,5 % HDP). Pokles rozpočtového salda na konci sledovaného obdobia v porovnaní s rokom 2022 možno pripísať zlepšeniu primárneho salda očisteného od cyklických vplyvov a v menšom rozsahu aj lepšej cyklickej rozpočtovej zložke, zatiaľ čo úrokové platby v pomere k HDP sa počas sledovaného obdobia postupne zvyšujú. Predpokladá sa, že zadlženosť eurozóny bude naďalej klesať, hoci po roku 2022 pomalšie, na úroveň 87,3 % HDP do roku 2025. Dôvodom sú najmä záporné diferenciály úrokových mier a rastu, ktoré prevažujú pretrvávajúce primárne deficity. Napriek tomu sa očakáva, že v roku 2025 zostane pomer deficitu i dlhu nad úrovňou pred pandémie. V porovnaní s projekciami z marca 2023 zostáva rozpočtové saldo na konci sledovaného obdobia v podstate nezmenené, zatiaľ čo pomer dlhu bol na roky 2023 až 2025 upravený mierne nahor, a to najmä z dôvodu menej priaznivých diferenciálov úrokových mier a rastu.

S ústupom energetickej krízy by mali vlády urýchlene a koordinovane ukončiť príslušné podporné opatrenia, aby predišli zvyšovaniu strednodobých inflačných tlakov, ktoré by si vyžadovalo ráznejšiu reakciu menovej politiky. Rozpočtová politika by sa mala zameriavať na zvyšovanie produktivity ekonomiky eurozóny a postupné znižovanie vysokej zadlženosti verejnej správy. Pri znižovaní cenových tlakov v strednodobom horizonte môžu pomôcť aj opatrenia zamerané na zvýšenie ponukovej kapacity eurozóny, predovšetkým v energetickom sektore. Reforma rámca správy ekonomických záležitostí EÚ by sa mala čím skôr uzavrieť.

## Inflácia

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu inflácia v máji naďalej klesala a z aprílových 7,0 % sa znížila na 6,1 %. Pokles cien bol plošný. Inflácia cien energií, ktorá v apríli stúpila, začala znova klesať a v máji bola záporná. Ďalej klesala aj inflácia cien potravín, ktorá však stále dosahuje vysokých 12,5 %.

Inflácia bez energií a potravín v máji klesla druhý mesiac za sebou, z 5,6 % v apríli na 5,3 %. V klesaní pokračovala inflácia cien tovarov, z aprílových 6,2 % na 5,8 %. Inflácia cien služieb klesla po prvýkrát za niekoľko mesiacov, z 5,2 % na 5,0 %. Ukazovatele základných cenových tlakov zostávajú vysoké, hoci niektoré z nich vykazujú predbežné známky zmierňovania.

Na rast cien v celej ekonomike naďalej pôsobí minulé zvyšovanie nákladov na energie. Infláciu stále poháňa aj odkladaný dopyt v súvislosti so znovuotvorením ekonomiky, predovšetkým v oblasti služieb. Čoraz významnejším zdrojom inflácie sa stávajú mzdové tlaky, hoci čiastočne v dôsledku jednorazových platieb. Kompenzácie na zamestnanca v prvom štvrtroku vzrástli o 5,2 % a dojednané mzdy o 4,3 %. Navyše v niektorých sektoroch sa podnikom darí udržiavať pomerne vysoké marže, najmä v prípadoch, keď dopyt prevyšuje ponuku. Hoci sa väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní v súčasnosti pohybuje na približne dvojpercentnej úrovni, niektoré ukazovatele zostávajú na zvýšenej úrovni a je potrebné ich pozorne monitorovať.

Keďže inflácia cien energií má byť počas roka 2023 čoraz zápornejšia a inflácia cien potravín sa prudko zmiernuje, celková inflácia by podľa projekcií z júna 2023 mala naďalej klesať a v poslednom štvrtroku by mala byť na úrovni približne 3 %. Napriek tomu sa predpokladá, že inflácia HICP bez energií a potravín v krátkodobom horizonte prekoná celkovú infláciu a zostane nad jej úrovňou až do začiatku roka 2024, hoci od druhej polovice roka 2023 bude postupne klesať. S postupným odznievaním nepriamych účinkov predchádzajúcich šokov v oblasti cien energií a ďalších tlakov v cenovom reťazci, ktoré je príčinou očakávaného poklesu, sa dominantným faktorom inflácie HICP bez energií a potravín stanú náklady práce. Očakáva sa, že rast miezd zostane počas väčšiny sledovaného obdobia nad dvojnásobkom svojho historického priemeru, a to v dôsledku inflačnej kompenzácie a nedostatku pracovných síl, ako aj zvyšovania minimálnych miezd. Napriek tomu sa očakáva, že časť vplyvu týchto nákladov budú v strednodobom horizonte tmiť ziskové marže, ktoré v roku 2022 výrazne vzrástli. Okrem toho by základnú infláciu mala v nadchádzajúcich rokoch ďalej tmiť menová politika. Celková inflácia by mala klesnúť z 8,4 % v roku 2022 na priemernú hodnotu 5,4 % v roku 2023, 3,0 % v roku 2024 a 2,2 % v roku 2025. V porovnaní s projekciami z marca 2023 bola celková inflácia na celé obdobie projekcií upravená mierne nahor. Dôvodom je predovšetkým výrazná úprava inflácie HICP bez energií a potravín smerom nahor, ktorá je dôsledkom revízií vzhľadom na vyššie než očakávané nedávne hodnoty inflácie a o niečo vyššie jednotkové náklady práce, ktoré prevážia vplyv predpokladaných nižších cien energií a prísnejších podmienok financovania.

## Hodnotenie rizík

Výhľad hospodárskeho rastu a inflácie zostáva podľa Rady guvernérov veľmi neistý. Medzi riziká pomalšieho hospodárskeho rastu patrí neoprávnená vojna Ruska proti Ukrajine a nárast širšieho geopolitického napätia, ktorý by mohol viesť k fragmentácii svetového obchodu a zasiahnuť tak hospodárstvo eurozóny. Pomalší rast by tiež mohol byť dôsledkom silnejších než projektovaných účinkov menovej politiky. Obnovenie napätia na finančných trhoch by mohlo viesť k ešte prísnejším podmienkam financovania, než sa predpokladá, a oslabiť dôveru. Hospodárska aktivita v eurozóne by navyše mohla byť ďalej tmená v dôsledku slabšieho rastu svetového hospodárstva. Hospodársky rast by však mohol projektované hodnoty prekročiť, ak by priaznivá situácia na trhu práce a ustupujúca neistota viedli k zvýšeniu dôvery a spotreby zo strany ľudí a podnikov.

Medzi riziká rýchlejšieho cenového vývoja patrí potenciálne obnovenie tlakov na rast cien energií a potravín, okrem iného v súvislosti s vojnou Ruska proti Ukrajine. K ďalšiemu zvyšovaniu inflácie, i v strednodobom horizonte, by mohol prispieť aj dlhodobý rast inflačných očakávaní nad úroveň cieľa Rady guvernérov alebo vyšší než očakávaný rast miezd alebo ziskových marží. Podiel na rizikách rastu inflácie majú aj nedávne mzdové dohody vo viacerých krajinách. Obnovenie napätia na finančných trhoch by naopak mohlo spôsobiť rýchlejší pokles inflácie, než sa očakáva. Slabší dopyt, spôsobený napríklad silnejším účinkom transmisie menovej politiky, by tiež viedol k nižším cenovým tlakom, a to najmä strednodobo. K rýchlejšiemu poklesu inflácie by okrem toho prispel aj rýchlejší prenos klesajúcich cien energií a pomalšieho rastu cien potravín do cien ostatných tovarov a služieb, než sa v súčasnosti očakáva.

## Finančné a menové podmienky

Sprísňovanie menovej politiky sa naďalej odráža v bezrizikových úrokových mierach a širších podmienkach financovania. Podmienky bankového financovania sa sprísnilo a podnikom a domácnostiam sa zvyšujú náklady na úvery. Sadzby úverov dosiahli v apríli najvyššiu úroveň za viac ako desať rokov: v prípade podnikových úverov 4,4 % a v prípade hypotekárnych úverov 3,4 %.

Vyššie úverové sadzby spolu s prísnejšími podmienkami poskytovania úverov a slabším dopytom po úveroch vedú k ďalšiemu oslabovaniu úverovej dynamiky. Ročná miera rastu úverov poskytovaných podnikom v apríli ďalej klesla na 4,6 %. Medzimesačné zmeny sú od novembra 2022 v priemere záporné. Úvery domácnostiam rástli v apríli ročným tempom 2,5 % a v medzimesačnom vyjadrení vzrástli len nepatrne. Slabá úverová aktivita a redukcia súvahy Eurosystemu viedli k pokračujúcemu poklesu ročného tempa rastu peňažnej zásoby na 1,9 % v apríli. Medzimesačné zmeny peňažnej zásoby sú od decembra záporné.

V súlade so svojou stratégiou menovej politiky Rada guvernérov dôkladne posúdila vzájomný vzťah medzi menovou politikou a finančnou stabilitou. Výhľad vývoja finančnej stability je od posledného hodnotenia v decembri 2022 naďalej komplikovaný. Prísnejšie podmienky financovania spôsobujú nárast nákladov bánk na financovanie a kreditného rizika nesplatených úverov. Spolu s nedávnym napätím v bankovom systéme Spojených štátov by tieto faktory mohli viesť k vzniku systémového napätia a utlmiť hospodársky rast v krátkodobom horizonte. Ďalším faktorom ohrozujúcim odolnosť finančného sektora je útlm na trhu s nehnuteľnosťami, ku ktorému by sa mohli pridať vyššie úverové náklady a nárast nezamestnanosti. Tieto riziká ohrozujúce finančnú stabilitu však zmierňuje skutočnosť, že banky v eurozóne majú silné kapitálové a likviditné pozície. Makroprudenciálna politika zostáva prvou obrannou líniou proti vzniku slabín vo finančnom sektore.

## Rozhodnutia o menovej politike

Na svojom zasadnutí 15. júna 2023 sa Rada guvernérov rozhodla zvýšiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov. Úroková sadzba hlavných refinančných operácií a úrokové sadzby jednodňových refinančných a jednodňových sterilizačných operácií sa tak s účinnosťou od 21. júna 2023 zvýšili na 4,00 %, 4,25 % a 3,50 %.

Objem portfólia programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP) sa postupným a predvídateľným tempom znižuje, keďže Eurosystem už istinu zo splatených cenných papierov nereinvestuje v plnej výške. Redukcia portfólia bude do konca júna 2023 predstavovať v priemere 15 mld. € za mesiac. Od júla 2023 Rada guvernérov reinvestície v rámci programu APP ukončí.

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

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

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

## Záver

Inflácia naďalej klesá, no podľa projekcií má zostať príliš dlho na príliš vysokej úrovni. Rada guvernérov sa preto na svojom zasadnutí 15. júna 2023 rozhodla zvýšiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov, v súlade s jej odhodlaním zabezpečiť včasný návrat inflácie na úroveň jej strednodobého cieľa 2 %.

Budúce rozhodnutia Rady guvernérov zabezpečia nastavenie kľúčových úrokových sadziieb ECB na úroveň, ktorá je dostatočne reštriktívna na dosiahnutie včasného návratu inflácie na úroveň jej strednodobého cieľa 2 %, a zachovanie tejto úrovne dovtedy, kým to bude potrebné. Pri určovaní primeranej úrovne a dĺžky trvania reštrikcie sa Rada guvernérov bude naďalej riadiť aktuálnymi údajmi. Predovšetkým rozhodnutia o úrokových sadzbách budú naďalej vychádzať predovšetkým z jej hodnotenia inflačného výhľadu na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, dynamiky vývoja základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky.



Rada guvernérov 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 bola na začiatku tohto roka v lepšej východiskovej pozícii ako v poslednom štvrtroku 2022 vďaka opätovnému otvoreniu čínskej ekonomiky a odolnosti trhov práce v Spojených štátoch. Globálnu aktivitu poháňal najmä sektor služieb, zatiaľ čo priemyselná produkcia zostáva v relatívnom útlme. Sprievodné javy vyplývajúce z problémov amerického bankového sektora začiatkom marca viedli ku krátkemu obdobiu akútneho stresu na svetových finančných trhoch. Odvtedy väčšina cien aktív vyrovnala straty zaznamenané počas tohto obdobia a účastníci finančného trhu upravili nadol svoje očakávania týkajúce sa budúceho sprísňovania menovej politiky Federálneho rezervného systému. Pretrvávajúca neistota, vrátane vysokej inflácie, sprísňovania globálnych finančných podmienok a geopolitického napätia, však prispieva k negatívnym vplyvom na globálny rast. V tomto kontexte zostáva výhľad globálneho rastu a inflácie v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu z júna 2023 v porovnaní s výsledkami odborníkov ECB z marca 2023 zhruba nezmenený. Drobná úprava globálneho rastu v roku 2023 smerom nahor súvisí najmä s oproti očakávaniam väčším oživením dopytu v Číne v prvom štvrtroku, ktoré však bolo čiastočne kompenzované nepriaznivým vplyvom prísnejších finančných a úverových podmienok v Spojených štátoch a ďalších vyspelých ekonomikách. Výhľad inflácie na rok 2024 bol upravený mierne nahor v kontexte napätých trhov práce a stále vysokého rastu miezd vo vyspelých ekonomikách, zatiaľ čo drobnú úpravu prognózovanej inflácie v roku 2023 smerom nadol vysvetľujú nižšie ceny komodít. Očakáva sa, že svetový obchod bude tento rok rásť oveľa pomalším tempom ako reálny HDP, keďže podiel obchodu v globálnom dopyte poklesol. Výhľad svetového obchodu na rok 2023 bol upravený nadol, aj keď tomu bolo do značnej miery z dôvodu veľkého negatívneho účinku prenosu z posledného štvrtroka 2022 a slabých výsledkov hlavných ekonomík v prvom štvrtroku.*

**Globálna ekonomika bola na začiatku tohto roka v lepšej východiskovej pozícii ako v poslednom štvrtroku 2022 vďaka opätovnému otvoreniu čínskej ekonomiky a odolnosti trhov práce v Spojených štátoch.** Údaje pochádzajúce z týchto krajín od začiatku roka prekvapujúco rýchlo rastú. Tento prekvapujúci vývoj vyplýva z oživenia dopytu v Číne, ktorý bol skorší a silnejší, než sa očakávalo, keďže narušenia vyvolané pandemiou sa ukázali ako krátkodobé. Odolnosť trhov práce v Spojených štátoch v kontexte výrazného sprísňovania menovej politiky predstavuje podporu pre spotrebiteľský dopyt. Hospodársku aktivitu poháňa najmä sektor služieb, zatiaľ čo priemyselná produkcia zostáva v relatívnom útlme (graf 1). Odhaduje sa, že globálny rast sa v prvom štvrtroku zvýšil na 0,9 % z 0,5 % v predchádzajúcom štvrtroku a bol o 0,2 percentuálneho bodu vyšší ako v marcových projekciách.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Vzhľadom na to, že táto časť sa zameriava na vývoj v globálnom prostredí, všetky odkazy na svetové a/alebo globálne agregované ekonomické ukazovatele sú bez eurozóny.

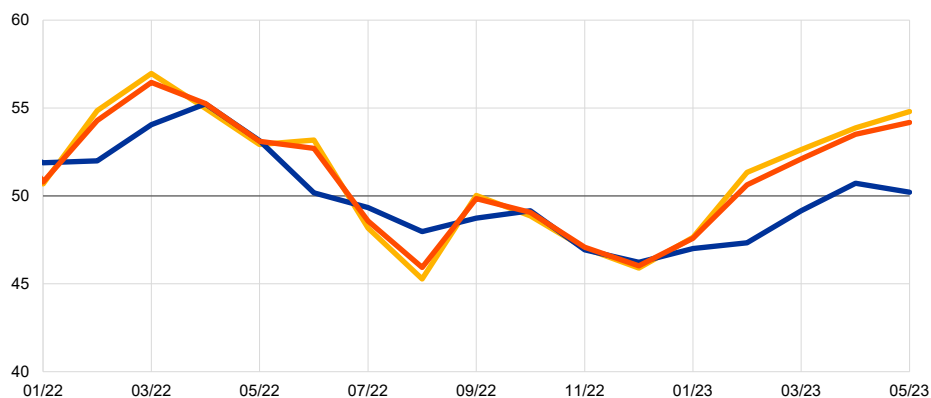
## Graf 1

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

### a) Vyspelé ekonomiky (bez eurozóny)

(difúzný index)

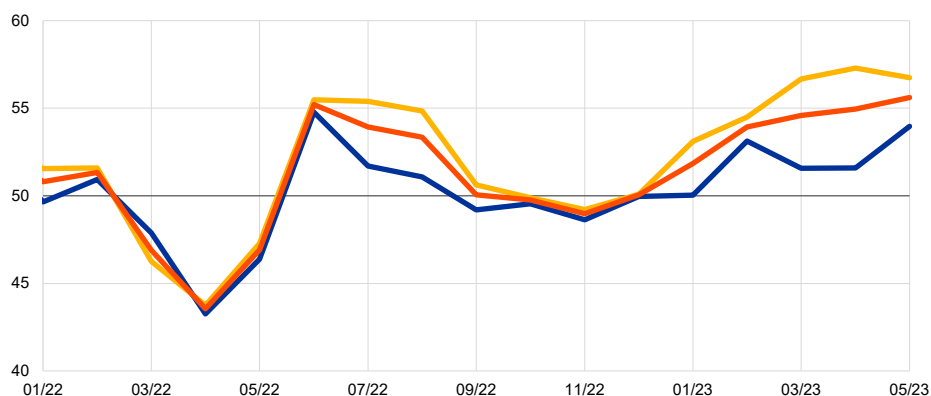
- Služby
- Výroba
- Kompozitný PMI



### b) Rozvíjajúce sa trhovú ekonomiky

(difúzný index)

- Služby
- Výroba
- Kompozitný PMI



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

### Hoci akútny finančný stres na globálnych finančných trhoch vyvolaný napätím v bankovom sektore v Spojených štátoch ustúpil, neistota zostáva vysoká.

Následky problémov amerického bankového sektora viedli ku krátkemu obdobiu akútneho stresu na svetových finančných trhoch. Odvtedy väčšina tried aktív s výnimkou finančných akcií vyrovnala straty zaznamenané počas tohto obdobia, pričom účastníci finančných trhov tiež upravili nadol svoje očakávania týkajúce sa budúceho sprísňovania menovej politiky Federálneho rezervného systému. Vysoká neistota súvisiaca s vývojom bankového sektora v Spojených štátoch, vrátane vysokej inflácie, sprísňovania finančných podmienok a zvýšenej geopolitickej neistoty, prispieva k negatívnym vplyvom na globálny rast. Najnovšie údaje skutočne naznačujú, že globálny rast v poslednom čase stráca dynamiku.

### Výhľad globálneho rastu a inflácie zostáva v porovnaní s projekciami z marca 2023 zhruba nezmenený.

Očakáva sa, že svetové hospodárstvo porastie o 3,1 % v tomto aj budúcom roku a potom sa mierne zrýchli na 3,3 % v roku 2025. Rast na rok 2023 bol upravený mierne nahor (o 0,1 percentuálneho bodu), na rok 2024 mierne nadol (o 0,1 percentuálneho bodu) a na rok 2025 zostáva nezmenený. Oživenie dopytu v Číne v prvom štvrtroku, ktoré bolo výraznejšie, než sa pôvodne očakávalo, je kľúčovým faktorom vysvetľujúcim úpravu globálneho rastu v roku 2023 smerom nahor, zatiaľ čo výhľad globálneho rastu v najbližšom období sa upravil mierne nadol. Globálny rast v roku 2024, ktorý je oproti predchádzajúcim projekciám mierne pomalší, súvisí s vplyvom horších finančných a úverových podmienok v Spojených štátoch a ďalších vyspelých ekonomikách.

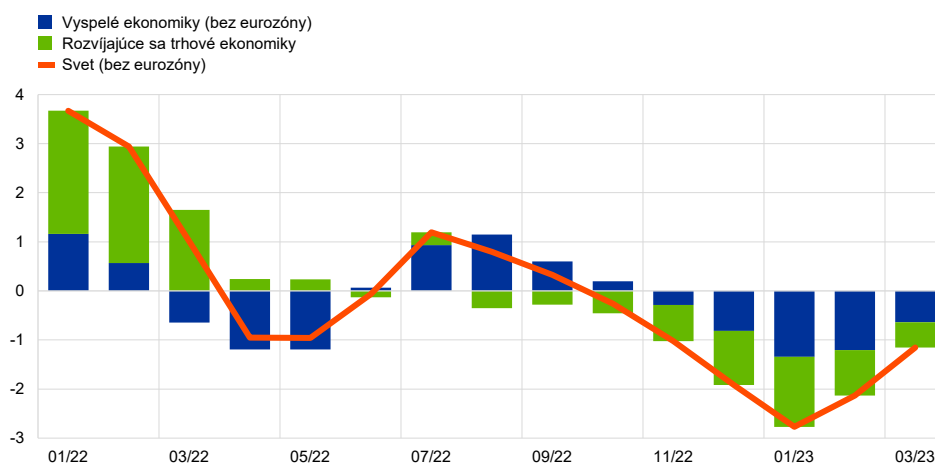
### Keďže globálnu aktivitu poháňa predovšetkým sektor služieb, v ktorom má obchod menšie zastúpenie ako vo výrobnom sektore, svetový obchod zostáva slabý.

Rozdielny vývoj aktivity a obchodu možno vysvetliť tromi dopĺňajúcimi sa účinkami štruktúry, keď aktivita je poháňaná geografickými oblasťami s menšou intenzitou obchodu (rozvíjajúcimi si ekonomikami), zložkami dopytu (spotrebou) a produktmi (službami). V najbližšom období sa očakáva, že negatívne účinky štruktúry budú nepriaznivo pôsobiť na svetový obchod, ich vplyv by sa však mal neskôr postupne rozplynúť. Globálny obchod by zároveň mal byť podporený očakávaným nárastom dopytu po obchodovateľných službách, ako je cestovný ruch, ktorý sa po pandémie neustále oživuje, pokračujúcim uvoľňovaním obmedzení na strane ponuky a normalizáciou globálneho cyklu zásob. Najnovšie údaje a odhady skutočne naznačujú, že dynamika rastu globálneho obchodu s tovarom je už menej negatívna, a očakáva sa, že sa bude postupne zlepšovať (graf 2).

## Graf 2

### Dynamika obchodu s tovarom

(reálny dovoz, percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu trojmesačnému obdobiu)



Zdroj: CPB a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z marca 2023.

### Očakáva sa, že svetový obchod bude tento rok rásť oveľa pomalším tempom ako reálny HDP, keďže podiel obchodu na globálnom dopyte poklesol.

Predpokladaný rast svetového dovozu v roku 2023 je na úrovni 1,3 %, čo je veľmi pomalé tempo v porovnaní s dlhodobým priemerom (4,8 %) a aj v porovnaní

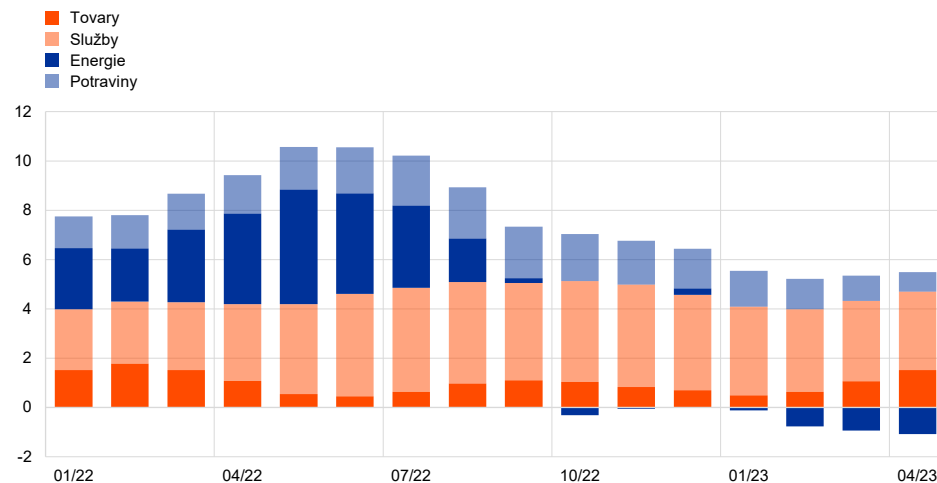
s globálnym rastom. Predpokladá sa, že svetový obchod sa v roku 2024 aj v roku 2025 zvýši o 3,4 %. Implikovaná elasticita obchodu – pomer rastu globálneho reálneho dovozu k rastu globálneho reálneho HDP – je v sledovanom období blízko 1. Zhoduje sa s elasticitou obchodu pozorovanou v dekáde pred pandémiou, ale je oveľa nižšia ako počas pandémie. Zahraničný dopyt eurozóny sa uberá podobným smerom, pričom tento rok narastie o 0,5 % a v roku 2024 a 2025 stúpne na 3,1 %. Projekcie svetového obchodu a zahraničného dopytu eurozóny na tento rok boli upravené nadol, a to najmä v dôsledku značných negatívnych účinkov prenosu výkonnosti obchodu v poslednom štvrtroku 2022, ktorá bola slabšia, ako sa pôvodne odhadovalo, ako aj v dôsledku horších výsledkov hlavných ekonomík v prvom štvrtroku tohto roku. Čo sa týka zvyšku sledovaného obdobia, projekcie obchodu sú vo všeobecnosti zhodné s projekciami z marca 2023.

**Základné inflačné tlaky vo svetovom hospodárstve zostávajú silné, zatiaľ čo zložky energií a potravín naďalej tlačia celkovú infláciu nadol.** Celková inflácia indexu spotrebiteľských cien (consumer price index – CPI) v krajinách OECD sa v apríli znížila na 7,4 % zo 7,7 % v predchádzajúcom mesiaci. Zatiaľ čo celková inflácia vďaka nižšej inflácii cien energií a potravín naďalej klesá, jadrová inflácia zostala vo všeobecnosti stabilná na úrovni 7,1 % a jej tempo merané ako anualizovaná percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu trojmesačnému obdobiu sa naďalej mierne zvyšovalo (graf 3, červené a oranžové pruhy). Naznačuje to, že základné cenové tlaky v globálnej ekonomike zostávajú silné. Aj keď sa ceny obchodovateľných tovarov budú naďalej normalizovať (vďaka zmierneniu ponukových obmedzení a klesajúcim cenám dopravy), inflácia pravdepodobne zostane vysoká vzhľadom na odolnejšiu zložku služieb, keď bude odrážať napäté podmienky na trhu práce a vysoký rast miezd, a to najmä vo vyspelých ekonomikách. Rast vývozných cien konkurentov eurozóny (v národných menách) rýchlo klesal z maxima dosiahnutého v druhom štvrtroku 2022, a to v dôsledku záporných bazických efektov na ceny komodít, pričom sa očakáva, že táto trajektória bude v blízkej budúcnosti pokračovať vzhľadom na vývoj v technických predpokladoch. Ceny konkurentov by mali počas zvyšku sledovaného obdobia rásť tempom, ktoré bude viac v súlade s historickými priemerami, keďže sa očakáva uvoľnenie silných domácich a zahraničných tlakov.

### Graf 3

#### Dynamika celkovej inflácie OECD

(anualizovaná percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu trojmesačnému obdobiu)



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

Poznámka: Príspevky príslušných zložiek celkovej inflácie OECD uvedené v grafe sú zostavené zdola nahor pomocou dostupných údajov za jednotlivé krajiny, ktoré spolu tvoria 84 % agregátu OECD. Inflácia cien tovarov sa počíta ako reziduálny príspevok celkových tovarov bez energií a potravín. Posledné údaje sú z apríla 2023.

**Ceny ropy sú nižšie ako v marcových projekciách, keďže obavy týkajúce sa globálneho rastu prevážili nad vplyvom zníženia dodávok OPEC+.** Dopyt po rope v krajinách OECD bol v prvom štvrtroku slabší, ako na začiatku roka predpovedala Medzinárodná energetická agentúra (International Energy Agency – IEA). Navyše ruská produkcia ropy bola vyššia, než sa očakávalo. Hoci väčšina vývozu ruskej ropy smerovala do Číny, Indie a Turecka, pomohlo to zmierniť globálny cenový dosah silnejšieho dopytu z Číny po jej opätovnom otvorení. Okrem toho k tlaku na znižovanie cien ropy prispeli aj obavy súvisiace s výhľadom globálneho rastu v kontexte vývoja v bankovom sektore v Spojených štátoch. Európske ceny plynu ďalej klesali na úrovne približujúce sa priemeru pred pandémiou. Vzhľadom na trvalo nízku spotrebu a úspešné nahradenie ruského plynu Európska únia (EÚ) začala sezónu dopĺňania zásob plynu s historicky vysokými uskladnenými zásobami na úrovni 55 %. Taktiež predĺžila svoj plán úspor plynu až do konca marca 2024, pričom od členských štátov vyžaduje zníženie spotreby plynu o 15 % v porovnaní s priemerom za roky 2017 – 2021. Z toho vyplýva, že EÚ aj bez dovozu plynu z Ruska zrejme bez problémov dosiahne cieľ 90-percentnej úrovne zásob pred ďalšou vykurovacou sezónou začínajúcou v novembri a že dovoz od iných dodávateľov plynu by nemusel byť taký veľký ako minulý rok.

**Globálne finančné podmienky sa mierne zhoršili vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách.** Hoci globálny rizikový sentiment sa aktuálne stabilizoval po krátkom období akútneho stresu vyvolaného zlyhaním banky Silicon Valley Bank začiatkom marca, neistota zostáva vysoká. V Spojených štátoch sa v napätějších finančných podmienkach od marcových projekcií odzrkadľujú najmä širšie podnikové spready, pričom v istej miere prispeli aj vyššie krátkodobé výnosy. Napriek pretrvávajúcej neistote sa svetové finančné trhy celkovo zdajú byť opatrne optimistické. Očakávania trhu týkajúce sa sprísnenia menovej politiky v Spojených

štátoch sa zároveň mierne zvýšili, keďže akútny stres v americkom bankovom sektore ustúpil, stále však zostávajú pod úrovňou zo začiatku marca.

**V Spojených štátoch sa očakáva spomalenie reálneho HDP v prvej polovici tohto roka s následným miernym oživením.** Rast spotreby domácností by mal zostať pozitívny vďaka odolnému trhu práce. Zhoršenie finančných podmienok viedlo k poklesu investícií do nerezidenčných nehnuteľností, ktorý by mal podľa terajších očakávaní trvať celý rok 2023, pričom sa predpokladá, že pretrvávajúca neistota povedie k ďalšiemu sprísneniu úverových štandardov, čo bude ďalej uberať z rastu. Dohoda o pozastavení dlhového stropu Spojených štátov do januára 2025 zmiernila neistotu na finančnom trhu. Táto dohoda mierne znižuje výdavky na iné ako obranné účely, pričom nemá vplyv na výdavky na obranu a na povinné sociálne zabezpečenie a zdravotníctvo. Celková inflácia CPI bola v apríli na úrovni 4,9 %, zatiaľ čo jadrová inflácia zostáva vysoká a trvalá na úrovni 5,5 %. Hlavným zdrojom tejto inflácie sú služby vzhľadom na neelastické ceny za služby spojené s ubytovaním a nevýrazné spomaľovanie vysokého rastu miezd. Inflácia cien tovarov sa navyše zvýšila druhý mesiac po sebe, a to v dôsledku ďalšieho značného zvýšenia cien nových vozidiel a menšieho záporného príspevku jazdených a nákladných vozidiel.

**Oživenie podporené spotrebou v Číne pretrváva, ale zdá sa, že postupne stráca tempo.** Po rýchlom oživení spotrebiteľských výdavkov v nadväznosti na opätovné otvorenie ekonomiky sa tempo oživenia v druhom štvrťroku spomaľovalo a oživenie spôsobené službami a spotrebou sa neprenieslo do výroby. PMI pre sektor služieb poukazuje na silný rast, zatiaľ čo PMI pre výrobný sektor mierne klesol do pásma kontrakcie. Maloobchodný predaj v apríli medziročne výrazne vzrástol, ale tento nárast odráža najmä nízky porovnávací základ v dôsledku minuloročných rozsiahlych lockdownov v Šanghaji. Tempo rastu maloobchodného predaja sa spomalilo a vysokofrekvenčné údaje naznačujú pokračovanie tohto trendu aj v máji. Po náznakoch rozbiehajúceho sa oživenia sa aktivita na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie spomalila. Výrazne poklesli najmä investície do nehnuteľností na bývanie a znova sa znížil predaj nehnuteľností na bývanie, ktorý v marci takmer prestal medziročne klesať. Neustupujúci nepriaznivý vývoj na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie zostáva brzdou pre ekonomiku. Rast cien nehnuteľností na bývanie sa v apríli spomalil, čo brzdilo spotrebiteľskú dôveru. Celková ročná inflácia CPI sa v apríli spomalila na 0,1 % (čo je najnižšia hodnota takmer za dva roky) v dôsledku prudkého poklesu zložiek potravín a energií. Jadrová inflácia (bez potravín a energií) zostala stabilná na úrovni 0,7 %.

**Očakáva sa, že hospodárska aktivita v Japonsku bude naďalej expandovať miernym tempom, s pomocou nahromadeného odloženého dopytu a pokračujúcej politickej podpory.** Reálny HDP v prvom štvrťroku 2023 vzrástol, čo odráža dynamiku opätovného otvorenia ekonomiky, a očakáva sa, že bude naďalej rásť miernym tempom. PMI pre sektor služieb v máji opäť stúpil na veľmi vysoké úrovne, pričom spoločnosti uviedli ako kľúčové faktory silného rastu v tomto sektore slabnúce výpadky súvisiace s koronavírusom (COVID-19) a obnovenie domáceho aj zahraničného cestovného ruchu. Naopak, výrobná aktivita zostáva v útlme. Inflácia zostala v apríli relatívne vysoká a celková inflácia CPI sa zvýšila na

3,5 %. Jadrová inflácia CPI (bez potravín a energií) taktiež naďalej rástla a dosiahla 2,5 %. Najnovšie ukazovatele každoročných jarných mzdových rokovanií naďalej naznačujú výrazné zvyšovanie miezd v porovnaní s historickými priemerami.

**Ekonomika Spojeného kráľovstva by sa v roku 2023 mala vyhnúť recesii, aj napriek pokračujúcim negatívnym vplyvom na rast.** Ide najmä o stále vysokú infláciu spotrebiteľských cien, ktorá zaťažuje disponibilné príjmy, o rastúce náklady na úvery a o korekciu na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie. Hoci výhľad rastu v najbližšom období je menej nepriaznivý, ako sa pôvodne očakávalo, predpokladá sa, že vývoj hospodárskej aktivity bude stagnovat'. Celková inflácia CPI dosiahla vrchol v poslednom štvrtroku 2022 a v porovnaní s projekciami z marca 2023 bola na tento rok upravená výrazne nadol vzhľadom na predĺženie garancie cien energií zahrnutej do jarného rozpočtu. Napriek tomu sa očakáva, že celková inflácia zostane vysoká, keďže nedostatok pracovnej sily a výrazné mzdové tlaky prispievajú k pretrvávaniu domácej inflácie.



## 2 Hospodárska aktivita

*Hospodárstvo eurozóny v posledných mesiacoch stagnuje. V poslednom štvrtroku minulého roka, ako aj v prvom štvrtroku 2023 hospodárska aktivita poklesla o 0,1 % v dôsledku zníženia súkromnej aj verejnej spotreby. Hospodársky rast pravdepodobne zostane v krátkodobom horizonte slabý, ale v priebehu roka sa s klesajúcou infláciou a zmierňovaním výpadkov v dodávkach posilní. Podmienky v jednotlivých sektoroch hospodárstva sú rozdielne: priemyselná výroba naďalej oslabuje, čiastočne v dôsledku nižšieho globálneho dopytu a prísnejších podmienok financovania v eurozóne, zatiaľ čo služby zostávajú odolné. Trh práce je naďalej zdrojom sily. V prvom štvrtroku tohto roka pribudlo takmer milión nových pracovných miest a miera nezamestnanosti bola v apríli na historickom minime 6,5 %. Priemerný počet odpracovaných hodín sa takisto zvýšil, hoci je stále o niečo nižší ako pred pandémiou.*

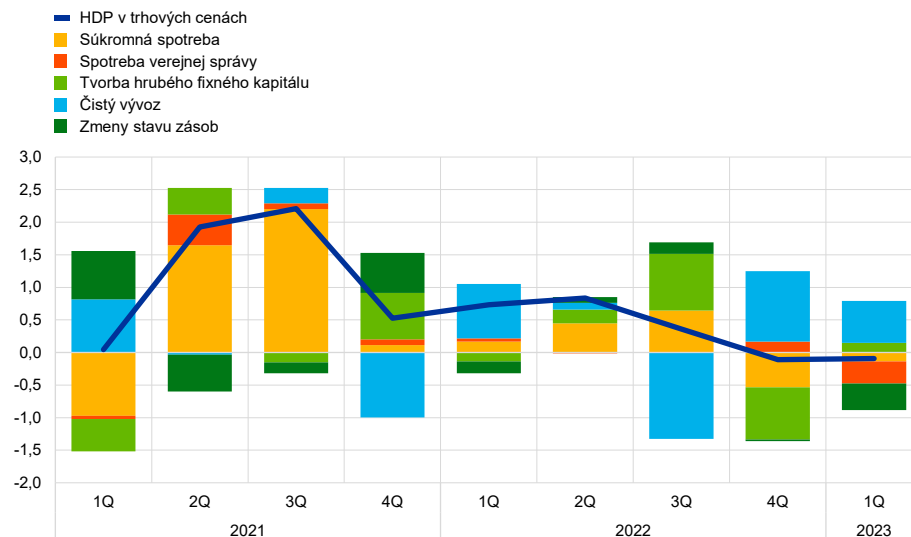
*Tento výhľad sa v zásade odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2023, v ktorých sa predpokladá spomalenie ročného rastu reálneho HDP na 0,9 % v tomto roku a jeho opätovné zvýšenie na 1,5 % v roku 2024 a 1,6 % v roku 2025. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2023 sa výhľad rastu na roky 2023 a 2024 upravil nadol o 0,1 percentuálneho bodu, zatiaľ čo na rok 2025 zostáva nezmenený. Výhľad hospodárskeho rastu je naďalej veľmi neistý.*

**Hospodárstvo eurozóny v prvom štvrtroku 2023 zaznamenalo miernu kontrakciu.** Podľa revidovaných údajov Eurostatu reálny HDP eurozóny v prvom štvrtroku 2023 klesol o 0,1 % po rovnakom poklese v poslednom štvrtroku 2022. A to aj napriek tomu, že reálny HDP podporujú nižšie ceny energií, zmierňovanie ponukových obmedzení a fiškálna politika. Výdavky vykazujú kladné príspevky z čistého obchodu a investícií (graf 4). Tie však boli prevážené zápornými príspevkami zo súkromnej a verejnej spotreby a zo zmien stavu zásob. Medzištvrtročne sa HDP zvýšil o 0,6 % v Taliansku, 0,5 % v Španielsku a 0,2 % vo Francúzsku, zatiaľ čo v Nemecku klesol o 0,3 % a v Holandsku o 0,7 %. Za slabým výsledkom eurozóny čiastočne stojí mimoriadne výrazný pokles írskoho HDP (-4,6 %), ktorý súvisí s vývojom v sektoroch s dominanciou nadnárodných spoločností. Hrubá pridaná hodnota sa v prvom štvrtroku zvýšila o 0,2 %, čo bolo odrazom výrazného nárastu produkcie v stavebníctve a v službách, kým pridaná hodnota v priemysle klesla. Pomerne veľký rozdiel medzi rastom HDP a pridanej hodnoty bol spôsobený výrazným poklesom čistých daní z produktov, ktorý do veľkej miery vyplýval z rastúcich dotácií na energie.

## Graf 4

### Reálny HDP eurozóny a jeho zložky

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

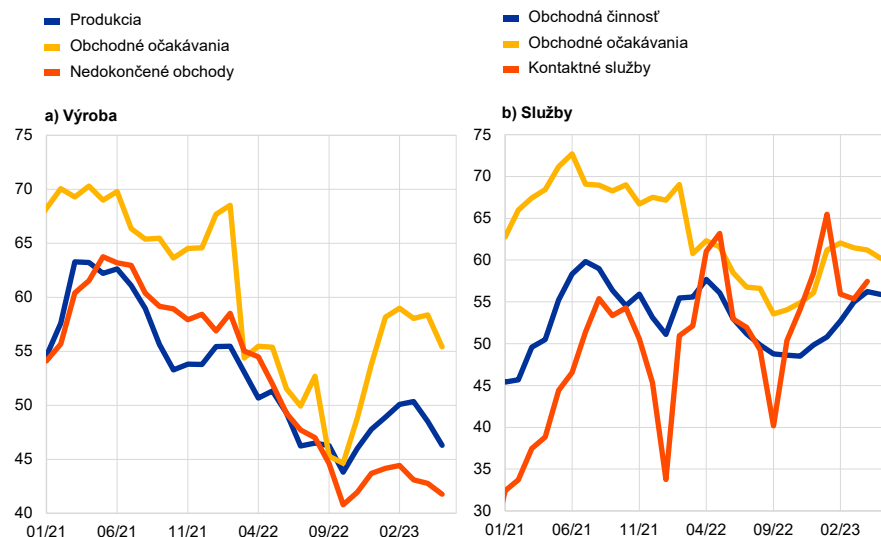
Poznámka: Posledné údaje sú z prvého štvrťroka 2023.

**Očakáva sa, že produkcia eurozóny bude v druhom štvrťroku 2023 vykazovať mierny rast, a to najmä vďaka sektoru služieb.** Z údajov z prieskumov vyplýva, že hospodárstvo eurozóny mohlo v druhom štvrťroku mierne expandovať. Kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre produkciu za eurozónu dosiahol v máji hodnotu 52,8, čo presahuje hodnotu z prvého štvrťroka, ako aj jeho dlhodobý priemer. Tento signál rastu však zakrýva dvojrýchlostné oživenie. Index priemyselnej produkcie, ktorý sa znižoval dva mesiace po sebe, bol v máji na úrovni 46,4, čo naznačuje, že produkcia môže ďalej klesať (graf 5, časť a). Najnovšie výsledky PMI poukazujú aj na slabnúce očakávania v súvislosti s budúcou výrobou a na klesajúci počet nevybavených objednávok. Zároveň index podnikateľskej činnosti v službách dosiahol úroveň 55,1, oproti 52,8 v prvom štvrťroku, a naznačuje pokračujúcu expanziu (graf 5, časť b). Toto zlepšenie sa čiastočne vysvetľuje oživením dopytu v kontaktných službách po uvoľnení obmedzení súvisiacich s pandémiou COVID-19. V tomto sektore takisto narastajú nové objednávky, ako aj očakávania ďalšieho rastu, hoci klesajúcim tempom.

## Graf 5

### Ukazovatele PMI v sektoroch hospodárstva

(difúznym index)



Zdroj: S&P Global.

Poznámka: Posledné údaje o kontaktných službách sú z apríla 2023 a o všetkých ostatných položkách z mája 2023.

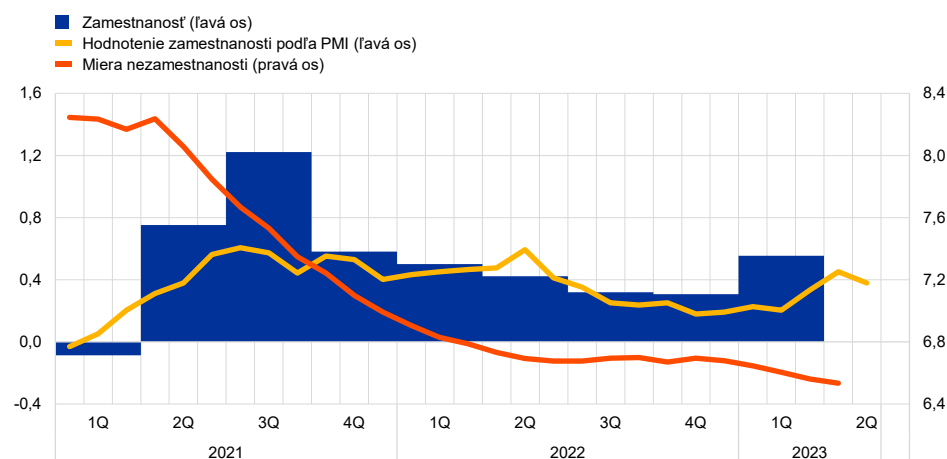
### Trh práce v prvom štvrtroku 2023 naďalej rástol a zostal odolný napriek poklesu HDP.

Zamestnanosť a celkový počet odpracovaných hodín sa v prvom štvrtroku 2023 zvýšili o 0,6 %. Od posledného štvrtroka 2019 sa zamestnanosť zvýšila o 2,9 % a počet celkových odpracovaných hodín vzrástol o 1,5 % (graf 6). Predstavuje to 1,6-percentný pokles priemerného počtu odpracovaných hodín. Tento pokles čiastočne súvisí s výrazným nárastom počtu pracovných miest vo verejnom sektore, ktorý vo všeobecnosti vykazuje nižší priemerný počet odpracovaných hodín v porovnaní s celým hospodárstvom, a so zvýšenou mierou práceneschopnosti. Pracovná sila naďalej rástla a zostala hlavným zdrojom tvorby pracovných miest. Po nevýraznom postupnom poklese v posledných štvrtrokoch bola miera nezamestnanosti v apríli na úrovni 6,5 %, čo predstavuje zníženie o 0,2 percentuálneho bodu oproti aprílu 2022. Dopyt po pracovnej sile zostáva veľký, pričom miera voľných pracovných miest je v podstate stabilná na úrovni 3,0 %, čo je takmer najvyššia úroveň od začiatku sledovaného obdobia.

## Graf 6

### Zamestnanosť v eurozóne, hodnotenie zamestnanosti podľa PMI a miera nezamestnanosti

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



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

Poznámka: Dve čiary predstavujú mesačný vývoj, stĺpce zobrazujú štvrtročné údaje. Index PMI je vyjadrený ako odchýlka od 50 vydelená 10. Posledné údaje o zamestnanosti sú z prvého štvrťroka 2023, ukazovateli zamestnanosti PMI z mája 2023 a o miere nezamestnanosti z apríla 2023.

**Krátkodobé ukazovatele trhu práce naznačujú pokračujúci rast zamestnanosti v druhom štvrťroku 2023.** Mesačný kompozitný ukazovateľ PMI pre zamestnanosť v máji klesol na 53,8 z aprílových 54,5, ale zostáva výrazne nad hranicou 50, ktorá predstavuje rast zamestnanosti. Tento ukazovateľ sa od februára 2021 nachádza v rastovom pásme, pričom vrchol dosiahol v máji 2022. Celkové spomalenie naznačuje zmiernenie rastu zamestnanosti. Pokiaľ ide o vývoj v jednotlivých sektoroch, ukazovateľ signalizuje pokračujúci rast zamestnanosti v sektore priemyslu a najmä v sektore služieb, ako aj mierny pokles v sektore stavebníctva.

**Súkromná spotreba sa v prvom štvrťroku 2023 znížila v dôsledku poklesu výdavkov na tovary.** Stále zvýšená inflácia a pretrvávajúca neistota na začiatku roka 2023 naďalej tlmia disponibilný príjem a podporujú sporenie. V tejto súvislosti sa súkromná spotreba v prvom štvrťroku znížila o 0,3 % v dôsledku poklesu výdavkov na tovary (graf 7, časť a). Maloobchodný predaj sa v prvom štvrťroku 2023 medzištvrtročne znížil o 0,2 % a v apríli 2023 stagnoval, zatiaľ čo evidencia nových osobných automobilov v prvých troch mesiacoch 2023 klesla o 3,8 % a v apríli nasledoval ďalší mesačný pokles o 1,1 %. Naopak, spotreba domácností v sektore služieb sa zvýšila, čo odzrkadľuje pretrvávajúce účinky opätovného otvorenia trhu.

#### **Aktuálne údaje naznačujú mierne oživenie spotrebiteľských výdavkov.**

Ukazovateľ spotrebiteľskej dôvery Európskej komisie sa v apríli zlepšil, k čomu prispeli najmä priaznivejšie očakávania týkajúce sa všeobecného hospodárskeho výhľadu a vlastnej finančnej situácie domácností. V máji však klesol a zostal na nízkej úrovni. Výhľad v oblasti spotrebiteľských služieb zostáva lepší ako v prípade tovarov, pričom ukazovateľ očakávaného dopytu po kontaktných službách zotrval v apríli a máji nad svojou historickou priemernou úrovňou, a to aj napriek miernemu poklesu. Naopak, očakávané veľké nákupy spotrebiteľov a očakávaná maloobchodná činnosť sa v máji zhoršili a zostali pod historickým priemerom

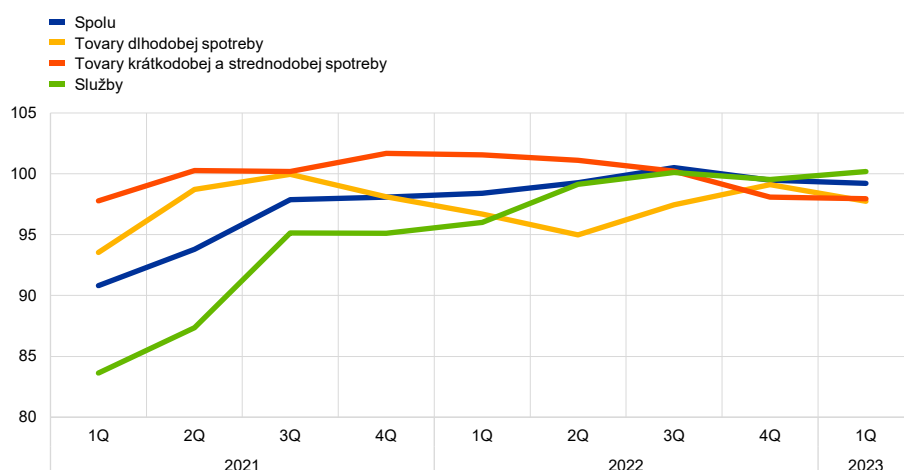
(graf 7, časť b). Prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB (CES – Consumer Expectations Survey) z apríla poukazuje na nárast očakávaných rezervácií dovolení, ale žiadnu zmenu v očakávaných nákupoch domácich spotrebičov, pričom tieto očakávané nákupy zostávajú na nízkej úrovni a potvrdzujú pretrvávajúcu dichotómiu medzi dopytom po službách a dopytom po tovaroch. Prenos prísnejších podmienok financovania do reálneho hospodárstva by pravdepodobne obmedzil zadlžovanie domácností, zvýšil úspory a utlmil spotrebiteľské výdavky. Najnovšie údaje z prieskumu CES naznačujú, že čoraz väčší podiel domácností s hypotékou s možnosťou úpravy úrokovej sadzby očakáva oneskorené splácanie svojho dlhu.

## Graf 7

### Ukazovatele reálnej súkromnej spotreby

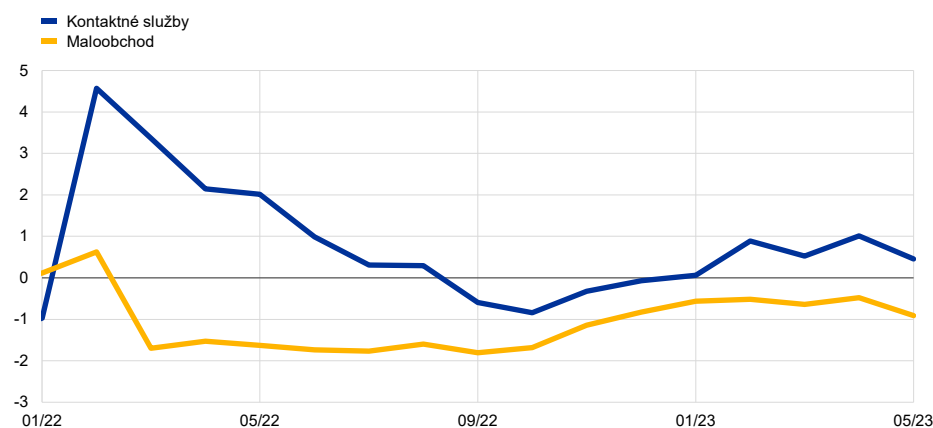
#### a) Zložky reálnej súkromnej spotreby

(indexy: posledný štvrťrok 2019 = 100)



#### b) Očakávania firiem týkajúce sa dopytu a obchodnej činnosti

(štandardizované percentuálne saldo)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia (Generálne riaditeľstvo pre hospodárske a finančné záležitosti) a výpočty ECB.

Poznámka: V časti b) je očakávaný dopyt po kontaktných službách v nasledujúcich troch mesiacoch štandardizovaný za obdobie 2005 – 2019, zatiaľ čo očakávaná maloobchodná situácia v nasledujúcich troch mesiacoch je štandardizovaná za obdobie 1985 – 2019. Posledné údaje v časti a) sú z prvého štvrťroka 2023 a v časti b) z mája 2023.

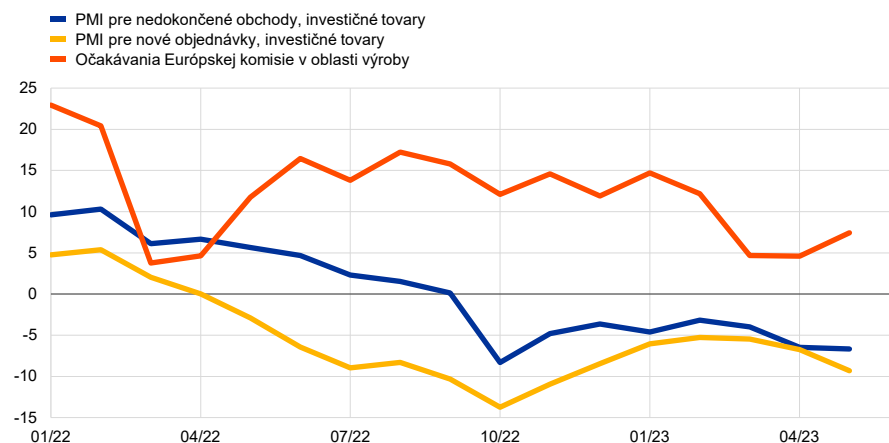
**Podnikové investície sa po poklese v poslednom štvrťroku 2022 následne začiatkom roka 2023 zvýšili.** Celkové nestavebné investície sa v prvom štvrťroku 2023 medzištvrťročne zvýšili o 0,1 %. Táto hodnota by bola vyššia, keby sa vylúčil

volatilný príspevok nehmotných investícií v Írsku. Predpokladá sa, že podnikové investície sa v aktuálnom štvrťroku znížili. Produkcia investičných tovarov v marci výrazne klesla, čo znamená negatívny efekt prenosu do druhého štvrťroka. Objednávky, dôvera vo výrobnom sektore, ako aj očakávania nevybavených obchodných a výrobných položiek v sektore investičných tovarov sa v druhom štvrťroku celkovo znížili (graf 8). Nový index ziskového sentimentu podnikov založený na konferenčných hovoroch o hospodárskych výsledkoch veľkých spoločností v eurozóne ukazuje, že napriek poklesu z vysokých hodnôt z minulých rokov sú zisky podnikov stále relatívne silné.<sup>2</sup> To by malo zmierniť čoraz väčší vplyv rastúcich nákladov na úvery a sprísňovania úverových štandardov na podnikové investície. Z polročného investičného prieskumu Európskej komisie, ktorý bol zverejnený 27. apríla 2023, vyplýva lepšie vyvážené názory (pozitívne odpovede mínus negatívne odpovede) v porovnaní s prieskumom z októbra 2022. Výsledky prieskumu naznačujú pozitívny rast investičných plánov na rok 2023, a to v sektore výroby aj v sektore služieb. Najviac vyrovnané sú sektory služieb, ako sú telekomunikácie a infraštruktúra, ktoré sa vyznačujú dlhodobjšími investičnými potrebami súvisiacimi s digitalizáciou alebo energetickou transformáciou a sú podporované z programu Next Generation EU. V prieskume sa takisto poukazuje na rozsiahlu expanziu investícií do strojov aj nehmotných investícií, ku ktorej môže dôjsť ešte v tomto roku.

### Graf 8

#### Krátkodobé ukazovatele v sektore investičných tovarov

(odchýlky od priemerných hodnôt)



Zdroj: Markit, Európska komisia a výpočty ECB.

Poznámka: Ukazovatele PMI sú zobrazené ako odchýlky od hranice nulového rastu 50. Ukazovateľ výrobných očakávaní Európskej komisie sa vypočíta ako odchýlka od jeho dlhodobého priemeru. Posledné údaje sú z mája 2023.

**Investície do nehnuteľností na bývanie sa v prvom štvrťroku 2023 zvýšili, ale v najbližšom období sa očakáva ich opätovný pokles.** V prvom štvrťroku 2023 sa investície do nehnuteľností na bývanie medzištvrťročne zvýšili o 1,3 % po 1,6 % poklese v poslednom štvrťroku 2022. Tento nárast bol pravdepodobne spôsobený priaznivými poveternostnými podmienkami v kombinácii s primeranými nevybavenými objednávkami spoločností. To sa odráža v skutočnosti, že podľa

<sup>2</sup> Viac v boxe s názvom Konferenčné hovory o hospodárskych výsledkoch: nové údaje o ziskoch, investíciách a podmienkach financovania podnikov, v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

štvrtročného prieskumu Európskej komisie zostal čas potrebný na aktuálne nevybavené objednávky v období od januára do apríla blízko svojho historického maxima. Produkcia vo výstavbe budov v prvom štvrtroku v priemere výrazne vzrástla, ale v marci prudko klesla, čo naznačuje slabú východiskovú pozíciu pre druhý štvrtrok 2023. Ukazovateľ Komisie o stavebnej činnosti za posledné tri mesiace navyše v apríli aj v máji v priemere výrazne klesol v porovnaní s priemerom za prvý štvrtrok. Okrem toho sa PMI pre výstavbu nehnuteľností na bývanie posunul ešte hlbšie do pásma poklesu. Keďže dopyt klesá, obmedzenia na strane ponuky, ako napríklad nedostatok materiálu a dlhšie dodacie lehoty, sa výrazne znižujú, pričom počet transakcií s nehnuteľnosťami na bývanie v mnohých krajinách v poslednom štvrtroku 2022 medziročne klesol o dvojciferné hodnoty. Sentiment meraný štvrtročným prieskumom Komisie o zámeroch domácností rekonštruovať, kúpiť alebo postaviť dom sa od januára do apríla mierne zlepšil, ale stále je negatívny. Pokles dopytu je spôsobený rastom hypotekárnych sadzieb, čo spolu s nižšími reálnymi príjmami a vysokými cenami nehnuteľností ovplyvňuje ich dostupnosť. To sa odráža aj vo výraznom poklese dopytu po úveroch na bývanie.

**Rast objemu vývozu z eurozóny bol v prvom štvrtroku 2023 naďalej tlmený v dôsledku slabnúceho globálneho dopytu.** Vývoz tovarov mimo eurozóny v prvom štvrtroku mierne klesol v dôsledku oslabenia globálneho zahraničného dopytu. Vývoz priemyselnej produkcie podporilo zmiernenie ponukových obmedzení, zatiaľ čo k oslabeniu vývozu prispeli pretrvávajúce účinky šoku v dodávkach energií a zhodnotenie eura. Vývoz služieb prispel k celkovému vývozu z eurozóny. Dovoz do eurozóny v prvom štvrtroku prudko klesol, čo bolo odrazom spomalenia domáceho dopytu a nižšieho dovozu energií v dôsledku miernej zimy a naplnených zásobníkov. Pri poklese objemu dovozu čistý obchod pozitívne prispel k rastu HDP v prvom štvrtroku, a to napriek tlmenému rastu vývozu. Podmienky obchodu eurozóny sa naďalej zlepšovali v dôsledku ďalšieho poklesu dovozných cien energií, čo prispelo k rýchlemu návratu bežného účtu k prebytku v prvom štvrtroku 2023. Výhľadové ukazovatele poukazujú na pretrvávajúce krátkodobé oslabenie objemu vývozu v eurozóne. Dodacie lehoty dodávateľov sa v máji naďalej skracovali a výkonnosť vývozu by malo v krátkodobom horizonte podporiť zníženie počtu existujúcich objednávok, ktoré sú v niektorých kľúčových odvetviach stále na vysokej úrovni. Nové vývozné objednávky vo výrobnom sektore však opäť klesli do pásma kontrakcie, čo naznačuje pokračujúci slabý dopyt po vývoze tovarov z eurozóny. Nárast počtu nových objednávok na vývoz služieb zároveň poukazuje na pozitívnu dynamiku v tomto sektore, s výraznou aktivitou v cestovnom ruchu a doprave, ako aj v oblasti ďalších obchodovateľných služieb, ako sú informačné a komunikačné technológie.

**V dlhšom časovom horizonte sa očakáva postupné posilňovanie rastu HDP.** Očakáva sa, že v nasledujúcich štvrtrokoch sa ekonomický rast obnoví vďaka poklesu cien energií, posilneniu zahraničného dopytu, odstráneniu ponukových obmedzení a pokračujúcemu ústupu neistoty vrátane neistoty súvisiacej s nedávnym napätím v bankovom sektore. Okrem toho sa budú zlepšovať reálne príjmy vďaka silnému trhu práce a nezamestnanosti, ktorá dosahuje nové historické minimá. Hoci sa sprísňovanie menovej politiky ECB bude čoraz viac premietat' do reálnej ekonomiky, očakáva sa, že tlmiace účinky prísnejších podmienok úverovania budú

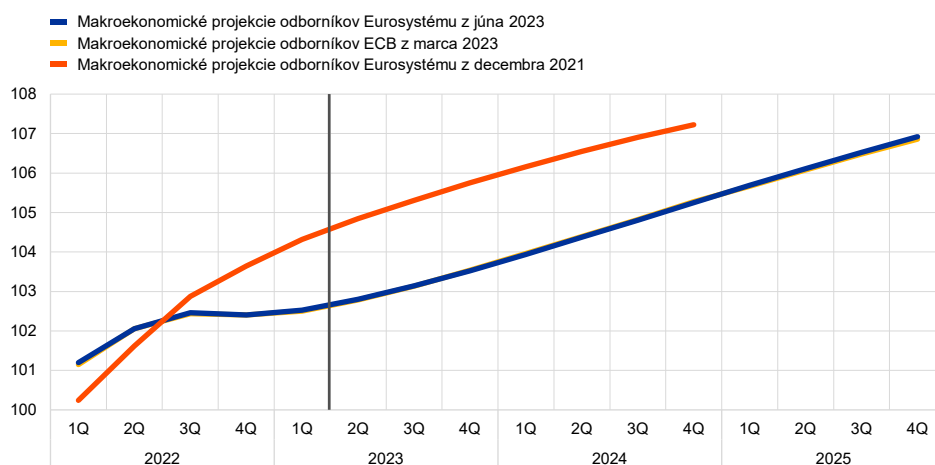
obmedzené. Spolu s postupným rušením fiškálnej podpory to bude mať negatívny vplyv na hospodársky rast v strednodobom horizonte.

**Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2023 sa v roku 2023 predpokladá spomalenie ročného rastu reálneho HDP na 0,9 % (z 3,5 % v roku 2022) a jeho opätovné zvýšenie na 1,5 % v roku 2024 a 1,6 % v roku 2025 (graf 9).** V porovnaní s projekciami odborníkov ECB z marca 2023 bol výhľad rastu HDP na roky 2023 a 2024 upravený nadol o 0,1 percentuálneho bodu, čo primárne odráža prísnejšie podmienky financovania. Prognózovaný rast HDP v roku 2025 zostáva nezmenený, keďže sa očakáva, že účinky prísnejších podmienok financovania budú čiastočne kompenzované vplyvom vyššieho reálneho disponibilného príjmu a menšej neistoty.

### Graf 9

#### Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

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



Zdroj: Eurostat a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2023.

Poznámka: Zvislá čiara označuje začiatok makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z júna 2023.



### 3 Ceny a náklady

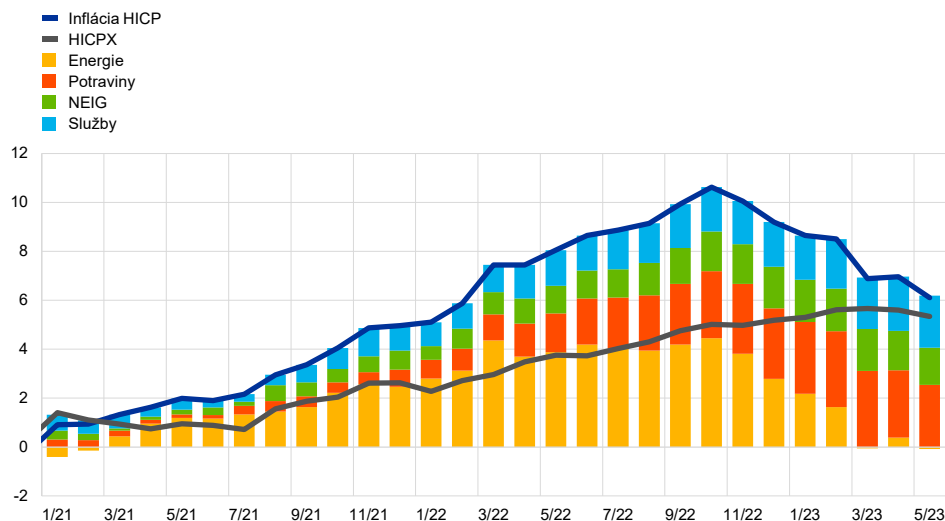
Podľa rýchleho odhadu Eurostatu inflácia v máji 2023 dosiahla 6,1 % a znova nastúpila klesajúci trend, ktorý sa začal v októbri 2022. Na poklese celkovej inflácie sa podieľali všetky hlavné zložky – energie, potraviny, neenergetické priemyselné tovary (non-energy industrial goods – NEIG) i služby. Cenové tlaky boli naďalej silné, hoci s pomalým ústupom účinkov vysokých nákladov na energie, ponukových obmedzení a znovuotvárania ekonomiky niektoré faktory vykazovali predbežné náznaky zmiernovania. Mzdové tlaky sa stávajú čoraz významnejším zdrojom inflácie, pričom zisky v sektoroch s nerovnováhou medzi ponukou a dopytom boli naďalej pomerne vysoké. Najnovšie dostupné údaje o ukazovateľoch základnej inflácie vykazovali predbežné známky stabilizácie, hoci zostávajú na zvýšenej úrovni. Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa naďalej pohybovala na úrovni okolo 2 %, no niektoré ukazovatele zostali na zvýšenej úrovni a vyžadujú si nepretržité monitorovanie. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2023 má celková inflácia pokračovať v klesajúcom trende a dosiahnuť v priemere 5,4 % v roku 2023, 3,0 % v roku 2024 a 2,2 % v roku 2025.

**Podľa rýchleho odhadu Eurostatu inflácia HICP v máji klesla na 6,1 % a po aprílovom miernom zvýšení na 7,0 % v reakcii na kladný bazický efekt inflácie energetickej zložky tak znova nastúpila klesajúci trend (graf 10).** Májový pokles bol odrazom nižších mier inflácie všetkých hlavných zložiek HICP (energie, potraviny, NEIG a služby). Inflácia cien energií v máji klesla na -1,7 % a po aprílovom náraste na 2,4 % (z -0,9 % v marci) tak začala znova klesať. Celkový pokles inflácie cien energií za posledné mesiace sa spája s klesajúcimi veľkoobchodnými cenami plynu a elektriny. Inflácia cien potravín ďalej klesala, z 13,5 % v apríli na 12,5 % v máji, v dôsledku nižšej miery inflácie cien nespracovaných i spracovaných potravín. Tento vývoj je v súlade so slabnúcimi tlakmi v cenovom reťazci vzhľadom na ústup nepriamych účinkov šokov vo vývoji nákladov na energie a ďalších nákladov. Inflácia HICP bez energií a potravín (HICPX) zaznamenala pokles druhý mesiac za sebou – z 5,6 % v apríli znížila na 5,3 %, odrážajúc nižšie miery inflácie služieb i NEIG. Inflácia cien NEIG v máji klesla z aprílových 6,2 % na 5,8 %, pravdepodobne najmä vďaka uvoľňovaniu predchádzajúcich rastových tlakov vyplývajúcich z ponukových obmedzení a šokov vo vývoji nákladov, ale zrejme aj v reakcii na popandemické presmerovanie dopytu z tovarov na služby. Inflácia cien služieb v máji mierne klesla z aprílových 5,2 % na 5,0 %.

## Graf 10

### Celková inflácia a jej hlavné zložky

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

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

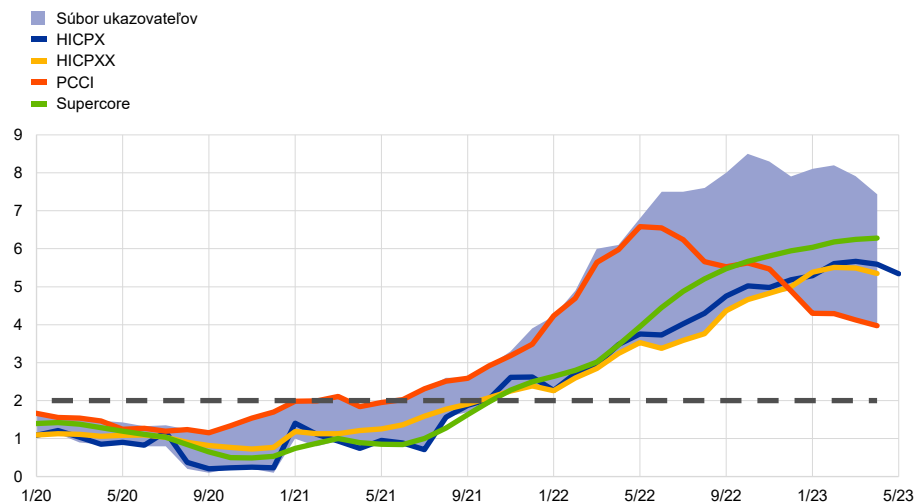
**Väčšina ukazovateľov základnej inflácie v eurozóne vykazuje predbežné známky stabilizácie, stále však zostáva na zvýšenej úrovni, pričom neistota je naďalej vysoká (graf 11).** Podľa najnovších dostupných údajov v apríli došlo

k miernemu poklesu ročnej miery rastu väčšiny ukazovateľov základnej inflácie. Okrem toho bol v máji (podľa rýchleho odhadu) zaznamenaný ďalší pokles inflácie HICPX, na 5,3 %, čo podporilo očakávanie začínajúceho klesajúceho trendu jadrovej inflácie. V porovnaní s predchádzajúcim mesiacom spomedzi ukazovateľov základnej inflácie v apríli naďalej rástol len ukazovateľ Supercore (ktorý zahŕňa položky HICP citlivé na hospodársky cyklus) a ukazovateľ domácej inflácie (ktorý nezahŕňa položky s vysokým podielom dovozu). Tento vývoj poukazuje na prevahu niektorých trvalejších domácich cenových tlakov. Spolu s určitým oneskoreným prenosom predchádzajúcich šokov vo vývoji nákladov na energie a v dodávateľských reťazcoch tak miera základnej inflácie zostala zvýšená. Súbor monitorovaných ukazovateľov sa v apríli zúžil, no v porovnaní s historickými štandardmi bol naďalej rozsiahly, čo signalizuje pretrvávanie zvýšenej neistoty.

## Graf 11

### Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Súbtor ukazovateľov základnej inflácie zahŕňa: HICP bez energií, HICP bez energií a nespracovaných potravín, HICPX, HICPXX, 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 mája 2023 (rýchly odhad) a v prípade ostatných ukazovateľov z apríla 2023.

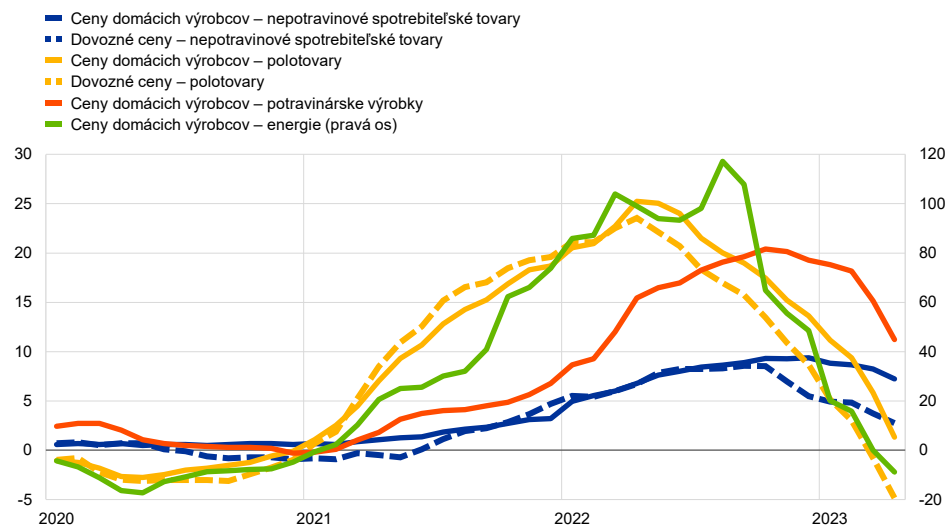
### TLAKY V CENOVOM REŤAZCI SA ĎALEJ ZMIERŇOVALI, ALE NIEKTORÉ UKAZOVATELE ZOSTÁVAJÚ NA HISTORICKY VYSOKÝCH ÚROVNIACH, NAJMÄ V NESKORŠÍCH FÁZACH CENOVÉHO REŤAZCA (GRAF 12).

V skorých fázach cenového reťazca cenové tlaky v apríli naďalej výrazne klesali: inflácia cien domácich výrobcov polotovarov sa znížila z marcových 5,8 % na 1,3 %. Ročná miera rastu dovozných cien polotovarov klesla hlbšie do záporných hodnôt, z -0,8 % v marci na -4,8 % v apríli, a to čiastočne v dôsledku zhodnotenia výmenného kurzu eura na jeseň 2022. Slabnúci vplyv šokov v cenách energií sa premietol aj do inflácie cien producentov energií, ktorá sa v apríli dostala do záporného pásma. Pokiaľ ide o neskoršie fázy cenového reťazca, inflácia cien domácich výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov ďalej mierne klesla z 8,2 % v marci na 7,2 % v apríli. Naďalej však dosahuje značne vysoké úrovne. Ročná miera rastu dovozných cien nepotravinových spotrebiteľských tovarov sa v rovnakom období znížila z 3,7 % na 2,8 %. Pokračujúce zmierňovanie tlakov v cenovom reťazci naznačuje, že kumulatívny účinok predchádzajúcich cenových šokov postupne slabne. Znížila sa aj ročná miera rastu výrobných cien potravinárskych výrobkov, pričom inflácia cien domácich výrobcov dosiahla v apríli 11,2 % a zodpovedajúce dátové rady pre dovozné ceny boli na úrovni 3,5 %.

## Graf 12

### Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z apríla 2023.

### Domáce nákladové tlaky merané deflátorom HDP sa v prvom štvrtroku 2023 ďalej zvyšovali v dôsledku rastúcich jednotkových nákladov práce a jednotkových ziskov (graf 13).

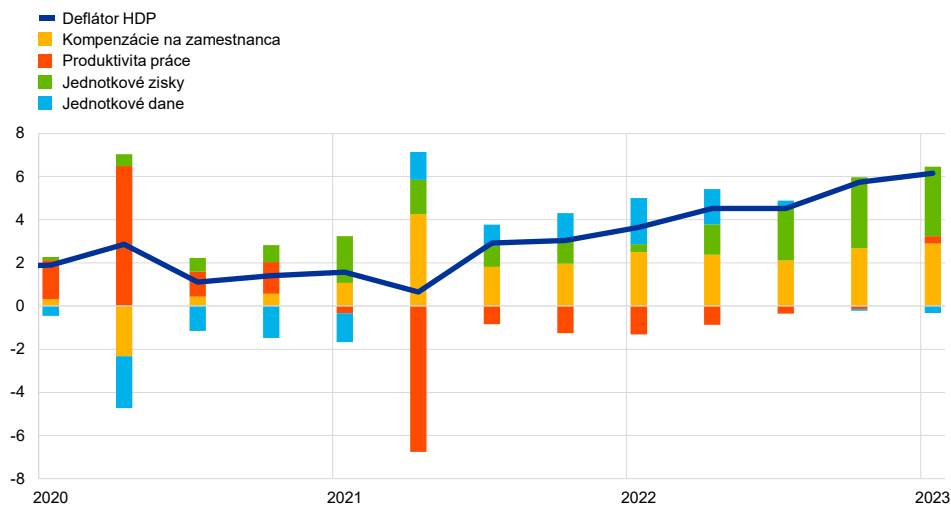
Medziročná miera rastu deflátoru HDP sa v prvom štvrtroku 2023 zvýšila na 6,2 % (oproti 5,8 % v poslednom štvrtroku 2022) a prevýšila tak infláciu HICPX. Jednotkové zisky rovnako ako jednotkové náklady práce sa na celkovej miere rastu deflátoru HDP podieľali približne polovičnou mierou, zatiaľ čo jednotkové dane mali menší tlmiaci vplyv. Podiel jednotkových ziskov na deflátoch HDP bol z historického hľadiska naďalej vysoký.<sup>3</sup> Z toho vyplýva, že nerovnováha medzi ponukou a dopytom v niektorých sektoroch zatiaľ úplne neustúpila, a že podniky profitovali z priaznivého cenového prostredia, v ktorom bolo možné preniesť nárast cien vstupov do predajných cien. Príčinou zrýchlenia rastu jednotkových nákladov práce bol najmä pokles produktivity práce, ktorá sa znížila z 0,3 % v poslednom štvrtroku 2022 na -0,6 % v prvom štvrtroku 2023. Svoj podiel mal i rast kompenzácií na zamestnanca, ktorý sa v rovnakom období zrýchľil zo 4,8 % na 5,2 %. Rast mzdových tlakov možno pozorovať aj v prípade miery rastu dojednaných miezd, ktorá sa v prvom štvrtroku 2023 zvýšila o 4,3 % (oproti 3,1 % v predchádzajúcom štvrtroku). Výhľadové informácie z nedávno ukončených mzdových vyjednávani navyše naznačujú, že nominálne mzdové tlaky sú stále silné, najmä ak sa do úvahy berú i jednorazové platby, ktoré boli významnou súčasťou nedávnych dohôd v niektorých krajinách eurozóny.

<sup>3</sup> Ďalšie informácie sú v boxe s názvom Ako jednotkové zisky prispeli k nedávnomu posilneniu domácich cenových tlakov v eurozóne, v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

### Graf 13

#### Zložky deflátoru HDP

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

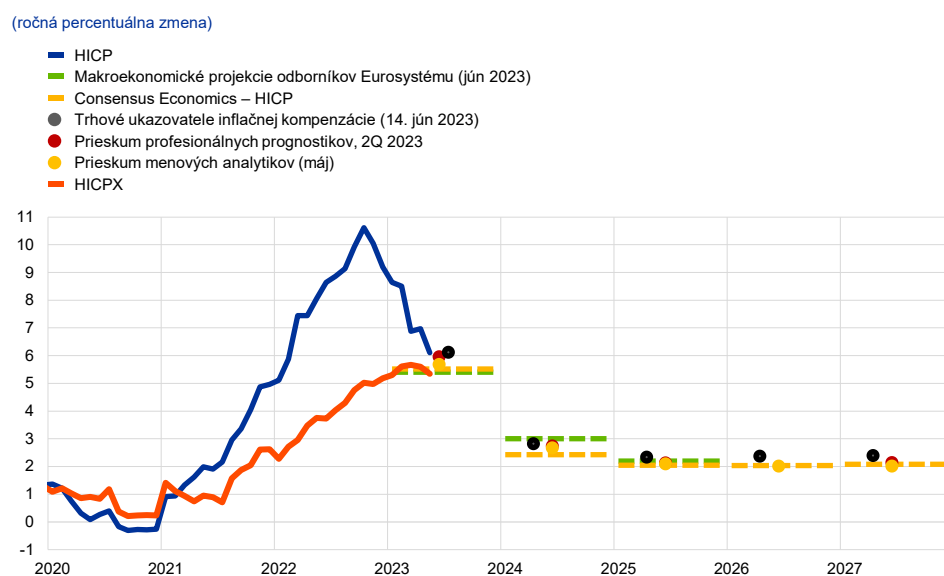
Poznámky: Posledné údaje sú z prvého štvrťroka 2023. Na zmenách jednotkových nákladov práce sa podieľajú kompenzácie na zamestnanca i produktivita práce.

**Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní v eurozóne odvodených z prieskumov zostáva na úrovni okolo 2 %, zatiaľ čo trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie sa mierne zvýšili.** Ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní profesionálnych prognostikov odvodené z prieskumov sa naďalej pohybujú v blízkosti dvojpercentného cieľa ECB. V prieskume profesionálnych prognostikov ECB (ECB Survey of Professional Forecasters) za druhý štvrťrok 2023 zostali priemerné dlhodobější inflačné očakávania (týkajúce sa roka 2027) nezmenené na úrovni 2,1 %, zatiaľ čo v prieskume menových analytikov ECB (ECB Survey of Monetary Analysts) za máj 2023 dosiahli dlhodobější očakávania úroveň 2,0 %, čo je rovnako ako v májovom vydaní. Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie (na základe HICP bez tabakových výrobkov) sa počas sledovaného obdobia, ktoré sa skončilo v polovici júna, v prípade všetkých splatností mierne zvýšili, vzhľadom na zvýšenú ostražitosť účastníkov trhu pred známkami pretrvávania jadrovej inflácie v eurozóne i mimo nej. Nižšie než očakávané hodnoty jadrovej a celkovej inflácie v eurozóne zverejnené na konci mája toto ocenenie forwardových trhov podstatne nezmenili. V prípade krátkodobého horizontu jednoročná forwardová sadzba inflačne indexovaných swapov o jeden rok predstavovala v polovici júna 2,3 %, čo je o 15 bázických bodov viac ako na začiatku sledovaného obdobia v polovici marca. V prípade dlhodobého horizontu bola päťročná forwardová sadzba inflačne indexovaných swapov o päť rokov na konci sledovaného obdobia tiež takmer o 15 bázických bodov vyššia a pohybuje sa v blízkosti úrovne 2,5 %. Treba však poznamenať, že trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie nie sú priamym meradlom skutočných inflačných očakávaní účastníkov trhu, keďže tieto ukazovatele zahŕňajú aj inflačné rizikové prémie na kompenzáciu inflačných rizík. Pokiaľ ide o spotrebiteľov, podľa najnovšieho prieskumu spotrebiteľských očakávaní (z apríla 2023) sa medián očakávaní celkovej inflácie o tri roky znížil z 2,9 % na 2,5 %, zatiaľ čo medián očakávaní o jeden rok sa znížil

z 5,0 % na 4,1 %.<sup>4</sup> V dôsledku toho sa rast trojročných inflačných očakávaní zaznamenaný v marci v podstate obrátil, čo naznačuje, že toto dočasné zvýšenie možno pripísať neistote a obavám z napätia na finančných trhoch v Európe.

#### Graf 14

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



Zdroj: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Prieskum profesionálnych prognostikov, Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu jún 2023 a výpočty ECB.  
 Poznámky: Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie vychádzajú z jednoročnej spotovej miery inflácie, jednoročnej forwardovej miery o jeden rok, jednoročnej forwardovej miery o dva roky a jednoročnej forwardovej miery o tri roky. Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie sú zo 14. júna 2023. Prieskum profesionálnych prognostikov ECB za druhý štvrťrok 2023 prebiehal od 31. marca do 5. apríla 2023. Uzávierka údajov v prípade dlhodobých prognóz Consensus Economics bola v apríli 2023; v prípade krátkodobých prognóz (2023 a 2024) v máji 2023. Redakčná uzávierka údajov uvedených v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému bola 31. mája 2023. Posledné údaje HICP sú z mája 2023 (rýchly odhad).

**Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2023 má celková inflácia pokračovať v klesajúcom trende a dosiahnuť v priemere 5,4 % v roku 2023, 3,0 % v roku 2024 a 2,2 % v roku 2025 (graf 15).**

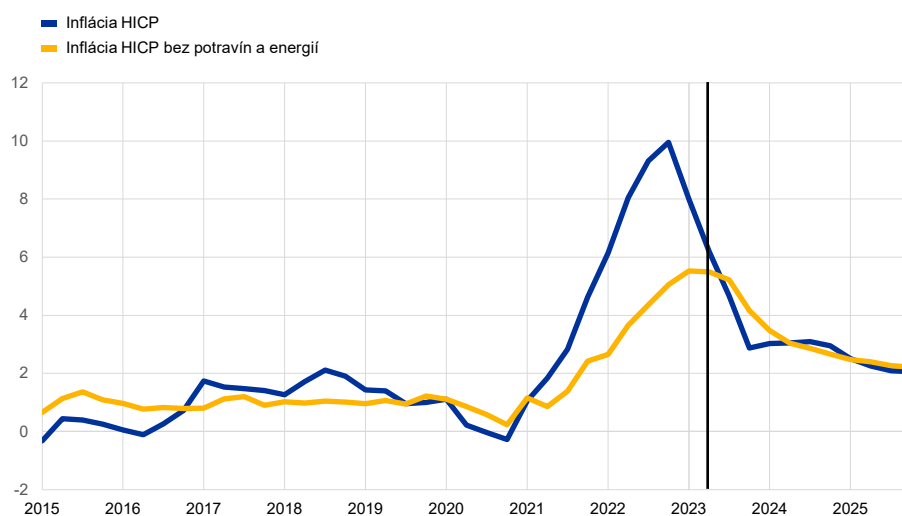
Celková inflácia sa od októbra minulého roka znížila, no napriek počiatočným náznakom zmierňovania základných cenových tlakov sa ukazuje byť trvalejšia, než sa pôvodne očakávalo. Očakáva sa, že vzhľadom na pokračujúci pokles cien energetických komodít bude inflácia cien energií v roku 2023 čoraz viac záporná, a inflácia cien potravín by sa mala zmierniť. Spolu s ústupom ponukových obmedzení by tieto faktory mali viesť k ďalšiemu poklesu celkovej inflácie na 3,0 % v poslednom štvrťroku 2023. V blízkosti tejto úrovne by sa mala inflácia pohybovať i v roku 2024, keď sa očakáva koniec platnosti rozpočtových opatrení, a v roku 2025 by mala ďalej postupne klesať. Inflácia HICPX sa bude v priebehu roka 2023 postupne zmierňovať. Mala by dosiahnuť v priemere 5,1 % v roku 2023, 3,0 % v roku 2024 a 2,3 % v roku 2025. Slabnúci vplyv tlakov v cenovom reťazci by mal prevážiť čoraz silnejší tlak nákladov práce, pričom rast miezd zostáva vzhľadom na kompenzáciu straty kúpnej sily a nedostatok pracovných síl nad historickým priemerom. Očakáva sa, že silnejšiu dynamiku nákladov práce bude do istej miery

<sup>4</sup> Podrobnejšie informácie sú v tlačovej správe ECB zo 6. júna 2023: [ECB Consumer Expectations Survey results – April 2023](#).

tímiť pokles jednotkových ziskov. Ústup nepriamych účinkov cien energií, uvoľňovanie ponukových obmedzení a tlmiaci účinok menovej politiky by mali v priebehu sledovaného obdobia prispievať k poklesu inflácie. V porovnaní s projekciami odborníkov ECB z marca 2023 zostáva profil celkovej inflácie zhruba rovnaký, pričom údaje boli na každý rok upravené o 0,1 percentuálneho bodu nahor. Projekcie inflácie HICPX boli upravené nahor v dôsledku nečakane vysokých údajov v minulosti a vzhľadom na tlak spôsobený rastom jednotkových nákladov práce.

**Graf 15**  
Inflácia HICP a HICPX eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



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

Poznámky: HICP (harmonised index of consumer prices): harmonizovaný index spotrebiteľských cien. HICPX: inflácia HICP bez energií a potravín. Zvislá čiara označuje začiatok projektovaného obdobia. Posledné údaje sú z prvého štvrťroka 2023 (skutočné údaje) a štvrtého štvrťroka 2025 (projekcie). Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2023 boli dokončené koncom mája a redakčná uzávierka technických predpokladov bola 23. mája 2023. Historické údaje za infláciu HICP a infláciu HICPX majú štvrťročnú periodicitu. Pokiaľ ide o údaje prognóz, údaje za infláciu HICP majú štvrťročnú a údaje za infláciu HICPX ročnú periodicitu.

Počas sledovaného obdobia (od 16. marca do 14. júna 2023) sa finančné trhy v eurozóne stabilizovali po tom, ako začiatkom marca došlo v Spojených štátoch a Švajčiarsku k turbulenciám v bankovom sektore. Keďže obavy z vplyvu turbulencií na ekonomiku postupne zoslabli, účastníci trhu začali prehodnocovať svoje očakávania týkajúce sa vyšších menovopolitických sadzieb, volatilita ustúpila, akcie sa zotavili a spready podnikových dlhopisov sa zúžili. Koncom mája bezrizikové sadzby mierne klesli vo všetkých splatnostiach čiastočne preto, že jadrová aj celková inflácia v eurozóne boli nižšie, ako sa očakávalo. Forwardová krivka krátkodobej eurovej sadzby (euro short-term rate – €STR) stúpila na veľmi krátkom konci a do konca sledovaného obdobia v polovici júna dosiahla vrchol približne na úrovni 3,8 %. Táto úroveň však bola stále nižšia ako na začiatku marca pred nástupom turbulencií v bankovom sektore. Dlhodobé bezrizikové sadzby v eurozóne len čiastočne kopírovali rast porovnateľných sadzieb v Spojených štátoch a Spojenom kráľovstve a stabilizovali sa na mierne vyššej úrovni ako v polovici marca. Trhy so štátnymi dlhopismi boli vo všeobecnosti izolované od udalostí v bankovom sektore a spready nereagovali na májové oznámenie Rady guvernérov, že od júla 2023 predpokladá ukončenie reinvestícií v rámci programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP). Agregované akciové indexy v eurozóne sa v sledovanom období zvýšili menej ako v Spojených štátoch, zatiaľ čo bankový sektor v eurozóne prekonal výkonnosť svojho amerického náprotivku. Rozšírenie volatility z amerického finančného trhu v súvislosti s politickou neistotou týkajúcou sa dlhového stropu Spojených štátov do eurozóny bolo v značnej miere obmedzené. Euro vážené zahraničným obchodom sa na devízových trhoch zhodnotilo.

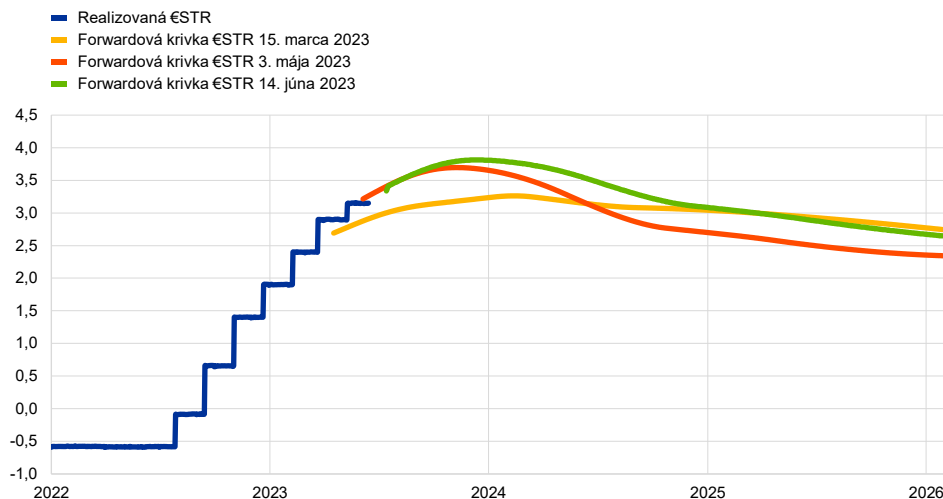
**Forwardová krivka jednodňových indexových swapov (overnight index swap – OIS) stúpila na veľmi krátkom konci a forwardová krivka €STR dosiahla vrchol približne na úrovni 3,8 % (graf 16).** Referenčná sadzba €STR do veľkej miery kopírovala zmeny sadzby jednodňových sterilizačných operácií, ktorú Rada guvernérov na svojom menovopolitickom zasadnutí 16. marca 2023 zvýšila o 50 bázických bodov (z 2,5 % na 3 %) a na svojom zasadnutí 4. mája o 25 bázických bodov (z 3 % na 3,25 %). Začiatkom marca forwardová krivka OIS založená na €STR zohľadňovala maximálnu sadzbu 4 % do decembra 2023, ktorá následne klesla na úroveň 3,3 % do októbra 2023 v dôsledku rastúcich obáv účastníkov trhu v súvislosti s turbulenciami v bankovom sektore. Rozhodnutie Rady guvernérov v druhej polovici marca zvýšiť úrokovú sadzbu jednodňových sterilizačných operácií a jej zreteľné informovanie o odolnosti bankového sektora eurozóny viedlo účastníkov trhu k úprave očakávaní týkajúcich sa menovej politiky smerom nahor. Májové rozhodnutie Rady guvernérov o sadzbách nespôsobillo významné zmeny v zohľadnení menovopolitických sadzieb vo forwardovej krivke OIS účastníkmi trhu. Zverejnenie oproti očakávaniam nižších údajov o jadrovej a celkovej inflácii v eurozóne na konci mája však mierne utlmilo očakávania týkajúce sa menovopolitických sadzieb. Za celé sledované obdobie sa forwardová krivka OIS zvýšila na veľmi krátkom konci a započítala maximálnu sadzbu na úrovni 3,8 % k októbru 2023. V porovnaní s forwardovou krivkou OIS pred májovým zasadnutím Rady guvernérov ukazuje forwardová krivka z polovice júna podobný vrchol, ale následne miernejší pokles forwardových sadzieb.



## Graf 16

### 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 len čiastočne kopírovali rast porovnateľných sadzieb v Spojených štátoch a Spojenom kráľovstve a stabilizovali sa na mierne vyššej úrovni ako na začiatku sledovaného obdobia v polovici marca (graf 17).

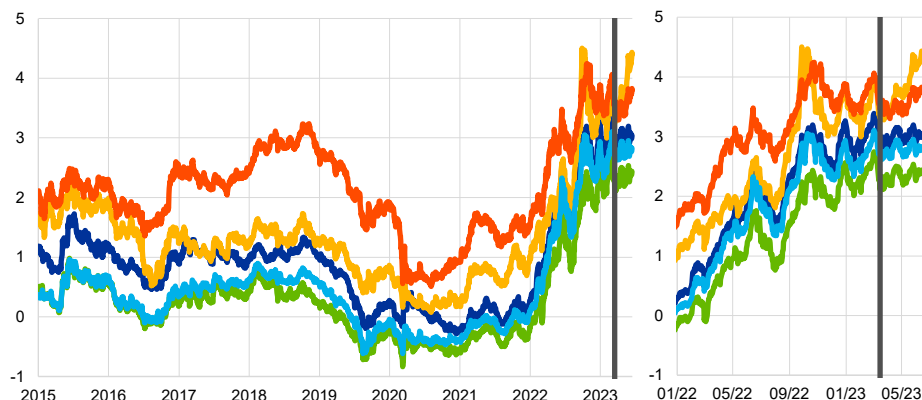
Dlhodobé bezrizikové sadzby v eurozóne výrazne klesli na začiatku sledovaného obdobia, keď účastníci finančného trhu prehodnotili svoje očakávania týkajúce sa menovopolitických sadzieb v dôsledku bankových turbulencií. Výnos desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážený HDP bol v polovici marca na úrovni 3 %. Okolo tejto úrovne kolísal v rozmedzí približne 40 bázických bodov a na konci sledovaného obdobia v polovici júna bol o 10 bázických bodov vyšší, na úrovni 3,1 %, čo je v jasnom kontraste k výraznému nárastu dlhodobých bezrizikových sadzieb v Spojenom kráľovstve. Diskusia o dlhovom strope Spojených štátov, na ktorom sa Snemovňa reprezentantov dohodla 31. mája, spolu s lepším rizikovým sentimentom a pokračujúcim sprísňovaním politiky Bank of England predstavovali hlavné faktory stojace za výraznejšie vyššími výnosmi desaťročných štátnych dlhopisov Spojených štátov a Spojeného kráľovstva, ktoré v polovici júna v Spojených štátoch vzrástli o 20 bázických bodov na 3,8 % a v Spojenom kráľovstve o 100 bázických bodov na 4,4 %.

## Graf 17

### Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov a desaťročná sadzba jednodňových indexových swapov založená na €STR

(v % p. a.)

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



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (16. marca 2023). Posledné údaje sú zo 14. júna 2023.

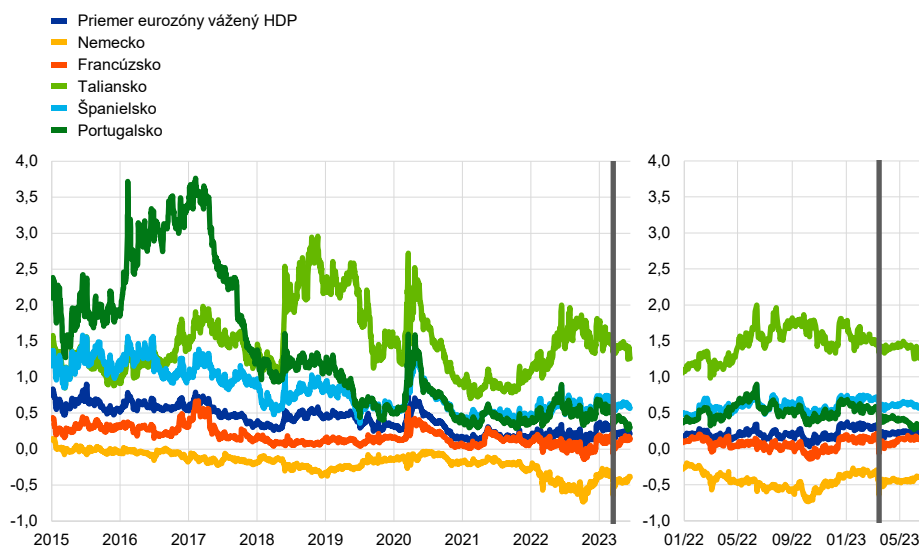
### Výnosy štátnych dlhopisov v eurozóne sa pohybovali zhruba v súlade s vývojom bezrizikových sadzieb, keďže spready štátnych dlhopisov zostali izolované od obáv súvisiacich s vývojom v bankovom sektore (graf 18).

Priemerný spread štátnych dlhopisov eurozóny vážený HDP voči sadzbe OIS založenej na €STR sa počas sledovaného obdobia zväčšil len mierne, pričom kopíroval vývoj spreadov štátnych dlhopisov, ktoré zostali vo väčšine jurisdikcií celkovo stabilné. Hlavným dôvodom pohybu smerom nahor bol spread nemeckých desaťročných štátnych dlhopisov, ktorý stúpol o 12 bázických bodov a dosiahol nižšiu zápornú hodnotu, čo čiastočne odrážalo zmenu tokov v rámci úteku do bezpečia vyvolanú turbulenciami v bankovom sektore. Oznámenie Rady guvernérov v máji, že ukončenie reinvestícií v rámci APP sa očakáva od júla 2023, nevedlo k žiadnemu viditeľnému rozšíreniu spreadov. Pozoruhodným pohybom v sledovanom období bol pokles spreadu gréckych štátnych dlhopisov po prvom kole parlamentných volieb 21. mája. Posilnilo to očakávania účastníkov trhu týkajúce sa možného zvýšenia ratingu na investičný stupeň v nadchádzajúcich mesiacoch. Spread gréckych desaťročných štátnych dlhopisov sa počas sledovaného obdobia znížil o 60 bázických bodov.

## Graf 18

### Spready desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne a desaťročná sadzba OIS založená na €STR

(v p. b.)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (16. marca 2023). Posledné údaje sú zo 14. júna 2023.

#### Spready podnikových dlhopisov sa zúžili v dôsledku lepšieho rizikového sentimentu.

Spready podnikových dlhopisov s vysokým výnosom sa zúžili o 77 bazických bodov a spready podnikových dlhopisov investičného stupňa o 13 bazických bodov, čím takmer korigovali rozšírenie zaznamenané počas turbulencií v bankovom sektore, ktoré predchádzali sledovanému obdobiu. Zatiaľ čo spready boli o niečo väčšie ako pred turbulenciami v bankovom sektore, hrubá emisia dluhu nefinančných spoločností zodpovedala historickým trendom. Hrubá emisia bola na začiatku roka 2023 silnejšia ako priemerná hrubá emisia za posledných desať rokov, ale po začatí turbulencií v bankovom sektore a výraznom rozšírení spreadov sa takmer zastavila. Opäť sa zvýšila, keď sa spready začali zužovať a volatilita zmenšovať. Schopnosť nefinančných spoločností prispôsobiť sa prevládajúcim trhovým podmienkam a emitovať menej dluhu, keď sa spready podnikových dlhopisov zväčšili, pravdepodobne zabránila ďalšiemu rozširovaniu spreadov počas turbulencií.

#### Ceny akcií v eurozóne počas sledovaného obdobia rástli, keď sa akciové trhy ustálili v prostredí nižšej volatility (graf 19).

Počas sledovaného obdobia zaznamenali indexy akciových trhov eurozóny plošný nárast o 5 % a do značnej miery vyrovnali straty, ktoré utrpeli počas turbulencií v bankovom sektore, s výnimkou cien akcií bánk, ktoré túto stratu ešte úplne nevyrovnali. S približujúcim sa termínom dlhového stropu Spojených štátov boli akciové trhy na oboch stranách Atlantiku relatívne pokojné. Napriek pretrvávajúcemu tlaku tlmiacemu ceny akcií amerických bánk sa agregovaným akciovým indexom v Spojených štátoch darilo lepšie ako v eurozóne, keďže boli podporené všeobecnou nadpriemernou výkonnosťou nefinančných spoločností, najmä v technologickom sektore, ktoré majú relatívne vyššiu váhu v amerických indexoch ako v eurozóne. Ceny akcií

nefinančných spoločností v eurozóne stúpili o 4,5 %. Pod tento vývoj sa podpísali proti očakávaniam vyššie dividendy a spätné odkupy, ako aj vyššie krátkodobé očakávané zisky, ktoré boli čiastočne neutralizované zhoršením dlhodobjšieho výhľadu ziskov. V Spojených štátoch sa ceny akcií nefinančných spoločností za celé sledované obdobie zvýšili o 11 %. Ceny akcií bánk vzrástli o 5,7 % v eurozóne a o 1,9 % v Spojených štátoch.

### Graf 19

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

(index: 1. január 2015 = 100)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (16. marca 2023). Posledné údaje sú zo 14. júna 2023.

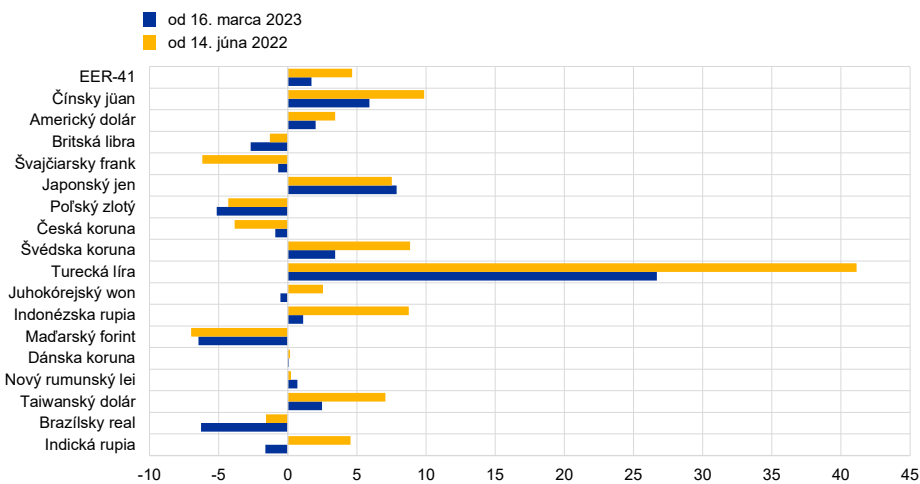
#### Euro vážené zahraničným obchodom sa na devízových trhoch posilnilo (graf 20).

Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 41 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa počas sledovaného obdobia zhodnotil o 1,7%. Pokiaľ ide o pohyby bilaterálnych výmenných kurzov voči hlavným menám, euro sa zhodnotilo voči americkému doláru (o 2,0 %), aj napriek rozšíreniu diferenciálov úrokových sadzieb, ako aj voči čínskemu jüanu (o 5,9 %) a japonskému jenu (o 7,9 %). Oslabilo sa voči britskej libe (o 2,7 %) a švajčiarskemu franku (o 0,7 %). Euro sa posilnilo aj voči menám väčšiny hlavných rozvíjajúcich sa trhových ekonomík v Ázii, ako aj voči tureckej líre (o 26,7 %), ale oslabilo sa voči brazílskemu realu (o 6,3 %) a voči menám väčšiny členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny v strednej a východnej Európe.

## Graf 20

### Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálna zmena)



Zdroj: ECB.

Poznámka: EER-41 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 41 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny.

Kladná (záporná) zmena znamená posilnenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané použitím výmenných kurzov zo 14. júna 2023.

## 5 Podmienky financovania a úvery

*Náklady na bankové financovanie v apríli 2023 naďalej rástli, čo bolo odrazom ďalšieho zvyšovania kľúčových úrokových sadzieb ECB. Úrokové sadzby bankových úverov sa zvýšili aj pre firmy a domácnosti, hoci pomalším tempom ako v predchádzajúcich mesiacoch. V období od 16. marca do 14. júna 2023 sa náklady na financovanie prostredníctvom akcií aj na financovanie dlhu prostredníctvom trhu zvýšili len nepatrne. Bankové úvery podnikom a domácnostiam sa v apríli naďalej znižovali v dôsledku vyšších úverových sadzieb, nižšieho dopytu po úveroch a prísnejších úverových štandardov. Oslabovanie menovej dynamiky pokračovalo v dôsledku vysokých oportunitných nákladov z držby peňazí, spomaľujúcej sa úverovej dynamiky a znižovania súvahy Eurosystemu.*

**Náklady na bankové financovanie v eurozóne naďalej v apríli rástli, čo bolo odrazom ďalšieho zvyšovania kľúčových úrokových sadzieb ECB a úrokových sadzieb z vkladov.** Zložené náklady bánk eurozóny na dlhové financovanie sa v apríli ďalej mierne zvýšili, čím sa stabilizovali na úrovni, ktorá je najvyššia za posledných viac ako desať rokov (graf 21, časť a). Aktuálny nárast odráža najmä vyššie úrokové sadzby z vkladov, zatiaľ čo výnosy bankových dlhopisov zostali v podstate stabilné (graf 21, časť b). Úrokové sadzby z vkladov naďalej stabilne rástli, s určitými rozdielmi medzi jednotlivými nástrojmi. Vkladatelia na rozširujúci sa spread medzi úrokovými sadzbami termínovaných vkladov a úrokovými sadzbami jednoduchých vkladov reagujú zmenou svojich vkladov z jednoduchých na termínované vklady a na iné nástroje s vyšším výnosom. Prenesenie zvýšenia kľúčových úrokových sadzieb ECB do úrokových sadzieb vkladov bolo v jednotlivých bankách veľmi rôznorodé a sprevádzalo ho prerozdelenie objemu vkladov medzi bankami. Sporitelia presúvali vklady z bánk s menej atraktívnym úročením do bánk, ktoré zvyšovali úrokové sadzby vkladov rýchlejším tempom.

**Splácanie finančných prostriedkov požíčaných bankami v rámci tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) prispelo k ďalšiemu zníženiu nadbytočnej likvidity a k vyšším nákladom na financovanie bánk.** Od rekalibrácie podmienok TLTRO III, ktorá nadobudla účinnosť 23. novembra 2022, banky splácajú veľké objemy finančných prostriedkov požíčaných v rámci tohto programu. V júni bude splatených celkovo 1,5 bilióna € (povinné a dobrovoľné finančné prostriedky), čím sa nesplatené sumy znížia približne o 72 % (v porovnaní s úrovňou pred rekalibráciou).<sup>5</sup> V situácii ukončovania TLTRO a poklesu vkladov banky od septembra 2022 zvýšili emisiu dlhopisov, ktoré sú úročené nad úrovňou úrokových sadzieb vkladov a kľúčových úrokových sadzieb ECB.

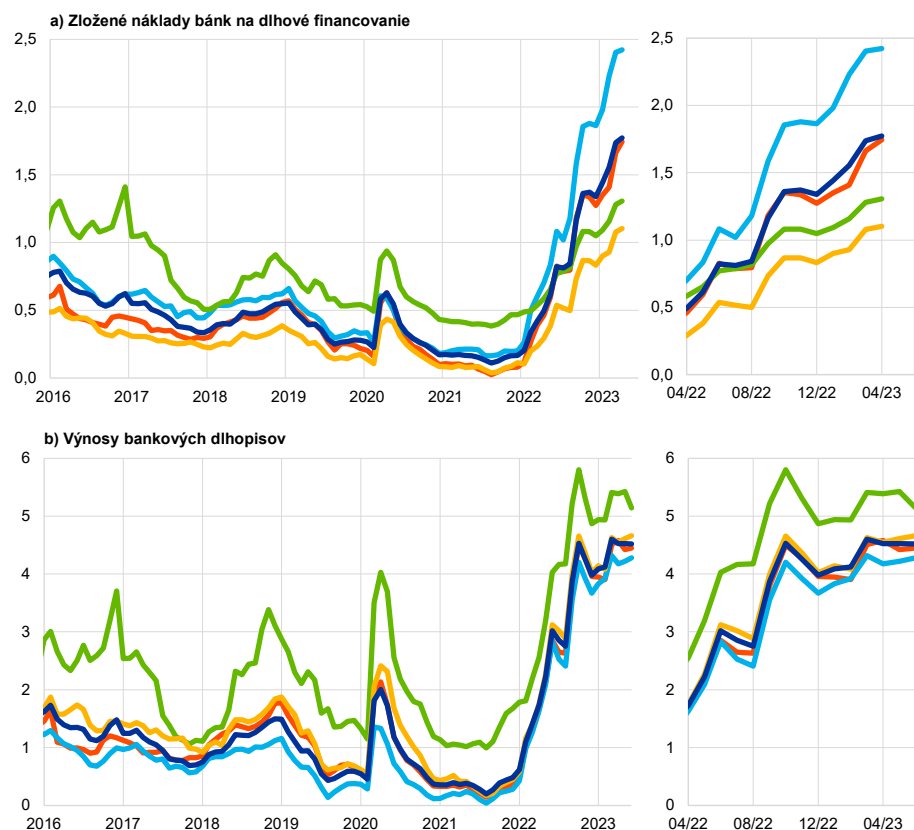
<sup>5</sup> Tlačová správa ECB z 27. októbra 2022: [ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term.](#)

## Graf 21

### Zložené úrokové sadzby bankového financovania vo vybraných krajinách eurozóny

(v % za rok)

- Eurozóna
- Nemecko
- Francúzsko
- Taliansko
- Španielsko



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

Poznámka: Zložené úrokové sadzby bankového financovania predstavujú vážené priemery zložených nákladov na vklady a financovanie dlhu na nezabezpečenom trhu. Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených jednodňovými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi splatnými na požiadanie, ktoré sú vážené príslušnými nesplatenými sumami. Výnosy bankových dlhopisov sú mesačné priemery dlhopisov prioritnej tranže. Posledné údaje o zložených sadzbách bankového financovania sú z apríla 2023 a o výnosoch bankových dlhopisov zo 14. júna 2023.

**Banky sú celkovo naďalej dostatočne kapitalizované, hoci vývoj v oblasti podmienok financovania, úrokového rizika a kvality aktív bude pravdepodobne čoraz viac zaťažovať ich úverovú kapacitu.** Banky v prvom štvrtroku 2023 naďalej zvyšovali svoju ziskovosť. Dosiahli ju najmä vďaka zdrojom neúrokových príjmov, zatiaľ čo nárast čistých úrokových príjmov zaznamenaný v priebehu roka 2022 sa zastavil pre slabý rast úverov a v podstate stabilné čisté úrokové marže. Marcové otrasy v bankovom sektore viedli k poklesu cien bankových akcií a k rozšíreniu spreadov rizikovejších bankových dlhopisov ako podriadené dlhopisy a nástroje dodatočného kapitálu Tier 1 (AT1). Ziskovosť bánk v súčasnosti zaťažuje zvýšený tlak na financovanie v dôsledku vyšších úrokových sadzieb vkladov a veľkých splátok TLTRO. Pokiaľ ide o kvalitu aktív v súvahách bánk, pomer problémových úverov naďalej klesal, ale objavujú sa náznaky vyššieho kreditného rizika, keďže sa zvýšil podiel úverov s omeškanými platbami v počiatkovej fáze, najmä v prípade expozícií voči sektorom, ako sú komerčné nehnuteľnosti, ktoré sú viac ovplyvnené

cyklom sprísňovania menovej politiky. Čo sa týka expozície bánk voči úrokovému riziku, v súčasnosti sú predmetom značnej trhovej kontroly nerealizované straty z cenných papierov držaných do splatnosti, aj keď doteraz boli relatívne obmedzené.

### **Úrokové sadzby bankových úverov pre podniky a domácnosti v apríli 2023 ďalej rástli, hoci pomalším tempom ako v predchádzajúcich mesiacoch.**

Sprísňovanie menovej politiky ECB sa prenáša do podmienok poskytovania bankových úverov, pričom sa zvyšujú úrokové sadzby a sprísňujú úverové štandardy. Úrokové sadzby bánk pre úvery nefinančným spoločnostiam sa v apríli zvýšili na 4,38 %, čo je ich najvyššia úroveň od konca roka 2008. Pred začiatkom cyklu sprísňovania boli v marci 2023 na úrovni 4,22 % a v júni 2022 na úrovni 1,83 %. K aktuálnemu nárastu prispeli vyššie úverové sadzby s dobou fixácie do jedného roka, zatiaľ čo úverové sadzby s dlhšou dobou fixácie klesli. Úrokové sadzby bankových úverov pre domácnosti na kúpu nehnuteľnosti na bývanie v apríli takisto ďalej stúpali, na 3,44 %, z 3,37 % v marci a z 1,97 % v júni 2022. Aprílový nárast bol výsledkom vyšších sadzieb hypoték s flexibilnou úrokovou sadzbou, zatiaľ čo sadzby hypoték s fixnou úrokovou sadzbou klesli prvýkrát od začiatku rastúceho trendu v decembri 2021. Celkovo sa úverové sadzby zvyšovali rýchlejšie ako v predchádzajúcich cykloch zvyšovania, čo bolo najmä odrazom rýchlejšieho tempa zvyšovania úrokových sadzieb menovej politiky. Z výsledkov [prieskumu spotrebiteľských očakávaní](#) z apríla 2023 vyplýva, že spotrebiteľia očakávajú, že úrokové sadzby hypoték sa v nasledujúcich 12 mesiacoch začnú stabilizovať. Veľký čistý percentuálny podiel spotrebiteľov v prieskume však očakáva, že bude ťažšie získať úvery na bývanie. Spread medzi úrokovými sadzbami malých a veľkých bankových úverov zostal v apríli v historickom kontexte stabilne na nízkej úrovni, hoci sa v jednotlivých krajinách do určitej miery líšil. Rozptyl úrokových sadzieb pre podniky a domácnosti medzi krajinami zostal na nízkej úrovni (graf 22, časti a a b).



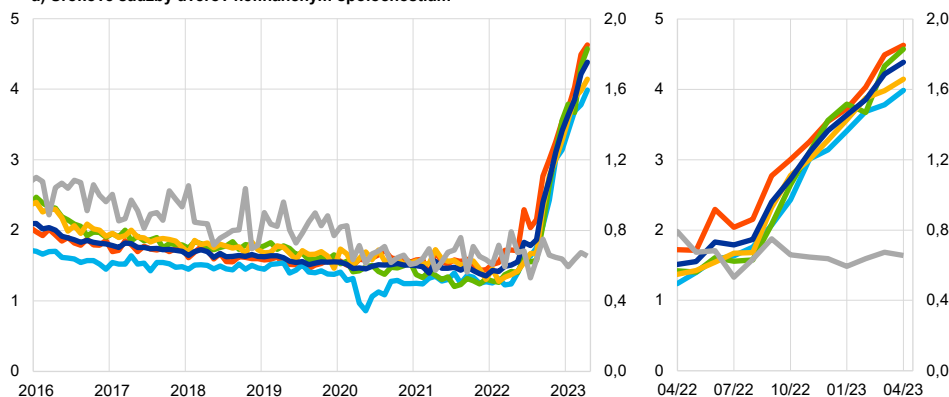
## Graf 22

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

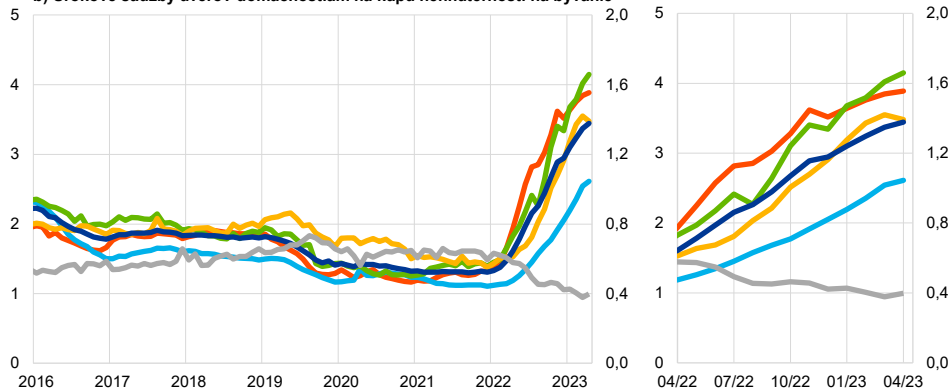
(ročná percentuálna zmena; štandardná odchýlka)

- Eurozóna
- Nemecko
- Francúzsko
- Taliansko
- Španielsko
- Štandardná odchýlka medzi krajinami (pravá os)

a) Úrokové sadzby úverov nefinančným spoločnostiam



b) Úrokové sadzby úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľnosti na bývanie



Zdroj: ECB.

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

### Od 16. marca do 14. júna 2023 sa náklady nefinančných spoločností na financovanie prostredníctvom akcií aj náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu zvýšili len nepatrne.

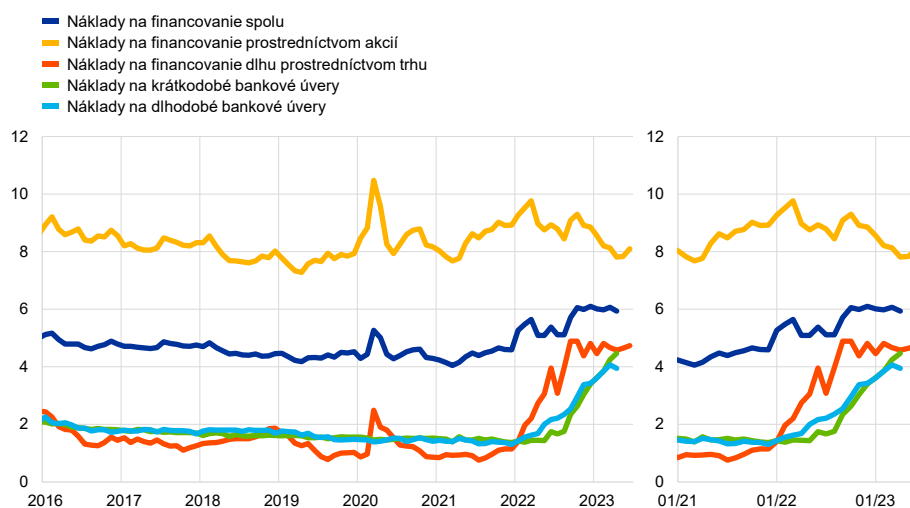
Vzhľadom na neskoršiu dostupnosť údajov týkajúcich sa nákladov na bankové úvery možno celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností (t. j. zložené náklady na bankové úvery, na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a na financovanie prostredníctvom akcií) k 14. júnu vypočítať len do apríla 2023, keď dosiahli 5,9 %, čo je len o niečo menej ako ich úroveň v predchádzajúcom mesiaci (graf 23). Bol to výsledok aprílového poklesu nákladov na všetky zložky financovania nefinančných spoločností okrem nákladov na krátkodobé úvery od bánk, ktoré sa výrazne zvýšili. Hoci sa celkové náklady na financovanie v apríli 2023 mierne znížili z maxima v októbri 2022, zostali blízko zvýšených úrovní dosiahnutých v septembri 2022 a predtým zaznamenaných

koncom roka 2011. Počas sledovaného obdobia od 16. marca do 14. júna sa náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu aj na financovanie prostredníctvom akcií mierne zvýšili. Nárast nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu bol spôsobený vplyvom vyšších bezrizikových sadzieb, ktorý bol čiastočne kompenzovaný znížením spreadov dlhopisov emitovaných nefinančnými spoločnosťami v segmente dlhopisov investičného stupňa a výraznejšie v segmente dlhopisov s vysokým výnosom. Mierny nárast nákladov na financovanie prostredníctvom akcií rovnako odrážal nárast bezrizikových sadzieb, keďže riziková prémie akcií zostala počas sledovaného obdobia konštantná.

### Graf 23

Nominálne náklady na vonkajšie financovanie nefinančných spoločností eurozóny podľa zložiek

(v % za rok)



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

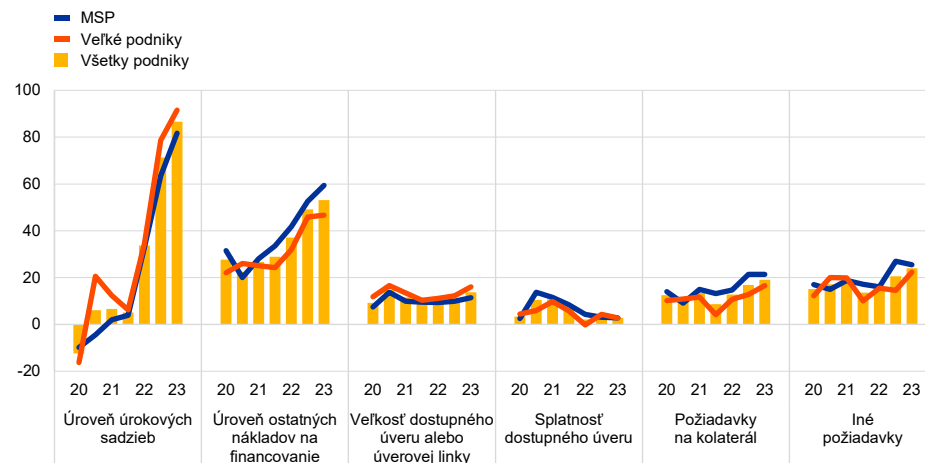
Poznámka: Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností sa vypočítavajú ako vážený priemer nákladov na bankové úvery, nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a nákladov na financovanie prostredníctvom akcií, na základe príslušných nesplatených objemov. Posledné údaje v prípade nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu (mesačný priemer denných údajov) sú zo 14. júna 2023, v prípade nákladov na financovanie prostredníctvom akcií (týždenné údaje) z 9. júna 2023 a v prípade celkových nákladov na financovanie a nákladov na bankové úvery (mesačné údaje) z apríla 2023.

**Podľa prieskumu o prístupe podnikov k financovaniu (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE) firmy všetkých veľkostných tried signalizovali ďalšie sprísnenie podmienok financovania od októbra 2022 do marca 2023.**

Čistý percentuálny podiel podnikov, ktoré uviedli vyššie úrokové sadzby bánk, sa zvýšil na 87 % zo 71 % v predchádzajúcom kole (graf 24). Ide o najväčší nárast od začiatku prieskumu v roku 2009, ktorý odráža postupný prenos sprísňovania menovej politiky do nákladov podnikov na úvery. Zvýšil sa aj čistý percentuálny podiel podnikov (z 49% na 53%) signalizujúcich nárast ostatných nákladov na financovanie, ako sú poplatky a provízie. Zdá sa, že podobný plošný nárast bankových úrokových sadzieb a ostatných nákladov zaznamenali tak malé a stredné podniky (MSP), ako aj veľké podniky. V čistom vyjadrení podniky takisto uvádzali prísnejšie požiadavky na kolaterál, ale aj dlhšiu splatnosť a vyššie objemy úverov. Len málo podnikov uviedlo prekážky pri získavaní bankového úveru (7 %, rovnako ako v predchádzajúcom kole prieskumu).

**Graf 24****Zmeny podmienok bankového financovania podnikov v eurozóne**

(čistý percentuálny podiel respondentov)



Zdroj: Prieskum ECB o prístupe podnikov k financovaniu.

Poznámka: Údaje sa týkajú podnikov, ktoré požiadali o bankový úver (vrátane dotovaných bankových úverov), úverovú linku alebo prečerpanie na bankovom účte alebo kreditnej karte. Čisté percentuálne podiely predstavujú rozdiel medzi percentuálnym podielom podnikov vykazujúcich zvýšenie daného faktora a percentuálnym podielom podnikov, ktoré vykázali jeho pokles. Údaje sa týkajú 20. až 28. kola prieskumu (október 2019 – marec 2020 až október 2022 – marec 2023).

**Podniky uviedli, že ich medzery vo financovaní sa naďalej zväčšovali a že očakávajú, že dostupnosť väčšiny zdrojov vonkajšieho financovania bude v budúcnosti ešte viac obmedzená.** Čistý percentuálny podiel podnikov

v eurozóne, ktoré vykázali zväčšenie medzery vo vonkajšom financovaní – rozdiel medzi zmenou dopytu po vonkajšom financovaní a zmenou ponuky vonkajšieho financovania – predstavoval 6 % (pokles z 9 % v predchádzajúcom kole prieskumu). S výnimkou predchádzajúceho kola prieskumu išlo o najväčší nárast medzery vo financovaní od roku 2013. V tomto náraste sa premieta uvádzané zvýšenie finančných potrieb podnikov, ako aj zhoršenie dostupnosti väčšiny zdrojov financovania. Pri pohľade do budúcnosti 17 % podnikov očakáva, že dostupnosť bankových úverov sa v období od apríla do septembra 2023 ďalej zníži. Podniky takisto vo všeobecnosti očakávajú, že dostupnosť úverových línií a obchodných úverov sa v nasledujúcich šiestich mesiacoch ešte viac zhorší, zatiaľ čo v prípade dostupnosti financovania prostredníctvom trhu očakávajú, že v budúcnosti zostane približne na rovnakej úrovni.

**Bankové úvery podnikom a domácnostiam sa v apríli naďalej znižovali v dôsledku vyšších úrokových sadzieb, nižšieho dopytu po úveroch a prísnejších úverových štandardov.** Ročná miera rastu úverov poskytnutých

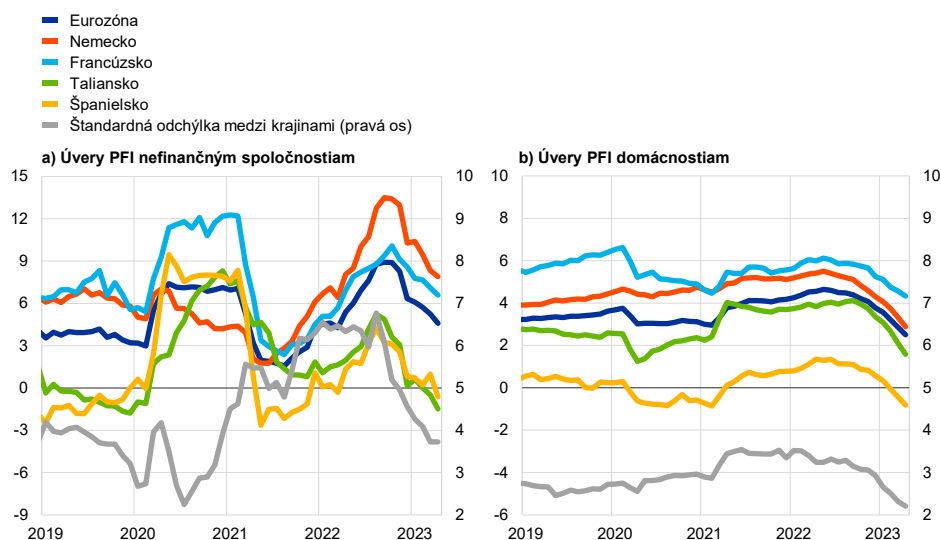
nefinančným spoločnostiam sa v apríli znížila na 4,6 % z 5,2 % v marci (graf 25, časť a). Mesačné toky úverov nefinančným spoločnostiam boli od novembra 2022 v priemere mierne záporné. Spomalenie bolo zaznamenané vo všetkých najväčších ekonomikách a odráža výrazný pokles dopytu po úveroch, čiastočne v dôsledku vyšších úrokových sadzieb a ďalšieho výrazného sprísnenia úverových štandardov. Ročná miera rastu úverov poskytnutých domácnostiam klesla z 2,9 % v marci na 2,5 % v apríli (graf 25, časť b) v kontexte zhoršujúcich sa vyhládok na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie, ďalšieho výrazného sprísnenia úverových štandardov bánk a vyšších úverových sadzieb. Pokles bol spôsobený najmä pretrvávajúcim

spomaľovaním rastu úverov na bývanie. Od začiatku roka 2023 však ostatné úvery domácnostiam, najmä úvery poskytnuté individuálnym podnikateľom (t. j. malým podnikom nezapísaným do obchodného registra), z mesiaca na mesiac klesali, a teda takisto prispievali k oslabeniu.

## Graf 25

### Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena; štandardná odchýlka)



Zdroj: ECB.

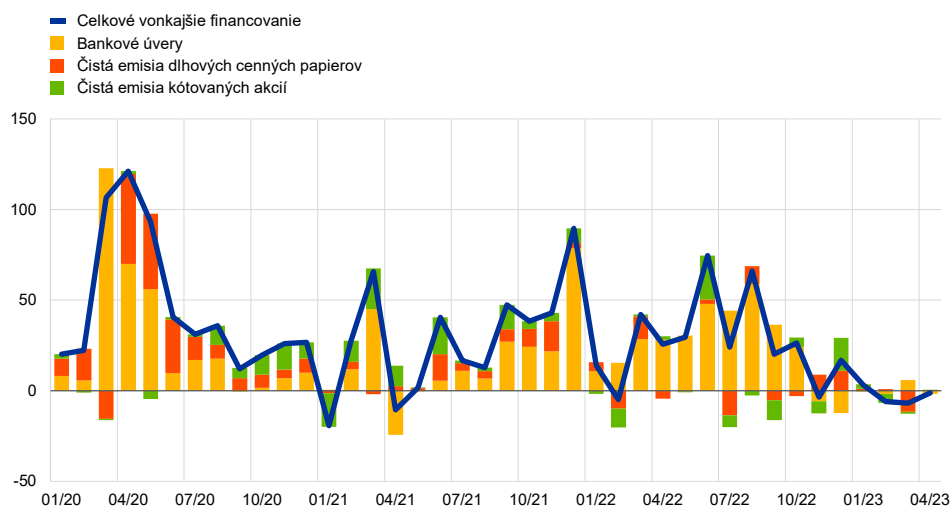
Poznámka: Úvery poskytované peňažnými finančnými inštitúciami (PFI) sú očistené od predaja a sekuritizácie úverov. V prípade nefinančných spoločností sú úvery očistené aj od účelovo vytváraných spoločných účtov (cash pooling). Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12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

### Rast čistého vonkajšieho financovania podnikov eurozóny bol v prvom štvrtroku 2023 a v apríli tlmený, čo bolo odrazom nízkej úrovne dlhového financovania.

Ročná miera rastu čistého vonkajšieho financovania sa znížila z 2,2 % v januári 2023 na 1,7 % v apríli (graf 26). Úverové toky boli v absolútnych hodnotách slabé aj v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi. Tento vývoj odzrkadľuje nižšie finančné potreby podnikov, keďže hospodárska činnosť zostala tlmená, ako aj vyššie úverové sadzby a prísnejšie úverové štandardy bánk. Čistá emisia dlhových cenných papierov sa znížila v dôsledku rozsiahleho umorovania a nižšej hrubej emisie. Emisia kótovaných akcií bola celkovo tlmená, napriek nižším nákladom na financovanie prostredníctvom akcií pre podniky, vzhľadom na nízku aktivitu v oblasti prvotných verejných ponúk a fúzií a akvizícií, zatiaľ čo niekoľko nadnárodných spoločností akcie späť odkúpilo a výplata dividend bola vyššia.

**Graf 26****Čisté toky vonkajšieho financovania nefinančných spoločností v eurozóne**

(mesačné toky; v mld. EUR)



Zdroj: ECB, Eurostat, Dealogic a výpočty ECB.

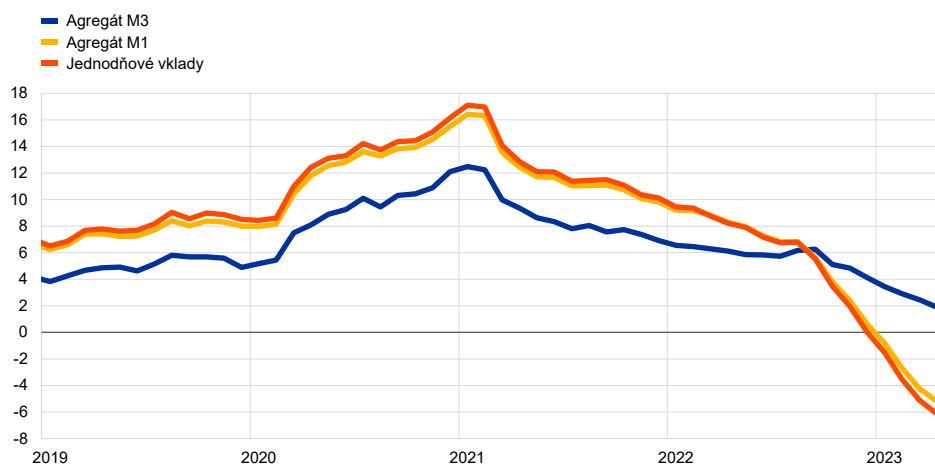
Poznámka: Čisté vonkajšie financovanie je súčtom úverov z bánk (úvery PFI), čistej emisie dlhových cenných papierov a čistej emisie kótovaných akcií. Úvery PFI sú očistené od predaja úverov, sekuritizácie a účelovo vytváraných spoločných účtov (cash pooling). Posledné údaje sú z apríla 2023.

**Jednodňové vklady sa v apríli ďalej znižovali v dôsledku presunu finančných prostriedkov do nástrojov s vyšším výnosom.** Po marcovom medziročnom poklese o 5,1 % sa jednodňové vklady v apríli znížili o ďalších 6,1 %, čo predstavuje najvýraznejší pokles od začiatku hospodárskej a menovej únie v roku 1999 (graf 27). Tento vývoj vyplýval najmä z rozsiahleho nahrádzania jednodňových vkladov termínovanými vkladmi, ale aj inými nástrojmi s lepším výnosom, ako sú akcie fondov peňažného trhu a dlhopisy. Odráža to skutočnosť, že úrokové sadzby jednodňových vkladov sa prispôbujú zmenám úrokových sadzieb menovej politiky pomalšie ako úrokové sadzby termínovaných vkladov. Za mimoriadnym presunom prostriedkov stojí skutočnosť, že sprísňovanie politiky ECB bolo rýchlejšie ako v predchádzajúcich cykloch sprísňovania.

## Graf 27

### Agregáty M3 a M1 a jednoduché vklady

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z apríla 2023.

**Oslabovanie menovej dynamiky pokračovalo v dôsledku vysokých oportunitných nákladov z držby peňazí, zhoršujúcej sa úverovej dynamiky a znižovania súvahy Eurosystemu.** Ročná miera rastu agregátu M3 sa znížila z 2,5 % v marci na 1,9 % v apríli, čo je najnižšia miera od júla 2014 (graf 27). Medzimesačné zmeny agregátu M3 sú od decembra 2022 záporné. Agregát M1 sa v apríli ďalej znížil o 5,2 %, oproti marcovým 4,2 %. Pokračujúci pokles rastu peňažnej masy možno vysvetliť rastom alternatívnych nákladov držby peňazí a zhoršujúcou sa úverovou dynamikou. Prenos zvýšenia úrokových sadzieb menovej politiky do finančných podmienok motivuje držiteľov peňazí k presunu prostriedkov z jednoduchých na termínované vklady a v menšej miere aj do bankových dlhopisov, fondov peňažného trhu a štátnych cenných papierov. Ukončenie úplného reinvestovania istiny zo splatených cenných papierov v rámci programu nákupu aktív v marci 2023 navyše viedlo k zníženiu portfólia aktív Eurosystemu, čím sa automaticky odčerpala likvidita z finančného systému. Napokon k oslabeniu menovej dynamiky prispieva aj splácanie TLTRO tým, že banky motivuje vydávať dlhopisy s dlhšou splatnosťou, ktoré nie sú zahrnuté do agregátu M3.

## 6 Fiškálny vývoj

*Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z júna 2023 sa fiškálny výhľad eurozóny naďalej zlepšuje, keďže sa postupne ruší fiškálna podpora. Napriek zlepšovaniu stavu verejných financií sa očakáva, že pomer deficitu a dlhu zostane počas celého sledovaného obdobia výrazne nad úrovňou pred pandémie. Pomer deficitu eurozóny podľa projekcií klesne v roku 2023 na 3,2 % HDP a v rokoch 2024 a 2025 sa ustáli približne na úrovni 2,5 %. Predpokladá sa, že fiškálna pozícia eurozóny bude v roku 2023 celkovo neutrálna, v roku 2024 sa výrazne sprísni a v roku 2025 bude opäť celkovo neutrálna. Z kumulatívneho hľadiska v horizonte projekcií dôjde k určitému sprísneniu fiškálnej politiky, ktorá však zostane relatívne akomodačná vzhľadom na rozsiahle fiškálne opatrenia zavedené počas pandémie a následného šoku súvisiaceho s nákladmi na energiu. Predpokladá sa, že pomer dlhu k HDP v eurozóne klesne z 91 % v roku 2022 približne na 87 % v roku 2025. Z politického hľadiska by vlády mali po odznení energetického šoku urýchlene a koordinovane zrušiť súvisiace podporné opatrenia, aby sa zabránilo zvyšovaniu strednodobých inflačných tlakov, ktoré by následne vyžadovali silnejšiu reakciu menovej politiky. Fiškálne politiky by mali byť navrhnuté tak, aby zvýšili produktivitu ekonomiky eurozóny a postupne znižovali vysoký verejný dlh. Čoskoro by mala byť ukončená reforma rámca správy hospodárskych záležitostí EÚ, pričom ECB v súlade so svojimi právomocami v súčasnosti pripravuje stanovisko k [legislatívnym návrhom Komisie](#) vydaným 26. apríla 2023.*

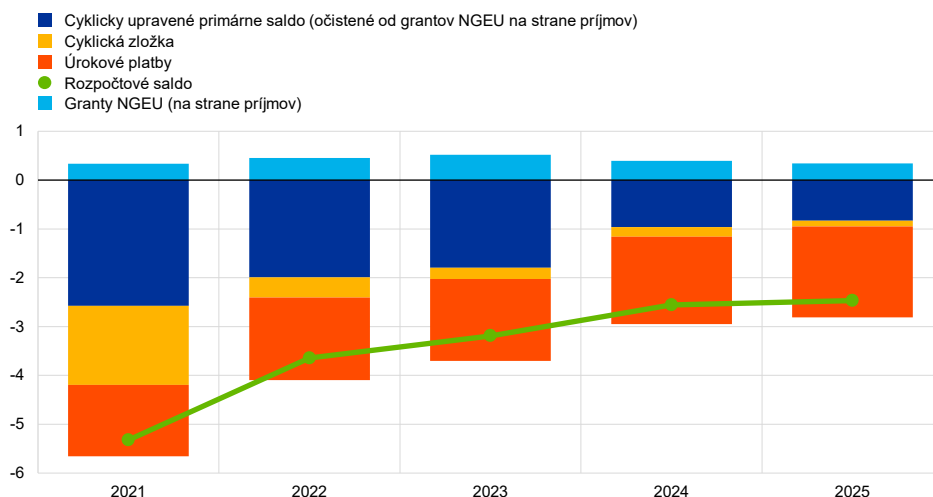
**Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z júna 2023 sa rozpočtové saldo verejnej správy eurozóny v horizonte projekcií mierne zlepši.**<sup>6</sup> Predpokladá sa, že rozpočtový deficit eurozóny sa v roku 2023 zníži na 3,2 % HDP a v rokoch 2024 a 2025 na 2,6 %, resp. 2,5 % HDP (graf 28). Tento pokles je spôsobený najmä nižším cyklicky upraveným primárnym deficitom a v menšej miere zlepšením cyklickej zložky. Zároveň sa má mierne zvýšiť podiel úrokových platieb na HDP. Pokiaľ ide o primárny deficit eurozóny, ten je do značnej miery ovplyvnený pokračujúcim znižovaním opatrení fiškálnej podpory, ktoré vlády zaviedli v reakcii na energetický šok a vysokú infláciu. V súčasnosti sa odhaduje, že tieto opatrenia dosiahnu na úrovni eurozóny 1,6 % HDP v roku 2023 a 0,5 % HDP v roku 2024 a následne sa v roku 2025 znížia približne na 0,2 % HDP.

<sup>6</sup> [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, jún 2023](#), uverejnené na internetovej stránke ECB 15. júna 2023.

## Graf 28

### Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: Výpočty ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu z júna 2023.

Poznámka: NGEU je skratka nástroja Next Generation EU. Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy všetkých 20 krajín eurozóny (vrátane Chorvátska).

**Predpokladá sa, že fiškálna pozícia eurozóny<sup>7</sup> bude v roku 2023 celkovo neutrálna, v roku 2024 sa výrazne sprísni a v roku 2025 bude opäť celkovo neutrálna.** Ústup od neutrálnej fiškálnej pozície v roku 2023 sa vysvetľuje

predpokladaným čiastočným obratom v neočakávaných príjmoch, ktoré vznikli v rokoch 2021 až 2022 predovšetkým v dôsledku pozitívneho vplyvu vysokej inflácie na verejné financie, a vo všeobecnosti sa kompenzuje určitým sprísnením celkových diskrečných fiškálnych opatrení. Toto sprísnenie odráža jednak zrušenie niektorých stimulačných opatrení, ktoré vlády realizovali v reakcii na pandémiu, jednak štatistickú reklasifikáciu v Taliansku. V roku 2024 sa očakáva výrazné sprísnenie fiškálnej pozície, najmä v dôsledku útlmu približne 70 % fiškálnej podpory v oblasti energií a inflácie, ktorú vlády eurozóny zaviedli v roku 2023. Predpokladá sa, že po roku 2023 sa zníži aj podpora z prostriedkov poskytnutých v rámci nástroja Next Generation EU, pričom sa očakáva, že určitý ďalší obrat v neočakávaných príjmoch zmierni sprísnenie fiškálnej pozície v rokoch 2024 a 2025.

**Pomer verejného dlhu eurozóny k HDP bude podľa projekcií do roku 2025 naďalej klesať na úroveň tesne nad 87 % HDP.**

Pomer dlhu sa v roku 2020 v dôsledku reakcií vlád eurozóny na krízu COVID-19 zvýšil približne o 13 percentuálnych bodov na úroveň okolo 97 %. V roku 2022 dosiahol úroveň 91 % HDP a očakáva sa, že v roku 2023 klesne približne na 89 % HDP a v roku 2025 sa bude ďalej znižovať zhruba na 87 % HDP. Toto znižovanie možno pripísať najmä záporným diferenciálom medzi úrokovými sadzbami a nominálnym rastom

<sup>7</sup> 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 cyklicky upraveného pomeru primárneho salda bez vládnej podpory finančnému sektoru. Vzhľadom na to, že vyššie rozpočtové príjmy v súvislosti s grantami z nástroja Next Generation EU z rozpočtu EÚ nemajú na dopyt znižujúci vplyv, v tomto kontexte sa cyklicky upravené primárne saldo očisťuje od týchto príjmov. Viac informácií o fiškálnej pozícii eurozóny je v článku s názvom [The euro area fiscal stance](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

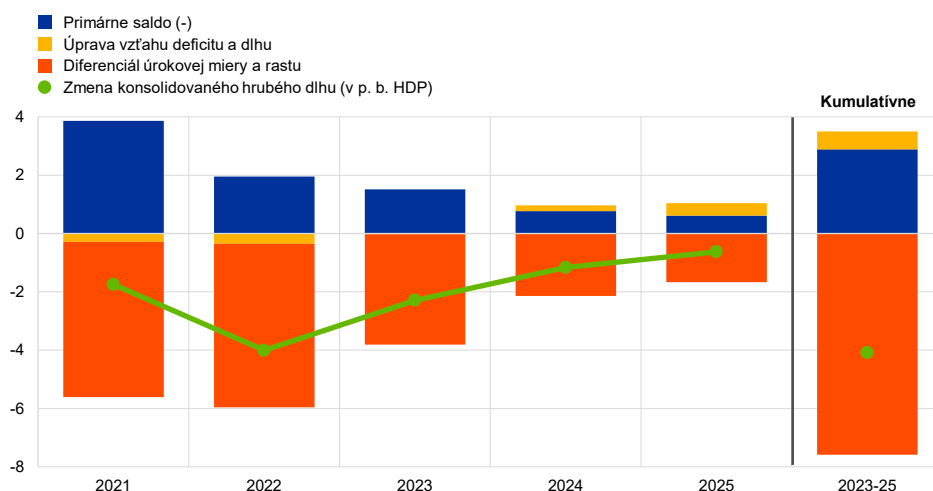


HDP, ktoré sa síce po roku 2022 zmenšovali, ale podľa projekcií budú naďalej viac ako kompenzovať primárne deficity (graf 29). Príspevok úprav deficitu a dlhu by mal byť v roku 2023 neutrálny, ale v posledných dvoch rokoch prognózy by mal mierne navýšiť hrubý dlh. Napriek postupnému znižovaniu agregovaného pomeru dlhu eurozóny sa očakáva, že do konca roka 2025 zostane nad úrovňou pred pandémie (takmer o 3 percentuálne body).

## Graf 29

### Faktory zmeny dlhu verejnej správy v eurozóne

(v % HDP, ak nie je uvedené inak)



Zdroj: Výpočty ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu z júna 2023.

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

### V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2023 sa rozpočtové saldo eurozóny na rok 2023 mierne zvýšilo a na rok 2024 sa v podobnom rozsahu znížilo.

Tieto revízie sú spôsobené najmä zmenami primárneho salda, hoci revízia smerom nahor na rok 2023 vychádza aj z projekcie, podľa ktorej budú úrokové náklady ako podiel HDP o niečo nižšie, než sa pôvodne očakávalo. Výhľad primárneho salda bude vo všeobecnosti odzrkadľovať revízie na úrovni diskrečných fiškálnych opatrení.

### Keď energetický šok pomíne, vlády by mali urýchlene a koordinovane zrušiť súvisiace podporné opatrenia.

Predídte sa tým zvyšovaniu strednodobých inflačných tlakov, ktoré by si vyžadovali silnejšiu reakciu menovej politiky. Fiškálne politiky by mali byť navrhnuté tak, aby zvýšili produktivitu ekonomiky eurozóny a postupne znižovali vysoký verejný dlh. Podobne aj Európska komisia vo svojom každoročnom [jarnom balíku európskeho semestra](#), ktorý bol zverejnený 24. mája 2023 a odráža všeobecné usmernenia obsiahnuté v jej [usmerneniach pre fiškálnu politiku na rok 2024](#), odporučila, aby vlády zrušili svoje opatrenia fiškálnej podpory do konca tohto roka. Komisia takisto uviedla, že všeobecná úniková doložka Paktu stability a rastu bude deaktivovaná na konci roka 2023. Okrem toho potvrdila, že na jar 2024 navrhne začatie postupov pri nadmernom deficite na základe konečných údajov za rok 2023.

Pokiaľ ide o [legislatívne návrhy](#) Európskej komisie na reformu rámca správy hospodárskych záležitostí EÚ, ktoré boli zverejnené 26. apríla 2023, ECB v súčasnosti pripravuje stanovisko v súlade so svojimi právomocami.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Po zverejnení súvisiaceho [oznámenia](#) 9. novembra 2022 a [záverov Rady](#) o usmerneniach pre reformu rámca správy hospodárskych záležitostí EÚ

# Boxy

## 1 Spotrebný impulz úspor z obdobia pandémie – záleží na zložení?

Niccolò Battistini, Virginia Di Nino a Johannes Gareis

**Po vypuknutí pandémie nahromadili domácnosti v eurozóne a Spojených štátoch veľký objem úspor prevyšujúci trend pred pandémiou.**<sup>1</sup> Nahromadený objem nadmerných úspor v období od prvého štvrťroka 2020 do posledného štvrťroka 2022 stabilne rástol, pričom dosiahol 11,3 % trendového (hrubého) disponibilného príjmu v eurozóne. V Spojených štátoch nahromadený objem nadmerných úspor dosiahol v treťom štvrťroku 2021 úroveň 13,2 %, po čom klesol na úroveň 7,9 % v poslednom štvrťroku 2022.<sup>2</sup> Veľký objem nadmerných úspor v oboch ekonomikách v súčasnej situácii naznačuje možnosť výrazného spotrebného impulzu, ktorý sa definuje ako bezprostredný stimul pre spotrebu vyplývajúci z potenciálneho využitia týchto úspor. Okrem toho poukazuje na väčší zostávajúci spotrebný impulz v eurozóne v porovnaní so Spojenými štátmi, kde došlo k značne výraznejšiemu nárastu spotreby v období po skončení pandémie. Popri veľkosti objemu úspor zohráva pri určení súvisiaceho spotrebného impulzu kľúčovú úlohu aj zloženie nadmerných úspor. V tomto boxe sa odhaduje zloženie nadmerných úspor a následne sa kalibruje všeobecný rovnovážny model s heterogénnymi činiteľmi na základe metodiky použitej v Auclert a kol. na meranie spotrebného impulzu v dvoch jurisdikciách.<sup>3</sup>

**Okrem objemu úspor z obdobia pandémie, dôležité je aj zloženie týchto nadmerných úspor, a to z dvoch dôvodov.** Po prvé, nadmerné úspory sú alokované do aktív s rôznym stupňom likvidity, čo je prvým determinantom (čiastočná rovnováha) ich spotrebného impulzu. Po druhé, vplyv nadmerných úspor na spotrebný impulz závisí aj od širšej dynamiky (všeobecná rovnováha): na jednej strane dynamická redistribúcia úspor vynaložených niektorými domácnosťami do iných domácností predlžuje trvanie spotrebného impulzu; na druhej strane

<sup>1</sup> Súvisiace úvahy sa nachádzajú v boxoch [COVID-19 a nárast úspor domácností: preventívne či vynútené dôvody?](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2020; [COVID-19 and the increase in household savings: an update](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2021; [The implications of savings accumulated during the pandemic for the global economic outlook](#) *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2021; [The recent drivers of household savings across the wealth distribution](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2022 a [Household saving during the COVID-19 pandemic and implications for the recovery of consumption](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2022. Prehľad faktorov spotreby na strane dopytu sa uvádza v článku s názvom [The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area](#), v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

<sup>2</sup> Objem nadmerných úspor možno odhadnúť ako kumulovaný rozdiel medzi skutočnými úsporami a ich extrapolovaným vývojom pred pandémiou (2015 – 2019). Rovnakú metodiku na údaje Spojených štátov uplatnili Aladangady, A., Cho, D., Feiveson, L. a Pinto, E.: [Excess Savings during the COVID-19 Pandemic](#), *FEDS Notes*, 21 October 2022. Hoci sa odhad objemu nadmerných úspor líši v závislosti od konkrétnej použitej metodiky, v tomto boxe sa kvalitatívne výsledky porovnávajúce eurozónu so Spojenými štátmi v prípade použitia alternatívnych metód nemenia (napríklad odhadovanie objemu nadmerných úspor ako kumulovaného rozdielu medzi súčasnou mierou úspor a mierou pred pandémiou).

<sup>3</sup> Auclert, A., Rognlie, M. a Straub, L.: [Trickling Up of Excess Savings](#), *NBER Working Paper Series*, No 30900, January 2023.

očakávanie domácností v súvislosti s touto budúcou redistribúciou tlmí veľkosť spotrebného impulzu, keďže domácnosti v priebehu času doladujú svoje spotrebiteľské vzorce. Z empirických dôkazov vyplýva, že tieto účinky čiastočne a všeobecnej rovnováhy sa môžu v eurozóne a Spojených štátoch prejavovať rozdielne.

**Nadmerné úspory sa v eurozóne počas rokov 2020 až 2022 akumulovali prevažne v nelikvidných aktívach, zatiaľ čo v Spojených štátoch boli tieto úspory nahromadené najmä v likvidných aktívach.** V eurozóne sa nadmerné úspory od prvého štvrťroka 2020 do štvrtého štvrťroka 2022 investovali do nefinančných aktív, ako sú nehnuteľnosti, a do pomerne nelikvidných finančných aktív, ako sú akcie a dlhopisy, pričom sa zároveň používali aj na splácanie úverov. Tieto formy kumulovaných nadmerných úspor spoločne stabilne rástli, pričom v poslednom štvrťroku 2022 dosiahli úroveň 10,8 % trendového disponibilného príjmu (graf A). Naopak, kumulované nadmerné úspory v (najviac) likvidných finančných aktívach, ako je mena a vklady, dosiahli v prvom štvrťroku 2021 vrchol na úrovni 3,7 % trendového disponibilného príjmu a potom sa výrazne prepadli na úroveň 0,6 % v poslednom štvrťroku 2022. V Spojených štátoch bolo zloženie kumulovaných nadmerných úspor na konci roka 2022 pozoruhodne odlišné. Likvidné finančné aktíva predstavovali 18,5 % trendového disponibilného príjmu, zatiaľ čo nelikvidné aktíva klesli o 10,6 % pod predpandemický trend, čo odzrkadľuje aj značné nahromadenie nových úverov.<sup>4</sup>

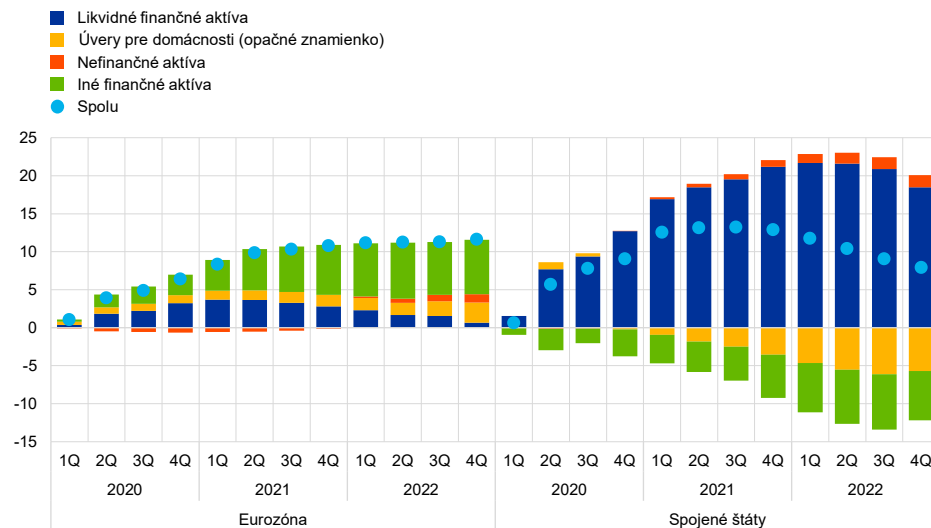
---

<sup>4</sup> Preferencia domácností v Spojených štátoch uchovávať nadmerné úspory z pandémie v likvidných aktívach sa potvrdzuje v článku Abdelrahman H. a Oliveira L. E.: [The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings](#), *Economic Letter*, FRBSF, 8 May 2023. Vývoj úverov domácnostiam v priebehu referenčného obdobia môže zakrývať účinky amerického fiškálneho balíka (Pandemická pomoc, úľavy a zákon o hospodárskej bezpečnosti – Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act). Jeho súčasťou bol odklad splátok pri niektorých druhoch úverov (študentské úvery a niektoré hypotekárne úvery), ktorý veritelia poskytli z vlastnej iniciatívy aj pri iných druhoch úverov. Zároveň sa časť úverov po splatnosti preklasifikovala ako odložené úvery, čím sa fiktívne zvýšili toky úverov domácností. Dettling, L. a Lambie-Hanson, L.: [Why is the Default Rate So Low? How Economic Conditions and Public Policies Have Shaped Mortgage and Auto Delinquencies During the COVID-19 Pandemic](#), *FEDS Notes*, 4 March 2021.

## Graf A

### Alokácia kumulovaných nadmerných úspor do aktív

(odchýlky od trendu pred pandémiou, percentuálny podiel trendového disponibilného príjmu)



Zdroj: Eurostat, ECB, Federálna rezervná rada a výpočty ECB.

Poznámka: Každý záznam predstavuje kumulovanú hodnotu presahujúcu vývoj v období rokov 2015 až 2019. Likvidné finančné aktíva predstavujú menu a vklady. Nefinančné aktíva sa vzťahujú na tvorbu hrubého kapitálu. Ostatné finančné aktíva sa počítajú ako zvyšková hodnota a prevažne sa týkajú akcií a dlhopisov.

### Objem nadmerných úspor sa v priebehu posledných troch rokov na oboch stranách Atlantiku čoraz viac sústreďoval v bohatých domácnostiach.

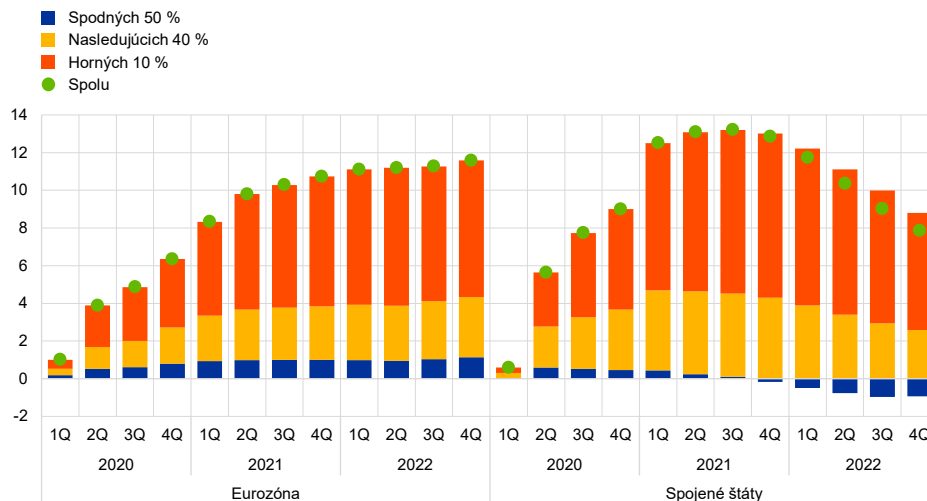
Analýza distribúcie nadmerných úspor medzi domácnosťami kombinuje ich odhadovanú alokáciu do rôznych aktív, ako už bolo uvedené, s informáciami z prieskumov o zložení portfólií domácností z hľadiska distribúcie čistého majetku.<sup>5</sup> Súvisiaca distribúcia nadmerných úspor poukazuje na čoraz väčšiu koncentráciu v domácnostiach s pomerne veľkým majetkom, a to najmä v Spojených štátoch (graf B). Podiel kumulovaných nadmerných úspor domácností v horných 10 % distribúcie sa v oboch ekonomikách v poslednom štvrtroku 2022 zvýšil z menej ako polovice v prvom štvrtroku 2020, a to na takmer dve tretiny v prípade eurozóny a na viac ako tri štvrtiny v prípade Spojených štátov. Z relatívne väčšieho podielu nadmerných úspor medzi domácnosťami s malým majetkom v eurozóne však nevyplýva väčší spotrebný impulz v porovnaní so Spojenými štátmi. Dôvodom je to, že nadmerné úspory v eurozóne prevažne pozostávali z pomerne nelikvidných aktív vrátane nehnuteľného majetku a splácania úverov, ktoré predstavujú významný podiel portfólií domácností na dolnom konci distribúcie.

<sup>5</sup> Pokiaľ ide o eurozónu, distribúcia nadmerných úspor medzi domácnosťami sa odhaduje s použitím experimentálnych distribučných majetkových účtov ECB, v ktorých sa kombinuje štvrťročný vývoj agregovanej držby aktív s prehľadmi držby aktív domácnosťami z prieskumu finančnej situácie a spotreby domácností (Household Finance and Consumption Survey – HFCS). V Spojených štátoch sa odhad vykonáva pomocou distribučných finančných účtov (Distributional Financial Accounts – DFA) Federálnej rezervnej rady, ktoré uplatňujú podobnú metodiku agregovanej držby aktív a držby aktív domácnosťami z prieskumu finančnej situácie spotrebiteľa (Survey of Consumer Finances – SCF). Najnovšie dostupné údaje z prieskumu HFCS sa vzťahujú na rok 2017 a v prípade prieskumu SCF na rok 2019.

## Graf B

### Distribúcia kumulovaných nadmerných úspor medzi skupinami domácností

(odchýlky od trendu pred pandémiou, percentuálny podiel trendového disponibilného príjmu)



Zdroj: Eurostat, ECB (vrátane experimentálnych distribučných majetkových účtov), US Bureau of Economic Analysis, Federálna rezervná rada (vrátane distribučných finančných účtov) a výpočty ECB.

Poznámka: Model tvoria tri skupiny domácností, ktoré zodpovedajú spodným 50 %, nasledujúcim 40 % a horným 10 % distribúcie nadmerných úspor. Distribúcia nadmerných úspor medzi domácnosťami sa získava vynásobením podielu aktív v portfóliu každej skupiny domácností (distribučné účty) odhadovanými nadmernými úsporami v každej triede aktív.

**Model heterogénnych činiteľov sa používa na prepojenie odhadovanej distribúcie nadmerných úspor medzi aktívami a domácnosťami s ich spotrebným impulzom, pričom sa zohľadňujú účinky čiastočnej a všeobecnej rovnováhy.** Model tvoria tri skupiny domácností, ktoré zodpovedajú spodným 50 %, nasledujúcim 40 % a horným 10 % distribúcie nadmerných úspor. V rámci čiastočnej rovnováhy sa každá skupina rozhoduje, aký podiel nadmerných úspor spotrebuje alebo ušetrí v jednotlivých obdobiach na základe svojho marginálneho sklonu k spotrebe (marginal propensity to save – MPS), o ktorom sa predpokladá, že závisí od skladby aktív v rámci nadmerných úspor. Pokiaľ ide o všeobecnú rovnováhu, v spotrebných rozhodnutiach sa odzrkadľujú dva ďalšie mechanizmy. Po prvé, vynaložené úspory niektorých domácností sa stávajú príjmom, ktorým sa financuje spotreba iných domácností. V dôsledku toho sa spotrebný impulz predlžuje a vytráca sa iba pomaly, keďže nadmerné úspory „presakujú“ nahor smerom k domácnostiam s veľkým majetkom a vysokými príjmami, ktoré majú nižší marginálny sklon k spotrebe. Po druhé, domácnosti očakávajú budúce rozšírenie agregovaného dopytu a v závislosti od toho doladujú svoju spotrebu, pričom súvisiaci zmierňujúci účinok je úmerný marginálnemu sklonu k spotrebe každej skupiny domácností.<sup>6</sup> Stimuluje to hromadenie úspor a obmedzuje prerozdelenie príjmov, čím sa zrýchľuje presakovanie nadmerných úspor smerom nahor a utlmuje sa spotrebný impulz.<sup>7</sup> Centrálna banka v žiadnom zo scenárov nereaguje na rozšírenie dopytu, čím udržiava pevnú úrokovú sadzbu. Potenciálny modelom odhadovaný spotrebný impulz vyplývajúci z použitia nadmerných úspor vo všeobecnosti závisí od kalibrácie

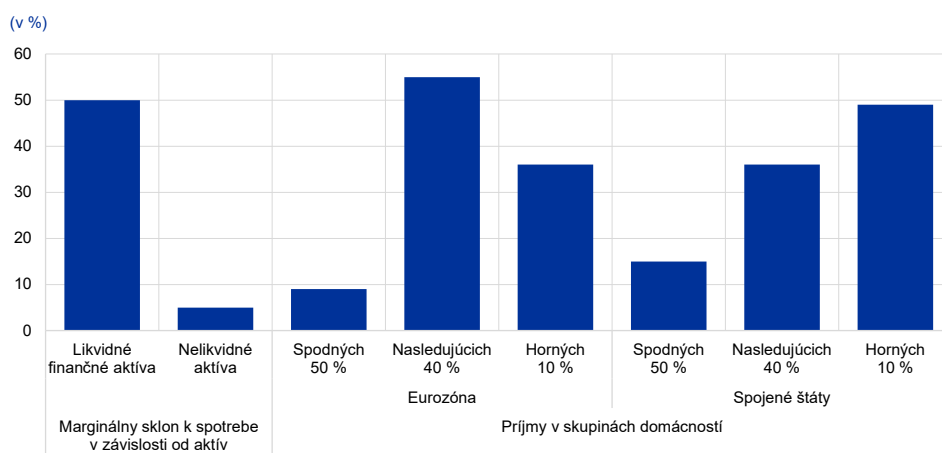
<sup>6</sup> Súčet spotreby každej skupiny domácností sa v rámci modelu rovná agregovanému dopytu a agregovanému príjmu.

<sup>7</sup> Model v tomto boxe v rámci všeobecnej rovnováhy zvažuje prípad „racionálnych očakávaní“, ktoré opísal Auclert et al., op. cit. Domácnosti v tomto prípade predpokladajú budúce zmeny agregovaného príjmu.

týchto dvoch súborov parametrov: i) marginálny sklon k spotrebe pre každú triedu aktív a ii) podiel celkového príjmu každej skupiny domácností (graf C). Marginálny sklon k spotrebe je nastavený na 50 % v prípade likvidných finančných aktív a 5 % v prípade nelikvidných aktív.<sup>8</sup> Podiel príjmu sa v prípade eurozóny nastavuje na 9 % pre spodných 50 % rozdelenia nadmerných úspor, na 55 % pre ďalších 40 % a na 36 % pre horných 10 %, respektíve na 15 %, 36 % a 49 % v prípade Spojených štátov.

### Graf C

#### Marginálny sklon k spotrebe v rámci aktív a príjem v rámci skupín domácností



Zdroj: Prieskum finančnej situácie a spotreby domácností za rok 2017, Prieskum finančnej situácie spotrebiteľa za rok 2019, Slacalek et al., op. cit. a výpočty ECB.

Poznámka: Likvidné finančné aktíva predstavujú vklady a menu, nelikvidné aktíva zahŕňajú nefinančné a iné finančné aktíva, ako aj úvery pre domácnosti (opačné znamienko).

### Spotrebný impulz na základe úspor z pandémie poklesol v oboch ekonomikách, pričom v eurozóne bol v porovnaní so Spojenými štátmi nižší.

V rámci čiastočnej rovnováhy model predpokladá, že rozhodnutia domácností sa nepodieľajú na redistribúcii príjmu a reakcii úrokových sadzieb, a teda spotrebný impulz je determinovaný len marginálnym sklonom k spotrebe každej skupiny domácností. Vypočíta sa ako vážený priemer marginálnych sklonov k spotrebe špecifických aktív s váhami stanovenými podľa portfólií špecifických skupín v každom období. Podľa tohto scenára došlo v obidvoch ekonomikách k výraznému poklesu spotrebného impulzu z vrcholu zaznamenaného v druhom štvrtroku 2021, pričom v súlade s utlmenou dynamikou spotreby bol tento impulz za posledné tri roky v eurozóne pomerne slabý v porovnaní so Spojenými štátmi (graf D).<sup>9</sup> Simulácie modelu v rámci všeobecnej rovnováhy poukazujú na to, že doľadovanie spotreby má v Spojených štátoch silnejší tlmivý vplyv, čo odzrkadľuje vyšší

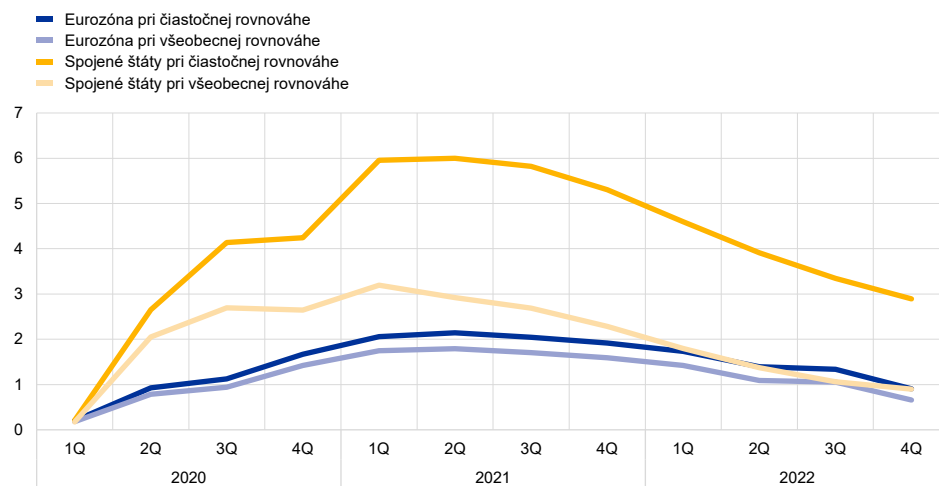
<sup>8</sup> Pokiaľ ide o marginálny sklon k spotrebe, z najnovších empirických dôkazov vyplýva, že: i) priemerný marginálny sklon k spotrebe sa bežne vyznačuje vysokými hodnotami a ii) podiel držby likvidných aktív v portfóliách domácností je hlavnou príčinou značnej prierezovej heterogenity marginálneho sklonu k spotrebe. Konkrétne hodnoty predpokladané v tomto boxe sú prevzaté od Slacalek, J., Tristani, O. a Violante, G.: [Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area](#), *Journal of Economic Dynamics and Controls*, Vol. 115, No 103879, June 2020. Pokiaľ ide o podiel príjmu, hodnoty v tomto boxe sú kalibrované na základe prieskumu HFCS za rok 2017 (celá distribúcia) pre eurozónu a podľa prieskumu SFC za rok 2019 (mediánové hodnoty) pre Spojené štáty.

<sup>9</sup> Viac v prejave Philipa Lanea [Inflation and monetary policy](#), ktorý predniesol 8. mája 2023, a v boxe s názvom [Vývoj inflácie v eurozóne a Spojených štátoch](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, január 2023.

priemerný marginálny sklon k spotrebe v porovnaní s eurozónou. Podľa tohto scenára bol spotrebný impulz na konci roka 2022 mierny v oboch ekonomikách.

### Graf D Spotrebný impulz z pandemických úspor

(odchýlky od trendu pred pandémiou, percentuálny podiel trendového disponibilného príjmu)



Zdroj: Výpočty ECB.  
Poznámka: Simulácie vychádzajú z Auclert et al., op. cit.

**Ďalšie úvahy podporujú modelom predpokladané výsledky mierneho zostávajúceho dodatočného oživenia súkromnej spotreby vyplývajúceho z nadmerných úspor, a to najmä v eurozóne.** Po prvé, rozdielny pôvod nadmerných úspor umožňuje lepšie vysvetliť menší spotrebný impulz v eurozóne v porovnaní so Spojenými štátmi. V eurozóne tieto nadmerné úspory vyplývali prevažne z obmedzenej mobility, čo limitovalo spotrebu, a to najmä v prípade služieb s vysokou mierou kontaktu, na ktoré bohaté domácnosti (s nízkym marginálnym sklonom k spotrebe) vo všeobecnosti vynakladajú väčšiu časť svojich príjmov. Nadmerné úspory v Spojených štátoch boli predovšetkým dôsledkom značných balíkov stimulov, ktorými sa podporili príjmy, a to najmä domácností na dolnom konci distribúcie majetku (s vysokým marginálnym sklonom k spotrebe).<sup>10</sup> Po druhé, najnovší cenový vývoj podporuje predpoklad zostávajúceho mierneho spotrebného impulzu vyplývajúceho z nadmerných úspor v oboch ekonomikách. Zostávajúci spotrebný impulz sa však ďalej znižuje v dôsledku nárastu spotrebiteľských cien a poklesu cien aktív v posledných štvrtrokoch, k čomu prispieva aj aktuálne prísľňovanie menovej politiky a zhoršujúce sa podmienky financovania.

<sup>10</sup> Vláda Spojených štátov vyplatila stanovenú sumu občanom s príjmom pod 75 000 USD. Vyplýva z toho, že občania s nízkymi príjmami získali väčší príspevok v pomere k ich príjmu. Konkrétnejšie informácie sú napríklad v dokumentoch [Unemployment Compensation](#) a [Economic Impact Payments](#) Ministerstva financií Spojených štátov.



## 2 Konferenčné hovory o hospodárskych výsledkoch: nové údaje o ziskoch, investíciách a podmienkach financovania podnikov

Malin Andersson, Pedro Neves a Carolina Nunes

**Konferenčné hovory o hospodárskych výsledkoch môžu poskytnúť užitočné a včasné informácie o sentimente podnikov.** Konferenčný hovor o hospodárskych výsledkoch je konferenčný hovor medzi predstavenstvom spoločnosti kótovanej na burze, investormi, analytikmi a novinármi, na ktorom sa diskutuje o finančných výsledkoch spoločnosti. Takéto konferenčné hovory sa zvyčajne uskutočňujú každý štvrťrok.<sup>1</sup> Spoločnosť NL Analytics zautomatizovala vyhľadávanie informácií z prepisov konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch v anglickom jazyku.<sup>2</sup> Tento box sa zameriava na podniky v eurozóne pôsobiace v hlavných nefinančných sektoroch a vychádza z textového vyhľadávania zhôd viacerých synonymických výrazov. Cieľom je získať štvrťročné indexy sentimentu a rizika, ktoré sú mimoriadne aktuálne, keďže databáza za aktuálny štvrťrok sa aktualizuje každé dva týždne.

**Textová analýza pomáha odvodiť mieru percepcie podnikov.** Index sentimentu vyjadruje počet viet v konferenčnom hovore obsahujúcich konkrétne slovo, ktoré zodpovedá danej téme, z celkového počtu viet. Uvádza sa v čistom vyjadrení, t. j. priaznivé správy oproti nepriaznivým správam. Index rizika vyjadruje počet prípadov, keď sa daná téma spomína vo vete v spojení s kľúčovými slovami, ako napríklad „riziko“ alebo „neistota“.<sup>3</sup> Veľký objem prepisov spolu s textovým vyhľadávaním vytvára vysokofrekvenčný súbor údajov na úrovni podnikov o indexoch sentimentu a rizika, ktoré sa spriemerujú a konvertujú na štruktúrované štvrťročné údaje za obdobie od prvého štvrťroka 2002 do prvého štvrťroka 2023. Jednotlivé indexy sú overené takým spôsobom, že v posledných dvoch desaťročiach sa pohybovali paralelne s hospodárskym cyklom a korelovali so štandardnými ukazovateľmi príslušných premenných. Z konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch možno tiež získať citácie, ktoré zachytávajú prevládajúci naratív spojený s konkrétnym a významným pohybom indexov.

**Sentiment spojený so ziskovosťou podnikov v eurozóne sa v druhom štvrťroku 2023 naďalej zvyšoval až nad historické priemery.** V posledných dvoch desaťročiach sa vyskytuje silná korelácia medzi indexom ziskového sentimentu odvodeným z konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch

<sup>1</sup> V niektorých prípadoch sa však konferenčný hovor o hospodárskych výsledkoch uskutočňuje každého pol roka alebo raz ročne. Presný čas konferenčného hovorov v priebehu štvrťroka sa líši v závislosti od daného štvrťroka.

<sup>2</sup> Databáza spoločnosti NL Analytics obsahuje prepisy konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch približne 14 000 spoločností kótovaných na burze z 82 krajín, pričom väčšina z nich má sídlo v Spojených štátoch, Spojenom kráľovstve a ďalších anglicky hovoriacich krajinách. Každý štvrťrok výsledky vykazuje v priemere 600 podnikov v eurozóne. Počet údajov za štvrťrok bol v prvých rokoch vzorky, ktorá sa datuje od roku 2002, približne štvrtinový v porovnaní so súčasným stavom.

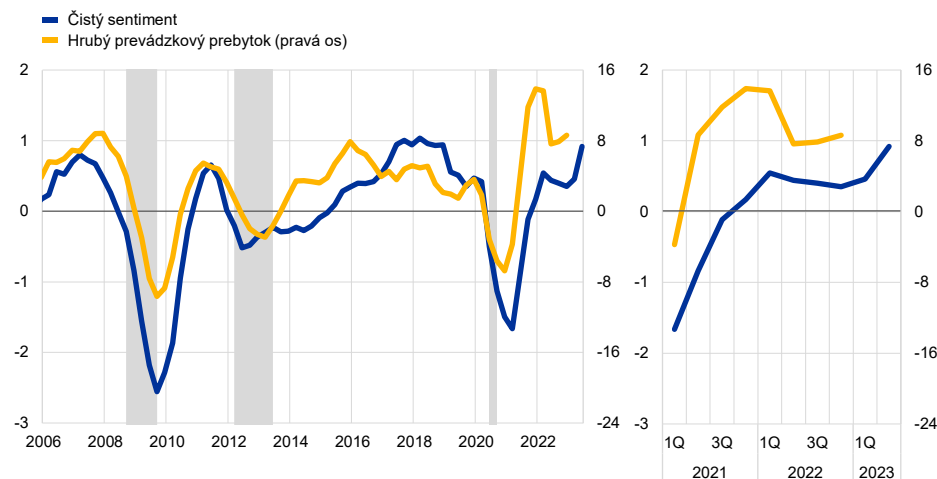
<sup>3</sup> Ďalší príklad indexu rizika vypočítaného pomocou textovej analýzy prepisov konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch je uvedený v práci Hanssan, T. A., Schreger, J., Schwedeler, M. a Tahoun, A.: *Sources and Transmission of Country Risk*, NBER Working Paper, No 29526, November 2021.

a účtovnými údajmi o hrubom prevádzkovom prebytku v sektore nefinančných spoločností eurozóny (graf A, ľavá časť). V prípade indexu ziskového sentimentu rastie korelačný koeficient až o štyri štvrtroky skôr ako hrubý prevádzkový prebytok a dosahuje maximálnu hodnotu približne 0,6. Index zreteľne vyjadruje priebeh hospodárskeho cyklu s poklesmi počas globálnej finančnej krízy, krízy štátneho dlhu a pandémie COVID-19, čo sa vzhľadom na cyklickosť ziskov dá očakávať. Po výraznom oživení v roku 2021 sa čistý sentiment v roku 2022 do určitej miery stabilizoval a v druhom štvrtroku 2023 ďalej rástol. Tempo rastu hrubého prevádzkového prebytku v sektore nefinančných spoločností sa v druhej polovici roka 2022 mierne znížilo, ale zostalo silné, a to v dôsledku prísnejších podmienok financovania a oslabenia dopytu (graf A, pravá časť). Je to v súlade s údajmi z trhu a z prieskumov ziskov, čo naznačuje, že rast ziskov sa v priebehu roka 2022 zmiernil, ale zostal nad svojimi historickými priemerami. Hrubý prevádzkový prebytok nefinančných spoločností v eurozóne prekročil úroveň zaznamenanú v poslednom štvrtroku 2019 a v súčasnosti rastie rýchlejšie ako pred pandemiou, čo naznačuje, že z tohto hľadiska nie je potrebné nič dobiehať (graf B). Výrazný rast ziskov od začiatku roka 2021 mohol byť spôsobený pretrvávajúcim popandemickým nahromadeným odloženým dopytom, uvoľnením prekážok na strane ponuky a nedostatočnou nahraditeľnosťou výrobných vstupov.

### Graf A

#### Ziskový sentiment a hrubý prevádzkový prebytok nefinančných spoločností v eurozóne

(Z-skóre; medziročná percentuálna zmena)



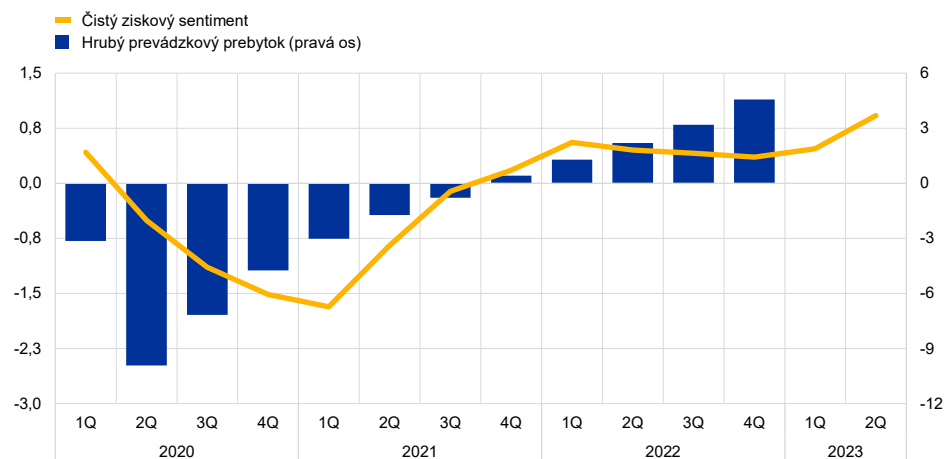
Zdroj: NL Analytics, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Čistý sentiment odráža frekvenciu opakovaného výskytu synonymu pojmu zisky (príjmy, výnosy atď.) v konferenčných hovoroch o hospodárskych výsledkoch podnikov. Z-skóre sa vypočíta tak, že sa od každého dátového bodu odpočíta historický priemer a následne sa tieto upravené hodnoty vydedia štandardnou odchýlkou. Obdobia recesie sú vyznačené sivou farbou. Posledné údaje o čistom sentimente sú z druhého štvrtroka 2023 (konferenčné hovory uskutočnené do 12. júna) a posledné údaje o hrubom prevádzkovom prebytku sú z posledného štvrtroka 2022.

## Graf b

### Ziskový sentiment a detrendovaný hrubý prevádzkový prebytok nefinančných spoločností v eurozóne

(Z-skóre; detrendované kumulované miery rastu)



Zdroj: NL Analytics, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Kumulované detrendované miery rastu hrubého prevádzkového prebytku boli vypočítané na základe kumulácie rozdielu medzi skutočnými radmi a jeho predpandemickým trendom (2002 – 2019) a ich následným vydelením kumulovaným predpandemickým trendom. Posledné údaje o čistom sentimente sú z druhého štvrťroka 2023 (konferenčné hovory uskutočnené do 12. júna) a posledné údaje o hrubom prevádzkovom prebytku sú z posledného štvrťroka 2022.

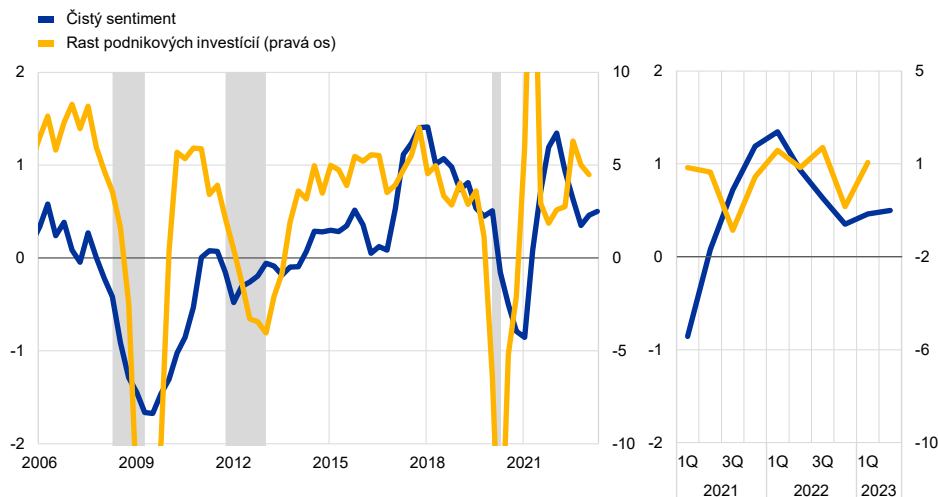
#### Investičný sentiment podnikov sa v druhom štvrťroku 2023 opäť mierne zvýšil.

Za posledné dve desaťročia čistý investičný sentiment a miera rastu podnikových investícií (bez volatilnej zložky investícií do produktov duševného vlastníctva v Írsku a Holandsku) dobre korelovali (graf C, ľavá časť). Korelácia je najvyššia, keď index sentimentu predstihuje rast investícií o dva štvrťroky, pričom korelačný koeficient dosahuje hodnotu 0,5. V roku 2021 a na začiatku roka 2022 investičný sentiment naďalej rástol nad svoj historický priemer, paralelne s celkovo silnými štvrťročnými mierami rastu podnikových investícií, keďže ekonomika sa opäť otvorila (graf C, pravá časť). Následne sa v roku 2022 mierne zhoršil v dôsledku oslabenia dopytu, vysokých nákladov na energie a vyššej neistoty. V druhom štvrťroku 2023 sa v súlade so zlepšujúcimi sa podmienkami v dodávkach a zmiernením nákladov na energie ďalej zvýšil nad svoj dlhodobý priemer.

## Graf C

### Investičný sentiment v eurozóne

(Z-skóre, pravá os v ľavej časti: medziročná percentuálna zmena; pravá os v pravej časti: štvrťročná percentuálna zmena)



Zdroj: NL Analytics, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Čistý investičný sentiment odráža frekvenciu opakovaného výskytu synonymného pojmu investícia (investície, kapitálové investície, investičné plány atď.) v konferenčných hovoroch o hospodárskych výsledkoch podnikov. Z-skóre sa vypočíta tak, že sa od každého dátového bodu odpočíta historický priemer a následne sa takýto znížený rad vydělí štandardnou odchýlkou. Obdobia recesie sú vyznačené sivou farbou. Rast podnikových investícií nezahŕňa investície do produktov duševného vlastníctva v Írsku a Holandsku. Posledné údaje o čistom sentimente sú z druhého štvrťroka 2023 (konferenčné hovory uskutočnené do 12. júna) a posledné údaje o podnikových investíciách sú z prvého štvrťroka 2023.

### Z hľadiska jednotlivých sektorov bol v roku 2023 ziskový sentiment zatiaľ najsilnejší v sektore služieb, zatiaľ čo investičný sentiment bol najvyšší v sektore priemyselnej výroby.

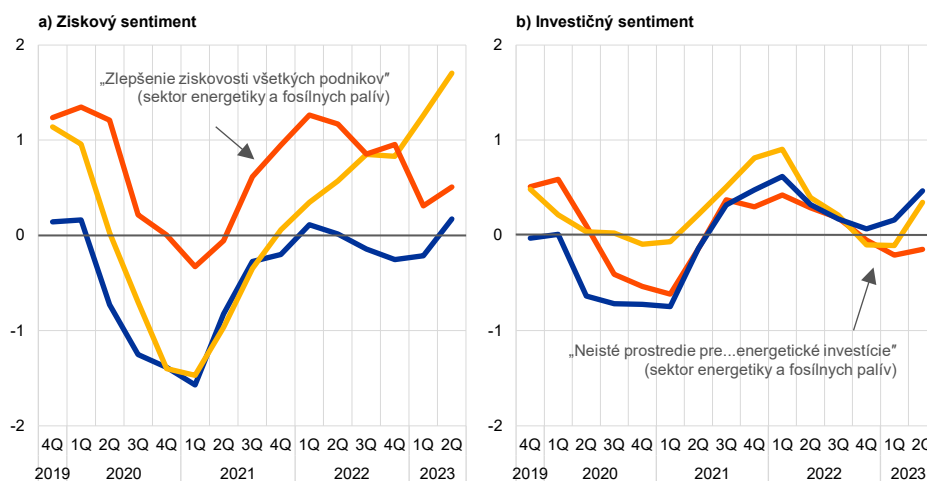
Počas pandémie sa ziskový sentiment v sektore služieb zhoršil výraznejšie ako v sektore priemyselnej výroby. Vo fáze oživenia po pandémii a opäť v prvej polovici roka 2023 sa však zlepšil výraznejšie v sektore služieb ako v sektore priemyselnej výroby (graf D, časť a). Je to v súlade aj s ďalšími ukazovateľmi sentimentu, ako je napríklad index nákupných manažérov. Investičný sentiment sa od začiatku roka 2022 vo všetkých sektoroch prudko zhoršil, hoci sa zdá, že v roku 2023 sa zatiaľ o niečo lepšie vyvíjal v sektore priemyselnej výroby ako v sektore služieb. V sektore energetiky a verejných služieb bol ziskový sentiment v posledných troch rokoch pozitívnejší ako v ostatných sektoroch, v poslednom období však poklesol, čo odráža vývoj cien energií. Investičný sentiment v tomto sektore bol pomerne slabý, pravdepodobne v dôsledku neistoty súvisiacej s investíciami do energetiky a tiež v súvislosti so zelenou transformáciou, vyjadrenou jedným podnikom v tomto sektore (graf D, časť b).

## Graf D

### Ziskový a investičný sentiment vo vybraných sektoroch v eurozóne

(Z-skóre)

- Priemyselná výroba
- Služby spolu
- Energie a verejnoprospešné služby



Zdroj: NL Analytics a výpočty ECB.

Poznámka: Tieto rady nepredstavujú priemer celkových radov, keďže na niektoré podniky sa nevzťahuje sektorová klasifikácia. Posledné údaje sú z druhého štvrťroka 2023 (konferenčné hovory uskutočnené do 12. júna).

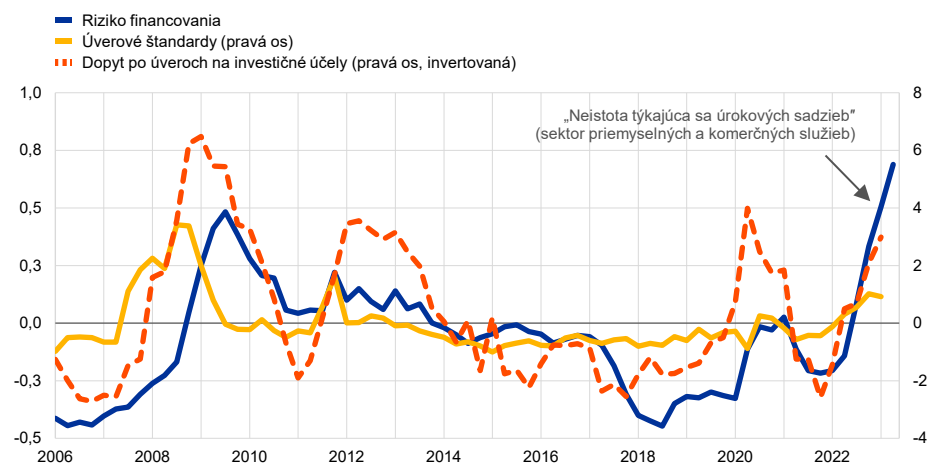
#### Podniky v súčasnosti vnímajú podmienky financovania ako významné riziko.

Na účely tohto boxu sme vytvorili aj ukazovateľ rizika financovania vyhľadávaním kľúčových slov, ako sú „úroková sadzba“, „podmienky financovania“ a „náklady na pôžičky“, spolu s pojmami „neistota“ a „riziko“. Podmienky financovania boli počas globálnej finančnej krízy vnímané ako zvýšené riziko vzhľadom na prísnejšie úverové štandardy a menší objem úverov na investičné účely, ako sa zdôrazňovalo v prieskume bankových úverov v eurozóne (graf E). Zdá sa, že podniky vo vzorke vnímali podmienky financovania ako zvýšené riziko aj počas krízy štátneho dlhu. Vo fáze oživenia v rokoch 2015 až 2019 vnímanie rizika spojeného s podmienkami financovania celkovo kleslo na úroveň pred globálnej finančnej krízy. V roku 2023, po miernom náraste počas pandémie, podniky zatiaľ vnímajú podmienky financovania ako vysoké riziko, ktoré sa stále zvyšuje, a to v kontexte rýchlo rastúcich úrokových sadzieb a napätia na finančných trhoch, pričom hodnoty v posledných štvrťrokoch dosiahli úroveň, ktoré neboli zaznamenané od vypuknutia globálnej finančnej krízy. Hoci tieto ukazovatele nie sú priamo porovnateľné, keďže ukazovateľ finančného rizika je všeobecnejší, existuje tu určitý paralelný pohyb s úverovými štandardmi. Podľa prieskumu bankových úverov je vyššie riziko financovania sprevádzané aj znižujúcim sa dopytom po úveroch na investičné účely.

## Graf E

### Riziko financovania v eurozóne, úverové štandardy a dopyt po úveroch na fixné investičné účely

(Z-skóre, percentuálne saldo)



Zdroj: NL Analytics, prieskum bankových úverov v eurozóne and výpočty ECB.

Poznámka: Textové vyhľadávanie ukazovateľa finančného rizika zahŕňa kľúčové slová ako „úrokové sadzby“, „podmienky financovania“ a „náklady na pôžičky“. Posledné údaje o úverových štandardoch a dopyte po úveroch sú z prvého štvrťroka a údaje o riziku financovania sú z druhého štvrťroka 2023 (konferenčné hovory uskutočnené do 12. júna).

## Ako jednotkové zisky prispeli k nedávnomu posilneniu domácich cenových tlakov v eurozóne

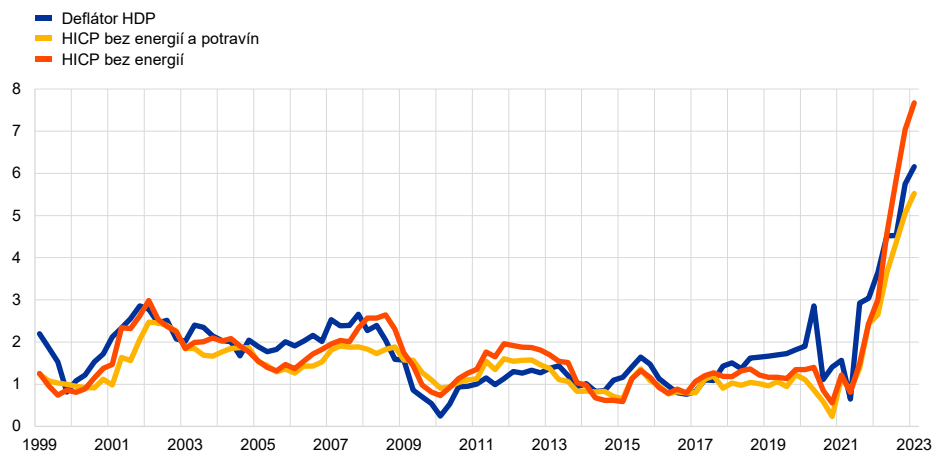
Elke Hahn

**Zisky sú neoddeliteľnou súčasťou cien výstupov, rovnako ako výrobné náklady, teda napríklad mzdy alebo náklady na medzivstupy.** Firmy stanovujú svoje požadované zisky tak, že nastaví ceny na určitej úrovni nad nákladmi, aby dosiahli odmenu za svoj kapitál. Vývoj ziskov a miezd, zachytený deflátorom HDP, je dôležitým faktorom určujúcim základnú infláciu, ako to ilustruje silný spoločný pohyb deflátoru HDP a ukazovateľov základnej inflácie, napr. harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP) bez energií a potravín alebo HICP bez energií (graf A).<sup>1</sup> V tomto boxe analyzujeme vplyv ziskov na domácu infláciu na základe jednotkových ziskov odvodených z národných účtov.<sup>2,3</sup> Zameriavame sa aj na to, ako k domácej inflácii prispeli ukazovatele zisku odvodené z účtov inštitucionálnych sektorov (ktoré sú podobné ziskom podnikov) a ako sa súčasné signály jednotkových ziskov založené na národných účtoch zhodujú so signálmi prirážok a ziskových marží odvodených z podnikových účtov.

### Graf A

#### Domáce cenové tlaky a vybrané ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena; štvrťročné údaje)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z prvého štvrťroka 2023.

<sup>1</sup> Platí to napriek koncepčným rozdielom medzi týmito dvomi typmi ukazovateľa. Existujú koncepčné rozdiely, pokiaľ ide o pokrytie cenových tlakov, keďže napríklad deflátor HDP zahŕňa len zložky pridanej hodnoty, zatiaľ čo ukazovatele základnej inflácie zahŕňajú všetky zložky cien výstupov. Podobne deflátor HDP zachytáva cenové tlaky v domácej ekonomike, zatiaľ čo ukazovatele ako HICP bez energií a potravín sa týkajú vývoja cien v príslušných sektoroch spotrebných tovarov bez ohľadu na to, či sa tieto tovary alebo služby vyrábajú doma alebo sa dovážajú.

<sup>2</sup> Je potrebné poznamenať, že jednotkový zisk a obchodný zisk sú koncepčne rozdielne, ako sa vysvetľuje ďalej v boxe.

<sup>3</sup> Viac v Arce, Ó., Hahn, E. a Koester, G.: [How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#), *The ECB Blog*, ECB, 30 March 2023.

**Ukazovatele zisku sa líšia svojim rozsahom aj cieľmi.** V národných účtoch sa úloha ziskov v domácich cenových tlakoch analyzuje pomocou jednotkových ziskov, ktoré sú definované ako hrubý prevádzkový prebytok a zmiešané príjmy na jednotku reálneho HDP. Odhady ECB umožňujú odvodiť tento ukazovateľ aj pre sektor nefinančných spoločností (non-financial corporations – NFC). Ďalším ukazovateľom zisku, ktorý je k dispozícii v národných účtoch na analýzu inflácie, je tzv. ukazovateľ ziskovej marže, ktorý sa vypočíta ako pomer deflátoru HDP v základných cenách k jednotkovým nákladom práce. Pri vysvetľovaní domácich cenových tlakov tento ukazovateľ vyjadruje, v akom rozsahu, kladnom alebo zápornom, prispel vývoj zisku k vývoju jednotkových nákladov práce. Dva ukazovatele zisku, ktoré možno odvodiť z podnikových účtov, sú prirážka a zisková marža. Prirážka je definovaná ako pomer cien k hraničným nákladom, pričom hraničné náklady sa v praxi zvyčajne určujú pomocou priemerných nákladov. Tento ukazovateľ možno použiť na posúdenie cenových stratégií firiem. Bežne používaným ukazovateľom ziskovej marže odvodeným z účtov ziskov a strát spoločností v kontexte metódy nákladov predaja je hrubá zisková marža. Vypočíta sa ako hrubý zisk vydelený obratom, pričom hrubý zisk je definovaný ako obrat mínus náklady na predané tovary (t. j. mínus náklady na materiál a prácu, okrem iného).

**Jednotkové zisky môžu byť ovplyvnené aj vývojom medzispotreby.** HDP vychádza z koncepcie pridanej hodnoty. Zahŕňa príspevky zo zisku (definovaného ako hrubý prevádzkový prebytok a zmiešané príjmy) a odmeny zamestnancom, ako aj dane (bez dotácií) z výroby. No na rozdiel od hrubej produkcie nezahŕňa medzispotrebu (ako je spotreba energie alebo materiálu).<sup>4</sup> Keďže medzispotreba sa v plnej miere odpočítava od HDP, vývoj ziskov môže naznačiť, do akej miery sa zmena nákladov na medzispotrebu premietne do ceny výstupov. Ak abstrahujeme od iných vplyvov na jednotkové zisky a nastane situácia, že výrazný rast nákladov na medzispotrebu (ako tomu bolo v posledných dvoch rokoch) je sprevádzaný aj zhoršením vývoja jednotkových ziskov, je to signálom toho, že zisky (čiastočne alebo úplne) stlmili nárast nákladov, ktoré sa preto neprenesú (alebo sa neprenesú v plnej miere) do ceny výstupov. Naopak, ak vývoj jednotkových ziskov zostane v takejto situácii v podstate nezmenený alebo sa dokonca posilní, naznačuje to, že cena výstupov sa zvýšila o rovnakú, alebo dokonca vyššiu, hodnotu ako rast nákladov.

**Domáce cenové tlaky, merané deflátorom HDP, sa od polovice roka 2021 výrazne zvýšili, k čomu vo veľkej miere prispeli jednotkové náklady práce aj jednotkové zisky.** V prvom štvrtroku 2023 dosiahla ročná miera rastu deflátoru HDP eurozóny rekordne vysokú úroveň 6,2 % oproti 5,7 % v predchádzajúcom štvrtroku, pričom v druhom štvrtroku 2021 bola na najnižšej úrovni 0,6 % (graf B). Jej priemerná hodnota v období 1999 až 2019 (teda pred krízou COVID-19) bola 1,6 %. Ako je znázornené v grafe B, jednotkové náklady práce aj jednotkové zisky prispeli k zvýšeniu deflátoru HDP za posledný rok a pol. Príspevok jednotkových ziskov bol v posledných troch štvrtrokoch obzvlášť veľký a predstavoval približne 60 % celkového rastu deflátoru HDP (čo je viac ako 42-percentný podiel nominálneho HDP v prípade hrubého prevádzkového prebytku a zmiešaných

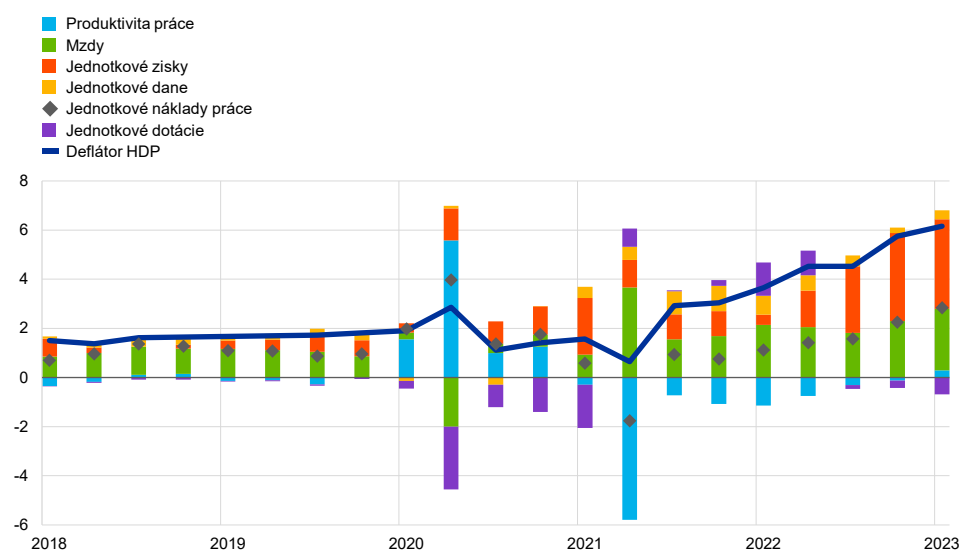
<sup>4</sup> Hodnota hrubej produkcie sa nachádza v štatistike vstupov a výstupov. Oneskorené zverejňovanie týchto údajov však obmedzuje ich použitie pri analýze politík.



príjmov).<sup>5</sup> Príspevok dotácií k deflátoru HDP bol mimoriadne veľký počas krízy COVID-19 v dôsledku vládnej podpory súvisiacej s programami zachovania pracovných miest, ale neobvykle veľké príspevky sa zaznamenali aj nedávno v súvislosti s vládnu podporou v energetickej kríze.

## Graf B Deflátor HDP a príspevky

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.  
Poznámka: Posledné údaje sú z prvého štvrťroka 2023.

**Hrubý prevádzkový prebytok a zmiešané príjmy použité v ukazovateli jednotkového zisku odrážajú široké chápanie zisku.** Hrubý prevádzkový prebytok zahŕňa všetky inštitucionálne sektory a zmiešané príjmy sa vzťahujú na sektor domácností (ktorý zahŕňa aj podniky nezapísané do obchodného registra). Zmiešané príjmy možno vnímať ako zisk samostatne zárobkovo činných osôb alebo podnikov nezapísaných do obchodného registra po vykázaní ich rôznych nákladov. Tento zisk však stále zahŕňa kompenzácie za pracovné vstupy samostatne zárobkovo činných osôb. Bežným spôsobom korekcie príjmu z práce, ktorý je súčasťou zmiešaného príjmu, je predpoklad, že samostatne zárobkovo činné osoby majú rovnakú priemernú mzdu ako zamestnanci, pričom sa tento imputovaný príjem z práce odpočíta od komponentu hrubý prevádzkový prebytok a zmiešané príjmy.<sup>6</sup> Hrubý prevádzkový prebytok a zmiešané príjmy zahŕňajú aj príjmy zo služieb spojených s bývaním (t. j. nájomné, ktoré ovplyvňuje všetky inštitucionálne sektory v ekonomike, a imputované nájomné za bývanie obývané vlastníkami, ktoré ovplyvňuje len sektor domácností). Príjmy zo samostatnej zárobkovej činnosti

<sup>5</sup> Na rozdiel od grafu B, graf 1 v Arce et al., op. cit., zobrazuje členenie deflátoru HDP vrátane korekcie o príjmy samostatne zárobkovo činných osôb. Všimnite si, že rozdiely týkajúce sa príspevku jednotkových ziskov v týchto grafoch sú malé.

<sup>6</sup> Táto korekcia o príjmy samostatne zárobkovo činných osôb sa zvyčajne uplatňuje pri odvodzovaní štandardného príspevku ziskov k deflátoru HDP eurozóny. Viac napríklad v grafe 1 v Arce, et al., op. cit.

a bývania sa typicky nepovažujú za súčasť podnikateľských ziskov.<sup>7</sup> Ďalšou zaujímavou položkou komponentu hrubý prevádzkový prebytok a zmiešané príjmy je v tomto kontexte aj spotreba fixného kapitálu. Predstavuje dosiahnutý kapitálový príjem, ale môže byť vnímaná aj ako náklad firmy, pretože je potrebná na nahradenie odpísaného kapitálu. Lepším náhradným ukazovateľom obchodných ziskov je preto hrubý alebo čistý prevádzkový prebytok nefinančných spoločností v sektorových účtoch, pričom čistá hodnota sa vypočíta ako hrubý prevádzkový prebytok nefinančných spoločností mínus spotreba fixného kapitálu. Posledný bod pri posudzovaní toho, čo tvorí zisk, sa týka vplyvu dotácií (v rámci položky dane mínus dotácie ako komponentu HDP). V závislosti od adresáta sa takéto dotácie zahŕňajú do ziskov alebo do príjmu z práce a v rozklade deflátoru HDP sa očisťujú od nákladov prostredníctvom komponentu dotácie. Kríza COVID-19 a energetická kríza viedli v posledných rokoch k mimoriadne vysokým dotáciám, keďže štátna podpora formou programov zachovania pracovných miest a v súvislosti s energetickou krízou sa čiastočne poskytovala formou dotácií. Dotácie mali preto v posledných rokoch viditeľný vplyv na zložky práce a zisku.<sup>8</sup> Takéto dotácie vyplácané firmám treba jednoznačne odlíšiť od obchodných ziskov. Akékoľvek dodatočné financovanie formou dotácií by však v zásade mohlo mať vplyv na plány firiem týkajúce sa úpravy cien.

**Sektorové údaje naznačujú, že vývoj hrubých a čistých prevádzkových prebytkov nefinančných spoločností je v súčasnosti dôležitým faktorom posilnenia celkových jednotkových ziskov.** Ako bolo uvedené vyššie, hrubé a čisté prevádzkové prebytky nefinančných spoločností majú k ziskom podnikov bližšie ako zložka hrubý prevádzkový prebytok a zmiešaný príjem, ktorá sa týka celej ekonomiky. V grafe C sú znázornené príspevky čistého prevádzkového prebytku nefinančných spoločností, spotreby fixného kapitálu nefinančných spoločností a ostatných príjmov k jednotkovým ziskom za celú ekonomiku, ktoré sú zobrazené v grafe B. Z dekompozície vyplýva, že hoci sa všetky tri zložky v posledných niekoľkých štvrtrokoch posilnili, hrubý a čistý prevádzkový prebytok nefinančných spoločností bol v poslednom období dynamickejší ako celkové jednotkové zisky a bol dôležitým faktorom rastu jednotkových ziskov.<sup>9</sup> Ich príspevok k čoraz výraznejšiemu rastu deflátoru HDP v druhej polovici roka 2022 bol evidentný. Z toho vyplýva, že spoločnosti súhrnne netlmili nárast nákladov, dokonca to naznačuje, že rast ich cien prevyšil nárast nákladov, čo prispelo k zvýšeniu domácej inflácie.

<sup>7</sup> Nedávna podrobná diskusia je v prejave Haskel, J.: [What's driving inflation: wages, profits, or energy prices?](#), prednesenom na Peterson Institute for International Economics, Washington, DC, 25. mája 2023.

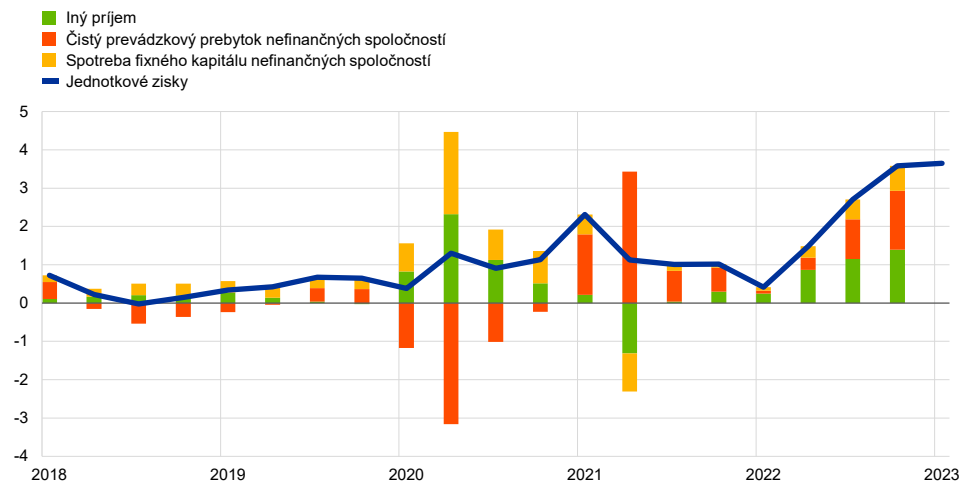
<sup>8</sup> Hoci dotácie súvisiace s programami zachovania pracovných miest počas recesie COVID-19 boli primárne zamerané na stabilizáciu príjmu z práce a priamo sa premietli do tejto zložky príjmov, mali viditeľný vplyv aj na zložku jednotkového zisku, ktorá bola oveľa odolnejšia ako v predchádzajúcich recesiách. Firmy sa v počiatočných fázach poklesu vo všeobecnosti snažia udržať si svojich zamestnancov aj za cenu nižších jednotkových ziskov. Zdá sa však, že tento tlak na znižovanie jednotkových ziskov bol pri recesii COVID-19 zmiernený oveľa rozšírenejším využívaním systému zachovania pracovných miest. Viac v boxe s názvom [Úloha ziskových marží pri prispôbovaní sa šoku z pandémie COVID-19](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, marec 2021.

<sup>9</sup> Hoci hrubý a čistý prevádzkový prebytok nefinančných spoločností predstavuje 54 % a 28 % celkového hrubého prevádzkového prebytku a zmiešaných príjmov za celú ekonomiku, v druhom polroku 2022 stál za väčším podielom (takmer 60 % a viac ako 40 %) príspevku jednotkových ziskov. Hrubý a čistý prevádzkový prebytok nefinančných spoločností približne s 23- a 12-percentným podielom na nominálnom HDP hospodárstva predstavoval zhruba 36 % a 25 % celkového rastu deflátoru HDP.

## Graf C

### Členenie príspevku jednotkových ziskov

(príspevky v p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje v prípade jednotkových ziskov sú z prvého štvrťroka 2023 a v prípade zložiek z posledného štvrťroka 2022.

### Domáce cenové tlaky v sektore nefinančných spoločností v posledných štvrťrokoch predstihli cenové tlaky v celej ekonomike, čo odrážalo silný rast jednotkových nákladov práce, ako aj neprimerane veľký príspevok jednotkových prevádzkových prebytkov (graf D).

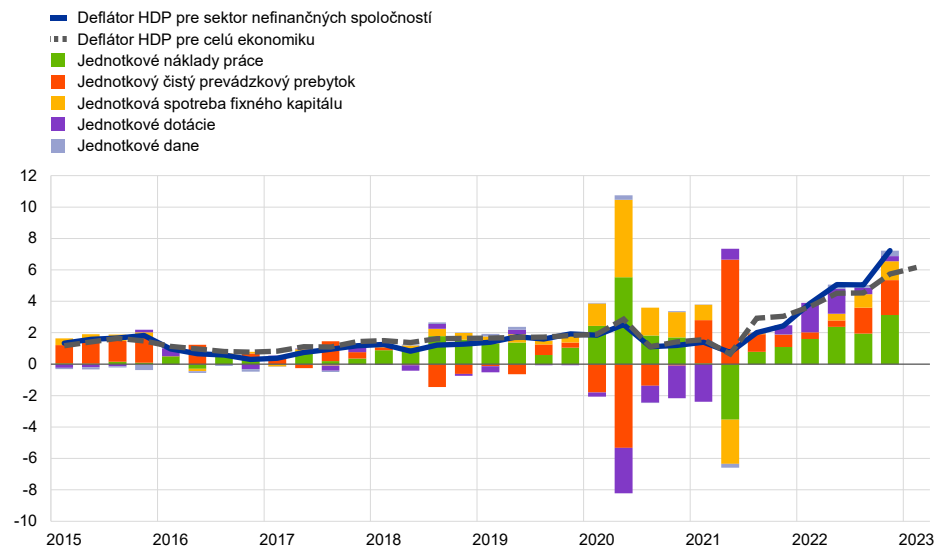
Ročná miera rastu deflátoru HDP pre sektor nefinančných spoločností sa v poslednom štvrťroku 2022 zvýšila na 7,2 %, čím prekonal domáce cenové tlaky v celej ekonomike o 1,5 percentuálneho bodu. Tento vývoj sa líši od historického trendu, keď miera rastu deflátoru HDP za sektor nefinančných spoločností zvykla byť nižšia ako jej ekvivalent za celú ekonomiku.<sup>10</sup> Nedávny silný rast deflátoru HDP pre sektor nefinančných spoločností čiastočne odrážal silný rast jednotkových nákladov práce v tomto sektore, ktorého ročná miera rastu dosiahla v poslednom štvrťroku 2022 úroveň 5,1 % (o 0,6 percentuálneho bodu viac ako ekvivalentná miera rastu celej ekonomiky). Bez ohľadu na tento vývoj hrubé a čisté prevádzkové prebytky v druhom polroku 2022 neúmerne veľkou mierou prispeli k domácim cenovým tlakom v sektore nefinančných spoločností, pričom v hrubom vyjadrení tvorili takmer 50 % domácich cenových tlakov a v čistom vyjadrení o niečo viac ako 30 %, čo jasne prevyšovalo ich príslušné podiely na nominálnom HDP (približne 40 % a 20 %).

<sup>10</sup> V období od roku 2002 do roku 2021 (t. j. pred nedávnym výrazným nárastom) bola priemerná miera rastu deflátoru HDP pre sektor nefinančných spoločností 1,1 %, kým za ekonomiku ako celok dosahovala 1,6 %. Treba poznamenať, že deflátor HDP pre sektor nefinančných spoločností vychádza z interných odhadov ECB a je k dispozícii len od roku 2002.

## Graf D

### Deflátor HDP pre sektor nefinančných spoločností a príspevky

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



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje v prípade deflátoru HDP za celú ekonomiku sú z prvého štvrťroka 2023 a v prípade ostatných údajov sú z posledného štvrťroka 2022.

**Tradičné makroekonomické determinanty by poukazovali na oveľa horší vývoj jednotkových ziskov, čo naznačuje, že ich nedávny rast bol spôsobený najmä menej obvyklými faktormi.** Jednotkové zisky sú zvyčajne ovplyvnené najmä hospodárskym cyklom a podmienkami obchodu.<sup>11</sup> Dalo by sa očakávať, že cyklické spomalenie ekonomickej činnosti do prvého štvrťroka 2023 a nepriaznivý vývoj podmienok obchodu v roku 2022 budú tlmieť vývoj jednotkových ziskov. Prvým dôvodom neobvykle silných jednotkových ziskov je skutočnosť, že dopyt prevyšoval ponuku v mnohých sektoroch, keď pandémie spôsobila rozsiahle obmedzenia ponuky a následný nahromadený odložený dopyt. Druhým dôvodom je, že silná dynamika cien vstupov (napríklad energií) uľahčila firmám zvyšovanie cien, keďže v takejto situácii je ťažšie určiť, či bol rast cien spôsobený vyššími nákladmi alebo vyššími jednotkovými ziskami.<sup>12</sup> Aj očakávania ďalšieho výrazného zvýšenia cien vstupov mohli motivovať firmy k zvýšeniu cien, aby dorovnali ich zmeny v priebehu času.<sup>13</sup> Ďalším možným dôvodom je, že prostredie vysokej inflácie vyvolanej šokom v oblasti podmienok obchodu viedlo k výraznému poklesu reálneho príjmu v domácej ekonomike, pričom pracovníci a podniky sa mohli snažiť tieto straty nahradiť.

**Úloha, ktorú (obchodné) zisky zohrávajú v rámci inflácie, sa posudzovala aj na základe odhadovaných prirážok a ziskových marží odvodených z podnikových**

<sup>11</sup> Viac v boxe s názvom [Ako zisk formuje domáce cenové tlaky v eurozóne?](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, september 2019, a v boxe s názvom [Úloha ziskových marží pri prispôbovaní sa šoku z pandémie COVID-19](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, marec 2021.

<sup>12</sup> Dôkazy o vzťahu medzi infláciou a rastom zisku sú v Andler, M. a Kovner, A.: [Do corporate profits increase when inflation increases?](#), *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 13 July 2022.

<sup>13</sup> Glover, A., Mustré-del-Río, J. a von Ende-Becker, A.: [How Much Have Record Corporate Profits Contributed to Recent Inflation?](#), *Economic Review*, Vol. 108, No 1, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1Q 2023.

**účtov.** Zatiaľ čo iné štúdie založené na údajoch o zisku a jednotkovom zisku prevzatých z národných účtov potvrdzujú zistenia v tomto boxe,<sup>14</sup> skutočnosť, že odhadované prírážky a ziskové marže odvodené z podnikových účtov sa v podstate nemenia, sa často interpretuje tak, že úloha zisku pri vývoji inflácie je menej jasná.<sup>15</sup> Porovnanie základných koncepcií a štylizovaných príkladov toho, akým spôsobom tieto rôzne ukazovatele reagujú na šok z nákladov na medzivstupy, však ukazujú, že ich príslušné pohyby v skutočnosti vytvárajú konzistentný obraz.

**V situácii, pre ktorú je charakteristický veľký rast nákladov na medzispotrebu, sú celkovo nezmenené obchodné prírážky konzistentné so zvýšenými inflačnými tlakmi z jednotkových ziskov.** Úlohe ziskov v súvislosti s infláciou sa v poslednom čase venuje pozornosť v ekonomickej literatúre, ktorá sa zameriava na otázku, či je možné z údajov z národných účtov získať poznatky o správaní firiem. V mikroekonomickej teórii sa firmy typicky charakterizujú tak, že stanovujú ceny ako prírážku k svojim hraničným nákladom. V dôsledku toho môžu cenové tlaky vychádzať tak z hraničných nákladov, ako aj z prírážky. Tá sa zvyčajne využíva na posúdenie cenových stratégií firiem, ktoré sa považujú za nezmenené, ak sa nezmení prírážka. V prípade výrazného zvýšenia nákladov potom nezmenená prírážka znamená podobne výrazné zvýšenie jednotkových ziskov. Z pohľadu firmy sa nezmenená prírážka môže považovať za nezmenenú cenovú stratégiu, a nemusí sa teda považovať za aktívny príspevok k inflačným tlakom, pretože zisky jednoducho vykazujú rovnakú výraznú dynamiku ako celkové náklady. Z hľadiska makroekonomickej analýzy a analýzy inflácie však k inflácii prispieva každé zvýšenie cenovej zložky, a to bez ohľadu na to, či sa zmenil prístup k základnej cenotvorbe.<sup>16</sup>

**V tabuľke A sú štylizované príklady vývoja prírážok a ziskových marží v reakcii na šok z nákladov na medzivstupy.** V tabuľke sa na základe hypotetickej štruktúry nákladov rozlišuje medzi situáciou (prípád 1), keď prírážka k celkovým nákladom zostane po šoku z nákladov na medzivstupy nezmenená, a situáciou (prípád 2), keď sa do ceny výstupov prenesie len zvýšenie vstupných nákladov (čo vedie k zmene prírážky). Pokiaľ ide o prípad 1, zvýšenie vstupných nákladov v období T1 o 67 % znamená zvýšenie celkových nákladov o 33 %. Ak sa k celkovým nákladom uplatní nezmenená prírážka vo výške 20 %, zisky firiem a jednotkové zisky sa takisto zvýšia o 33 %, teda prispievajú k inflácii spolu s prvotným šokom zo vstupných nákladov. V prípade 2 sa vstupné náklady a celkové náklady zvýšia o rovnakú hodnotu ako v prípade 1, ale do ceny sa prenesie len zvýšenie nákladov, zatiaľ čo zisky sa v reakcii na šok zo vstupných nákladov neupravujú. V tejto situácii sa cena zvýši menej ako v prípade 1 (28 %) a znamená pokles prírážky. Zisky a jednotkové zisky zostávajú nezmenené, a teda neprispievajú k inflácii. Tieto príklady ukazujú, že

<sup>14</sup> Napríklad Ragnitz, J.: [Gewinninflation und Inflationsgewinner](#), ifo Institute, 7 December 2022; Capolongo, A., Kühn, M. a Skovorodov, V.: [Firms' profits: cure or curse?](#), *ESM Blog*, 12 May 2023; a European Commission, [Spring 2023 Economic Forecast: an improved outlook amid persistent challenges](#), 15 May 2023.

<sup>15</sup> Viac o otázke prírážok napríklad v Colonna, F., Torrini, R. a Viviano, E.: [The profit share and firm mark-up: how to interpret them?](#), Occasional Paper No 770, Banca d'Italia, May 2023; a viac o ziskových maržách odvodených z podnikových účtov v Schlautmann, C.: [Inflation oder 'Gierflation' – Was sich von Grosskonzernen lernen lässt](#), *Handelsblatt*, 2 May 2023.

<sup>16</sup> Colonna et al., op. cit., takisto ukazuje, že zmeny v podiele na zisku nie vždy zodpovedajú zmenám v prírážke, a že podobne ako jednotkový zisk, ani podiel na zisku nemožno považovať za jednoznačný ukazovateľ zmien v prístupe k cenotvorbe.

v prípade prítomnosti šoku zo vstupných nákladov môže byť zvýšenie jednotkových ziskov a ich príspevok k inflácii konzistentné s konštantnou prirážkou, a teda nezmeneným prístupom k cenotvorbe. Ukazujú aj to, že v prípade šoku zo vstupných nákladov sa prirážka musí znížiť, aby zisky zostali bezo zmien.

### Tabuľka A

Štylizovaný príklad vývoja ukazovateľov zisku v reakcii na šok zo vstupných nákladov

Ukazovatele národných účtov	Počiatočné obdobie (T0)	Prípado 1		Prípado 2	
		Predpoklad konštantnej prirážky		Predpoklad bez konštantnej prirážky	
		T1	zmena v % T0 až T1	T1	T1
Prirážka k celkovým nákladom	20 %	20 %	0 %	15 %	-25 %
Reálne jednotky	100	100	0 %	100	0 %
Náklady na medzivstupy	6 000	10 000	67 %	10,000	67 %
Náklady práce	6 000	6 000	0 %	6 000	0 %
Celkové náklady = náklady na medzivstupy + náklady práce	12 000	16 000	33 %	16 000	33 %
Zisk	2 400	3 200	33 %	2 400	0 %
Nominálna hrubá produkcia = celkové náklady + zisk	14 400	19 200	33 %	18 400	28 %
Jednotkový zisk = zisk/reálne jednotky	24	32	33 %	24	0 %
Cena = nominálna hrubá produkcia/reálne jednotky	144	192	33 %	184	28 %
Podiel na zisku = zisk/(zisk + náklady práce)	29 %	35 %	22 %	29 %	0 %
Podiel na zisku = zisk/nominálna hrubá produkcia	17 %	17 %	0 %	13 %	-22 %

Zdroj: ECB.

Poznámka: V prípade 1 sa predpokladá konštantná prirážka k celkovým nákladom; v prípade 2 sa táto prirážka počíta na základe predpokladu, že cena odráža len dodatočné vstupné náklady, a neodráža dodatočné zisky.

**Podobne v situácii, keď prudko rastú vstupné náklady, aj nezmenené hrubé ziskové marže v podnikových účtoch môžu byť konzistentné so zvýšenými inflačnými tlakmi zo zisku.** Ako bolo uvedené vyššie, bežne používaným ukazovateľom ziskových marží, ktorý možno odvodiť z podnikových účtov, je hrubá zisková marža definovaná ako hrubý zisk vydelený obratom. Bez ohľadu na rozdiely v základnej koncepcii a zdrojoch údajov možno v národných účtoch hrubú ziskovú maržu vo všeobecnosti považovať za protipoložku podielu na zisku (definovaného ako pomer zisku k nominálnej hrubej produkcii). Na základe toho možno z tabuľky A vyvodiť, že hrubá zisková marža sa v prípade 1 (kde je prirážka konštantná) nemení, pričom táto nezmenená hrubá zisková marža je konzistentná s rastúcim jednotkovým ziskom a inflačnými tlakmi zo zisku. V prípade 2 (v ktorom sa do ceny premietajú len zvýšené vstupné náklady, kým jednotkový zisk zostáva nezmenený) sa hrubá zisková marža znižuje, pretože hrubý zisk sa nemení, ale obrat sa zvyšuje.

**Jednotkové zisky v posledných štvrtrokoch výrazne rástli a viditeľne prispeli k domácim cenovým tlakom v eurozóne. Očakáva sa však, že budú čiastočne tlmieť prenos vplyvu zvýšených nákladov práce.** Silný rast bol zaznamenaný nielen v širokom ukazovateli jednotkových ziskov založených na hrubom prevádzkovom prebytku a zmiešaných príjmoch, ale aj v užšie definovaných

ukazovateľoch zisku v národných účtoch, ktoré sú viac prepojené s obchodnými ziskami. V kontexte prudko rastúcich nákladov na medzivstupy je tento obraz dynamického vývoja jednotkových ziskov a vplyvov na rast inflácie konzistentný s celkovo nezmenenými prirážkami a hrubými ziskovými maržami v podnikových účtoch. V budúcnosti by rozpustenie nahromadeného odloženého dopytu súvisiaceho s pandemiou, zmiernenie prekážok na strane ponuky a oslabenie vplyvu sprísňovania menovej politiky mali znamenať, že firmy budú pod zvýšeným tlakom, aby prostredníctvom jednotkových ziskov absorbovali silný rast miezd a súvisiace zvýšenie jednotkových nákladov práce.

Katalin Bodnár a Matthias Mohr

**Nedávny vývoj hospodárskej aktivity a prudké zvýšenie inflácie vyvolali otázky týkajúce sa distribúcie príjmov v rámci výrobných faktorov, konkrétne práce a kapitálu.** Mzdová kvóta (podiel na mzdách alebo podiel na práci) je ukazovateľ, ktorý môže zachytiť niektoré z týchto distribučných aspektov. Indikuje podiel nominálneho domáceho dôchodku, ktorý pripadá na prácu. V tomto boxe sa vypočítava ako celkové odmeny zamestnancov, upravené o podiel samostatne zárobkovo činných osôb, vydelené hrubou nominálnou pridanou hodnotou.<sup>1</sup> Mzdová kvóta je úzko prepojená so ziskovými maržami.<sup>2</sup> Jej vývoj odráža dlhodobé štrukturálne faktory, ako sú technologické zmeny, globalizácia, sektorové prerozdelenie a inštitucionálne charakteristiky (vrátane zmien v regulácii trhu práce a trhu tovarov a služieb a v rámci určovania (minimálnej) mzdy), ako aj strednodobejšie faktory hospodárskeho cyklu, ako je napätie na trhu práce a vyjednávací sila pracovníkov.<sup>3</sup> Mzdová kvóta môže byť dôležitým ukazovateľom inflačných tlakov vo forme sekundárnych vplyvov na ceny.

**Mzdová kvóta v eurozóne sa od začiatku ruskej agresie na Ukrajine znížila po tom, ako počas pandémie koronavírusu (COVID-19) vykazovala určitú volatilitu (graf A).** Mzdová kvóta bola na konci roka 2019 mierne nad 62 %, čo je blízko jej dlhodobého priemeru. Po začiatku pandémie sa výrazne zvýšila a v druhom štvrtroku 2020 prekročila 65 %. Odrážalo to rozdielny vývoj rastu pridanej hodnoty a rastu odmien v dôsledku rozšíreného využívania programov zachovania pracovných miest. Počas pandemických obmedzení klesla produkcia a zamestnanci pracovali kratšie ako zvyčajne. V rámci programov zachovania pracovných miest však zostali v pracovnom pomere a vlády alebo zamestnávateľia im čiastočne kompenzovali stratu pracovných príjmov. Významná časť týchto platieb bola v národných účtoch vedená ako mzdové príjmy.<sup>4</sup> V dôsledku toho sa celkové

<sup>1</sup> Úprava o samostatne zárobkovo činné osoby v čitateli predpokladá, že dosahujú v priemere rovnaký príjem z práce na osobu ako zamestnanci v ich príslušnom sektore. Menovateľ „hrubá nominálna pridaná hodnota“ pozostáva zo súčtu príjmov z domácich faktorov (odmeny zamestnancov, hrubý prevádzkový prebytok a zmiešaný dôchodok), spotreby fixného kapitálu (alebo odpisov) a „ostatných daní mínus dotácie na výrobu“. Je totožný s „hrubým domácim produktom v základných cenách“. Odkazy na podnikateľské sektory sa vzťahujú na všetky sektory NACE vrátane sektora verejných služieb. Ten zahŕňa verejnú správu, obranu, vzdelávanie a zdravotníctvo. Podľa definície je mzdová kvóta v inštitucionálnom sektore verejnej správy 100 %. Dôvodom je, že služby verejnej správy sa nepredávajú na trhu alebo len v minimálnej miere, takže nie je možné vypočítať mzdovú kvótu inštitucionálneho sektora verejnej správy.

<sup>2</sup> Najnovší vývoj ziskových marží sa rozoberá v boxe s názvom Ako jednotkové zisky prispeli k nedávnomu zvýšeniu cenových tlakov v eurozóne, v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

<sup>3</sup> Napríklad Guschanski, A. a Onaran, Ö.: The decline in the wage share: falling bargaining power of labour or technological progress? Industry-level evidence from the OECD, *Socio-Economic Review*, Vol. 20, Issue 3, July 2022, s 1091 – 1124; Velasquez, A.: *Production Technology, Market Power, and the Decline of the Labor Share*, *IMF Working Paper*, No 23/32, International Monetary Fund, February 2023.

<sup>4</sup> Viac v článku s názvom *Wage developments and their determinants since the start of the pandemic*, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2022; v boxe s názvom *Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic* v článku *The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market*, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2020; a v boxe s názvom *Systémy skráteného pracovného času a ich vplyv na mzdy a disponibilný príjem*, *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2020.

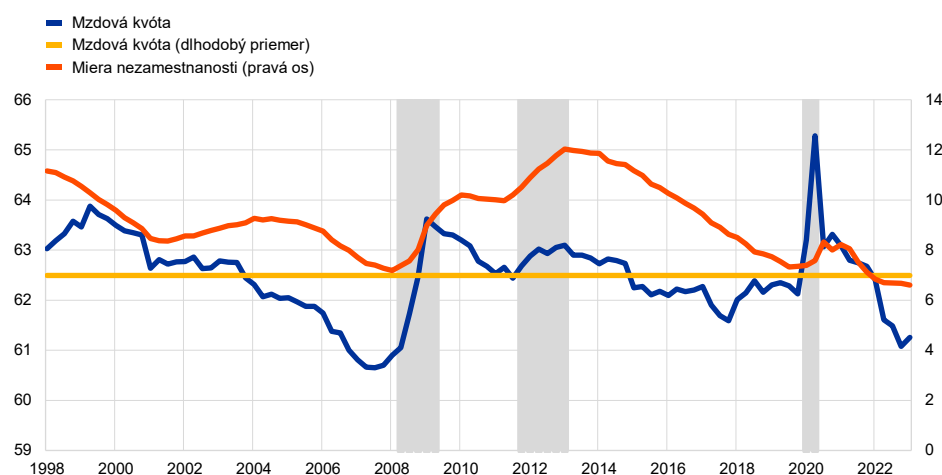


odmeny zamestnancov znížili menej ako hrubá pridaná hodnota. Do začiatku roka 2022 programy zachovania pracovných miest do veľkej miery zanikli, keďže sa zvýšila hospodárska aktivita a mzdová kvóta klesla takmer na úroveň pred pandémie. Potom až do konca roka 2022 naďalej klesala a v poslednom štvrtroku 2022 bola tesne nad úrovňou 61 %. V prvom štvrtroku 2023 sa mierne zvýšila, ale stále nedosiahla svoj dlhodobý priemer a bola približne 0,9 percentuálneho bodu pod úrovňou zaznamenanou v poslednom štvrtroku 2019.

## Graf A

### Mzdová kvóta a miera nezamestnanosti v eurozóne

(ľavá os: v % hrubej nominálnej pridanej hodnoty; pravá os: v % pracovnej sily)



Zdroj: Eurostat, Euro Area Business Cycle Network (EABCN) a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z prvého štvrtroku 2023. Dlhodobá priemerná mzdová kvóta vypočítaná za roky 1998 – 2023 je 62,4 %, čo sa zhoduje s dlhodobým priemerom vypočítaným do konca roka 2019. Vyšrafované oblasti označujú obdobia recesie datované sieťou EABCN. Technická recesia na prelome rokov nie je v grafe vyznačená v súlade s hodnotením Výboru pre datovanie hospodárskeho cyklu eurozóny CEPR-EABCN z 27. marca 2023.

### Všeobecne možno konštatovať, že mzdová kvóta má proticyklický charakter: na začiatku recesie rastie a na začiatku oživenia klesá.

Je to znázornené v grafe A, v ktorom sa miera nezamestnanosti (ktorá je tiež proticyklická) môže považovať za náhradný ukazovateľ hospodárskeho cyklu. Graf tiež znázorňuje recesie v eurozóne. Proticyklickosť mzdovej kvóty je spôsobená rozdielnym oneskorením reakcie ziskov a miezd na ekonomické šoky. Na začiatku recesie k poklesu príjmov zvyčajne najviac prispievajú zisky, a preto sa mzdová kvóta zvyšuje. Keď nastane oživenie, zisky sa opäť výrazne zvýšia, čo vedie k zníženiu mzdovej kvóty.<sup>5</sup> Počas finančnej krízy v roku 2008 a krízy v eurozóne v rokoch 2010 – 2012 bola mzdová kvóta v prehriatej ekonomike najprv nízka, následne sa v dvoch fázach recesie počas predpandemického obdobia výrazne zvýšila, čo odrážalo klesajúce zisky a hromadenie pracovných síl, a potom sa v čase oživenia opäť zmiernila. Zvýšila sa aj na začiatku krízy COVID-19 a počas následného prudkého rastu cien energií, ale tieto epizódy mali odlišný charakter. Zatiaľ čo primárne šoky počas finančnej krízy boli väčšinou na strane dopytu a znižovali zisky, teraz ekonomiku zasiahla séria šokov na strane ponuky. Aj keď je trh práce v súčasnosti napätejší a nezamestnanosť nižšia ako pred finančnou krízou a počas

<sup>5</sup> The Labor Share in Europe and the United States during and after the Great Recession, [World Economic Outlook](#), International Monetary Fund, April 2012, s. 36 – 37.

nej (čo by mohlo posilniť vyjednávaciu silu pracovníkov), súčasné prostredie sa ukázalo ako priaznivejšie pre zvyšovanie ziskových marží.

**Spomalenie mzdovej kvóty od začiatku roka 2022 bolo najvýraznejšie v priemysle a stavebníctve, zatiaľ čo k zvýšeniu došlo v menej kontaktných súkromných službách a verejných službách.** Bez ohľadu na volatilitu spôsobenú pandémiou sa mzdová kvóta v týchto sektoroch služieb zvýšila na ešte vyššiu úroveň, než by naznačoval ich vzostupný trend pred pandémiou (graf B).<sup>6</sup> V oboch sektoroch to pravdepodobne odráža nedávny silný rast miezd. Menej kontaktné trhové sektory poskytujú služby predovšetkým iným podnikateľským sektorom vrátane priemyslu. Nárast mzdovej kvóty v týchto sektoroch (pred pandémiou aj po nej) môže čiastočne súvisieť s klesajúcou mzdovou kvótou v sektore priemyslu a môže odrážať proces outsourcingu najmä dobre platených pracovných miest v odborných službách (ako sú účtovnícke a právne služby) od výraznejšie špecializovaných spoločností poskytujúcich služby. Od pandémie by tento vývoj mohla ešte viac urýchliť akcelerácia digitalizácie, ktorá si vyžaduje väčší podiel vysokokvalifikovaných a lepšie platených zamestnancov.<sup>7</sup> V kontaktnejších službách, predovšetkým v obchode, doprave a ubytovaní, došlo na začiatku roka 2022 k poklesu mzdových kvót, hoci nedávno začali opäť rásť, zatiaľ čo v priemysle a stavebníctve je zreteľnejší pretrvávajúci pohyb smerom nadol. Časť nedávneho poklesu môže byť odrazom nedostatku pracovnej sily, ktorý vznikol po pandémii. Zamestnávateľia budú možno musieť reagovať tak, že niektoré voľné pracovné miesta obsadia menej kvalifikovanými a horšie platenými pracovníkmi. K celkovému poklesu mzdovej kvóty mohlo prispieť aj to, že v rámci zamestnanosti v eurozóne stúpol podiel pracovníkov z radov imigrantov (ktorí majú zvyčajne nižšie mzdy ako domáci pracovníci), a to zo 7,9 % v poslednom štvrtroku 2019 na 8,6 % v poslednom štvrtroku 2022.

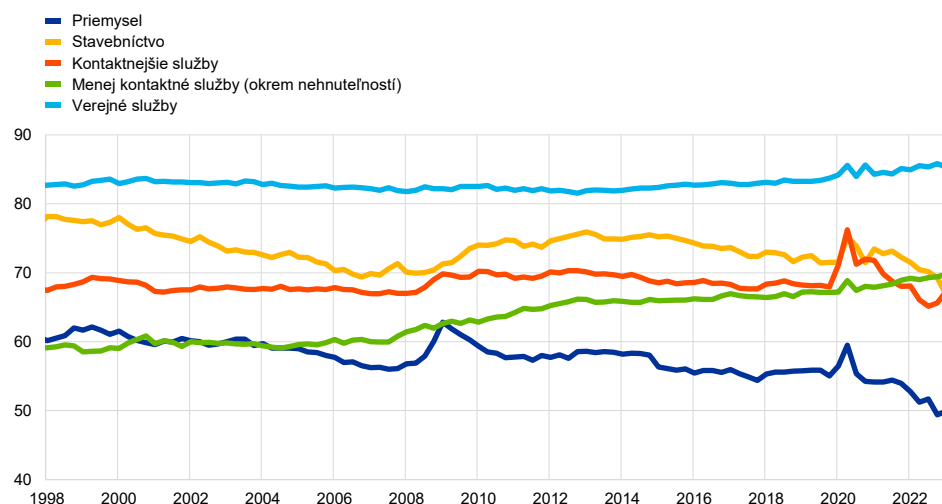
<sup>6</sup> Samotná mzdová kvóta v trhovej ekonomike, t. j. bez verejných služieb, sa od posledného štvrtroku 2019 znížila o 1,2 percentuálneho bodu. Od posledného štvrtroku 2019 do prvého štvrtroku 2023 sa kompenzácie na zamestnanca vo verejnom sektore zvýšili o 9,5 % a v menej kontaktných sektoroch o 12,4 %, zatiaľ čo v celej ekonomike sa zvýšili o 11,3 %. Počet zamestnancov sa v týchto širokých sektoroch takisto výrazne zvýšil, a to o 4,8 %, resp. 6,1 %, kým v celej ekonomike stúpol o 3,1 %.

<sup>7</sup> Empirické údaje o outsourcingu služieb sú uvedené v: Baker, P., Foster-McGregor, N., Koenen, J., Leitner, S. M., Schricker, J., Stehrer, R., Strobel, T., Vermeulen, J., Vieweg, H.-G. a Yagafarova, A.: *The Relation between Industry and Services in Terms of Productivity and Value Creation*, *wiiw Research Report*, No 404, The Vienna Institute for International Economic Studies, July 2015; Falk, M. a Peng, F.: The increasing service intensity of European manufacturing, *The Service Industries Journal*, Vol. 33(15-16), 2013, s. 1686 – 1706; Schettkat, R. a Yocarini, L.: The shift to services employment: A review of the literature, *Structural Change and Economic Dynamics*, Vol. 17(2), June 2006, s. 127 – 147. Celkové zmiešané empirické údaje o dlhodobých účinkoch digitalizácie a automatizácie na mzdy a mzdovú kvótu, ktoré sú zrejme vo veľkej miere ovplyvnené štruktúrou hospodárstva a inštitúciami jeho trhu práce, sú v pracovnom súbore pre digitalizáciu, *Digitalisation: channels, impacts and implications for monetary policy in the euro area*, *Occasional Paper Series*, No 266, ECB, September 2021.

## Graf B

### Mzdová kvóta v hlavných ekonomických podsektoroch v eurozóne

(v % hrubej pridanej hodnoty)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z prvého štvrťroka 2023. Medzi kontaktnejšie služby patrí obchod, doprava, ubytovanie a iné služby. Sektory menej kontaktných služieb zahŕňajú informačné a komunikačné služby, finančné a poisťovacie služby a odborné a administratívne služby.

#### Presuny hospodárskej aktivity medzi sektormi však nezohrali úlohu pri poslednom poklese agregovanej mzdovej kvóty pozorovanej v eurozóne.

Zmeny agregovanej mzdovej kvóty môžu byť spôsobené zmenami v sektoroch, keď sektory s tradične nižšou (alebo vyššou) mzdovou kvótou majú väčší príspevok k celkovej pridanej hodnote. Analýza podielu posunu ukázala, že zmena váh pridanej hodnoty v hlavných sektoroch smerom k sektorom s nižšou mzdovou kvótou prispela k poklesu mzdovej kvóty len nepatrne, a to o  $-0,1$  percentuálneho bodu. Pokles sa vysvetľuje skôr poklesom v rámci podsektorov, ktorý k celkovému poklesu mzdovej kvóty od posledného štvrťroka 2019 prispel  $-0,6$  percentuálneho bodu.<sup>8</sup>

#### Klesajúce reálne mzdy spotrebiteľov sú odrazom nižšej mzdovej kvóty a zhoršujúcich sa podmienok obchodu, ale vplyv poklesu reálnych miezd na príjmy domácností bol čiastočne zmiernený fiškálnymi podpornými opatreniami.

Reálne mzdy spotrebiteľov sa od začiatku vojny na Ukrajine znížili, čo znamená, že časť nedávneho šoku v podmienkach obchodu a jeho vplyvu na infláciu spotrebiteľských cien absorbovali pracovníci (graf C). V prvom štvrťroku 2023 došlo k čiastočnému zlepšeniu reálnych miezd. Hoci rozklad reálnych miezd na mzdovú kvótu, podmienky obchodu a rast produktivity je mechanický a nemôže zohľadniť endogenitu tohto vývoja (napríklad medzi mzdovou kvótou a rastom produktivity), ilustruje súbeh vývoja mzdovej kvóty a rastu reálnych miezd v nedávnych štvrťrokoch. Na jednej strane to odráža postupné mzdové dojednania, čo znamená, že mzdy sa prispôbujú pomalšie ako ceny a zisky. Na druhej strane niektoré

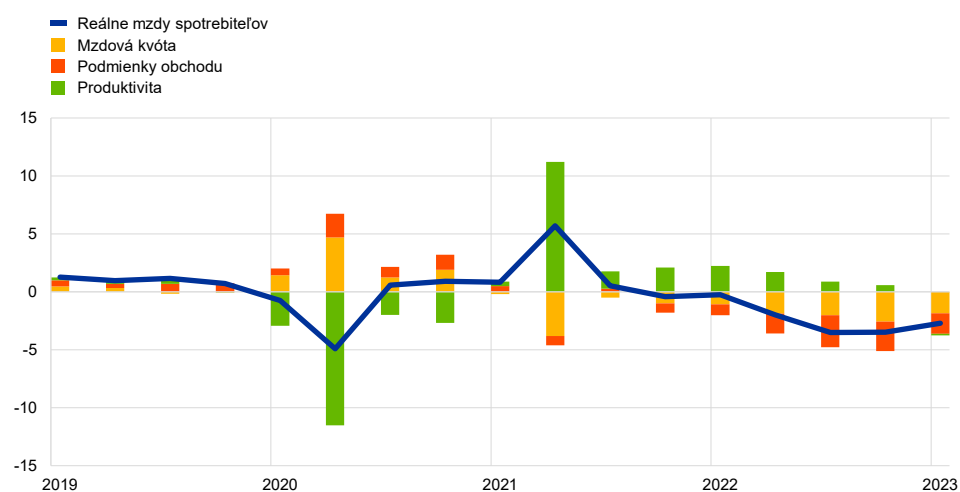
<sup>8</sup> Ďalší záporný príspevok približne  $-0,2$  percentuálneho bodu pochádzal z reziduálnej zložky, ktorá odráža negatívnu koreláciu medzi úrovňami mzdovej kvóty sektorov a ich príslušnými zmenami. Výpočet vychádza z analýzy produktivity z hľadiska podielu posunu podľa Denis, C., McMorrow, K. a Röger, W.: *An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)*, *European Economy – Economic Papers*, No 208, European Commission, July 2004, s. 78.

vládne podporné opatrenia – v roku 2022 vo výške 1,9 % HDP v eurozóne – obmedzili vplyv vysokej inflácie (predovšetkým cien energií) na domácnosti s nízkymi príjmami a zmiernili vplyv poklesu reálnych miezd na príjmy.<sup>9</sup> Táto podpora zrejme pomohla zmierniť volatilitu v reálnej ekonomike aj vplyv vysokej inflácie. Pokles mzdovej kvóty teda pravdepodobne zveľičuje skutočnú zmenu v distribúcii príjmov. Keďže celková inflácia klesá, rast nominálnych miezd sa zvyšuje a možno očakávať, že zisky budú absorbovať následný rast jednotkových nákladov práce, predpokladá sa, že mzdová kvóta sa bude ďalej zotavovať na hodnotu blížiacu sa jej predpandemickému dlhodobému priemeru.<sup>10</sup>

### Graf C

#### Mzdová kvóta a reálne mzdy spotrebiteľov v eurozóne

(ročná percentuálna miera rastu a príspevky v p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z prvého štvrťroka 2023. „Podmienky obchodu“ sú tu definované ako pomer deflátoru pridanej hodnoty k deflátoru súkromnej spotreby, ktorý, na rozdiel od deflátoru pridanej hodnoty, zahŕňa ceny importovaných tovarov a služieb.

<sup>9</sup> Viac v boxe s názvom [Kto znáša náklady? Nerovnomerný vplyv nedávneho energetického cenového šoku](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2023; a box s názvom [Aktuálna informácia o reakcii fiškálnej politiky eurozóny na energetickú krízu a vysokú infláciu](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2023.

<sup>10</sup> Viac v boxe s názvom [Ako jednotkové zisky prispeli k nedávnomu posilneniu cenových tlakov v eurozóne](#), v tomto vydaní *Ekonomického bulletinu*.

## 5 Očakávania firiem týkajúce sa predajných cien – údaje zo štúdie SAFE

Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund a Erzsebet Judit Rariga

**Tento box sa zaoberá očakávaniami firiem týkajúcimi sa predajných cien v období od apríla 2023 do apríla 2024 a zameriava sa na heterogénnosť v maloobchodnom a nemaloobchodnom sektore.** Najnovší [prieskum o prístupe podnikov k financovaniu \(Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE\)](#), ktorý sa uskutočnil od 6. marca do 14. apríla 2023, zahŕňal dve ad hoc otázky o subjektívnych očakávaniach firiem týkajúcich sa zmien i) ich predajných cien a ii) miezd ich súčasných zamestnancov v nasledujúcich 12 mesiacoch.<sup>1</sup> Tento box sa zameriava iba na očakávania firiem týkajúce sa ich predajných cien. Keďže SAFE zahŕňa firmy, ktoré predávajú iným firmám aj spotrebiteľom, ich priemerné očakávania týkajúce sa budúcich predajných cien predstavujú kombináciu výrobných a spotrebiteľských cien. Firmy boli preto rozdelené do dvoch všeobecných sektorov – maloobchodného a nemaloobchodného – podľa ich odvetvovej klasifikácie NACE.<sup>2</sup> Účelom tohto rozdelenia je rozlíšiť podniky, ktoré predávajú medziprodukty aj konečné tovary a služby iným firmám, a podniky, ktoré predávajú priamo konečným spotrebiteľom.<sup>3</sup>

**Firmy v eurozóne očakávajú, že ich predajné ceny sa v nasledujúcich 12 mesiacoch zvýšia v priemere o 6,1 %, pričom vyšší nárast sa očakáva v maloobchodnom sektore (graf A).**<sup>4</sup> Podľa klasifikácie NACE, firmy v maloobchodnom sektore a ďalších sektoroch, ktoré predávajú predovšetkým koncovým spotrebiteľom, vykázali v priemere výrazne vyššie očakávané predajné ceny (6,8 %) počas nasledujúcich 12 mesiacov v porovnaní s firmami v nemaloobchodných odvetviach (4,9 %) a zároveň s menším rozptylom.

<sup>1</sup> Viac informácií o očakávaniach firiem v oblasti miezd je v boxe 1 s názvom Ad hoc questions – Firms' expectations about selling prices and wages v [správe](#) o 28. kole SAFE (október 2022 – marec 2023).

<sup>2</sup> „Štatistická klasifikácia ekonomických aktivít v Európskom spoločenstve“, skrátené NACE, je klasifikácia ekonomických aktivít v Európskej únii.

<sup>3</sup> Skupina „firmy v maloobchodnom sektore“ zahŕňa firmy pôsobiace prevažne v maloobchode, predaji automobilov, osobnej doprave a ubytovacích a stravovacích službách, teda sektoroch, ktoré sú priamo zahrnuté do harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP). Firmy v skupine „nemaloobchodný sektor“ pôsobia najmä vo výrobnom a v stavebnom sektore. Táto skupina sa bližšie spája s medziproduktmi alebo konečnými tovarmi, ktorých spojenie so spotrebiteľom/maloobchodom je menej priame. Aj keď sa táto analýza zameriava na firmy v sektoroch relevantných pre HICP, vzorka nemusí nevyhnutne odrážať úplné zloženie koša HICP. Tu uvedené očakávania firiem týkajúce sa ich budúcich predajných cien preto nemožno priamo porovnávať s bežne používanými ukazovateľmi očakávaní inflácie spotrebiteľských cien, a to z troch dôvodov. Po prvé, hoci firmy v maloobchodnom sektore sú tu definované ako z takých sektorov, ktoré sa berú do úvahy pri výpočte HICP, takéto firmy môžu byť zahrnuté aj do veľkoobchodu, pričom v takom prípade ich ceny odrážajú výrobné ceny. Po druhé, niekoľko firiem predáva viac medziprodukty ako konečné tovary, kým v HICP sa odrážajú len konečné tovary. Po tretie, odpovede sa týkajú vlastných cien firiem, a nie agregovaného cenového indexu. Podrobné sektorové informácie sa odvodzujú z porovnania jednotlivých odpovedí z prieskumu s účtovnými závierkami firiem z databázy Bureau Van Dijk Orbis; analýza sa vykonala na podskupine 5 829 firiem z 10 983 skúmaných firiem.

<sup>4</sup> Vážené priemery sa vypočítavajú po orezaní pozorovaní pod 1. percentilom a nad 99. percentilom rozptylu jednotlivých krajín. Medián očakávaných zmien cien a miezd je presne 5 % naprieč veľkostnými triedami.

## Graf A

### Zmeny priemernej očakávanej predajnej ceny počas nasledujúcich 12 mesiacov



Zdroj: SAFE Európskej komisie a ECB.

Poznámka: Priemerné očakávania predajných cien na nasledujúcich 12 mesiacov vykázané firmami v eurozóne spolu s medzikvartilovými intervalmi na základe váh prieskumov. Štatistiky sa vypočítavajú po orezaní údajov na 1. a 99. percentile jednotlivých krajín. Rozptyl pre „všetky firmy“ obsahuje odpovede všetkých podnikov zahrnutých do SAFE (10 983). Podrobnosti o rozdelení firiem na „firmy z maloobchodného sektora“ a „firmy z nemaloobchodného sektora“ sú v príslušnej poznámke pod čiarou. Zmena priemernej očakávanej predajnej ceny podzorky firiem z maloobchodného a nemaloobchodného sektora zlúčenej so súborom údajov z Bureau Van Dijk Orbis predstavuje 5,6 %. Údaje sa vzťahujú na 28. kolo SAFE (október 2022 – marec 2023).

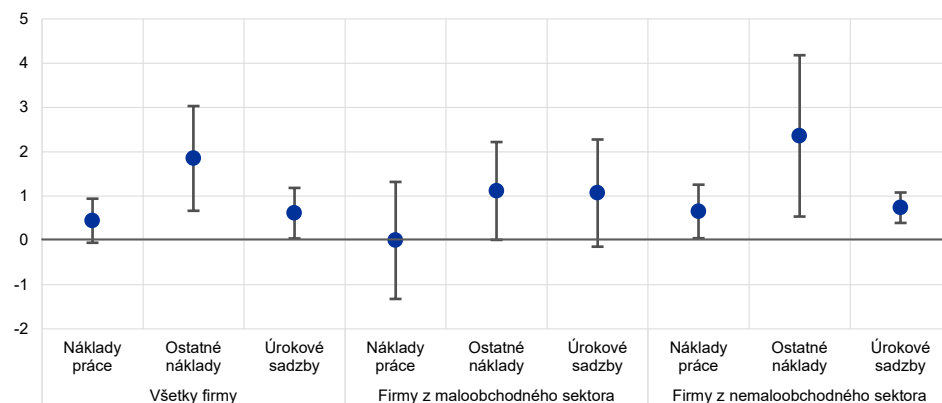
**Firmy, ktoré vykázali nedávne zvýšenie vstupných nákladov a nákladov na financovanie, očakávajú vyššie predajné ceny (graf B).** Firmy zahrnuté do správy SAFE vykazujú, či sa ich náklady na prácu, ostatné vstupné náklady (hlavne týkajúce sa materiálov a energií) a náklady na bankové úvery za posledných šesť mesiacov zvýšili, zostali rovnaké alebo sa znížili. Redukované regresie zohľadňujúce spoločný vplyv takýchto výrobných a finančných nákladov naznačujú, že firmy, ktoré v období od októbra 2022 do marca 2023 vykázali nárast nákladov na materiál a energie, očakávajú, že zvýšenie ich predajných cien v nasledujúcich 12 mesiacoch bude približne o 2 percentuálne body vyššie ako v prípade cien firiem, ktoré vykázali nezmenené alebo klesajúce vstupné náklady okrem nákladov na prácu. Nárast nákladov na energie a materiály vykázaný v minulosti je relevantný pre budúce predajné ceny maloobchodných aj nemaloobchodných firiem, ale ich účinok je väčší pri nemaloobchodných firmách. Jedným z vysvetlení by mohlo byť, že nemaloobchodné firmy pôsobia väčšinou vo výrobnom sektore, kde náklady na energie a iné vstupy predstavujú vyšší podiel celkových nákladov ako v maloobchode. Okrem toho, firmy v nemaloobchodnom sektore, ktoré vykázali minulý nárast nákladov na prácu a úrokových nákladov, očakávajú, že ich predajné ceny sa v budúcom roku zvýšia. Redukované odhady vplyvu úrokových sadzieb sú konzistentné so vznikom nákladového kanála transmisie menovej politiky, cez ktorý zmeny úrokových sadzieb ovplyvňujú cenotvorbu a vývoj inflácie prostredníctvom zvyšovania reálnych marginálnych nákladov.<sup>5</sup> Táto redukovaná regresia na firemnej úrovni zároveň nedokáže zachytiť celkový tlmiaci účinok vyšších úrokových sadzieb na infláciu prostredníctvom tradičného kanála agregovaného dopytu v rámci transmisie menovej politiky.

<sup>5</sup> Napr. Ravenna, F. a Walsch, C. E.: Optimal Monetary Policy with the Cost Channel, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 53, No 2, March 2006, s. 199 – 216.

## Graf B

### Očakávané predajné ceny a minulé výrobné a finančné náklady

(v p. b.)



Zdroj: SAFE Európskej komisie a ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje koeficienty regresie zmeny očakávaných cien na zmenu nákladov na prácu, ostatných nákladov (materiál a energie) a úrovne úrokových sadzieb. Premenné regresie na pravej strane nadobúdajú hodnotu 1, ak firmy uviedli zvýšenie nákladov na prácu, iných nákladov alebo úrovne úrokových sadzieb v období od októbra 2022 do marca 2023. Regresie zahŕňajú fixné účinky veľkosti krajiny a firmy. Zvislé čiary predstavujú 90 % intervaly spoľahlivosti založené na zoskupených štandardných chybách podľa krajín. Podrobnosti o kategóriách „všetky firmy“, „firmy z maloobchodného sektora“ a „firmy z nemaloobchodného sektora“ sú uvedené v príslušnej poznámke pod čiarou. Údaje sa vzťahujú na 28. kolo SAFE (október 2022 – marec 2023).

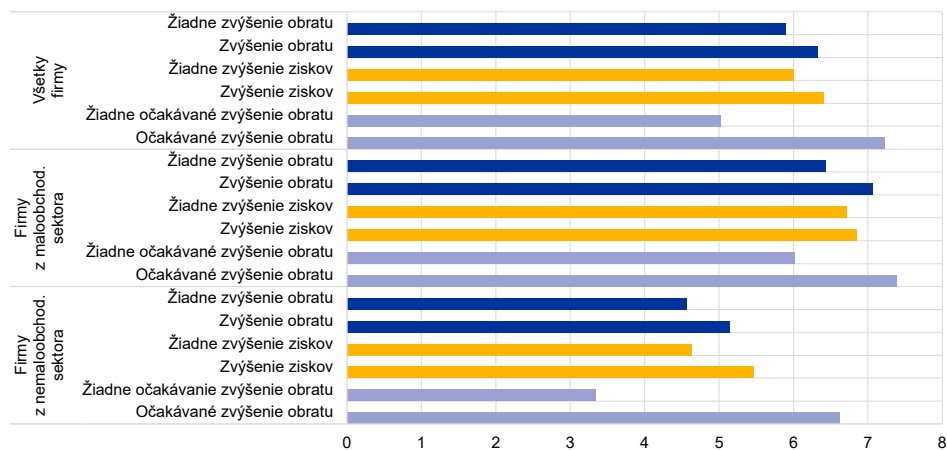
### Očakávaný nárast predajných cien je vyšší v prípade firiem, ktoré očakávajú zvýšenie svojho obratu v maloobchodnom aj nemaloobchodnom sektore (graf C).

Firmy v odpovediach pre SAFE tiež uvádzajú, či sa ich obrat a zisky za posledných šesť mesiacov a ich očakávaný obrat v nasledujúcich šiestich mesiacoch zvýšili, zostali rovnaké alebo klesli. Pre všetky firmy vo vzorke a v členení podľa sektorov platí, že minulé zvýšenie obratu a ziskov sa nespája s firmami, ktoré vykazujú významný rozdiel v očakávaných predajných cenách. Firmy v maloobchodnom aj nemaloobchodnom sektore signalizovali výrazne vyššie očakávané predajné ceny, ak vykázali aj vyšší očakávaný obrat počas nasledujúcich šiestich mesiacov. To by mohlo odrážať skutočnosť, že firmy, ktoré očakávajú zvýšený dopyt po svojich výrobkoch a službách po opätovnom otvorení ekonomiky, s väčšou pravdepodobnosťou v budúcnosti zvýšia ceny. Očakávaný budúci nárast predajných cien a obratu by mohol byť spôsobený aj oproti očakávaniam vyššími vstupnými nákladmi.

## Graf C

### Očakávané predajné ceny podľa obratu a zisku

(v %)



Zdroj: SAFE Európskej komisie a ECB.

Poznámka: Priemerné očakávania predajných cien na nasledujúcich 12 mesiacov vykázané firmami v eurozóne v prípade firiem, ktoré vykázali zvýšenie obratu/ziskov alebo zníženie/žiadnu zmenu obratu/ziskov za posledných šesť mesiacov, a firiem, ktoré vykázali zvýšenie alebo zníženie/žiadnu zmenu očakávaného obratu v nasledujúcich šiestich mesiacoch, s použitím váh prieskumov.

Priemerné očakávania týkajúce sa predajných cien sa vypočítavajú po orezaní údajov na 1. a 99. percentile pre jednotlivé krajiny.

Rozptyl pre „všetky firmy“ zahŕňa odpovede všetkých podnikov v prieskume (10 983). Podrobnosti o rozdelení firiem na „firmy z maloobchodného sektora“ a „firmy z nemaloobchodného sektora“ sú v príslušnej poznámke pod čiarou. Údaje sa vzťahujú na 28. kolo SAFE (október 2022 – marec 2023).

### Výrobné firmy v odvetviach a krajinách, ktoré vykázali vyšší minulý nárast výrobných cien, očakávajú v nasledujúcich 12 mesiacoch menší nárast predajných cien (graf D).

Firmy vo výrobnom sektore (za ktoré sú k dispozícii údaje o výrobných cenách na úrovni jednotlivých krajín a odvetví) vykazujú značnú heterogénnosť očakávaných predajných cien. Tie firmy, pri ktorých bol v treťom štvrtroku 2022 vykázaný nárast výrobných cien nad mediánom, očakávajú zvýšenie približne o 3,4 % (v treťom kvartile distribúcie inflácie výrobných cien) a 2 % (vo štvrtom kvartile), čo je výrazne pod priemernou očakávanou predajnou cenou.<sup>6</sup> Firmy v odvetviach, ktoré vykázali minulý nárast výrobných cien pod mediánom, očakávajú v budúcom roku vyššie predajné ceny (približne o 5,5 %). Keďže výrobné odvetvia predávajú najmä medzivstupy pre iné odvetvia, táto heterogénnosť by nám mohla pomôcť pochopiť prenos výrobných cien do spotrebiteľských cien.<sup>7</sup> Toto pozorované správanie pri cenotvorbe môže byť v súlade s cenovými modelmi závislými od štátu, kde sa pravdepodobnosť cenových úprav zvyšuje s cenovými odchýlkami.<sup>8</sup>

<sup>6</sup> Na základe štvrtročných údajov na úrovni krajiny pre dvojmiestny kód NACE Rev. 2 je medián indexu výrobných cien za tretí štvrtrok 2022 približne 13 %.

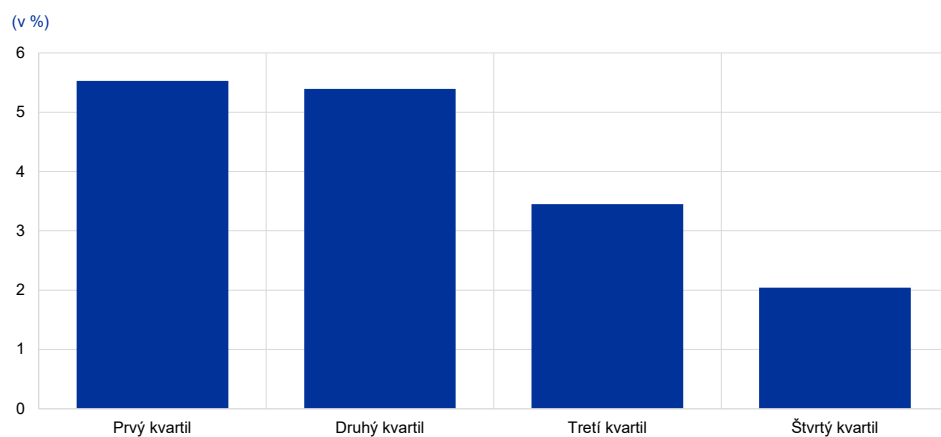
<sup>7</sup> Ďalšia analýza príspevku jednotkových ziskov k domácim cenovým tlakom v eurozóne je v boxe 3 s názvom Ako prispeli jednotkové zisky k nedávnomu posilneniu domácich cenových tlakov v eurozóne, v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

<sup>8</sup> Karadi, P., Schoenle, R. a Wursten, J.: *Measuring price selection in microdata: it's not there*, Working Paper Series, No 2566, ECB, June 2021.



## Graf D

### Očakávania predajných cien podľa kvartilov minulých zvýšení výrobných cien



Zdroj: SAFE Európskej komisie a ECB, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Očakávané zmeny predajných cien výrobných firiem. Graf zobrazuje priemerné očakávané predajné ceny v nasledujúcich 12 mesiacoch podľa kvartilov rastu výrobných cien v treťom štvrtroku 2022. Index výrobných cien je definovaný ako percentuálna zmena v porovnaní s rovnakým obdobím predchádzajúceho roka. V prípade firiem v prvom kvartile je index výrobných cien na úrovni NACE Rev. 2 krajiny od -4,4 % do 8 %, pre firmy v druhom kvartile od 8 % do 13 %, pre firmy v treťom kvartile od 13 % do 18 % a pre firmy vo štvrtom kvartile od 18 % do 80 %. Údaje sa vzťahujú na 28. kolo SAFE (október 2022 – marec 2023).

## 6 Výrazné obmedzenie vonkajších finančných tokov eurozóny v roku 2022 – informácie z podrobnejšej štatistiky platobnej bilancie

Lorenz Emter, Mariadolores Schiavone a Martin Schmitz

**Tento box obsahuje analýzu obmedzenia vonkajších finančných tokov eurozóny v roku 2022, ktoré bolo najväčšie od globálnej finančnej krízy, pričom sa využíva nové členenie štatistiky platobnej bilancie a medzinárodnej investičnej pozície eurozóny.**<sup>1</sup> Významnou udalosťou v roku 2022 bol posun bilancie bežného účtu eurozóny do deficitu vo výške 137 mld. € (–1,0 % HDP) po predchádzajúcom prebytku vo výške 285 mld. € (2,3 % HDP) v roku 2021. Išlo o najväčšiu ročnú zmenu bilancie bežného účtu eurozóny v histórii.<sup>2</sup> V rovnakom období klesol prebytok finančného účtu z 312 mld. € na 14 mld. € v dôsledku prudkého obratu finančných tokov eurozóny na strane aktív i pasív. Analýza finančného účtu sa v posledných rokoch čoraz viac komplikuje z dôvodu rozširovania medzinárodných reťazcov finančného sprostredkovania, ktoré často zahŕňajú nebankové subjekty nachádzajúce sa v medzinárodných finančných centrách.<sup>3</sup> ECB v súlade s medzinárodnými štatistickými príručkami vypracovala nové členenie štatistiky platobnej bilancie a medzinárodnej investičnej pozície eurozóny s cieľom umožniť lepšiu analýzu rizikových expozícií a vzájomnej prepojenosti.<sup>4</sup>

**Prudké obmedzenie vonkajších finančných tokov eurozóny v roku 2022 bolo spôsobené najmä vývojom portfóliových investícií a priamych zahraničných investícií (graf A).** V roku 2022 došlo k prepadu čistých transakcií investorov eurozóny s aktívami mimo eurozóny z viacročného maxima zaznamenaného v roku 2021 (čisté investície vo výške 1,4 bil. €) na čistý úbytok investícií vo výške 0,3 bil. € v roku 2022. Tento prudký obrat finančných tokov na strane aktív eurozóny bol spôsobený najmä vývojom portfóliového majetku (kótovaných akcií a podielov investičných fondov) a portfóliového dlhu. K obmedzeniu okrem toho výrazne prispeli toky priamych zahraničných investícií (PZI) po období netypicky vysokej volatility

<sup>1</sup> Nové údaje vykazované v súlade so zmeneným [usmernením ECB o externej štatistike ECB/2018/19](#) zahŕňajú dodatočné členenie podľa sektora rezidenta, krajiny protistrany a dlhových nástrojov priamych zahraničných investícií. V súčasnosti sú k dispozícii nové časové rady od prvého štvrťroka 2019 a ďalšie spätné údaje budú sprístupnené v priebehu roka 2024. Ďalšie informácie o štatistike platobnej bilancie a medzinárodnej investičnej pozície eurozóny sú na [internetovej stránke ECB](#).

<sup>2</sup> Viac v poslednej štatistickej správe ECB o [štvrťročnej platobnej bilancii a medzinárodnej investičnej pozícii eurozóny](#).

<sup>3</sup> Lane, P. R.: [The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#), hlavný prejav na spoločnej konferencii Európskej centrálnej banky, výboru Irvinga Fishera a Banco de Portugal na tému Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?, 17. februára 2020; a Coppola, A., Maggiori, M., Neiman, B. a Schreger, J.: [Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens](#), *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 136(3), 2021, s. 1499 – 1556.

<sup>4</sup> [Manuál platobnej bilancie a medzinárodnej investičnej pozície Medzinárodného menového fondu, šieste vydanie \(BPM6\)](#). Najnovšie údaje o finančných transakciách medzi sektormi eurozóny sú k dispozícii v poslednej štatistickej správe ECB o [hospodárskom a finančnom vývoji v eurozóne podľa inštitucionálnych sektorov](#) (najmä v tabuľke 1).

v posledných rokoch.<sup>5</sup> Podobne aj na strane pasív sa investori mimo eurozóny zmenili z čistých nákupcov aktív eurozóny v roku 2021 na čistých predajcov v roku 2022. Najväčší čistý úbytok investícií bol zaznamenaný v PZI, zatiaľ čo čisté nákupy portfóliových majetkových cenných papierov eurozóny sa po rekordne vysokej hodnote v roku 2021 takmer úplne zastavili. Po niekoľkých rokoch výrazného čistého úbytku investícií zároveň v roku 2022 klesol čistý predaj dlhových cenných papierov eurozóny zahraničnými investormi.<sup>6</sup> Čistý predaj aktív a pasív aj obrat vo finančných transakciách v roku 2022 boli celkovo najvýraznejšie od roku 2009. V zvyšnej časti tohto boxu sa podrobnejšie zameriavame na hlavné faktory tohto poklesu – portfóliové investície a PZI.

---

<sup>5</sup> Toky súvisiace s priamymi zahraničnými investíciami sa tradične považovali za najmenej volatilnú kategóriu medzinárodných kapitálových tokov. Napr. Eichengreen, B., Gupta, P. a Masetti, O.: [Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?](#), *Asian Economic Papers*, Vol. 17(1), 2018, s. 22 – 41. V posledných rokoch však silnú úlohu nadnárodných podnikov sprevádza zvýšená volatilita, najmä v malých otvorených ekonomikách. Napr. Di Nino, V., Habib, M. a Schmitz, M.: [Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#), *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2020.

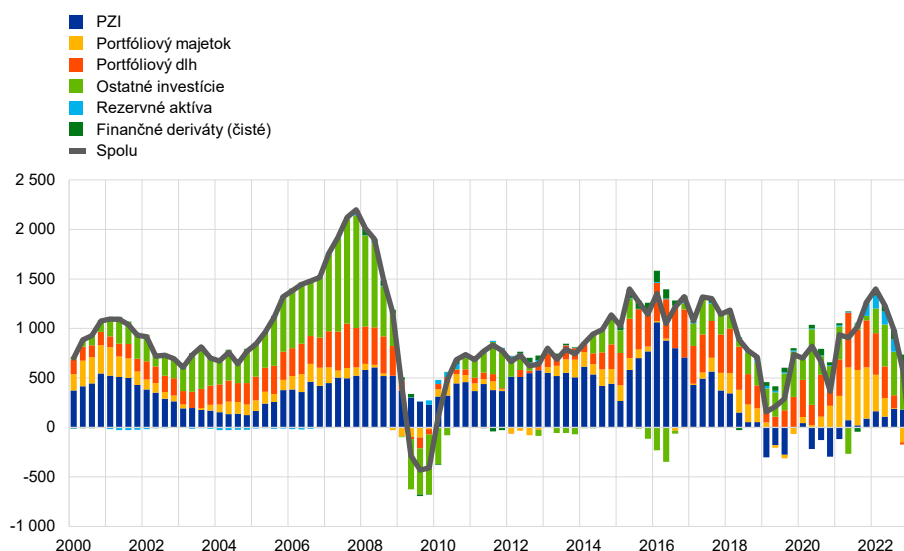
<sup>6</sup> Obrat z vysokých kladných hodnôt v roku 2022 zaznamenali aj transakcie v kategórii ostatné investície, zvlášť na strane pasív, najmä v dôsledku poklesu vkladov nerezidentov eurozóny vedených v Eurosysteme.

## Graf A

### Finančný účet eurozóny

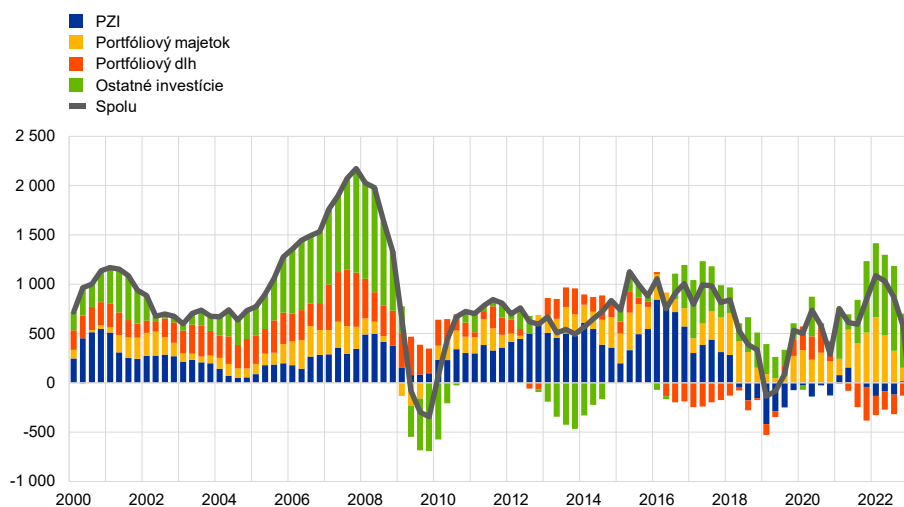
#### a) Aktíva

(kľúčové súčty za štyri štvrťroky, v mld. EUR)



#### b) Pasíva

(kľúčové súčty za štyri štvrťroky, v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Pokiaľ ide o aktíva, kladné (záporné) číslo znamená čistý nákup (predaj) nástrojov mimo eurozóny investormi z eurozóny. Pokiaľ ide o pasíva, kladné (záporné) číslo znamená čistý nákup (predaj) nástrojov eurozóny investormi mimo eurozóny. Posledné údaje sú zo štvrtého štvrťroka 2022.

**Stiahnutie sa investorov eurozóny z portfóliových investičných aktív v roku 2022 spôsobili najmä investičné fondy, ktoré zvyknú byť procyklickými investormi, zatiaľ čo poisťovne a penzijné fondy do určitej miery kompenzovali obrat v odleve (graf B).** Nové dostupné časové rady štatistiky platobnej bilancie a medzinárodnej investičnej pozície eurozóny obsahujú členenie sektora nebankových finančných sprostredkovateľov.<sup>7</sup> Členenie odhaľuje najmä význam

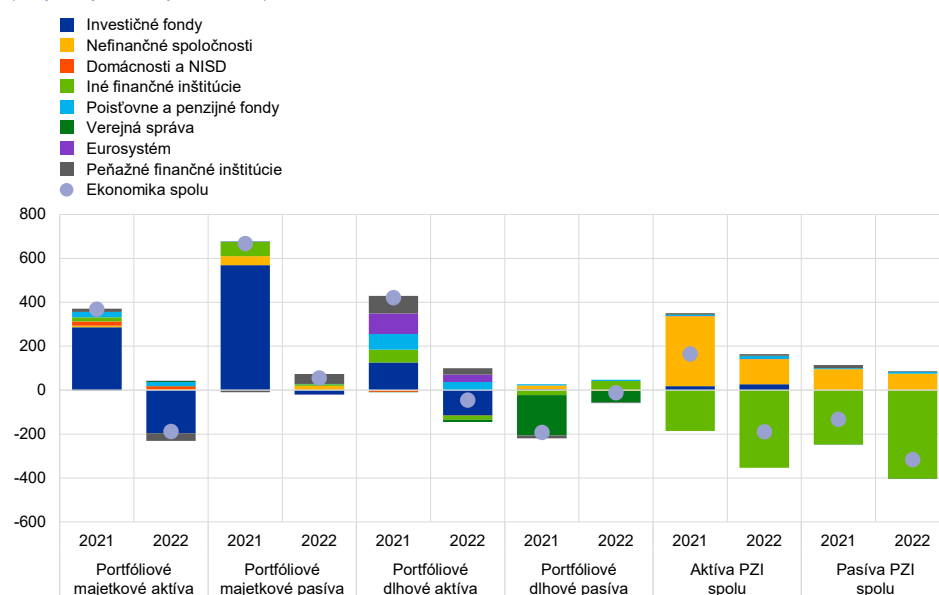
<sup>7</sup> Nové členenie sektora nebankových finančných sprostredkovateľov zahŕňa samostatné údaje za investičné fondy, poisťovne a penzijné fondy a ostatné finančné inštitúcie.

investičných fondov eurozóny ako držiteľov portfóliových investičných cenných papierov emitovaných nerezidentmi eurozóny (ktoré ku koncu roka 2022 predstavovali 59 % celkovej držby majetku a dlhu).<sup>8</sup> V súlade s tým bola zmena štruktúry portfóliových investícií eurozóny z čistých nákupov (790 mld. € v roku 2021) na čisté predaje (235 mld. € v roku 2022) dlhových a majetkových cenných papierov do veľkej miery spôsobená sektorom investičných fondov. Investičné fondy zvyknú byť procyklickými investormi, teda predávajú cenné papiere v obdobiach vysokej averzie voči riziku, čím vyvolávajú volatilitu finančných tokov, zatiaľ čo poisťovne a penzijné fondy majú tendenciu postupovať proticyklicky v súlade s investičnými preferenciami pozorovanými v eurozóne v roku 2022.<sup>9</sup> Zmeny v investičnej štruktúre v roku 2022 navyše znamenali koniec dlhej fázy rozsiahleho preskupovania portfólií smerom k cenným papierom mimo eurozóny, ktoré sa začalo v roku 2014, keď ECB zaviedla záporné úrokové sadzby a spustila programy nákupu aktív.<sup>10</sup>

## Graf B

### Finančný účet eurozóny: vybrané položky podľa sektora rezidenta

(súčty za štyri štvrťroky, v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Pokiaľ ide o aktíva, kladné (záporné) číslo znamená čistý nákup (predaj) nástrojov mimo eurozóny investormi z eurozóny. Pokiaľ ide o pasíva, kladné (záporné) číslo znamená čistý nákup (predaj) nástrojov eurozóny investormi mimo eurozóny. Posledné údaje sú zo štvrtého štvrťroka 2022. Skratka NISD znamená neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam.

<sup>8</sup> Štruktúra investícií investičných fondov eurozóny je relevantná pre hodnotenie expozícií podkladových investorov týchto fondov, najmä penzijných fondov, poisťovní a domácností. Carvalho, D. a Schmitz, M.: *Shifts in the portfolio holdings of euro area investors in the midst of COVID-19: looking through investment funds*, *Review of International Economics*.

<sup>9</sup> Timmer, Y.: *Cyclical investment behavior across financial institutions*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 129, No 2, 2018, s. 268 – 286.

<sup>10</sup> Program nákupu aktív ECB bol zavedený v polovici roka 2014, kým jej núdzový pandemický program nákupu aktív bol spustený v marci 2020. Čisté nákupy aktív v rámci oboch programov boli ukončené v roku 2022. See Coeuré, B.: *The international dimension of the ECB's asset purchase programme*, prejav na zasadnutí kontaktnej skupiny pre devízový trh, 11. júla 2017; Lane, P. R.: *The international transmission of monetary policy*, hlavný prejav na zasadnutí medzinárodného makroekonomického a finančného programu CEPR, 14. novembra 2019; Bergant, K., Fidora, M. a Schmitz, M.: *International capital flows at the security level: evidence from the ECB's Asset Purchase Programme*, *Working Paper Series*, No 2388, ECB, Frankfurt am Main, April 2020.

**Z geografického hľadiska sa obmedzenie portfóliových investícií v roku 2022 sústredilo najmä na cenné papiere vydané vyspelými ekonomikami v prípade majetkových cenných papierov, zatiaľ čo v prípade dlhových cenných papierov bolo najvýraznejšie pri cenných papieroch emitovaných rozvíjajúcimi sa trhovými ekonomikami, a to v súlade so zhoršujúcim sa sentimentom globálnych investorov (graf C).** Nové členenie protistrán eurozóny podľa krajín umožňuje lepšie pokrytie vyspelých ekonomík (spolu s Austráliou, Nórskom a Južnou Kóreou) aj rozvíjajúcich sa trhových ekonomík (ktoré v súčasnosti zahŕňajú aj Argentínu, Indonéziu, Mexiko, Saudskú Arábiu, Juhoafrickú republiku a Turecko). Z týchto nových štatistík vyplýva, že investori eurozóny v roku 2022 znížili svoju expozíciu voči majetkovým cenným papierom emitovaným rezidentmi Spojených štátov, Spojeného kráľovstva a ďalších vyspelých ekonomík. Pokiaľ ide o dlhové cenné papiere, situácia je diferencovanejšia: investori eurozóny celkovo predali značné množstvo cenných papierov emitovaných rezidentmi rozvíjajúcich sa trhových ekonomík, offshore finančnými centrami a Spojeným kráľovstvom. V rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách bol tento čistý predaj spôsobený úbytkom investícií do cenných papierov emitovaných v Číne, Mexiku a Rusku.<sup>11</sup> Okrem toho čistý predaj cenných papierov vydaných offshore finančnými centrami pravdepodobne pozostáva najmä z cenných papierov vydaných dcérskymi spoločnosťami korporácií so sídlom v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách, zvlášť v Číne.<sup>12</sup> Investori eurozóny zároveň uskutočnili rozsiahly čistý nákup cenných papierov emitovaných inými vyspelými ekonomikami, najmä rezidentmi Kanady a Japonska, čo mohlo byť spôsobené väčším uprednostňovaním bezpečných aktív.

---

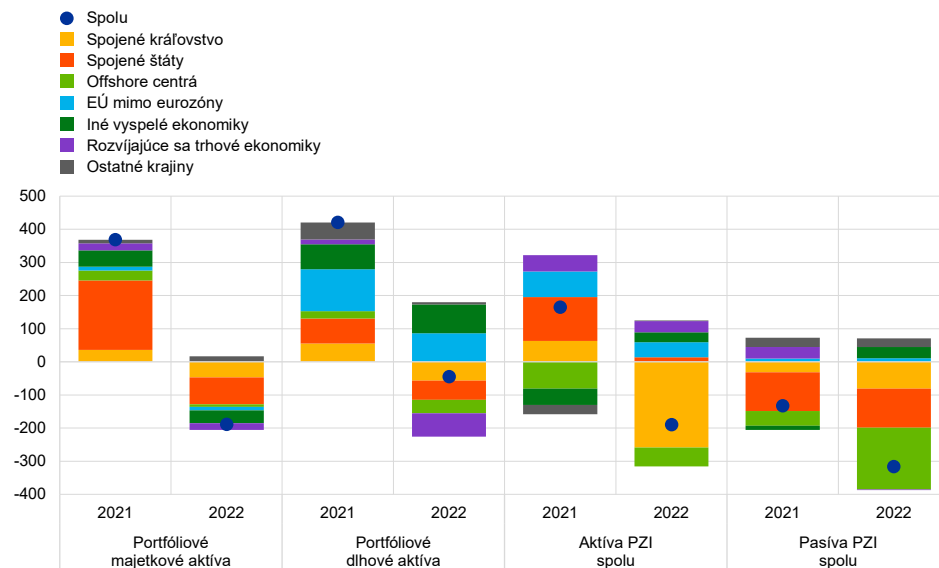
<sup>11</sup> Podrobnosti o vývoji investícií eurozóny v Rusku: Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F. a Schmitz, M.: [Euro area linkages with Russia: latest insights from the balance of payments](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2022.

<sup>12</sup> Z nedávneho výskumu vyplýva, že investície eurozóny do podnikových dlhopisov rozvíjajúcich sa trhových ekonomík sú podstatne vyššie, ak sa zohľadnia investície do emisií offshore dcérskych spoločností korporácií z rozvíjajúcich sa trhových ekonomík. Beck, R., Coppola, A., Lewis, A., Maggiori, M., Schmitz, M. a Schreger, J.: [The Geography of Capital Allocation in the Euro Area](#), pracovný dokument k dispozícii na SSRN; a Bergant, K., Milesi-Ferretti, G. M. a Schmitz, M.: [Cross-Border Investment in Emerging Market Bonds: Stylized Facts and Security-Level Evidence from Europe](#), *CEPR Discussion Paper*, No 17946, 2023.

## Graf C

### Finančný účet eurozóny: vybrané položky podľa lokality protistrany

(súčty za štyri štvrťroky, v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Pokiaľ ide o aktíva, kladné (záporné) číslo znamená čistý nákup (predaj) nástrojov mimo eurozóny investormi z eurozóny. Pokiaľ ide o pasíva, kladné (záporné) číslo znamená čistý nákup (predaj) nástrojov eurozóny investormi mimo eurozóny. „EÚ mimo eurozóny“ zahŕňa členské štáty EÚ nepatriace do eurozóny a inštitúcie a orgány EÚ, ktoré sa na štatistické účely považujú za inštitúcie a orgány mimo eurozóny, ako sú napríklad Európska komisia a Európska investičná banka. Medzi „iné vyspelé ekonomiky“ patrí Austrália, Kanada, Japonsko, Nórsko, Južná Kórea a Švajčiarsko. Medzi rozvíjajúce sa trhové ekonomiky patria Argentína, Brazília, Čína, India, Indonézia, Mexiko, Rusko, Saudská Arábia, Juhoafrická republika a Turecko. „Ostatné krajiny“ zahŕňajú všetky krajiny a skupiny krajín, ktoré nie sú uvedené v grafe, a tiež nealokované transakcie. Posledné údaje sú zo štvrtého štvrťroka 2022.

### Pokiaľ ide o zahraničné portfóliové investície v eurozóne v roku 2022, čistý nákup podielov investičných fondov eurozóny sa zastavil, kým dopyt zahraničných investorov po dlhových cenných papieroch eurozóny sa v dôsledku sprísnenia nastavenia menovej politiky ECB zvýšil (graf B).

Odzrkadľujúci obrat na strane aktív investičných fondov eurozóny sa investori z krajín mimo eurozóny zmenili na čistých predajcov podielov investičných fondov eurozóny v prostredí nižšieho rizikového apetítu prevládajúceho na svetových finančných trhoch po vypuknutí vojny na Ukrajine. Na finančné toky eurozóny mala v roku 2022 veľký vplyv kombinácia rozsiahleho odvetvia investičných fondov eurozóny a silnej investorskej základne mimo eurozóny – najmä pokiaľ ide o fondy so sídlom v Írsku a Luxembursku.<sup>13</sup> V roku 2022 sa zároveň zlepšila ochota zahraničných investorov investovať do dlhových cenných papierov eurozóny. Zatiaľ čo obdobie od roku 2015 bolo poznačené vysokým čistým predajom dlhových cenných papierov eurozóny (najmä štátnych dlhopisov, čiastočne v dôsledku dôležitej úlohy nerezidentov ako protistrán v programoch nákupu aktív Eurosystemu), v roku 2022 sa čistý predaj znížil, keďže kľúčové úrokové sadzby ECB začali rásť a Eurosystem ukončil čistý nákup aktív. V prostredí rastúcich úrokových sadzieb sa z investorov mimo eurozóny, po čistých predajoch v predchádzajúcich rokoch, stali čistí nákupcovia dlhových cenných papierov emitovaných subjektmi v sektore ostatných finančných

<sup>13</sup> Beck, R., Coppola, A., Lewis, A., Maggiori, M., Schmitz, M. a Schreger, J.: [The Geography of Capital Allocation in the Euro Area](#), pracovný dokument k dispozícii na SSRN.

inštitúcií (OFI) v eurozóne, medzi ktoré patria aj finančné spoločnosti osobitného účelu.

**Obmedzenie PZI bolo predovšetkým odrazom transakcií nadnárodných spoločností vo finančných centrách eurozóny, ktoré sú často prepojené s účelovo vytvorenými subjektmi, kým transakcie PZI nefinančného podnikového sektora, ktoré užšie súvisia s reálnou ekonomikou, zostali stabilnejšie (graf B).**<sup>14</sup> Na strane pasív eurozóny dosiahol v roku 2022 úbytok investícií priamych zahraničných investorov 317 mld. € (2,4 % HDP eurozóny). Tento úbytok bol spôsobený najmä investormi so sídlom v Spojených štátoch a Spojenom kráľovstve, ako aj investormi v offshore finančných centrách (graf C) a odohral sa výlučne vo vzťahu k sektoru OFI (403 mld. €), ktorý zahŕňa účelovo vytvorené subjekty, ako sú holdingové spoločnosti.<sup>15</sup> Na rozdiel od týchto volatilnejších „financionalizovaných“ tokov PZI pokračovali PZI nefinančných spoločností eurozóny stabilným tempom a zaznamenali čisté investície vo výške 74 mld. € (graf B). Pokiaľ ide o čisté akvizície aktív PZI rezidentmi eurozóny, pozorované obmedzenie bolo spôsobené predovšetkým sektorom OFI. Silná pozitívna korelácia medzi hrubými aktívami PZI a pasívnymi transakciami súvisiacimi s OFI naznačuje, že tieto toky často prúdia bez toho, aby boli absorbované domácou ekonomikou. Obmedzenie aktív PZI bolo do značnej miery spôsobené transakciami vo vzťahu k Spojenému kráľovstvu súvisiacimi s podnikovou reštrukturalizáciou jedného nadnárodného podniku.<sup>16</sup> Dodatočné členenie štatistiky platobnej bilancie a medzinárodnej investičnej pozície eurozóny potvrdzuje, že ekonomická analýza PZI profituje z podrobnejšieho oddelenia „financionalizovaných“ tokov.<sup>17</sup>

<sup>14</sup> V prípade PZI boli zverejnené dodatočné podrobnosti presahujúce rámec tohto boxu pre dlhové nástroje v členení na dlhové cenné papiere, pôžičky a obchodné úvery a preddavky.

<sup>15</sup> V období po globálnej finančnej kríze sa investície (prevažne investormi so sídlom v Spojených štátoch) do holdingových spoločností (často účelovo vytvorených subjektov) sídliačich vo finančných centrách eurozóny stali významne narastajúcou zložkou pasívnych tokov PZI eurozóny. Lane, P. R.: [The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#), hlavný prejav na spoločnej konferencii Európskej centrálnej banky, výboru Irvinga Fishera a Banco de Portugal na tému Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?, 17. februára 2020.

<sup>16</sup> Takéto veľké transakcie často súvisia s podnikovou reštrukturalizáciou malého počtu nadnárodných podnikov pôsobiacich vo finančných centrách v eurozóne, môžu však mať značný vplyv na globálne toky PZI. Napríklad globálne toky PZI klesli v roku 2022 o 24 % v porovnaní s predchádzajúcim rokom, ak sa však vylúčia transakcie zahŕňajúce Luxembursko, ide iba o 5 %. Podľa správy OECD [PZI v číslach](#) z apríla 2023 veľký úbytok investícií v Luxembursku odrážal najmä operáciu individuálneho nadnárodného telekomunikačného podniku.

<sup>17</sup> Takáto analýza bude ďalej rozšírená zverejnením štatistiky platobnej bilancie a medzinárodnej investičnej pozície eurozóny so samostatným členením podľa účelovo vytvorených subjektov, ktoré sa v súčasnosti plánuje na prvý polrok 2024.



## Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 8. februára do 9. mája 2023

Jens Budde a Vladimir Tsonchev

**V tomto boxe sa opisuje stav likvidity a menovopolitické operácie Eurosystemu počas prvého a druhého obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2023.** Tieto dve udržiavacie obdobia trvali spoločne od 8. februára do 9. mája 2023 (sledované obdobie).

**Počas sledovaného obdobia pokračovalo sprisňovanie politiky.** Rada guvernérov ECB na svojom zasadnutí z 2. februára 2023 zvýšila tri menovopolitické sadzby ECB o 50 bázických bodov a na zasadnutí zo 16. marca 2023 o ďalších 50 bázických bodov. Tieto zvýšenia nadobudli účinnosť v prvom a druhom období udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2023.

**Nadbytočná likvidita v bankovom sektore eurozóny sa počas sledovaného obdobia znížila.** Tento pokles bol spôsobený najmä predčasným splatením a splatnosťou finančných prostriedkov poskytnutých v rámci tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III) a tiež postupným znižovaním objemu portfólia programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP). Pokračujúci pokles čistých autonómnych faktorov zároveň zvýšil likviditu systému. Čisté autonómne faktory klesajú od skončenia uplatňovania záporných úrokových sadzieb v júli 2022.

### 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 220,4 mld. na 2 026,6 mld. €.** V porovnaní so siedmym a ôsmym udržiavacím obdobím v roku 2022 bol tento pokles takmer výlučne spôsobený znížením čistých autonómnych faktorov o 218,4 mld. € na 1 861,3 mld. €, pod ktorý sa podpísal najmä pokles autonómnych faktorov absorbujúcich likviditu (časť tabuľky A s názvom Ostatné informácie o likvidite) a nárast autonómnych faktorov poskytujúcich likviditu. Povinné minimálne rezervy mierne klesli o 2 mld. € na 165,3 mld. €.

**Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa v sledovanom období znížili o 136,5 mld. € na 2 932 mld. €, a to najmä v dôsledku poklesu vládných vkladov a ostatných autonómnych faktorov.** Vládne vklady (časť tabuľky A s názvom Pasíva) počas sledovaného obdobia klesli v priemere o 62,9 mld. € na 369,7 mld. €, pričom k najväčšiemu poklesu došlo v druhom udržiavacom období. Tento pokles odráža normalizáciu rezerv v držbe štátnych pokladníc a pravdepodobnú úpravu ich stratégií riadenia hotovosti v očakávaní nižšej hornej sadzby úročenia vládných vkladov národnými centrálnymi bankami, ktoré nadobudlo účinnosť 1. mája 2023. Po 1. máji vláadne vklady ďalej klesli pod 300 mld. € na

úroveň zo začiatku roka 2020, teda pred vypuknutím pandémie. Priemerná hodnota bankoviek v obehu klesla v sledovanom období o 6,1 mld. € na 1 557,1 mld. €. Znižovanie držby bankoviek a objemu pokladničnej hotovosti pozorované po skončení uplatňovania záporných úrokových sadzieb pokračovalo aj v sledovanom období, aj keď oveľa pomalším tempom.

### Autonómne faktory poskytujúce likviditu sa zvýšili o 81,8 mld. € na

**1 071 mld. €.** Zatiaľ čo čisté zahraničné aktíva sa znížili o 18,5 mld. €, čisté aktíva v eurách sa v sledovanom období zvýšili o 100,3 mld. €. Tento nárast bol do značnej miery dôsledkom poklesu záväzkov voči nerezidentom eurozóny v eurách. To je zasa odrazom úpravy stratégií riadenia hotovosti majiteľov účtov v rámci služieb Eurosystemu v oblasti správy rezerv (Eurosystem reserve management services – ERMS), keďže úročenie vkladov držaných v rámci ERMS sa upravilo v súlade s úročením vládnych vkladov.

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

### Tabuľka A

#### Stav likvidity v Eurosysteme

#### Pasíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie 8. február 2023 – 9. máj 2023						Predchádzajúce sledované obdobie 2. november 2022 – 7. február 2023	
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie		Prvé udržiavacie obdobie: 8. február – 21. marec		Druhé udržiavacie obdobie 22. marec – 9. máj		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie	
<b>Autonómne faktory absorbujúce likviditu</b>	2 932,0	(-136,5)	2 936,8	(-44,8)	2 927,8	(-8,9)	3 068,5	(-211,5)
Bankovky v obehu	1 557,1	(-6,1)	1 553,9	(-11,6)	1 559,8	(+5,9)	1 563,2	(-11,3)
Vládne vklady	369,7	(-62,9)	380,2	(+7,4)	360,6	(-19,6)	432,6	(-112,7)
Ostatné autonómne faktory (čisté) <sup>1</sup>	1 005,2	(-67,5)	1 002,6	(-40,6)	1 007,4	(+4,7)	1 072,7	(-87,5)
<b>Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy</b>	<b>21,3</b>	<b>(-16,1)</b>	<b>26,4</b>	<b>(-1,2)</b>	<b>17,0</b>	<b>(-9,5)</b>	<b>37,4</b>	<b>(-1 933,8)</b>
<b>Povinné minimálne rezervy<sup>2</sup></b>	<b>165,3</b>	<b>(-2,0)</b>	<b>164,6</b>	<b>(-3,3)</b>	<b>165,8</b>	<b>(+1,2)</b>	<b>167,3</b>	<b>(+4,4)</b>
<b>Jednodňové sterilizačné operácie</b>	<b>4 045,4</b>	<b>(-241,1)</b>	<b>4 103,0</b>	<b>(+51,4)</b>	<b>3 996,0</b>	<b>(-107,0)</b>	<b>4 286,5</b>	<b>(+1 688,0)</b>
<b>Dolaďovacie operácie na stiahnutie likvidity</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>

Zdroj: ECB.

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

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

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

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

## Aktíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie 8. február 2023 – 9. máj 2023						Predchádzajúce sledované obdobie 2. november 2022 – 7. február 2023	
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie		Prvé udržiavacie obdobie: 8. február – 21. marec		Druhé udržiavacie obdobie 22. marec – 9. máj		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie	
<b>Autonómne faktory poskytujúce likviditu</b>	1 071,0	(+81,8)	1 057,8	(+75,4)	1 082,3	(+24,5)	989,2	(+52,6)
Čisté zahraničné aktíva	932,0	(-18,5)	916,8	(-23,6)	945,0	(+28,2)	950,4	(-2,5)
Čisté aktíva v eurách	139,0	(+100,3)	141,0	(+99,0)	137,4	(-3,6)	38,8	(+55,1)
<b>Nástroje menovej politiky</b>	<b>6 093,4</b>	<b>(-477,6)</b>	<b>6 173,2</b>	<b>(-73,4)</b>	<b>6 024,9</b>	<b>(-148,3)</b>	<b>6 570,9</b>	<b>(-505,4)</b>
Operácie na voľnom trhu	6 093,3	(-477,6)	6 173,2	(-73,4)	6 024,8	(-148,4)	6 570,9	(-505,4)
Úverové operácie	1 172,3	(-454,5)	1 234,2	(-70,3)	1 119,2	(-115,1)	1 626,8	(-497,9)
Hlavné refinančné operácie	1,2	(-0,4)	0,9	(-0,3)	1,4	(+0,5)	1,6	(-1,2)
Trojmesačné LTRO	2,5	(+0,1)	2,8	(+0,0)	2,2	(-0,6)	2,4	(+1,2)
Operácie TLTRO III	1 168,6	(-453,3)	1 230,5	(-69,2)	1 115,5	(-115,0)	1 621,9	(-496,8)
PELTRO	0,0	(-0,9)	0,0	(-0,8)	0,0	(+0,0)	0,9	(-1,0)
Portfóliá priamych nákupov <sup>1</sup>	4 921,0	(-23,1)	4 939,0	(-3,1)	4 905,6	(-33,4)	4 944,1	(-7,5)
Jednodňové refinančné operácie	0,1	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,1	(+0,1)	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“ označuje hlavné refinančné operácie, „LTRO“ označuje dlhodobejšie refinančné operácie a „PELTRO“ označuje núdzové pandemické dlhodobejšie 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 8. február 2023 – 9. máj 2023						Predchádzajúce sledované obdobie 2. november 2022 – 7. február 2023	
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie		Prvé udržiavacie obdobie: 8. február – 21. marec		Druhé udržiavacie obdobie 22. marec – 9. máj		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie	
Celková spotreba likvidity <sup>1</sup>	2 026,6	(-220,4)	2 043,8	(-123,7)	2 011,8	(-32,0)	2 247,0	(-259,6)
Čisté autonómne faktory <sup>2</sup>	1 861,3	(-218,4)	1 879,2	(-120,4)	1 846,0	(-33,2)	2 079,7	(-264,0)
Nadbytočná likvidita <sup>3</sup>	4 066,7	(-257,2)	4 129,4	(+50,3)	4 012,9	(-116,5)	4 323,9	(-245,8)

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 sadzieb

(priemerné hodnoty; v % a p. b.)

	Aktuálne sledované obdobie 8. február 2023 – 9. máj 2023						Predchádzajúce sledované obdobie 2. november 2022 – 7. február 2023	
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie		Prvé udržiavacie obdobie: 8. február – 21. marec		Druhé udržiavacie obdobie 22. marec – 9. máj		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie	
Hlavné refinančné operácie	3,27	(+1,02)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)	2,25	(+1,38)
Jednodňové refinančné operácie	3,52	(+1,02)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)	2,50	(+1,38)
Jednodňové sterilizačné operácie	2,77	(+1,02)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)	1,75	(+1,38)
€STR	2,668	(+1,016)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)	1,652	(+1,366)
RepoFunds Rate Euro Index	2,660	(+1,175)	2,402	(+0,744)	2,881	(+0,480)	1,485	(+1,337)

Zdroj: ECB.

Poznámka: Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu 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 477,6 mld. € na 6 093,4 mld. € (graf A).

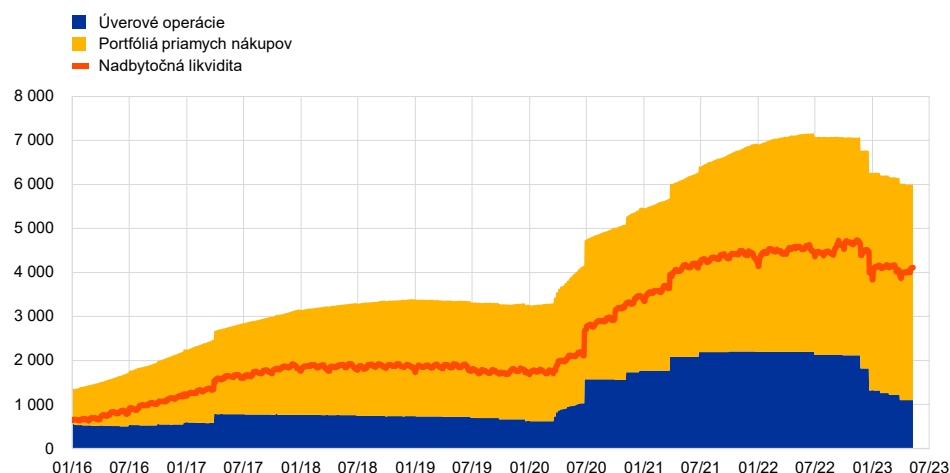
Zníženie likvidity bolo spôsobené predovšetkým poklesom úverových operácií. Čisté nákupy aktív v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív ECB boli ku koncu marca 2022 ukončené. Eurosystem odvtedy v plnej miere reinvestuje splatné sumy. Pokiaľ ide o APP, v súlade s rozhodnutím Rady guvernérov ECB nereinvestovať celý objem splatných istín zo splatných cenných papierov začali od 1. marca 2023 aktíva nadobudnuté v rámci APP postupne klesať priemerným tempom 15 mld. € za mesiac.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> 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.

## Graf A

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

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 9. mája 2023.

### Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období znížil o 454,5 mld. €.

Tento pokles odráža najmä zníženie nesplatených súm TLTRO III v dôsledku predčasných splátok a splatností.

Dobrovoľné predčasné splátky vo februári a v marci 2023 dosiahli 36,6 mld. € a 87,7 mld. € a splatnosť prostriedkov TLTRO III v marci viedla k ďalšiemu poklesu nesplatených súm TLTRO III o 32,2 mld. €. K tomuto poklesu počas sledovaného obdobia prispeli aj splátky TLTRO III vo výške 499,4 mld. € v decembri 2022 a 62,7 mld. € v januári 2023, keďže ich úplný účinok na zmenu priemerov za sledované obdobie sa prejavil až v aktuálnom sledovanom období. Zmeny v ostatných úverových operáciách boli malé.

## Nadbytočná likvidita

### Priemerná nadbytočná likvidita sa znížila o 257,2 mld. € a dosiahla 4 066,7 mld. € (graf A).

Nadbytočná likvidita je súčet bankových rezerv presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a rozdielu objemu jednodňových sterilizačných operácií a jednodňových refinančných operácií. Odzrkadľuje rozdiel medzi celkovou likviditou poskytnutou bankovému sektoru a potrebami likvidity zo strany bánk. Po dosiahnutí najvyššej úrovne v septembri 2022 (4,8 bil. €) sa nadbytočná likvidita postupne znižovala, najmä v nadväznosti na uvedené predčasné splácanie a splatnosť TLTRO III, bez vplyvu autonómnych faktorov.

## Vývoj úrokových sadziieb

**Krátkodobá eurová sadzba (€STR) sa v dôsledku sprísňovania menovej politiky ECB zvýšila o 99,2 bázického bodu, z 1,90 % k 7. februáru, poslednému dňu predchádzajúceho sledovaného obdobia, na 2,89 % k 9. máju, poslednému dňu tohto sledovaného obdobia.** Prenos zvýšenia úrokových sadziieb menovej politiky ECB vo februári a marci 2023 do nezabezpečeného peňažného trhu bol úplný a okamžitý. €STR sa počas aktuálneho sledovaného obdobia pohybovala v priemere o 10 bázických bodov pod úrokovou sadzbou jednoduchých sterilizačných operácií, podobne ako v siedmom a ôsmom udržiavacom období v roku 2022.

**Repo sadzba eurozóny meraná indexom RepoFunds Rate Euro Index sa zvýšila o 98 bázických bodov, z 1,90 % k 7. februáru na 2,88 % k 16. marcu.**

Prenos zvýšenia menovopolitických sadziieb ECB na zabezpečený peňažný trh bol okamžitý a úplný. Repo trh naďalej fungoval riadne vďaka viacerým faktorom, ktoré okrem iného zahŕňali opatrenia prijaté niektorými vnútroštátnymi úradmi pre správu dlhu na konci roka 2022, zvýšenie limitov na pôžičky cenných papierov, vyššie čisté emisie od začiatku roka 2023, rozpustenie mobilizovaného kolaterálu z dôvodu splatných prostriedkov TLTRO a pokles nesplatených aktív nadobudnutých v rámci APP. ECB okrem toho 7. februára 2023 oznámila, že horná sadzba úročenia vládných vkladov eurozóny v Eurosysteme bude od 1. mája 2023 stanovená na úrovni 20 bázických bodov pod sadzbou €STR a že sa primerane upraví aj úročenie vkladov držaných v rámci ERMS. Toto oznámenie zmiernilo obavy, že táto horná sadzba úročenia by sa mohla po skončení platnosti dočasnej hornej sadzby 30. apríla 2023 vrátiť na 0 %. Minimalizovalo sa tým riziko nepriaznivých účinkov na fungovanie trhu v dôsledku náhlych presunov hotovostných investícií z národných pokladníc a zahraničných centrálnych bánk.

## 8 Divergencia inflácie a konkurencieschopnosti krajín eurozóny

Daniela Filip, Daphne Momferatou a Ralph Setzer

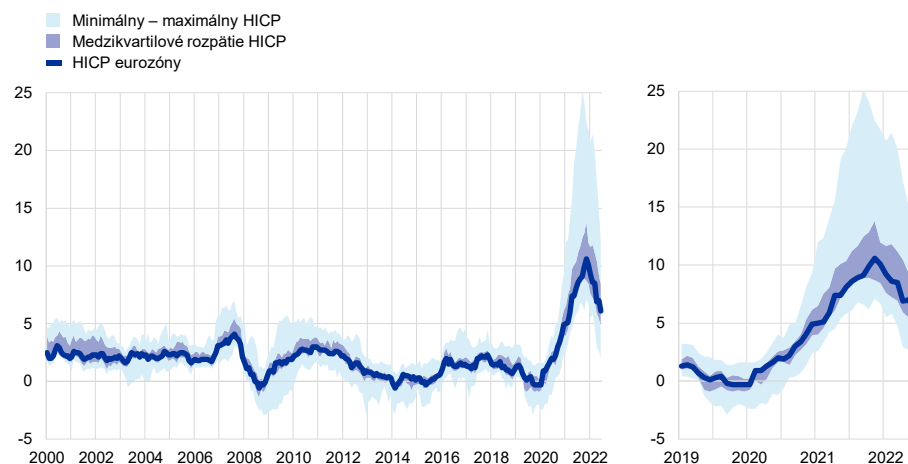
### Vysoké ceny energií a komodít a obmedzenia na strane ponuky spôsobili v eurozóne vysokú infláciu a vyššie diferenciály v mierach inflácie medzi jednotlivými krajinami eurozóny.<sup>1</sup>

Diferenciály miery inflácie medzi jednotlivými krajinami merané medzikvartilovým rozpätím vzrástli z historicky nízkych úrovní v období pred pandemiou na historické maximá na konci roka 2022 a hoci odvtedy klesajú, zostávajú na zvýšených úrovniach. V máji 2023 sa miera inflácie v krajinách eurozóny pohybovala od 2,0 % v Luxembursku do 12,3 % v Lotyšsku a na Slovensku (graf A). Súčasnú vysokú infláciu spôsobujú najmä nepriaznivými ponukovými šokmi súvisiacimi s rastúcimi cenami energií a komodít, s obmedzeniami na strane ponuky a s účinkami znovuotvárania ekonomík po pandémii.

#### Graf A

##### Diferenciály inflácie HICP v krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Medzikvartilové rozpätie je rozdiel medzi 75. a 25. percentilom rozloženia medzi krajinami, pričom zloženie štátov eurozóny sa mení. Interval medzi minimom a maximom zodpovedá najnižšej/najvyššej miere rastu inflácie spomedzi krajín eurozóny v jednotlivých mesiacoch. Posledné údaje sú z mája 2023 (rýchly odhad).

### Pretrvávajúce diferenciály v mierach inflácie môžu viesť k externej

**nerovnováhe.** Rozdiely v mierach inflácie sú v menovej únii bežné, pokiaľ odrážajú dočasné prispôbovanie sa šokom alebo súvisia s procesmi dobiehania hospodársky rozvinutejších členských štátov. Rozdiely v mierach inflácie v eurozóne ovplyvňuje aj fiškálna politika, a to aj prostredníctvom zmien v oblasti daní a miezd vo verejnom sektore.<sup>2</sup> Ak však tieto rozdiely nie sú krátkodobé alebo neodrážajú

<sup>1</sup> Viac v boxe s názvom [The energy shock, price competitiveness and euro area export performance](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023.

<sup>2</sup> Checherita-Westphal, C., Leiner-Killinger, N. a Schildmann, T.: [Euro area inflation differentials: the role of fiscal policies revisited](#), *Working Paper Series*, No. 2774, ECB, 2023.

konvergenciu cenových hladín, môžu poukazovať na odlišný vývoj nákladov alebo na štrukturálnu neefektívnosť, ako je nominálna a reálna nepružnosť na trhoch tovarov a služieb a trhoch práce. Pretrvávajúce rozdiely v mierach inflácie by mohli viesť k dlhodobjším stratám cenovej konkurencieschopnosti a k zhoršeniu bilancie bežného účtu.<sup>3</sup> Takéto straty konkurencieschopnosti môžu mať veľmi problematické negatívne externality a v konečnom dôsledku môže byť potrebné riešiť ich prostredníctvom štrukturálnych politík.

**Vysoká inflácia sa v mnohých krajinách eurozóny preniesla do zvyšovania jednotkových nákladov práce a jednotkových ziskov.** Zvyšovanie nominálnych jednotkových nákladov práce, definovaných ako kompenzácia zamestnancov na jednotku reálneho HDP, sa vo všeobecnosti považuje za dôležitý hnací faktor pretrvávajúceho rastu základnej domácej inflácie. Hoci vývoj jednotkových nákladov práce bolo v posledných rokoch ťažké interpretovať z dôvodu účtovania programov na zachovanie pracovných miest a sektorového prerozdelenia ovplyvňujúceho ich dynamiku, stále poskytuje užitočné signály na hodnotenie vyššie uvedených rizík divergencie cenovej konkurencieschopnosti krajín eurozóny a nákladových tlakov z trhu práce.<sup>4</sup> Šok v oblasti dodávok energií, ktorý zdvíha infláciu od polovice roka 2021, je sprevádzaný výrazným zvyšovaním jednotkových nákladov práce a rastom jednotkových ziskov. Na jednej strane sa jednotkové náklady práce v eurozóne od konca roka 2019 do konca roka 2022 zvýšili o 8 %, a to v dôsledku výrazného zvýšenia kompenzácií na zamestnanca, zatiaľ čo produktivita stagnovala. Rozdiely medzi jednotlivými krajinami boli významné. Najvýraznejší nárast jednotkových nákladov práce bol zaznamenaný v Pobaltí (až do 28 % v Litve), Luxembursku a na Slovensku. Na druhej strane, rast jednotkových ziskov, definovaný ako hrubý prevádzkový prebytok a zmiešané príjmy vydelené reálnym HDP, prevýšil rast jednotkových nákladov práce. Z účtovného hľadiska a podľa deflátoru HDP tak rast jednotkových ziskov prispel k domácej inflácii viac ako rast jednotkových nákladov práce.<sup>5</sup> Tento rozdiel bol zvlášť veľký v Grécku, Lotyšsku, na Cypre, v Slovinsku, na Malte, v Nemecku a Estónsku (graf B). Z toho vyplýva, že vyššie vstupné náklady vrátane nákladov na dovážanú energiu a iné medziprodukty neboli zmiernené ziskami a nemali negatívny vplyv na jednotkové zisky.<sup>6</sup>

<sup>3</sup> Obstfeld, M. a Rogoff, K.: [The unsustainable US current account position revisited](#), *NBER Working Paper*, No 10869, 2004, a pracovná skupina pre ekonometrické modelovanie Európskeho systému centrálnych bánk: [Competitiveness and external imbalances within the euro area](#), *Occasional Paper Series*, No 139, ECB, 2012.

<sup>4</sup> Giordano, C. a Zollino, F.: [Exploring price and non-price determinants of trade flows in the largest euro-area countries](#), *Working Paper Series*, No 1789, ECB, 2015.

<sup>5</sup> Arce, O., Hahn, E. a Koester, G.: [How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#), *The ECB Blog*, ECB, 30 March 2023.

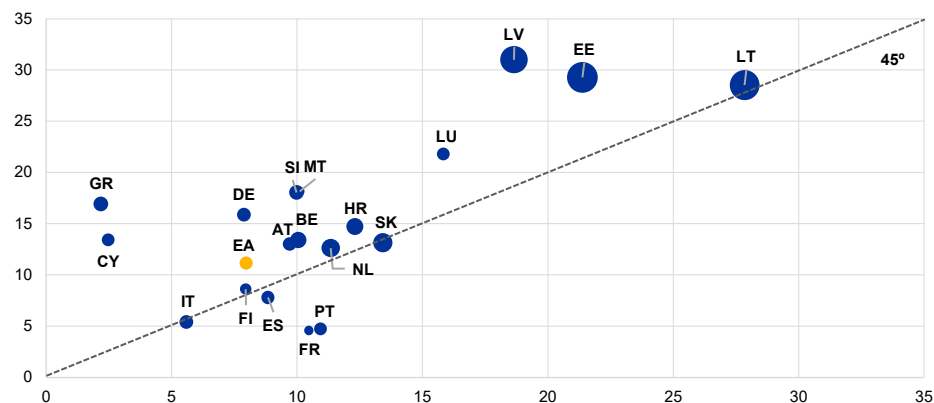
<sup>6</sup> Analýza príspevku ziskov k inflácii v eurozóne je v boxe 3 s názvom Ako jednotkové zisky prispeli k nedávnomu posilneniu domácich cenových tlakov v eurozóne, v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.



## Graf B

### Rast jednotkových ziskov a rast jednotkových nákladov práce

(os x: kumulatívna percentuálna zmena jednotkových nákladov práce v rokoch 2019 – 2022; os y: kumulatívna percentuálna zmena jednotkových ziskov v rokoch 2019 – 2022; veľkosť bublín: priemerná ročná miera zmeny HICP v roku 2022)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Jednotkové náklady práce sa definujú ako kompenzácia na zamestnanca vydelená produktivitou práce. Jednotkové zisky sa definujú ako hrubý prevádzkový prebytok a zmiešané príjmy vydelené reálnym HDP. Údaje za Írsko nie sú zahrnuté.

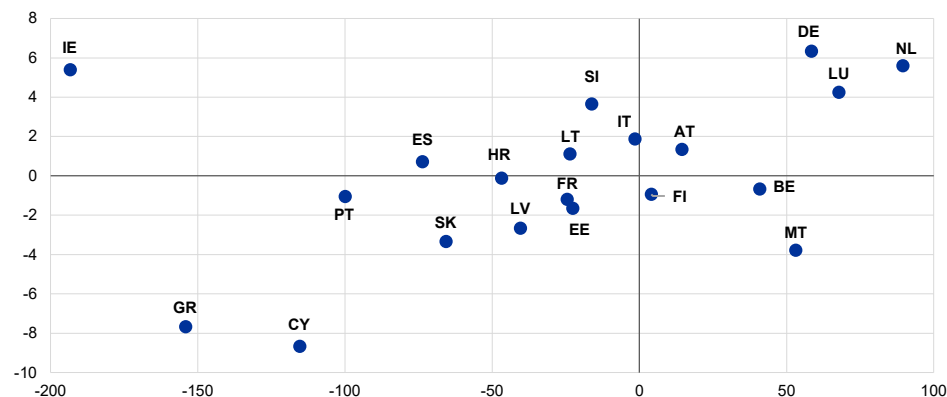
### Vývoj bežného účtu naznačuje malý pokrok pri odstraňovaní nerovnováh.

V rokoch pred pandémiou prebiehal v rámci eurozóny proces obnovovania rovnováhy vo forme výraznej korekcie jednotkových nákladov práce a zlepšovania bilancie bežného účtu v krajinách s pôvodne nízkou konkurencieschopnosťou a veľkými čistými zahraničnými záväzkami. Toto obnovenie rovnováhy bolo len čiastočné z dôvodu veľkej nepružnosti na trhoch práce a trhoch tovarov a služieb, pričom v rokoch 2020 a 2021 ho prerušila pandémia a následne prudký nárast svetových cien energií. Tento vývoj viedol k zhoršeniu bilancie bežného účtu eurozóny z 2,2 % HDP v roku 2019 na -1,0 % HDP v roku 2022. Zasiiahnuté boli krajiny s deficitom aj prebytkom. Na konci roka 2022 boli zahraničné pozície viacerých krajín pod prahovými hodnotami stanovenými na základe ukazovateľov postupu Európskej komisie pri makroekonomickej nerovnováhe (PMN). Cyprus a Grécko zostávajú pod prahovou hodnotou pre čistú medzinárodnú investičnú pozíciu (net international investment position – NIIP) na úrovni -35 % HDP aj pod prahovou hodnotou bežného účtu -4 % HDP. Pokiaľ ide o ostatné krajiny s vysokými zahraničnými záväzkami, bežný účet je výrazne negatívny na Slovensku, mierne negatívny v Portugalsku a mierne pozitívny v Španielsku. Naopak bežné účty krajín, ktoré sú hlavnými čistými veriteľmi, zostali výrazne kladné, hoci v Nemecku došlo k jeho značnému poklesu (graf C).

## Graf C

### Bilancia bežného účtu a NIIP

[os x: NIIP ako percentuálny podiel HDP v poslednom štvrťroku 2019; os y: bilancia bežného účtu ako percentuálny podiel HDP, trojročný priemer (2020 – 2022)]



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

**Harmonizované ukazovatele konkurencieschopnosti (harmonised competitiveness indicator – HCI) založené na deflátoroch HDP identifikujú zhruba rovnaký súbor krajín s najväčšou stratou konkurencieschopnosti od začiatku pandémie.** HCI poskytujú širší ukazovateľ cenovej konkurencieschopnosti, pretože zohľadňujú: i) vývoj výmenného kurzu eura voči hlavným obchodným partnerom krajín eurozóny, ii) relatívny vývoj nákladových ukazovateľov medzi obchodnými partnermi a iii) vývoj obchodných podielov.<sup>7</sup> Zmeny HCI na báze deflátoru HDP od roku 2019 do roku 2022 naznačujú, že Pobaltie a Luxembursko zaznamenali výrazné straty cenovej konkurencieschopnosti v porovnaní so svojimi konkurentmi. Pre Pobaltie by proces dobiehania úrovne príjmov, všeobecne známy ako Balassov-Samuelsonov efekt, nepredstavoval stratu konkurencieschopnosti a môže čiastočne vysvetliť reálne zhodnotenie.<sup>8</sup>

**Celkovo sa zdá, že zmeny cenovej konkurencieschopnosti od vypuknutia pandémie nezhoršili ani nezlepšili externú nerovnováhu.** Najnovšie údaje o HCI (graf D) jasne neukazujú, či bude pokračovať proces obnovovania rovnováhy, ktorý prebiehal pred pandemiou. Veľké čisté pozície zahraničných záväzkov niektorých krajín eurozóny sa od roku 2019 zmenšili vďaka vyššiemu rastu nominálneho HDP. Šesť krajín však v poslednom štvrťroku 2022 prekročilo prahovú hodnotu PMN vo výške 35 % HDP pre čisté zahraničné záväzky.<sup>9</sup> Na zabezpečenie udržateľnej obnovy rovnováhy sú potrebné ďalšie úpravy relatívnych cien. V prípade krajín eurozóny s vysokými čistými zahraničnými záväzkami si to vyžaduje zvýšenie

<sup>7</sup> HCI členských štátov eurozóny sú koncepčne rovnocenné s reálnym efektívnym výmenným kurzom meny. Viac informácií sa nachádza na [internetovej stránke ECB](#). V tomto boxe sa používa ukazovateľ HCI založený na deflátoroch HDP, pretože zahŕňa cenu všetkých domácich tovarov a služieb vrátane vplyvu nákladov na dodatočné vstupy popri práci.

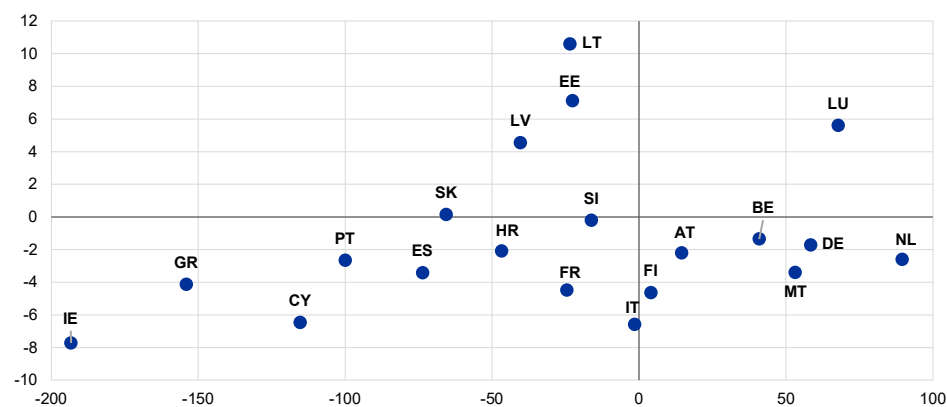
<sup>8</sup> Vplyv Balassovho-Samuelsonovho efektu na ekonomiky eurozóny je bližšie opísaný v práci Diaz del Hoyo, J. L., Dorrucchi, E., Ferdinand Heinz, F. a Muzikarova, S.: [Real convergence in the euro area: a long-term perspective](#), *Occasional Paper Series*, No 203, ECB, 2017.

<sup>9</sup> V Írsku a na Cypre je NIIP výrazne ovplyvnená osobitnými činnosťami nadnárodných podnikov a účelovo vytvorených subjektov bez priamych väzieb na domácu ekonomiku. Vylúčenie týchto činností by viedlo k nižšej čistej pozícii zahraničných záväzkov.

cenovej konkurencieschopnosti prostredníctvom nižšieho rastu jednotkových nákladov práce a/alebo nižšieho rastu jednotkových ziskov.

### Graf D NIIP a HCI

[os x: NIIP ako percentuálny podiel HDP v poslednom štvrťroku 2019; os y: kumulatívna percentuálna zmena HCI (na základe deflátorov HDP) (2019 – 2022)]



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: HCI založené na deflátoroch HDP poskytujú prehľad o cenovej konkurencieschopnosti jednotlivých krajín eurozóny v porovnaní s ich hlavnými konkurentmi na medzinárodných trhoch (20 krajín eurozóny a efektívny výmenný kurz skupiny 41 obchodných partnerov). Vypočítavajú sa na základe vážených priemerov bilaterálnych výmenných kurzov voči menám obchodných partnerov jednotlivých krajín eurozóny a deflujú sa pomocou deflátorov HDP, ktoré sú v niektorých krajinách ovplyvnené činnosťou nadnárodných podnikov (Írsko) alebo účelovo vytvorených subjektov (Cyprus). Kladné hodnoty HCI znamenajú stratu cenovej konkurencieschopnosti; záporné hodnoty HCI znamenajú zvýšenie cenovej konkurencieschopnosti. Viac informácií o HCI sa nachádza na internetovej stránke ECB s [harmonizovanými ukazovateľmi konkurencieschopnosti](#).

© Európska centrálna banka 2023

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

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

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

Uzavierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 14. júna 2023.

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

PDF ISSN 2363-3549, QB-BP-23-010-SK-N