EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTÉM

Ekonomický bulletin

Číslo 6/2020

Obsah

Hospodársky a menový vývoj **2**

Prehľad 2

1 Vonkajšie prostredie 7

2 Finančný vývoj 16

3 Hospodárska aktivita 21

4 Ceny a náklady 28

5 Peňažná zásoba a úvery 34

6 Fiškálny vývoj 42

Boxy **46**

1 Bulharský lev a chorvátska kuna v mechanizme výmenných kurzov (ERM II) 46

2 Vylepšené ukazovatele efektívneho výmenného kurzu ECB 51

3 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 6. mája do 21. júla 2020 56

4 Vplyv rastúcej neistoty na hospodársku aktivitu v eurozóne 62

5 COVID-19 a nárast úspor domácností: preventívne či vynútené dôvody? 66

6 Akú úlohu zohrávajú nepriame dane vo vývoji a výhľade inflácie v eurozóne 71

7 Verejné záruky za úvery a poskytovanie bankových úverov v období pandémie COVID-19 75

8 Vplyv ozdravných opatrení EÚ na rozpočet 82

Hospodársky a menový vývoj

Prehľad

Rada guvernérov sa na svojom menovopolitickom zasadaní 10. septembra 2020 rozhodla ponechať akomodačné nastavenie menovej politiky v nezmenenej podobe. Aktuálne informácie naznačujú výrazné – hoci neúplné – zotavovanie hospodárskej aktivity, ktoré celkovo zodpovedá predchádzajúcim očakávaniam, i keď hladina aktivity zostáva výrazne pod úrovňou pred pandémiou koronavírusu (COVID-19). Napriek ďalšiemu nárastu aktivity vo výrobnom sektore sa jej dynamika v sektore služieb nedávno mierne spomalila. Intenzita oživenia je naďalej spojená so značnou neistotou, pretože stále výrazne závisí od budúceho vývoja pandémie a úspešnosti súvisiacich protiopatrení. Domáci dopyt eurozóny zaznamenal významný nárast z pôvodne nízkej úrovne, aj keď spotrebné výdavky a podnikové investície stále zväzuje zvýšená neistota výhľadu hospodárskeho vývoja. Celková inflácia je tlmená nízkymi cenami energií a slabými cenovými tlakmi v prostredí obmedzeného dopytu a výraznej miery nevyužitých kapacít na trhu práce. Za týchto okolností je na podporu hospodárskeho oživenia a zachovanie strednodobej cenovej stability i naďalej potrebná výrazná miera menovej stimulácie. Rada guvernérov sa preto na svojom zasadaní 10. septembra 2020 rozhodla opäť potvrdiť akomodačné nastavenie svojej menovej politiky.

Hodnotenie hospodárskej a menovej situácie v čase zasadania Rady guvernérov 10. septembra 2020

Hlavným zdrojom neistoty vo vývoji svetového hospodárstva zostáva pandémia koronavírusu. Po prechodnej stabilizácii približne v polovici mája, ktorá viedla k čiastočnému rušeniu opatrení proti šíreniu nákazy, začal počet denne infikovaných v poslednej dobe znova rásť a vyvolávať tak obavy z ďalšej vlny epidémie. Tieto obavy majú negatívny vplyv na spotrebiteľskú dôveru. Aktuálne údaje potvrdzujú, že svetová hospodárska aktivita v druhom štvrťroku prestala klesať a s postupným uvoľňovaním opatrení proti šíreniu nákazy od polovice mája sa začala spamätávať. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2020 má svetový reálny HDP (bez eurozóny) tento rok klesnúť o 3,7 %, v roku 2021 má vzrásť o 6,2 % a v roku 2022 o 3,8 %. Kontrakcia svetového obchodu bude výraznejšia vzhľadom na jeho silnú procyklickosť, najmä v čase hospodárskej recesie, i na osobitú povahu krízy spôsobenej epidémiou koronavírusu, ktorá narúša svetové produkčné reťazce a v dôsledku opatrení proti šíreniu vírusu zvyšuje náklady obchodovania. V dôsledku pretrvávajúcej neistoty, pokiaľ ide o ďalší vývoj pandémie a možnosť trvalých následkov na svetové hospodárstvo, zostávajú riziká ohrozujúce výhľad hospodárskej aktivity vo svete na strane pomalšieho rastu. Ďalšie riziká, ktoré môžu spôsobiť spomalenie rastu, súvisia s výsledkom brexitových rokovaní, rizikom zintenzívnenia obchodného protekcionizmu a dlhodobejšími negatívnymi účinkami na svetové ponukové reťazce.

Hoci sa podmienky financovania v eurozóne od zasadania Rady guvernérov v júni 2020 čiastočne uvoľnili, na úroveň pred vypuknutím pandémie koronavírusu sa ešte nevrátili. Počas sledovaného obdobia (od 4. júna do 9. septembra 2020) sa forwardová krivka jednodňovej eurovej úrokovej sadzby EONIA posunula mierne nadol a napriek jej čiastočnej inverzii v krátkodobej časti spektra nesignalizuje jednoznačné očakávania blížiaceho sa zníženia sadzby. Spready dlhodobých štátnych dlhopisov krajín eurozóny sa počas sledovaného obdobia vďaka kombinácii menovej a rozpočtovej podpory znížili. Ceny rizikových aktív o niečo stúpli, najmä vzhľadom na všeobecne pozitívnejšie vyhliadky krátkodobých výnosov. Na devízových trhoch euro zaznamenalo pomerne výrazné zhodnotenie tak v obchodne váženom vyjadrení, ako aj voči americkému doláru.

Reálny HDP eurozóny sa v druhom štvrťroku 2020 medzištvrťročne znížil o 11,8 %. Najnovšie údaje a výsledky prieskumov naznačujú pokračovanie oživenia hospodárstva eurozóny a zotavenie HDP v treťom štvrťroku, hoci nie na predkrízovú úroveň. S výrazným oživením priemyselnej produkcie a služieb vidieť jednoznačné známky obnovenia spotreby. Aktuálne v porovnaní s výrobným sektorom dochádza k spomaleniu dynamiky v sektore služieb, ktoré je zjavné aj z výsledkov prieskumov za august. Nárast počtu osôb infikovaných koronavírusom počas letných mesiacov sťažuje naplnenie krátkodobého výhľadu. Neskôr pokračovanie trvalého oživenia stále do značnej miery závisí od budúceho vývoja pandémie a úspešnosti opatrení proti jej šíreniu. Zatiaľ čo neistota v otázke vývoja pandémie bude zrejme tlmiť intenzitu oživenia trhu práce, spotreby a investičnej aktivity, hospodárstvo eurozóny by malo byť podporované priaznivými podmienkami financovania, expanzívnou rozpočtovou politikou a rastom svetovej aktivity a dopytu.

Toto hodnotenie sa v zásade odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2020. Podľa projekcií by malo ročné tempo rastu reálneho HDP dosiahnuť -8,0 % v roku 2020, 5,0 % v roku 2021 a 3,2 % v roku 2022. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z júna 2020 bol výhľad rastu reálneho HDP na rok 2020 upravený nahor a na roky 2021 a 2022 zostáva prevažne nezmenený. Vzhľadom na mimoriadne vysokú neistotu spojenú s hospodárskym výhľadom projekcie obsahujú i dva alternatívne scenáre vývoja – mierny a závažný – na základe rôznych predpokladov týkajúcich sa vývoja pandémie.[1] Celková bilancia rizík spojených s výhľadom hospodárskeho rastu eurozóny aj naďalej zostáva na strane pomalšieho rastu. Toto hodnotenie do značnej miery odráža naďalej neisté ekonomické a finančné následky pandémie.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne v auguste klesla z júlových 0,4 % na -0,2 %. *Na základe súčasných cien ropy a cien ropných futures a vzhľadom na dočasné zníženie sadzby DPH v Nemecku je pravdepodobné, že celková inflácia v nasledujúcich mesiacoch zostane záporná, než sa začiatkom roka 2021 znova vráti do kladného pásma.* V krátkodobom horizonte majú navyše cenové tlaky zostať tlmené v dôsledku slabého dopytu, nižších mzdových tlakov a zhodnocovania výmenného kurzu eura, i napriek určitým tlakom

[1] Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – september 2020 zverejnené 10. septembra 2020 na internetovej stránke ECB.

na rast cien spojeným s ponukovými obmedzeniami. V strednodobom horizonte dôjde i vďaka podpore akomodačného nastavenia menovej a rozpočtovej politiky k oživeniu dopytu, ktoré bude vyvíjať tlak na rast inflácie. Trhové ukazovatele dlhodobejších inflačných očakávaní sa vrátili na úroveň spred pandémie, zostávajú však veľmi tlmené, kým ukazovatele odvodené z výsledkov prieskumov sú stále nízke.

Tento záver v zásade vyplýva aj z makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2020, podľa ktorých ročná miera inflácie dosiahne 0,3 % v roku 2020, 1,0 % v roku 2021 a 1,3 % v roku 2022. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z júna 2020 zostáva výhľad vývoja inflácie na rok 2020 nezmenený, na rok 2021 bol upravený nahor a na rok 2022 zostáva nezmenený. Za nezmenenou projekciou inflácie na rok 2022 sa skrýva zvýšenie projekcie inflácie bez energií a potravín – čiastočne vzhľadom na pozitívny vplyv opatrení menovej a rozpočtovej politiky – ktoré však bolo do značnej miery vyvážené revidovaným vývojom cien energií. Očakáva sa, že ročná miera inflácie HICP bez energií a potravín dosiahne 0,8 % v roku 2020, 0,9 % v roku 2021 a 1,1 % v roku 2022.

Pandémia koronavírusu i naďalej podstatne ovplyvňuje dynamiku menového vývoja v eurozóne. Miera rastu menového agregátu M3 v júli 2020 vzrástla z júnových 9,2 % na 10,2 %. Výrazný rast peňažnej zásoby je dôsledkom domácej tvorby úverov, pokračujúceho nákupu aktív zo strany Eurosystému a preventívneho konania, ktoré vedie k zvýšenému záujmu o likviditu v rámci sektora držiteľov peňazí. K rastu peňažnej zásoby M3 naďalej najviac prispieva menový agregát M1, ktorý zahŕňa najlikvidnejšie formy peňazí. Vplyv koronavírusu na hospodársku aktivitu naďalej ovplyvňuje aj vývoj úverov poskytovaných súkromnému sektoru. Ročná miera rastu úverov nefinančným spoločnostiam v júli zostala celkovo stabilná na úrovni 7,0 % (po 7,1 % v júni). Ich rýchly rast svedčí o zvýšenej potrebe financovania priebežných výdavkov a prevádzkového kapitálu podnikov a ďalšieho navyšovania likviditných rezerv, aj keď vďaka oživeniu hospodárskej aktivity opäť evidujú určitý nárast príjmov. Ročná miera rastu úverov domácnostiam v júli tiež zostala stabilná na úrovni 3,0 %. Opatrenia Rady guvernérov spolu s opatreniami, ktoré prijali vlády jednotlivých krajín a európske inštitúcie, budú aj naďalej podporovať prístup k financovaniu, i pre subjekty najviac postihnuté dôsledkami pandémie.

Pandémia koronavírusu má naďalej mimoriadne veľký dosah na verejné financie v eurozóne. Rozpočtové náklady opatrení proti šíreniu nákazy sú značné pre všetky krajiny eurozóny, aj keď ich rozsah a reakčná kapacita sa líšia. V dôsledku hospodárskeho útlmu a výraznej rozpočtovej podpory projekcie počítajú s podstatným nárastom deficitu rozpočtu verejnej správy v eurozóne – z 0,6 % HDP v roku 2019 na 8,8 % v roku 2020. Pomer deficitu má klesnúť na 4,9 % v roku 2021 a 3,6 % v roku 2022. Rozsiahle rozpočtové opatrenia v roku 2020 vyvolávajú zodpovedajúce zhoršenie cyklicky upraveného primárneho salda, spolu s negatívnym cyklickým komponentom v dôsledku zhoršenia makroekonomickej situácie. Hlavným faktorom neskoršieho zlepšenia má byť postupné odvolávanie núdzových opatrení a priaznivejšia cyklická situácia. Ambiciózne a koordinované nastavenie rozpočtovej politiky hrá vzhľadom na prudkú kontrakciu hospodárstva eurozóny naďalej zásadnú úlohu, hoci prijaté opatrenia by mali byť cielené a dočasné. V tomto smere sú

jednoznačne vítané tri záchranné siete v objeme 540 mld. € schválené Európskou radou i balík opatrení Európskej komisie Next Generation EU v objeme 750 mld. €, ktoré môžu výrazne prispieť k oživeniu regiónov a sektorov najviac postihnutých pandémiou.

Súbor opatrení menovej politiky

Porovnanie výsledkov ekonomickej analýzy so signálmi vyplývajúcimi z menovej analýzy potvrdilo, že jednoznačný vývoj inflácie smerom k úrovni nižšej, ale blízkej 2 % v strednodobom horizonte si vyžaduje výraznú mieru menovej akomodácie. Rada guvernérov za týchto okolností 10. septembra 2020 potvrdila pokračovanie zavedeného súboru akomodačných opatrení menovej politiky.

1. Rada guvernérov sa rozhodla ponechať kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Na súčasnej alebo nižšej úrovni majú podľa očakávaní zostať, až kým sa výhľad vývoja inflácie počas horizontu projekcií nebude výrazne približovať k úrovni dostatočnej blízkej, ale nižšej ako 2 %, a kým sa tento vývoj inflácie nebude konzistentne odrážať v dynamike základnej inflácie.

2. Rada guvernérov sa rozhodla pokračovať v uskutočňovaní nákupov v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP), ktorého celkový rámec predstavuje 1 350 mld. €. Tieto nákupy prispievajú k uvoľneniu celkového nastavenia menovej politiky, čím pomáhajú kompenzovať tlmiaci vplyv pandémie na projektovaný vývoj inflácie. Nákup aktív bude aj naďalej prebiehať flexibilne z hľadiska času, jednotlivých tried aktív i jurisdikcií. To Rade guvernérov umožňuje účinne tlmiť riziká ohrozujúce plynulú transmisiu menovej politiky. Čistý nákup aktív v rámci programu PEPP bude prebiehať minimálne do konca júna 2021, v každom prípade však dovtedy, kým podľa Rady guvernérov nepominie fáza krízy spôsobenej koronavírusom. Okrem toho, istina zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu PEPP sa bude reinvestovať minimálne do konca roka 2022. Redukcia portfólia PEPP v budúcnosti bude v každom prípade prebiehať riadeným spôsobom, aby nenarušila primerané nastavenie menovej politiky.

3. Čistý nákup aktív v rámci programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP) bude pokračovať mesačným tempom 20 mld. €, spolu s nákupom aktív v rámci dočasného dodatočného rámca vo výške 120 mld. € do konca roka. Rada guvernérov naďalej očakáva, že mesačný čistý nákup aktív v rámci programu APP bude prebiehať dovtedy, kým to bude potrebné na posilnenie akomodačného vplyvu menovopolitických sadzieb ECB, a že sa skončí krátko predtým, ako Rada guvernérov začne zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB. Rada guvernérov má tiež v úmysle pokračovať v reinvestovaní plnej výšky istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív ešte po dlhšiu dobu od chvíle, keď začne zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB, v každom prípade však dovtedy, kým to bude potrebné na zachovanie priaznivého stavu likvidity a výraznej miery menovej akomodácie.

4. V neposlednom rade bude Rada guvernérov naďalej poskytovať dostatok likvidity prostredníctvom svojich refinančných operácií. Predovšetkým v rámci poslednej operácie tretej série cielených dlhodobejších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operation – TLTRO III) bola zaznamenaná veľmi vysoká miera čerpania prostriedkov, čo prispelo k poskytovaniu bankových úverov podnikom a domácnostiam.

Opatrenia menovej politiky, ktoré Rada guvernérov prijala od začiatku marca, poskytujú zásadnú podporu potrebnú na oživenie hospodárstva eurozóny a zachovanie strednodobej cenovej stability. Podporujú predovšetkým stav likvidity a podmienky financovania v hospodárstve, pomáhajú zachovávať tok úverov domácnostiam a podnikom a prispievajú k udržaniu priaznivých podmienok financovania pre všetky sektory a jurisdikcie. V súčasnom prostredí zvýšenej neistoty bude Rada guvernérov zároveň pozorne vyhodnocovať nové informácie vrátane kurzového vývoja a ich vplyv na strednodobý výhľad inflácie. Rada guvernérov je naďalej pripravená podľa potreby upraviť všetky svoje nástroje, aby zabezpečila trvalý vývoj inflácie smerom k svojmu inflačnému cieľu, v súlade so svojou snahou o symetriu.

1 Vonkajšie prostredie

Pandémia koronavírusu (COVID-19) zostáva hlavným zdrojom neistoty dopadajúcej na globálnu ekonomiku. Približne v polovici mája sa počet nových prípadov koronavírusu prechodne stabilizoval, čo viedlo k postupnému uvoľňovaniu opatrení proti šíreniu nákazy. Denné počty nových prípadov sa však neskôr začali opäť zvyšovať, a to najmä v Spojených štátoch, ale aj v Brazílii a iných rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách, až do začiatku augusta, keď sa počet nových ochorení globálne stabilizoval. Miera nákazy však zostáva vysoká a stále stúpajúci počet nových prípadov v Európe a v niektorých ďalších regiónoch tak viedol k obave z opätovného šírenia koronavírusu. Toto znepokojenie negatívne vplývalo na spotrebiteľskú dôveru. Prichádzajúce údaje potvrdzujú, že globálna hospodárska aktivita sa v druhom štvrťroku odrazila odo dna a od polovice mája začala s postupným zmierňovaním opatrení proti šíreniu nákazy stúpať. Makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2020 predpokladajú, že reálny HDP sveta (bez eurozóny) tento rok klesne o 3,7 % a v rokoch 2021 a 2022 sa zvýši o 6,2 % a 3,8 %. Kontrakcia svetového obchodu bude väčšia ako pokles reálneho HDP vzhľadom na jeho výraznejší procyklický charakter (prejavujúci sa najmä počas hospodárskeho poklesu) a vzhľadom na osobitnú povahu koronakrízy, ktorá viedla k výpadkom v globálnych produkčných reťazcoch a k nárastu obchodných nákladov v dôsledku prijatých opatrení proti šíreniu nákazy. Riziká globálneho výhľadu zostávajú zvýšené, keďže neistota súvisiaca s ďalším vývojom pandémie pretrváva, čo môže v globálnej ekonomike zanechať trvalé stopy. Ďalšie riziká sa spájajú s výsledkom rokovaní o brexite, možným nárastom obchodného protekcionizmu a s tým spojeným dlhodobejším negatívnym vplyvom na globálne ponukové reťazce.

Globálna hospodárska aktivita a obchod

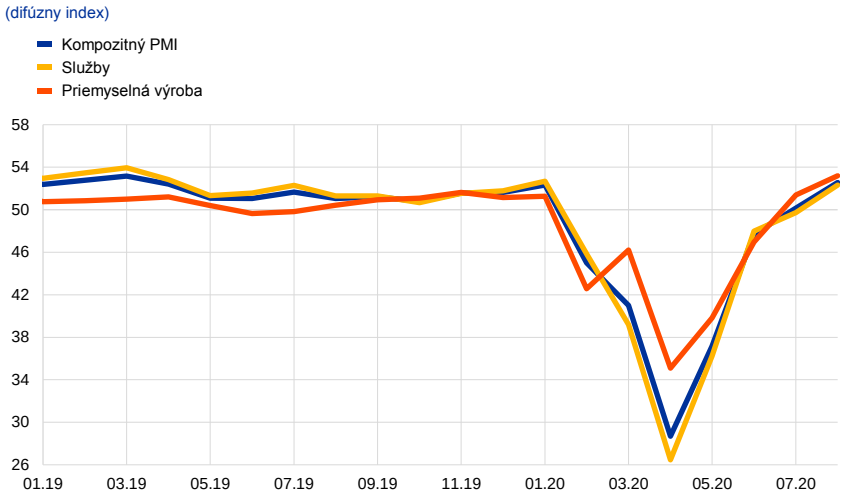
Globálna ekonomika sa v dôsledku pandémie COVID-19 dostala v prvom polroku 2020 do hlbokej synchronizovanej recesie. Šírenie vírusu a opatrenia prijaté na zmiernenie jeho šírenia doľahli na hospodársku aktivitu a viedli k bezprecedentnému a synchronizovanému poklesu v globálnej produkcii, ktorá sa v apríli 2020 prepadla na dno. Neistota na celom svete stúpla na úrovne naposledy zaznamenané v čase globálnej finančnej krízy. Prichádzajúce údaje z národných účtov za druhý štvrťrok potvrdzujú výraznú kontrakciu hospodárskej aktivity. Pokles v globálnom obchode bol ešte väčší, hoci menej prudký, ako sa očakávalo v júnových makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému. To naznačuje, že elasticita globálneho obchodu je menšia, než sa predpokladalo. Čína bola schopná začať zmierňovať opatrenia proti šíreniu nákazy ku koncu marca a opätovne dosiahnuť kladné hodnoty rastu už v druhom štvrťroku.

Údaje z prieskumov potvrdzujú, že so zmierňovaním šírenia ochorenia COVID-19 a opatrení proti jeho šíreniu sa začala oživovať aj globálna ekonomika. Očakáva sa, že po zmiernení obmedzení a postupnej normalizácii produkcie sa začne z nízkych úrovní z druhého štvrťroka zotavovať aj hospodárska aktivita a obchod. Globálne kompozitné indexy nákupných manažérov pre výrobu (PMI) (okrem eurozóny) sa od apríla, keď dosiahli dno, začali stabilne zlepšovať

(graf 1). Po nepretržitom štvormesačnom raste tento index (bez eurozóny) v auguste dosiahol úroveň 52,6, kým v apríli klesol na 28,6 a v júli sa pohyboval na úrovni 50. K tomuto oživeniu došlo naprieč výrobným sektorom aj sektorom služieb, v jednotlivých krajinách však prebiehal nerovnomerne. Spomedzi vyspelých ekonomík kompozitný PMI pre výrobu postupne rástol v Spojených štátoch a Spojenom kráľovstve, kým v Japonsku zostal v pásme kontrakcie. Pokiaľ ide o rozvíjajúce sa trhové ekonomiky, tento index sa ďalej zvyšoval v Číne, Rusku a Brazílii, naopak v Indii sa stále spomaľoval.

Graf 1

Globálny kompozitný PMI pre výrobu a vedľajšie indexy (bez eurozóny)



Zdroj: Markit a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2020.

Globálne podmienky financovania sa v posledných mesiacoch výrazne zlepšili. Oživovanie na finančných trhoch, ktoré začalo ku koncu marca vo všetkých významných vyspelých ekonomikách aj v niektorých rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách, pokračovalo nezmeneným tempom aj v lete. Akciové trhy v Spojených štátoch dosiahli nové rekordné úrovne a v Číne mnohoročné maximá, pričom sa všade rýchlo vykompenzovala značná časť strát. Iné rizikové segmenty trhu vrátane podnikových dlhopisov taktiež ťažili z optimistickej nálady na trhu. Vzhľadom na takmer nezmenené výnosy z bezrizikových štátnych dlhopisov, ktoré dosiahli historicky nízke úrovne alebo sa im približovali, boli ukazovatele podmienok financovania vo vyspelých ekonomikách na rekordne vysokých úrovniach a v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách rekordy atakovali. Pokračujúce oživovanie rizikových aktív bolo dôsledkom radu prekvapivo priaznivých makroekonomických údajov a ďalšieho zvyšovania rizikového apetítu, v ktorom sa čiastočne odrážal narastajúci optimizmus súvisiaci so skorým dodaním vakcíny. Finančné trhy však zostali ostražité, keďže na výhľad nepriaznivo pôsobí neistý vývoj pandémie. Volatilita vo veľkej miere prekračuje historický priemer a citlivosť vnímania rizika na trhoch zostáva značná.

Globálny reálny HDP (bez eurozóny) v tomto roku klesne o 3,7 %. Podľa septembrových makroekonomických projekcií odborníkov ECB by sa globálny rast

reálneho HDP (bez eurozóny) mal dostať do kladného pásma v druhom polroku 2020, ako sa opatrenia proti šíreniu nákazy postupne uvoľňujú. Oživenie je však obmedzené, pretože sa predpokladá, že neistota súvisiaca s vývojom pandémie bude mať vplyv na nálady firiem a spotrebiteľov, niektoré formy sociálnych dištančných opatrení zostanú v platnosti a účinné medicínske riešenie bude dostupné až v polovici roka 2021. Základný scenár sa zhoduje s predpokladom, že v niektorých krajinách sa bude nákaza ďalej rozširovať a situácia v nových ohniskách sa bude riešiť pomocou cielených opatrení proti jej šíreniu, ktoré by mali hospodársku aktivitu ohrozovať menej ako predtým.

Pre pretrvávajúcu neistotu v súvislosti s vývojom pandémie nedôjde do konca horizontu projekcie k úplnému ekonomickému oživeniu. Koronakríza predstavuje pre globálnu ekonomiku trojitý šok.[2] Na rozdiel od predchádzajúcich kríz obzvlášť ťažko zasiahla súkromnú spotrebu, a to v prvom polroku 2020. Hoci nepriaznivý vplyv obmedzení proti šíreniu nákazy pravdepodobne postupne odznie a globálna produkcia sa oživí, pretrvávajúca neistota, pokiaľ ide o zdravie a hospodársky výhľad, bude naďalej nepriaznivo pôsobiť na spotrebu a tým brzdiť výraznejšie oživenie hospodárskej aktivity. Predpoklad úrovne hospodárskej aktivity sa v porovnaní s júnovými makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému v zásade nezmenil a počas celého horizontu projekcie zostáva pod základným scenárom projekcií stanoveným pred vypuknutím pandémie. Svetový rast reálneho HDP (bez eurozóny) sa teda predpokladá na úrovni 6,2 % v roku 2021 a 3,8 % v roku 2022.

V Spojených štátoch dochádza v treťom štvrťroku k oživovaniu hospodárskej aktivity, ku ktorému prispievajú opatrenia na podporu príjmov. Podľa druhého odhadu bola kontrakcia anualizovaného reálneho HDP v druhom štvrťroku na úrovni -31,7 % (medzištvrťročne -9,1 %). Táto kontrakcia bola o čosi menšia ako sa uvádzalo v predstihovom odhade (-9,5 % medzištvrťročne), pretože sa zohľadnila úprava investícií do súkromných zásob a výdavkov súkromnej spotreby smerom nahor. Najnovšie údaje o vývoji v Spojených štátoch sú od začiatku júla celkom pozitívne. Maloobchodný predaj tovarov a služieb po výraznom raste v máji a júni zaznamenal v júli nárast len o 1,2 %, stále však prevyšoval úrovne pred pandémiou. Celkové výdavky osobnej spotreby zostávajú výrazne pod predpandemickou úrovňou, keďže spotreba v oblasti iných služieb klesá. Spotrebu domácností podporilo zvýšenie dávok v nezamestnanosti a jednorazový priamy príspevok k príjmom. Tieto platby boli ukončené v auguste, čo viedlo k výraznému poklesu príjmov a mohlo by ďalej znižovať spotrebu. Opatrenia na obmedzenie pohybu boli uvoľnené približne v máji a ľudia sa začali vracať do práce. Tým sa o viac ako polovicu znížila dočasná nezamestnanosť vykázaná v apríli. Tvorba pracovných miest sa však v júli v porovnaní s májom a júnom spomalila a miera nezamestnanosti zostáva stále na historicky vysokej úrovni. Ročná miera celkovej inflácie indexu spotrebiteľských cien (CPI) stúpla v júli na 1,0 % z júnových 0,6 %. Jadrová inflácia sa v júli prudko zvýšila na 1,6 % oproti 1,2 % zaznamenaným v júni. Tento nárast bol spôsobený zvýšením nákladov na bývanie a cien zdravotníckych služieb. Rôzne ukazovatele očakávanej

[2] Prvotný ponukový šok, ktorý vyvolalo zavedenie opatrení na obmedzenie pohybu takmer na celom svete, zároveň sprevádzal dopytový šok spôsobený hlavne nárastom nezamestnanosti. Po tom, ako sa svetová ekonomika náhle zastavila, nasledoval šok z neistoty, pričom zatiaľ celkom nepoznáme následky tohto vývoja.

inflácie sa v súčasnosti zvyšujú a opäť sa približujú dlhodobým priemerom. Výhľad inflácie však zostáva značne tlmený, keďže ekonomika pracuje pod svojím potenciálom.

Čínska ekonomika sa rýchlo oživuje, maloobchodný predaj však zostáva nevýrazný. HDP Číny v druhom štvrťroku stúpol medzištvrťročne o 11,5 % a dostal sa opäť nad úroveň z konca roka 2019. K rastu v najväčšej miere prispeli investície a čistý vývoz, naopak spotreba ho stále spomaľuje. Prichádzajúce údaje naznačujú obnovenie čínskej ekonomiky na predpandemické úrovne, maloobchodný predaj však zostal nevýrazný. Zatiaľ čo priemyselná produkcia značne narástla (v júli medziročne o 4,9 %), maloobchodný predaj naďalej klesal (v júli medziročne o 2,6 %) pravdepodobne pre očakávanú nevýraznú zamestnanosť. Hospodársku aktivitu podporuje fiškálna politika prostredníctvom opatrení v oblasti poistenia v nezamestnanosti, vyšších investícií a daňových úľav, ktoré sú zamerané na stabilizovanie zamestnanosti a hospodárskeho rastu. Podpora prichádza aj v menovej oblasti, no vzhľadom na ekonomické oživovanie si orgány uvedomujú, že ďalší rast úverov by mohol predstavovať riziko ohrozujúce finančnú stabilitu.

V Japonsku sa hospodárska aktivita v treťom štvrťroku oživuje, ale súkromná spotreba zostáva oslabená. Podľa druhého odhadu reálny HDP v druhom štvrťroku medzištvrťročne klesol o 7,9 % a oproti prvému odhadu (medzištvrťročne -7,8 %) sa upravil mierne nadol. Celoštátny výnimočný stav vyhlásený v apríli a máji viedol k útlmu v hospodárskej aktivite a dvojcifernému prepadu v súkromnej spotrebe služieb a vo vývoze, ktorého podiel na znížení aktivity bol najväčší. V súkromnej spotrebe sa prejavili opatrenia na obmedzenie pohybu, zatiaľ čo vývoz odrážal prepad zahraničného dopytu. Oživenie zahraničného dopytu prispelo k značnému zvýšeniu priemyselnej výroby v júli. Tempo hospodárskeho oživenia však zostáva pomalé, ako to naznačuje kompozitný PMI pre výrobu. Hoci bez prerušenia rástol štyri mesiace po sebe a v auguste dosiahol úroveň 45,2, zostáva stále v pásme kontrakcie (pod hranicou 50). Súkromná spotreba služieb zostáva nízka. Index spotrebiteľskej aktivity zverejňovaný Bank of Japan naznačuje, že spotreba tovarov dlhodobej a krátkodobej spotreby v júni stúpla (čo poukazuje na nahromadený odložený dopyt, ktorý v prvom mesiaci po obmedzeniach pohybu zohral významnú úlohu), no v júli opäť klesla. Spotreba služieb, ktorá predstavuje 51 % spotreby domácností, zostala v júni takmer 20 % pod úrovňou z prvého štvrťroka. Hoci zvýšená návštevnosť reštaurácií, obchodných centier a zábavných parkov môže naznačovať postupné oživovanie, spotreba služieb zostala v júli v porovnaní s júnom takmer nezmenená. Spolu so signálmi zdržanlivej spotrebiteľskej nálady v auguste to poukazuje na veľmi pomalé oživovanie spotreby, čo čiastočne súvisí aj s rozširovaním nových prípadov nákazy počas júla a augusta.

V Spojenom kráľovstve sa po nevídanom poklese v druhom štvrťroku prejavuje len veľmi mierne a neúplné oživovanie hospodárskej aktivity. Reálny HDP sa v druhom štvrťroku medzištvrťročne znížil o 20,4 %, pričom odrážal kontrakciu vo všetkých výdavkových komponentoch a hlavne v položke domáceho dopytu. Dvojciferný pokles v súkromnej spotrebe sa prejavil v prudkom zvýšení miery úspor. Podnikateľské investície sa v druhom štvrťroku v prostredí obrovskej neistoty znížili takmer o tretinu. Hoci kompozitný PMI pre výrobu naznačuje obnovenie aktivity

v treťom štvrťroku, výhľad sa zdá byť neistý, keďže rozšírené údaje z prieskumov poukazujú na pokračujúcu slabú podnikateľskú dôveru a rastúce obavy o zamestnanosť a budúci ekonomický vývoj. Štátna podpora pre značne využívaný systém povinnej dovolenky bola predĺžená od 1. augusta až do októbra. Objem pomoci je však menší a následne sa plánuje jej ukončenie. Inflácia spotrebiteľských cien stúpla v júli o 0,4 percentuálneho bodu na 1,0 % a jadrová inflácia po rovnakom náraste dosiahla 1,4 %. Rast cien sa zaznamenal vo všetkých položkách a čiastočne súvisel s dodatočnými nákladmi na „zamedzenie šírenia ochorenia COVID“, ako to vykázal Národný štatistický úrad (teda rozsiahle náklady firiem v súkromnom sektore vyplývajúce zo sociálnych dištančných opatrení).

V krajinách strednej a východnej Európy sa očakáva postupné oživovanie hospodárskej aktivity v dôsledku rušenia opatrení proti šíreniu nákazy. Reálny HDP sa v týchto krajinách v prvom polroku významne znížil pre opatrenia, ktoré krajiny prijali na zamedzenie šírenia ochorenia COVID-19. Po postupnom uvoľnení týchto opatrení a normalizácii výroby sa v treťom štvrťroku očakáva obnovenie a postupný rast aktivity, ku ktorej prispejú rozsiahle fiškálne a menové opatrenia. Očakáva sa však, že aktivita zostane až do konca roka 2021 pod úrovňami spred roka 2019.

Výhľad hospodárskej aktivity veľkých vývozcov komodít zostáva neistý vzhľadom na vysoký počet prípadov nákazy. Reálny HDP Ruska bol v druhom štvrťroku zasiahnutý pandémiou COVID-19 a obmedzeniami prijatými na zamedzenie šírenia infekcie v krajine, ktoré utlmili súkromnú spotrebu a investície, v kombinácii s výkyvmi na globálnom trhu s ropou, ktoré oslabovali energetický sektor. Vzhľadom na uvedenú situáciu sa postupne zväčšovala fiškálna a menová podpora. Očakáva sa, že ekonomická aktivita sa začne oživovať v treťom štvrťroku, výhľad sa však spája so značnou neistotou. Počet nových prípadov ochorenia COVID-19 je stále vysoký a investičné vyhliadky sú nepriaznivé vzhľadom na obmedzenie produkcie ropy v krajinách OPEC+ a nižšie ceny komodít. Pokles reálneho HDP v Brazílii (medzištvrťročne -9,7 %) v druhom štvrťroku bol zaznamenaný vo všetkých položkách okrem vývozu tovarov a služieb, ktorý naopak medzištvrťročne stúpol približne o 1,8 %. Koronakríza prepukla práve v čase, keď sa ekonomický sentiment začal zlepšovať po perióde tlmeného rastu. Pretože Brazília patrí medzi krajiny najviac zasiahnuté pandémiou, hospodárske oživenie bude v druhom polroku zrejme veľmi nevýrazné. Vzhľadom na obmedzené rozpočtové možnosti bola fiškálna pomoc len malá a podľa očakávaní sa bude poskytovať iba do októbra. Podpora prišla aj v rámci menovej politiky a úrokové sadzby dosiahli historické minimum na úrovni 2 %.

Pandémia nemala na hospodársku aktivitu v Turecku v prvom štvrťroku 2020 takmer žiadny vplyv, v druhom štvrťroku sa však aktivita spomalila. Hospodárska aktivita zostala silná až do konca marca, keď sa do krajiny rozšírilo ochorenie COVID-19. Rast reálneho HDP sa v druhom štvrťroku medzištvrťročne znížil o 11 %. Hlavnou príčinou bol vývoj v sektore služieb a v menšej miere aj v priemyselnej aktivite. Po tom, ako sa v polovici mája začali postupne uvoľňovať opatrenia proti šíreniu nákazy, ekonomika sa začala najmä vďaka výrobnému sektoru čiastočne oživovať. Pretože vývoj v sektore služieb zostáva tlmený hlavne pre slabý cestovný ruch, tento sektor bude v treťom štvrťroku brzdiť hospodársky rast. Orgány v dôsledku krízy zintenzívnili fiškálne a menové stimuly zamerané na stabilizáciu

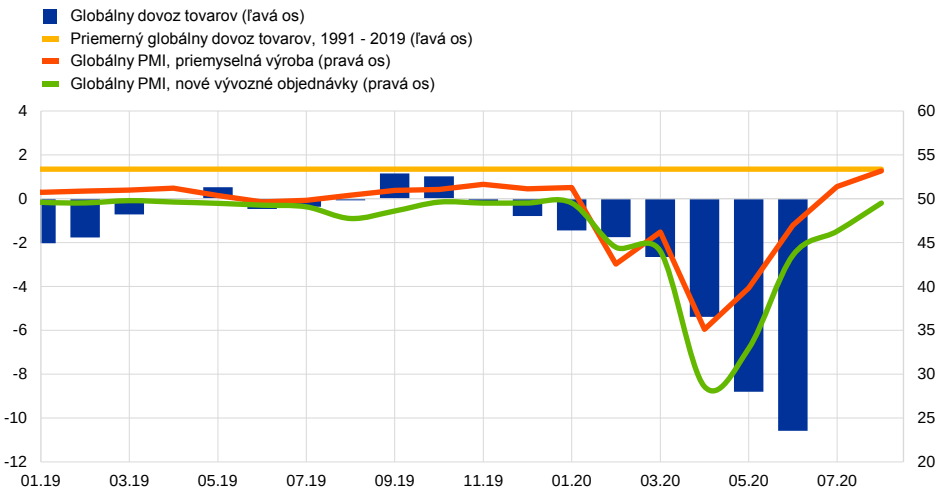
ekonomiky, avšak na krátkodobý výhľad naďalej nepriaznivo vplýva nevýrazný zahraničný dopyt. Zároveň sa zintenzívnil tlak na tureckú líru, k čomu prispeli obavy z poklesu zahraničných devízových rezerv a pochybnosti o schopnosti štátnych orgánov udržať menu.

Očakáva sa dvojciferná kontrakcia globálneho obchodu v roku 2020. Prudký pokles celosvetového dovozu (bez eurozóny) v roku 2020 odráža jednak výrazne procyklický charakter obchodu prejavujúci sa najmä počas hospodárskeho poklesu, jednak osobitnú povahu koronakrízy. Pokles globálneho dopytu spolu s výpadkami v globálnych výrobných reťazcoch a zvýšené obchodné náklady v dôsledku opatrení proti šíreniu ochorenia COVID-19 sa nepriaznivo odrazili v globálnom obchode. Svetový dovoz tovarov (bez eurozóny) sa v druhom štvrťroku medzištvrťročne znížil o 10,5 %. Pokles sa v máji do istej miery spomalil a v júni dovoz tovarov výraznejšie stúpol (medzimesačne +6,3 %). Údaje z prieskumov poukazujú tiež na oživenie obchodu po tom, ako index PMI pre nové vývozné objednávky vo výrobe nepretržite štyri mesiace rástol a v auguste dosiahol hodnotu 49,5, oproti júnovým 46,1 a aprílovému minimu na úrovni 27 (graf 2). Hoci sa očakáva opätovné zvýšenie globálneho obchodu v nadväznosti na postupné uvoľňovanie opatrení proti šíreniu nákazy, niektoré obavy sa môžu naplniť. V krátkodobom horizonte môže v dôsledku zachovania niektorých vybraných cestovných obmedzení, minimálne kým sa nenájde medicínske riešenie, dôjsť k ďalšiemu poklesu obchodu pre narastajúce obchodné náklady. Vzhľadom na to, že pandémia COVID-19 poukázala na závislosti niektorých krajín od externých dodávateľov, môže dôjsť k prijatiu nových politík. Tieto politiky by mohli byť zamerané na diverzifikovanie globálnych dodávateľov (aby sa predišlo závislosti od jediného dodávateľa) alebo na obnovenie výroby, čo negatívne ovplyvní komplexné globálne hodnotové reťazce. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2020 sa predpokladá kontrakcia svetového obchodu o 11,2 % v roku 2020 a jeho expanzia o 6,8 % a 4 % v rokoch 2021 a 2022. Zahraničný dopyt eurozóny by mal v roku 2020 klesnúť o 12,5 %, naopak v rokoch 2021 a 2022 vzrásť o 6,9 % a 3,7 %.

Graf 2

Svetový obchod s tovarom a prieskumy (bez eurozóny)

(ľavá os: medzištvrťročná percentuálna zmena; pravá os: difúzny index)



Zdroj: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje o indexoch PMI sú z augusta 2020 a o globálnom dovoze tovarov z júna 2020. Indexy a údaje odkazujú na globálne agregované dáta bez eurozóny.

Neistota súvisiaca s budúcim vývojom pandémie bude aj naďalej ovplyvňovať globálny hospodársky výhľad. Obava z možného opätovného zosilnenia pandémie a zavedenia prísnejších opatrení proti šíreniu nákazy nepriaznivo dolieha na rozhodnutia firiem v oblasti investícií a zamestnávania. To následne ovplyvňuje spotrebiteľskú dôveru a vedie k veľmi slabému oživeniu spotreby. Čím dlhšie bude táto situácia trvať, tým horšie a dlhodobejšie následky to môže mať na hospodárstvo. Na ilustrovanie viacerých možných scenárov vplyvu pandémie COVID-19 na globálnu ekonomiku bol základný scenár makroekonomických projekcií odborníkov ECB v septembri doplnený o dva alternatívne scenáre[3] – mierny a závažný scenár. Tieto dva scenáre možno vnímať ako názornú ukážku vývoja okolo základnej projekcie. Stále pretrvávajú riziká súvisiace s pandémiou, ako aj riziká spojené s brexitovými rokovaniami a možným nárastom obchodného protekcionizmu. Posledné dva druhy rizík však tiež, do istej miery, závisia od budúceho vývoja pandémie COVID-19 a prijatých politických opatrení.

Vývoj globálnych cien

Ceny ropy sa zvýšili vďaka obnoveniu hospodárskej aktivity a znižujúcim sa zásobám tejto komodity, ktoré klesali v dôsledku obmedzenia produkcie po dohode prijatej na začiatku mája. Ceny za barel ropy Brent sa po aprílovom prepade pod 20 USD zvýšili k dátumu uzávierky septembrových Makroekonomických projekcií odborníkov ECB približne na 45 USD. Súčasný pokles nominálneho efektívneho výmenného kurzu amerického dolára naznačuje, že rast cien ropy v domácej mene bol vo viacerých ekonomikách menej výrazný. Toto čiastočné

[3] Ďalšie podrobnosti sú v boxe s názvom Alternatívne scenáre hospodárskeho výhľadu eurozóny v Makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2020.

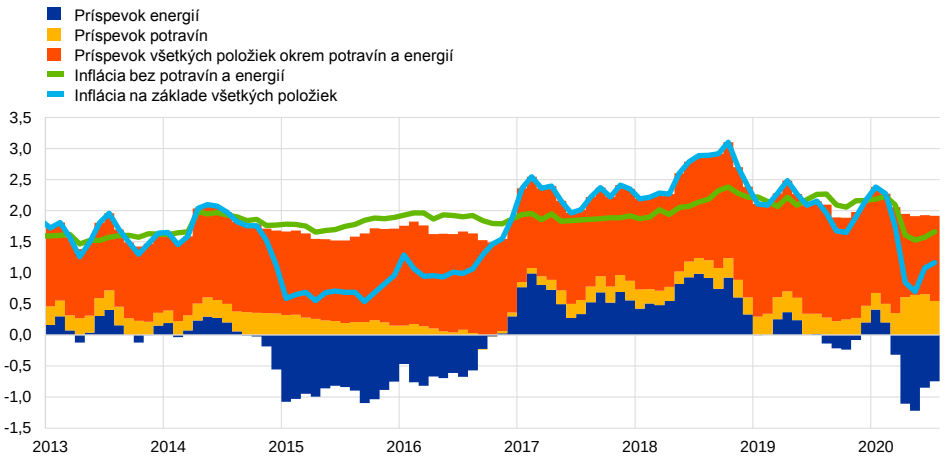
zvýšenie cien zrejme vyvolal dopyt po rope, ktorý bol vyšší, ako sa očakávalo, a podporilo ho uvoľnenie opatrení na obmedzenie pohybu. Celkovo sa však predpokladá, že dopyt po rope zostane počas rokov 2020 a 2021 nevýrazný a pod úrovňami z roka 2019. Pokiaľ ide o ponuku, na začiatku mája sa združenie OPEC+ dohodlo na znížení produkcie ropy o takmer desaťtisíc barelov denne, čo spolu s uzavretím mnohých prevádzok v Spojených štátoch a Kanade podporilo rast cien ropy. Toto oživenie sa spomalilo v auguste, po tom ako sa skončilo dobrovoľné obmedzenie produkcie v Saudskej Arábii a globálny dopyt po rope stagnoval. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z júna 2020 sa predpoklad cien ropy v septembrových projekciách odborníkov ECB upravil smerom nahor o 18,8 % na rok 2020, o 27,8 % na rok 2021 a o 20,8 % na rok 2022. Odo dňa uzávierky údajov pre septembrové projekcie sa cena ropy znížila a ropa Brent bola 9. septembra na úrovni okolo 40 USD za barel. Pokiaľ ide o budúci vývoj, hoci krivka ropných futures mierne rastie, predpokladá sa, že ceny ropy budú naďalej volatilné. Tento predpoklad odráža skutočnosť, že hospodársky výhľad zostáva veľmi neistý a využitie skladových kapacít je výnimočne veľké.

Globálna inflácia zostáva tlmená, hoci nedávno sa negatívny vplyv cien energií zmiernil. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien v krajinách OECD sa postupne zvyšovala z májových 0,7 % na 1,2 % v júli (graf 3). Tlak ročnej miery inflácie cien energií na znižovanie inflácie sa v posledných mesiacoch oslabil. Ceny energií sa znížili o 8,4 %, čo je menej ako v júni (-9,5 %). Inflácia cien potravín sa zároveň v júli znížila na 3,8 % v porovnaní so 4,6 % zaznamenanými v júni. Ročná inflácia indexu spotrebiteľských cien krajín OECD bez cien potravín a energií sa v júli mierne zvýšila na 1,7 %. Spomedzi vyspelých ekonomík sa ročná miera celkovej inflácie spotrebiteľských cien zvýšila v Spojených štátoch, Spojenom kráľovstve a Japonsku, zatiaľ čo v Kanade v júli klesla na 0,1 % (v porovnaní s júnovými 0,7 %). Ročná miera celkovej inflácie sa v júli mierne zvýšila vo všetkých významných rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách nepatriacich do OECD.

Graf 3

Inflácia spotrebiteľských cien v OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z júla 2020.

Očakáva sa, že globálna inflácia zostane relatívne tlmená, keďže ceny ropy sú stále nízke a dopyt zostáva slabý. Základné inflačné tlaky budú zrejme globálne oslabované nevýrazným dopytom, značným zhoršením na trhu práce a zväčšovaním nevyužitých kapacít. Úpravy vývozných cien (v národných menách) konkurentov eurozóny smerom nadol zaznamenané v roku 2020 v značnej miere súvisia s nižšími cenami ropy. Vzhľadom na to, že ceny ropy by sa mali v horizonte projekcie postupne zvyšovať, ich vplyv na vývozné ceny konkurentov eurozóny sa bude zmenšovať a do konca roka 2021 sa tieto ceny vrátia na svoje dlhodobé priemerné úrovne.

2 Finančný vývoj

Počas sledovaného obdobia (od 4. júna 2020 do 9. septembra 2020) sa krivka sadzby EONIA (euro overnight index average) posunula smerom nadol. Aj keď bola na krátkom konci mierne inverzná, nesignalizuje rozhodné očakávania zníženia sadzieb v najbližšom období. Spready dlhodobých štátnych dlhopisov eurozóny v sledovanom období poklesli v dôsledku kombinácie menovej a fiškálnej podpory, čím pokračovali vo vývoja z leta. Ceny rizikových aktív sa mierne zvýšili, a to najmä v súvislosti s celkovo pozitívnejším výhľadom krátkodobých ziskov. Na devízových trhoch sa euro vážené zahraničným obchodom výrazne posilnilo.

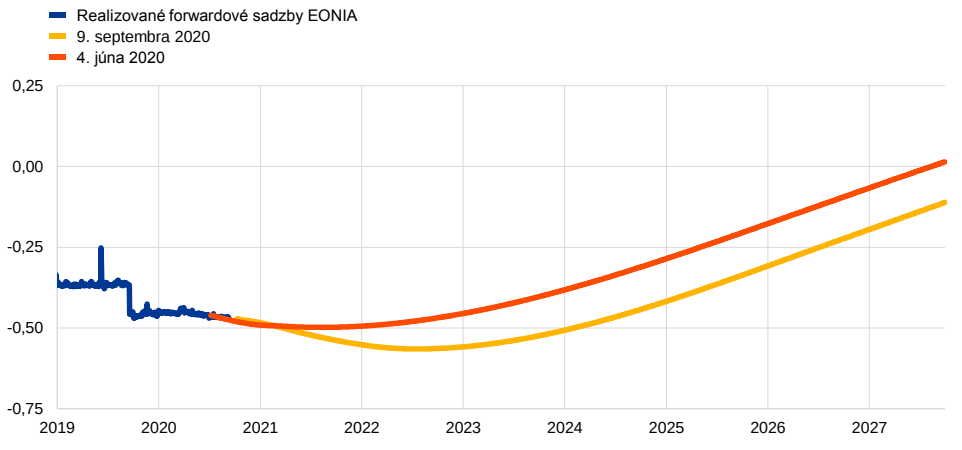
Sadzba EONIA dosahovala počas sledovaného obdobia v priemere –46 bázických bodov a nová referenčná krátkodobá úroková miera v eurách (€STR) –55 bázických bodov.[4] Nadbytočná likvidita sa zvýšila o 807 mld. € na približne 2 982 mld. €. Táto zmena odráža najmä spustenie cielených dlhodobejších refinančných operácií (TLTRO III), ako aj núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP) a programu nákupu aktív (APP).[5]

Krivka forwardových sadzieb EONIA sa počas sledovaného obdobia najmä pri strednodobom a dlhodobom horizonte posunula smerom nadol a stala sa mierne inverznou (graf 4). Napriek inverzii však nenaznačuje trhové očakávania bezprostredného zníženia sadzieb. Krivka forwardových sadzieb EONIA zostáva pod nulou pre horizonty do roku 2028, čo je odrazom pokračujúcich očakávaní dlhšieho obdobia záporných úrokových sadzieb účastníkmi trhu.

Graf 4

Forwardové sadzby EONIA

(v percentuálnych bodoch za rok)



Zdroje: Refinitiv a výpočty ECB.

[4] Metodika výpočtu sadzby EONIA sa zmenila 2. októbra 2019; teraz je to €STR plus fixné rozpätie 8,5 bázického bodu. Viac v boxe s názvom Goodbye EONIA, welcome €STR! (Zbohom EONIA, vitaj €STR) v *Ekonomickom bulletine* číslo 7, ECB, 2019.

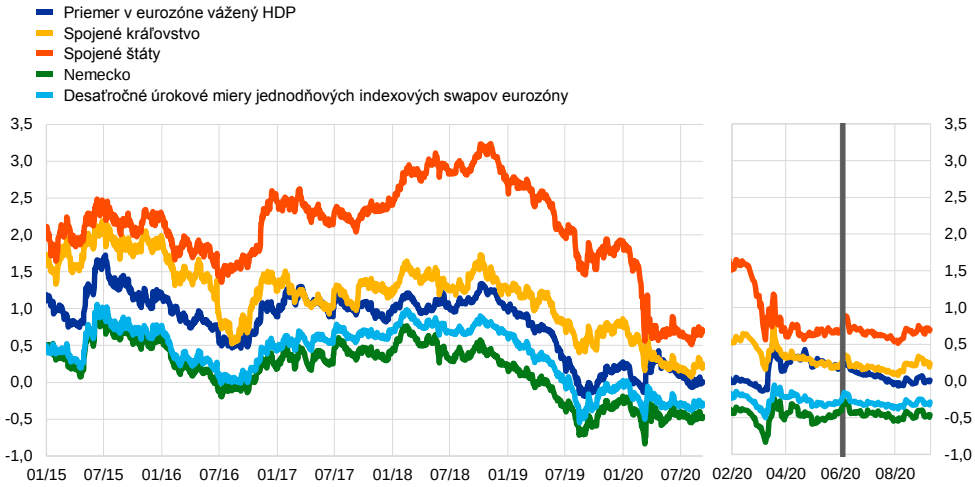
[5] Za obdobie do 5. mája 2020 je viac informácií v boxe s názvom Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 29. januára do 5. mája 2020, *v Ekonomickom bulletine* číslo 4, ECB, 2020.

V sledovanom období poklesli výnosy štátnych dlhopisov v hlavných jurisdikciách (graf 5). Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP poklesli o 23 bázických bodov na 0,01 % v dôsledku kombinácie mierne nižších bezrizikových sadzieb a zužovania spreadov štátnych dlhopisov (graf 6). Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov Spojených štátov a Spojeného kráľovstva poklesli o 5, resp. 4 bázické body, čím sa v oboch prípadoch priblížili k historickým minimám.

Graf 5

Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov

(v percentuálnych bodoch za rok)

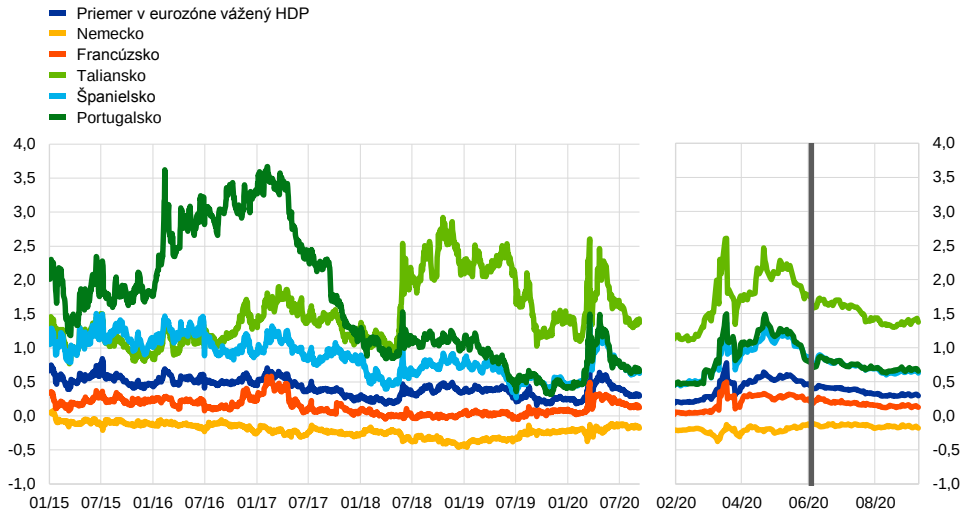


Zdroje: Refinitiv a výpočty ECB.
Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 4. júna 2020. Posledné údaje sú z 9. septembra 2020.

Spready štátnych dlhopisov eurozóny a úrokových mier jednodňových indexových swapov sa ďalej zúžili v dôsledku fiškálnej a menovej politiky (graf 6). Kombinácia opatrení menovej a fiškálnej politiky prijatých na podporu ekonomiky (vrátane nástroja EÚ novej generácie) pomohla počas sledovaného obdobia k ďalšiemu poklesu spreadov štátnych dlhopisov. Spready desaťročných nemeckých, francúzskych, talianskych, španielskych a portugalských štátnych dlhopisov sa znížili o 6, 12, 41, 22 a 17 bázických bodov na –0,18; 0,12; 1,37; 0,63 a 0,65 percentuálneho bodu. Spready desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP následne poklesli o 17 bázických bodov na 0,29 percentuálneho bodu, čím sa dostali mierne nad úroveň zo začiatku roka.

Graf 6

Spready medzi výnosmi desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny a úrokovými mierami jednodňových indexových swapov

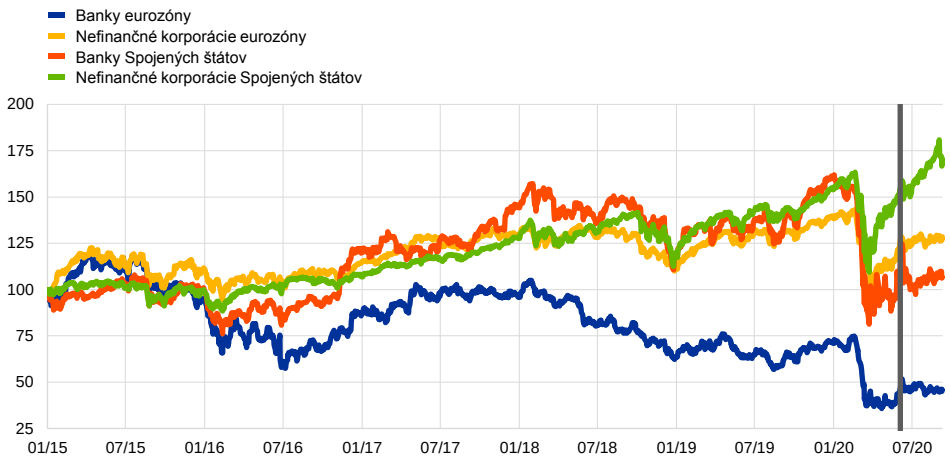


Zdroje: Refinitiv a výpočty ECB.
Poznámka: Tento spread sa počíta odrátaním desaťročných úrokových mier jednodňových indexových swapov z výnosov desaťročných štátnych dlhopisov. Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 4. júna 2020. Posledné údaje sú z 9. septembra 2020.

Indexy cien akcií nefinančných korporácií Spojených štátov sa zvýšili potom, ako sa výrazne zlepšil výhľad krátkodobých ziskov (graf 7). S rastúcim optimizmom z hospodárskeho výhľadu sa očakávania ziskov spoločností eurozóny výrazne zlepšili z extrémne nízkych úrovní a následne sa očakáva, že príjmy budú po zvyšok roka rásť. V sledovanom období to malo pozitívny vplyv na ceny akcií nefinančných korporácií eurozóny, ktoré sa zvýšili o približne 2 %. Ešte výraznejší nárast okolo 10 % bol viditeľný v Spojených štátoch, kde sa ceny akcií nefinančných korporácií blížia k rekordne vysokým úrovniam. Na rozdiel od toho ceny akcií bánk eurozóny poklesli o 2 % a v Spojených štátoch o 5 %, pretože stále neistý výhľad a potenciál zvyšovania počtu prípadov nesplácania úverov spoločnosťami naďalej ovplyvňovali očakávania zisku tohto sektora.

Graf 7

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

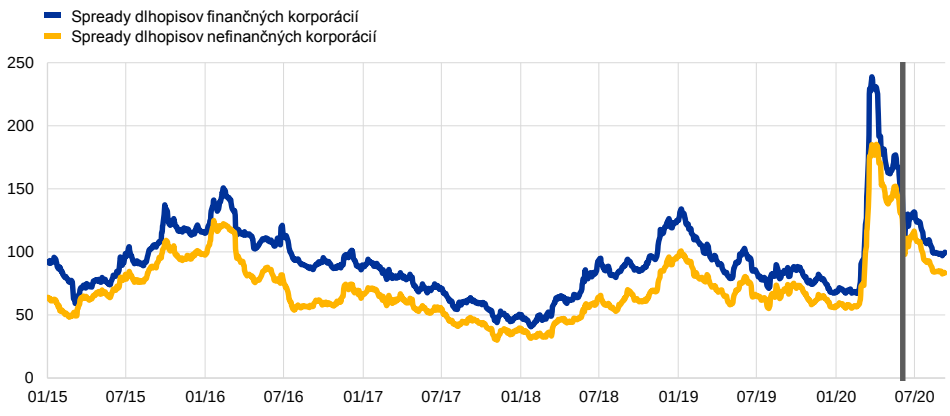


Zdroje: Refinitiv a výpočty ECB.
Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 4. júna 2020. Posledné údaje sú z 9. septembra 2020.

Spready medzi dlhopismi eurozóny sa v eurozóne ďalej zužovali (graf 8). Spready medzi dlhopismi nefinančných korporácií s ratingom investičného stupňa a dlhopismi finančného sektora (s bezrizikovými mierami) poklesli o 38 bázických bodov, resp. o 37 bázických bodov. Celkovo tento pokles do značnej miery odráža pokles nadmernej prémie na dlhopisy, t. j. komponentu spreadov podnikových dlhopisov, ktorý nemožno vysvetliť úverovými fundamentmi (meranými ratingmi a očakávanými mierami nesplácania úverov), ktoré zostali prevažne stabilné. Napriek výraznému zúženiu od marca zostávajú spready podnikových dlhopisov mierne nad úrovňou pred pandémiou koronavírusu (COVID-19), čo môže odrážať trhové očakávania nárastu prípadov nesplácania úverov zo strany spoločností počas nasledujúcich niekoľkých štvrťrokov.

Graf 8

Spready podnikových dlhopisov eurozóny



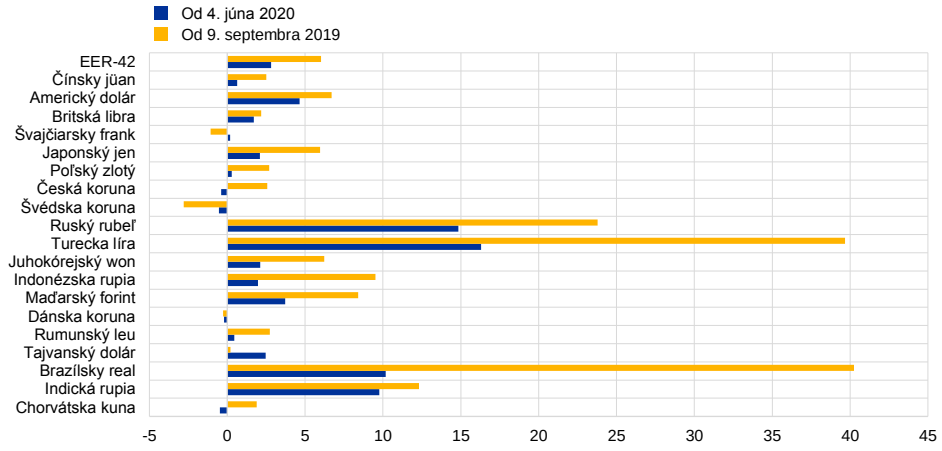
Zdroje: Indexy Markit iBoxx a výpočty ECB.
Poznámka: Spready sa počítajú ako spready medzi swapmi na aktíva a bezrizikovými mierami. Indexy zahŕňajú dlhopisy s ratingom investičného stupňa s rôznymi splatnosťami (najmenej však jeden rok do splatnosti). Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 4. júna 2020. Posledné údaje sú z 9. septembra 2020.

Na devízových trhoch sa euro vážené zahraničným obchodom výrazne posilnilo (graf 9). Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 42 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa v sledovanom období posilnil o 2,8 %. Pokiaľ ide o vývoj dvojstranných výmenných kurzov, efektívne zhodnotenie eura sa zaznamenalo pri menách takmer všetkých hlavných obchodných partnerov eurozóny. Euro sa výrazne posilnilo najmä voči americkému doláru (o 4,6 %), čo je odrazom rozsiahlejšieho oslabovania amerického dolára v dôsledku zlepšovania vnímania rizika v prostredí prebiehajúceho globálneho oživenia. Euro sa posilnilo aj voči japonskému jenu (o 2,1 %), britskej libre (o 1,7 %) a čínskemu jüanu (o 0,6 %) a výrazne sa posilnilo voči menám väčšiny rozvíjajúcich sa trhových ekonomík, najmä ruskému rubľu, tureckej líre a brazílskemu realu. Pokiaľ ide o meny členských štátov EÚ, ktoré nie sú členmi eurozóny, euro sa posilnilo voči maďarskému forintu, zatiaľ čo voči väčšine ostatných sa oslabilo, pretože tie sa čiastočne zotavili zo strát, ktoré zaznamenali počas zhoršenia pandémie koronavírusu v marci a apríli tohto roku.

Graf 9

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálne zmeny)



Zdroj: ECB.
Poznámka: EER-42 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 42 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny. Kladná (záporná) zmena znamená zhodnotenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané použitím výmenných kurzov z 9. septembra 2020.

3 Hospodárska aktivita

Reálny HDP eurozóny klesol v druhom štvrťroku 2020 medzištvrťročne o 11,8 % v dôsledku pandémie koronavírusu (COVID-19), ktorá zasiahla globálnu ekonomiku. Zatiaľ čo prudký pokles spôsobil najmä prepad aktivity zaznamenaný v marci a apríli, údaje dostupné od mája naznačujú oživenie hospodárstva. Tak tvrdé údaje, ako aj prieskumy zhodne ukazujú na výrazné zrýchlenie tempa rastu HDP v treťom štvrťroku. Popri oživení v oblasti priemyselnej produkcie a služieb sa v súlade s očakávaniami objavujú aj náznaky oživenia v oblasti spotreby. V poslednom období sa znížila dynamika oživenia v sektore služieb v porovnaní s výrobným sektorom, čo naznačujú aj výsledky prieskumu z augusta. Nárasty počtu infikovaných koronavírusom počas letných mesiacoch majú nepriaznivý vplyv na krátkodobý výhľad. Pokiaľ ide o budúci vývoj, pokračovanie udržateľného oživenia bude do veľkej miery závisieť od vývoja pandémie a úspešnosti opatrení proti šíreniu nákazy. Zatiaľ čo neistota v súvislosti s vývojom pandémie bude pravdepodobne tlmiť silu oživenia na trhu práce a v oblasti spotreby či investícií, hospodárstvo eurozóny by mali podporovať priaznivé podmienky financovania, expanzívna fiškálna politika a rastúca globálna aktivita a dopyt. Toto hodnotenie celkovo vyplýva z makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2020. Podľa projekcií by mal ročný reálny HDP klesnúť o 8,0 % v roku 2020 a následne by sa mal zvýšiť o 5,0 % v roku 2021 a o 3,2 % v roku 2022. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z júna 2020 bol výhľad rastu reálneho HDP upravený nahor o 0,7 percentuálneho bodu v roku 2020, nadol o 0,2 percentuálneho bodu v roku 2021 a taktiež nadol o 0,1 percentuálneho bodu v roku 2022.

V súvislosti s pandémiou COVID-19 a následnými opatreniami proti šíreniu nákazy zaznamenala hospodárska aktivita v eurozóne v druhom štvrťroku 2020 nevídaný prepad. Reálny HDP klesol v druhom štvrťroku 2020 medzištvrťročne o 11,8 %, a to v dôsledku zavedenia veľmi prísnych opatrení na obmedzenie pohybu v apríli, ktoré sa však v nasledujúcich mesiacoch postupne uvoľňovali. V porovnaní s posledným štvrťrokom 2019 sa reálny HDP znížil v prvom polroku 2020 celkovo o 15,1 % a vrátil sa tak na úroveň naposledy zaznamenanú v prvom štvrťroku 2005.

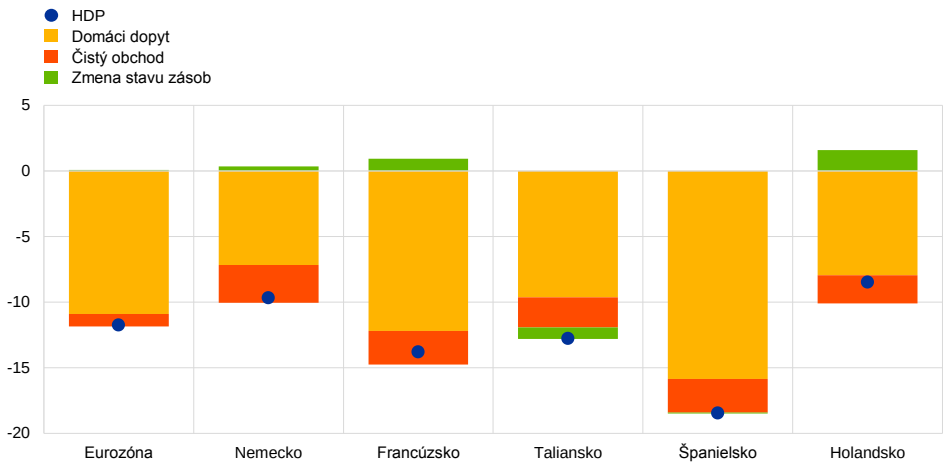
Spomalenie spôsobené pandémiou bolo pozorované vo všetkých krajinách a sektoroch. HDP klesol v druhom štvrťroku 2020 vo všetkých krajinách eurozóny, pričom rozsah poklesu odrážal dosah pandémie a načasovanie a prísnosť opatrení na obmedzenie pohybu v jednotlivých krajinách. Spomedzi väčších ekonomík eurozóny sa HDP znížil medzištvrťročne o 18,5 % v Španielsku, o 13,8 % vo Francúzsku, o 12,4 % v Taliansku, o 9,7 % v Nemecku a o 8,5 % v Holandsku.

Pandémia COVID-19 spôsobila nevídaný prepad aktivity v oblasti domáceho dopytu a služieb. Ako naznačuje štruktúra HDP na strane výdavkov (graf 10), hlavným faktorom prispievajúcim k prepadu aktivity v druhom štvrťroku 2020 bol výrazný pokles domáceho dopytu (–10,9 %). Na rozdiel od minulých recesií (napríklad globálnej finančnej krízy v rokoch 2007 až 2008) bola najviac zasiahnutou aktivita v sektore služieb, a to v dôsledku prijatých sociálnych dištančných opatrení. K poklesu prispel aj čistý vývoz, hoci v oveľa menšej miere (–0,9 %). Príspevok zmeny stavu zásob bol mierne kladný (+0,1 %).

Graf 10

Zmeny v reálnom HDP a príspevky výdavkových zložiek v druhom štvrťroku 2020

(medzištvrťročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat.

Situáciu na trhoch práce eurozóny významne ovplyvnili opatrenia proti šíreniu nákazy COVID-19. Po poklese o 0,3 % v prvom štvrťroku sa zamestnanosť znížila v druhom štvrťroku 2020 o 2,9 %. Znamená to, že v druhom štvrťroku 2020 bol počet zamestnaných osôb o 5,1 milióna nižší ako v poslednom štvrťroku 2019. Menej výrazný pokles zamestnanosti v porovnaní s hospodárskou aktivitou možno do veľkej miery vysvetliť prijatými podpornými politickými opatreniami, akými sú napríklad schémy na udržanie pracovných miest a iné podobné systémy zamerané na predchádzanie prepúšťaniu a podporu samostatne zárobkovo činných osôb. Tieto systémy zachovávajú zamestnanecké vzťahy a obmedzujú počet výpovedí; v obdobiach cyklického poklesu zároveň podnikom pomáhajú znížiť mzdové náklady, aby boli pracovníci k dispozícii a podniky pripravené pokračovať v činnosti po zrušení opatrení na obmedzenie pohybu.[6] Systémy skráteného pracovného času ako také obmedzujú rast nezamestnanosti a trhu práce umožňujú flexibilne reagovať na cyklické fluktuácie, napríklad prostredníctvom výrazného zníženia počtu odpracovaných hodín na zamestnanú osobu počas vopred určeného časového obdobia. Po medzištvrťročnom poklese o 3,8 % v prvom štvrťroku sa priemerný počet odpracovaných hodín znížil v druhom štvrťroku 2020 o 10,2 %. Znamená to, že pokles priemerného počtu odpracovaných hodín bol zodpovedný za viac ako 75 % zmeny v celkovom počte odpracovaných hodín. Zvyšok možno pripísať vývoju zamestnanosti. Pokles zamestnanosti zaznamenaný v druhom štvrťroku 2020 je preto nižší ako pokles HDP, čo znamená výrazný pokles produktivity práce na zamestnanca v uvedenom období na úrovni 12,1 %. Celkový počet odpracovaných hodín naopak zaznamenal výraznejší pokles ako HDP, pričom produktivita práce na odpracovanú hodinu sa zvýšila v druhom štvrťroku 2020 medzištvrťročne o 1,2 %.

Ukazovatele trhu práce signalizujú pokračovanie straty pracovných miest v treťom štvrťroku. Miera nezamestnanosti v eurozóne sa zvýšila zo 7,7 % v júni na

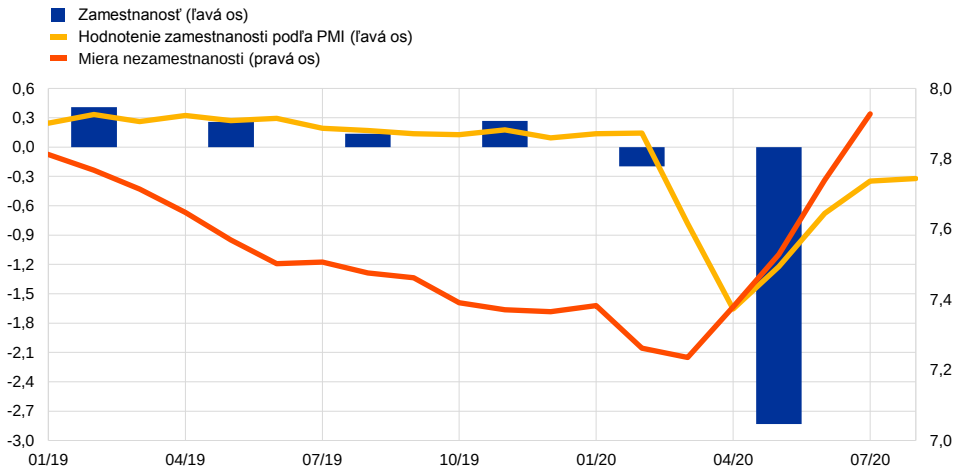
[6] Viac v boxe s názvom Systémy skráteného pracovného času a ich vplyv na mzdy a disponibilný príjem, Ekonomický bulletin ECB, číslo 4, ECB, 2020 a v boxe s názvom A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market, ECB Economic Bulletin, Issue 5, ECB, 2020.

7,9 % v júli 2020. Od februára do júla 2020 sa miera nezamestnanosti zvýšila o 0,7 percentuálneho bodu, čo je menej v porovnaní s nárastom o 1,3 percentuálneho bodu zaznamenaným v období od septembra 2008 do februára 2009 po krachu Lehman Brothers. Uvedený nárast neodráža v plnej miere vplyv pandémie, keďže ho zmierňujú politiky trhu práce prijaté na podporu zamestnanosti a predchádzanie trvalému prepúšťaniu. Svoju úlohu zohráva aj prechod zo zamestnanosti a nezamestnanosti k nečinnosti v dôsledku hospodárskych vplyvov opatrení na obmedzenie pohybu a pokračujúce ťažkosti pracovníkov pri hľadaní práce po postupnom uvoľnení opatrení proti šíreniu nákazy. Najnovšie ukazovatele založené na prieskumoch naznačujú pokračovanie straty pracovných miest v treťom štvrťroku, a to i napriek zavedeným politikám trhu práce (graf 11).

Graf 11

Zamestnanosť v eurozóne, hodnotenie zamestnanosti na základe indexu PMI a miera nezamestnanosti

(medzištvrťročná percentuálna zmena; difúzny index; v % pracovnej sily)

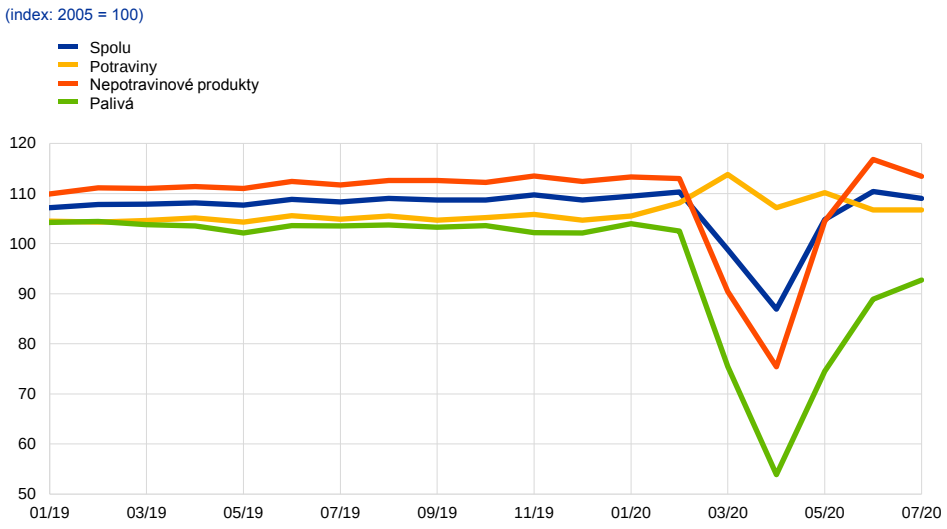


Zdroj: Eurostat, Markit a výpočty ECB.
Poznámka: Index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) je vyjadrený ako odchýlka od 50 delené 10. Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2020 v prípade zamestnanosti, z augusta 2020 v prípade indexu PMI a z júla 2020 v prípade miery nezamestnanosti.

Spotrebiteľské výdavky sa v júni a júli výrazne zvýšili, ich oživenie však ešte zďaleka nie je na konci. Spotrebiteľská dôvera sa v auguste zvýšila (na –14,7), naďalej však zostáva pod úrovňou spred pandémie (–8,8 v prvom štvrťroku 2020). Maloobchodné tržby zaznamenali v júli medzimesačný pokles o 1,3 % (graf 12). V dôsledku mimoriadne silných mesačných nárastov v máji a júni na úrovni 20,6 % a 5,3 % však boli júlové tržby o 8,2 % vyššie než priemer v druhom štvrťroku a boli blízko úrovne spred pandémie. Predaj potravín na začiatku pandémie stúpol (odrážajúc ich nevyhnutnú povahu, náhradu reštauračných výdavkov a tvorbu zásob), zatiaľ čo predaj automobilových palív zaznamenal pred oživením prudký prepad. Predaj nepotravinových produktov sa spočiatku výrazne znížil, v júli však už opäť dosahoval úroveň spred pandémie. Napriek prudkému oživeniu v maloobchode spotrebiteľské výdavky naďalej výrazne zaostávajú v oblasti spotrebiteľských služieb, a to najmä v prípade ubytovania, zábavy a prepravy.

Graf 12

Maloobchod v eurozóne



Zdroj: Eurostat.

Pokiaľ ide o budúci vývoj, existuje iba málo náznakov oživenia dopytu po spotrebiteľských tovaroch. Naznačuje to hodnotenie nových objednávok výrobcov spotrebiteľských tovarov, obchodných očakávaní maloobchodných podnikov a sklonu spotrebiteľov k veľkým nákupom. Napriek iba obmedzenému poklesu príjmov domácností sa očakáva, že miera úspor sa v druhom štvrťroku výrazne zvýšila a neskôr opäť klesala. Odráža to vynútené, resp. nedobrovoľné úspory v dôsledku obmedzení spôsobených prijatými opatreniami na obmedzenie pohybu, pričom významnú úlohu podľa údajov zohrali aj štandardné kanály, ako napríklad (proticyklické) preventívne úspory.[7]

Podnikové investície zaznamenali po znovuotvorení ekonomiky určité oživenie, výhľad na najbližšie štvrťroky však naďalej nepriaznivo ovplyvňuje nízky dopyt a finančné riziká. V dôsledku výrazných výpadkov na strane ponuky spôsobených pandémiou COVID-19 produkcia investičného tovaru v eurozóne klesla v druhom štvrťroku 2020 medzištvrťročne o 21,3 %. Nestavebné investície sa v rovnakom období znížili o 20,9 % v medzištvrťročnom vyjadrení. Tieto medzištvrťročné poklesy však zakrývajú čiastočné oživenie investícií podnikov zaznamenávané od mája. V priebehu mája a júna sa produkcia investičného tovaru zvýšila o 29,9 %, naďalej však zostáva výrazne pod úrovňou z februára tohto roka. Ukazovatele z prieskumov potvrdzujú čiastočné oživenie, na ktoré poukazuje aj nedávne zlepšenie očakávaní výrobcov investičného tovaru, pokiaľ ide o najbližšie mesiace a hodnotenie ich nevybavených objednávok. Výsledky najnovšieho prieskumu úverovej aktivity bánk v eurozóne[8] navyše ukazujú, že v treťom štvrťroku by malo dôjsť k oslabeniu vysokého dopytu po úveroch a úverových linkách zo strany podnikov eurozóny zaznamenaného v druhom štvrťroku, čo signalizuje zlepšovanie obchodných očakávaní. Slabý dopyt a možné sprísňovanie úverových štandardov pre podniky zo

[7] Viac v boxe s názvom “COVID-19 a nárast úspor domácností: preventívne či vynútené dôvody?” v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

[8] Viac informácií v The euro area bank lending survey – Second quarter of 2020, ECB, July 2020.

strany bánk v dôsledku vyššieho kreditného rizika však môžu v najbližších štvrťrokoch obmedziť rozsah oživenia v oblasti investičného dopytu.

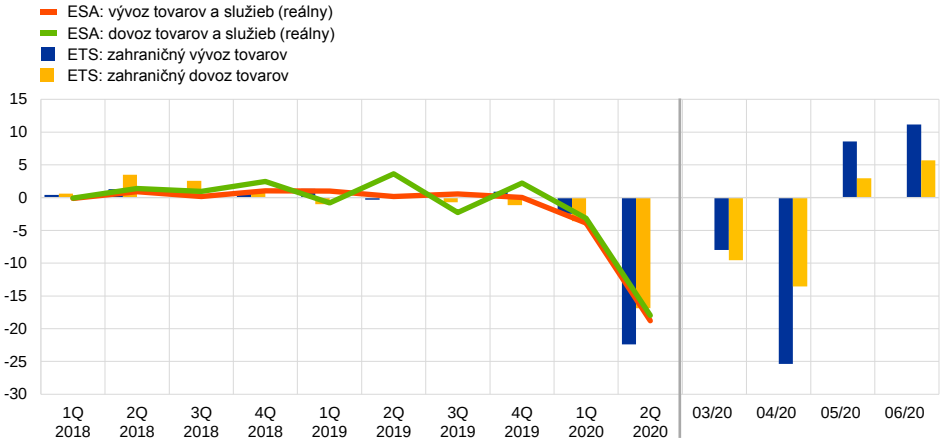
Investície do nehnuteľností na bývanie sa v prvej polovici roka prepadli o takmer 14 %. V posledných mesiacoch druhého štvrťroka začalo a pravdepodobne následne bude pokračovať ich postupné a čiastočné oživenie. Krátkodobé ukazovatele konzistentne ukazujú na výrazné, aj keď zatiaľ neukončené oživenie stavebnej aktivity v treťom štvrťroku. Napriek výraznému zlepšeniu indexu nákupných manažérov (PMI) pre produkciu v stavebníctve v júli a indexu dôvery v stavebníctve Európskej komisie v auguste v porovnaní s dnom zaznamenaným v apríli dosahovali oba indexy naďalej rekordne nízke úrovne. Táto slabosť môže súvisieť so záväznými obmedzeniami týkajúcimi sa stavebnej produkcie v dôsledku nižšieho počtu vydaných stavebných povolení a s prísnejšími opatreniami proti šíreniu nákazy prijatými v nadväznosti na opätovný rast počtu prípadov COVID-19 v letných mesiacoch. Náznaky výraznejšieho oživenia boli naopak zaznamenané v indexe PMI pre obchodné očakávania v stavebníctve a v hodnoteniach nových objednávok podnikov. Tento vývoj súvisel s relatívne nedotknutým dopytom po nehnuteľnostiach na bývanie, čo naznačujú ukazovatele Európskej komisie týkajúce sa plánov domácností stavať a renovovať a prieskum úverovej aktivity bánk ECB, ktorý ukazuje odolný dopyt po úveroch na bývanie vo viacerých krajinách, čiastočne vďaka opatreniam týkajúcim sa odkladu splátok v prípade úverov domácnostiam.

Po dne zaznamenanom v apríli začal obchod v eurozóne na konci druhého štvrťroka 2020 opäť rásť, aj keď na výrazne nižšiu úroveň ako predtým. Po prudkom spomalení v prvom štvrťroku 2020 sa celkový vývoz a dovoz eurozóny znížili v druhom štvrťroku o 18,8 % a 18 % (graf 13). Mesačné údaje pokrývajúce nominálny tovarový obchod v máji a júni ukazujú, že vývoz a dovoz eurozóny obnovili približne polovicu strát zaznamenaných od začiatku pandémie, a to vďaka uvoľňovaniu niektorých opatrení proti šíreniu nákazy. Obchod v rámci eurozóny, ktorý sa v predchádzajúcich mesiacoch oslabil výraznejšie než zahraničný obchod, sa z väčšej časti vrátil na pôvodné úrovne, keďže v Európe dochádzalo k relatívne rozsiahlejšiemu uvoľňovaniu protipandemických obmedzení. Prepad obchodu so službami bol ešte výraznejší, keď vývoz klesol o 21,1 % a dovoz o 25,4 %. Zákazy cestovania a ďalšie opatrenia na obmedzenie pohybu tvrdo zasiahli predovšetkým cestovný ruch, čo dokazuje aj prudký pokles prepravnej kapacity leteckých spoločností. V najbližšom období sa očakáva určité zlepšenie výhľadu vývozu eurozóny. Index PMI pre nové vývozné objednávky vo výrobe potvrdzuje v auguste rast (52). Hodnotenie Európskej komisie, pokiaľ ide o objem nových vývozných objednávok a ukazovatele nových priemyselných objednávok ECB sa zlepšujú už dva mesiace po sebe. Pokiaľ ide o ukazovatele prepravy, námorný obchod vykazuje známky postupného oživenia, zatiaľ čo letecká preprava zostáva výrazne pod úrovňou z predchádzajúceho roka. Na najbližšie mesiace údaje predpovedajú pokračovanie oživenia, ktoré však naďalej nie je dokončené. Na strane služieb, index PMI pre nové vývozné objednávky služieb z eurozóny naďalej signalizuje pokles, zatiaľ čo indexy prepravnej kapacity leteckých spoločností naznačujú čiastočný obrat v cestovaní v treťom štvrťroku 2020, a to najmä do turistických destinácií.

Graf 13

Obchod eurozóny na základe údajov z národných účtov (ESA) a štatistiky zahraničného obchodu (ETS)

(medzištvrťročná percentuálna zmena, medzimesačná percentuálna zmena za marec, apríl, máj a jún 2020)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Údaje z národných účtov (ESA) a údaje zo štatistiky zahraničného obchodu (ETS) sú očistené od sezónnych vplyvov a rozdielneho počtu pracovných dní. Rozdiely pri sezónnej úprave a iné metodické rozdiely môžu spôsobiť nezrovnalosti medzi údajmi ESA a ETS.

Pokiaľ ide o najbližšiu budúcnosť, v treťom štvrťroku 2020 sa očakáva výrazné oživenie rastu eurozóny. Prudké spomalenie v druhom štvrťroku odráža výrazný pokles aktivity v marci a apríli. Najnovšie údaje však naznačujú, že hospodárstvo zaznamenáva od mája oživenie. S uvoľňovaním opatrení na obmedzenie pohybu sa od mája zlepšujú aj údaje z prieskumov. Júlové a augustové výsledky kompozitného indexu PMI pre výrobu a ukazovateľa ekonomického sentimentu (ESI) Európskej komisie sú výrazne vyššie ako priemerné hodnoty zaznamenané v druhom štvrťroku. Index PMI dosiahol v júli a auguste priemernú hodnotu 53,4, v porovnaní s 31,3 v druhom štvrťroku, zatiaľ čo priemerná hodnota ukazovateľa ESI bola v rovnakom období 85,0 (v porovnaní s 69,4 v druhom štvrťroku). Zatiaľ čo vo výrobnom sektore pokračoval rast aktivity, dynamika v sektore služieb sa v poslednom období mierne znížila.

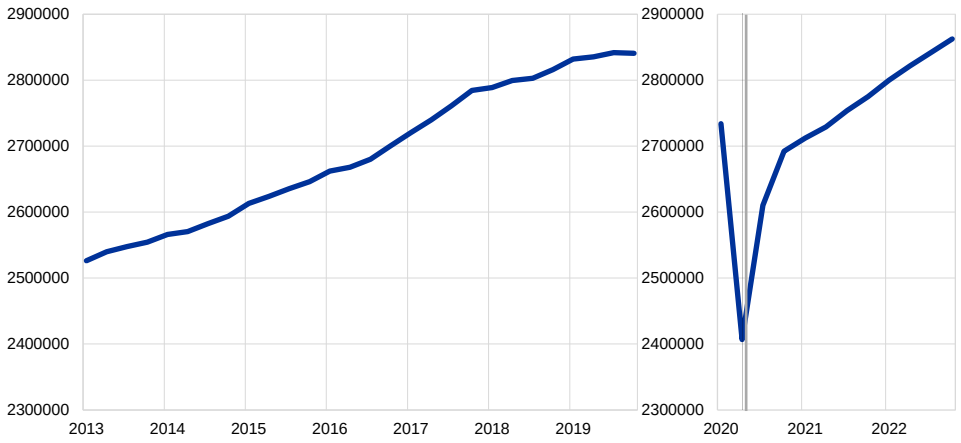
Pokiaľ ide o ďalší vývoj, do konca roku 2020 sa očakáva pokračovanie oživenia hospodárskej aktivity v eurozóne za predpokladu, že sa opätovne výrazne nezhorší situácia v súvislosti s pandémiou. Aktivita v eurozóne by sa mala v treťom štvrťroku zvýšiť o 8,4 % (graf 14). Základná prognóza na ďalšie obdobie vychádza z hlavného predpokladu čiastočného úspechu v obmedzení šírenia vírusu, pričom opätovný mierny rast počtu infikovaných v najbližších štvrťrokoch povedie k pokračovaniu opatrení proti šíreniu nákazy, hoci menej prísnych ako na začiatku pandémie, a to až do nájdenia lekárskeho riešenia v polovici roka 2021. Uvedené opatrenia proti šíreniu nákazy spolu so zvýšenou mierou neistoty a zhoršenými podmienkami na trhu práce by mali naďalej nepriaznivo vplývať na ponuku a dopyt. Významné menovopolitické a fiškálne opatrenia a opatrenia na trhu práce, ktoré sa od zverejnenia projekcií odborníkov Eurosystému z júna 2020 ešte posilnili, by mali podporiť udržanie príjmov a obmedziť možné hospodárske škody po vyriešení zdravotníckej krízy. Politické opatrenia by zároveň mali úspešne odvrátiť výrazné finančné amplifikačné mechanizmy. Podľa týchto predpokladov sa v roku 2020

očakáva pokles reálneho HDP eurozóny o 8,0 %, po ktorom by mal nasledovať nárast o 5,0 % v roku 2021 a o 3,2 % v roku 2022. Na konci horizontu projekcií by mal byť reálny HDP o 3,5 % nižší, než aký predpokladali projekcie odborníkov Eurosystému z decembra 2019, posledné pred vypuknutím pandémie. Úroveň HDP vo štvrtom štvrťroku 2019 sa dosiahne do druhej polovice roka 2022 (graf 14). Vzhľadom na neistotu v súvislosti s vývojom pandémie boli pripravené dva alternatívne scenáre. V miernom scenári je šok spôsobený pandémiou iba dočasný a po rýchlej implementácii lekárskeho riešenia bude možné ďalej zmierňovať opatrenia proti šíreniu nákazy. Pri tomto scenári by reálny HDP klesol v tomto roku o 7,2 % a v roku 2021 by nasledoval jeho výrazný rast. Na konci horizontu projekcií by reálny HDP mierne prevyšoval hodnotu očakávanú v rámci projekcií odborníkov Eurosystému z decembra 2019. Na druhej strane závažný scenár počíta s výrazným zhoršením pandémie, ktoré povedie k opätovnému prijatiu prísnych opatrení proti šíreniu nákazy a k významným a trvalým stratám, pokiaľ ide o aktivitu. V tomto scenári reálny HDP klesne v roku 2020 o 10 % a na konci horizontu projekcií bude 9 % pod úrovňou predpokladanou v rámci projekcií odborníkov Eurosystému z decembra 2019.

Graf 14

Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(reťazené objemy, v mil. EUR)



Zdroj: Eurostat a článok Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – september 2020 uverejnený na internetovej stránke ECB dňa 10. septembra 2020.

4 Ceny a náklady

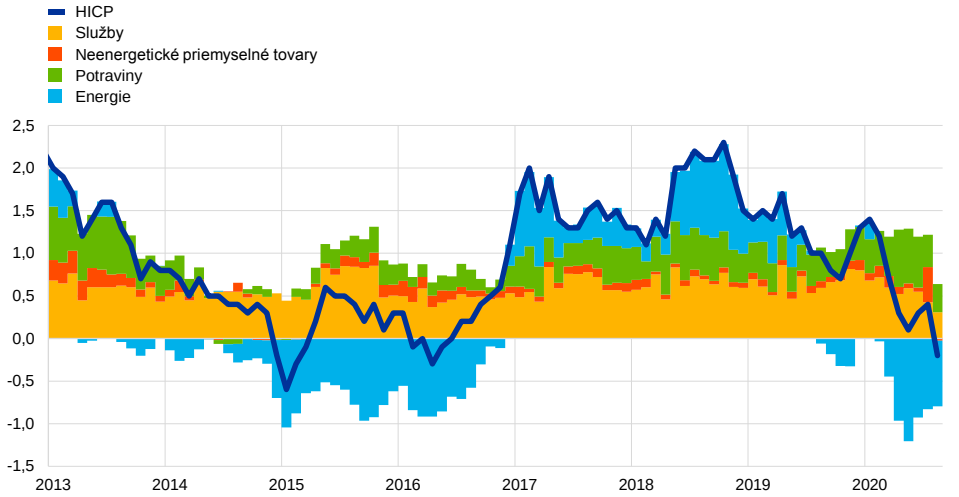
Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne v auguste klesla z júlových 0,4 % na -0,2 %. Na základe súčasných cien ropy a cien ropných futures a vzhľadom na dočasné zníženie sadzby DPH v Nemecku je pravdepodobné, že celková inflácia v nasledujúcich mesiacoch zostane záporná, než sa začiatkom roka 2021 znova vráti do kladného pásma. Okrem toho cenové tlaky v krátkodobom horizonte zostanú obmedzené vzhľadom na slabý dopyt, nižšie mzdové tlaky a zhodnocovanie výmenného kurzu eura, i napriek určitému tlaku na rast cien v dôsledku ponukových obmedzení. V strednodobom horizonte dôjde i vďaka podpore akomodačného nastavenia menovej a rozpočtovej politiky k oživeniu dopytu, ktoré bude vyvíjať tlak na rast inflácie. Toto hodnotenie sa v zásade odráža v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2020, podľa ktorých ročná miera inflácie HICP dosiahne 0,3 % v roku 2020, 1,0 % v roku 2021 a 1,3 % v roku 2022. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z júna 2020 zostáva výhľad vývoja inflácie na rok 2020 nezmenený, na rok 2021 bol upravený nahor a na rok 2022 zostáva nezmenený. Za nezmenenou projekciou inflácie na rok 2022 sa skrýva zvýšenie projekcie inflácie bez energií a potravín – čiastočne vzhľadom na pozitívny vplyv opatrení menovej a rozpočtovej politiky – ktoré však bolo do značnej miery vyvážené revidovaným vývojom cien energií. Očakáva sa, že ročná miera inflácie HICP bez energií a potravín dosiahne 0,8 % v roku 2020, 0,9 % v roku 2021 a 1,1 % v roku 2022.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu inflácia HICP v auguste prešla do záporného pásma. Pokles z 0,4 % v júli na -0,2 % v auguste bol odrazom prepadu inflácie HICP bez energií a potravín (HICPX) a nižšej inflácie cien potravín, ktoré boli čiastočne vyvážené menej zápornou infláciou cien energií (graf 15). Inflácia cien energií pokračovala v raste, jej ročná miera však zostáva jednoznačne záporná vzhľadom na prudký pád cien ropy po vypuknutí pandémie koronavírusu (COVID-19). Určitú normalizáciu vykazovala aj inflácia cien potravín, ktorá sa v júli znížila na 2,0 % a v auguste následne na 1,7 %, čím sa vrátila na úroveň pred pandémiou. Ťažkosti spojené so zberom údajov o cenách koša HICP v dôsledku pandémie COVID-19 sa podľa Eurostatu naďalej zmierňovali, pričom v súčasnosti miera imputácie cien v podstate znova dosahuje bežnú úroveň.

Graf 15

Príspevok jednotlivých zložiek celkovej inflácie HICP v eurozóne

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



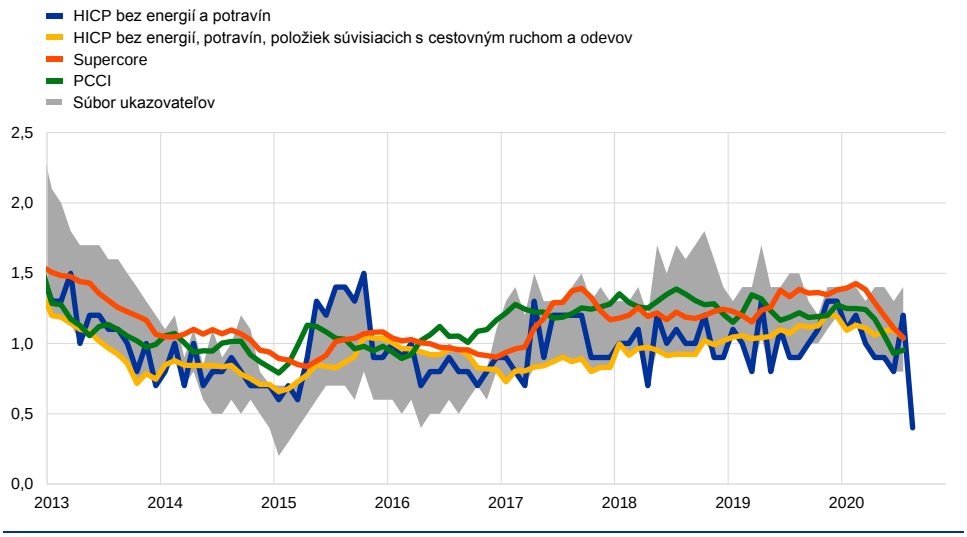
Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2020 (rýchly odhad). Miery rastu za rok 2015 sú v dôsledku metodickej zmeny skreslené smerom nahor (viac informácií v boxe Nový spôsob výpočtu indexu cien turistických zájazdov v Nemecku a jeho vplyv na miery inflácie HICP, *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2019).

Napriek nedávnemu výraznému poklesu inflácie HICPX miery základnej inflácie celkovo poukazujú na mierne oslabovanie od vypuknutia pandémie. Inflácia HICPX klesla v auguste z júlových 1,2 % na 0,4 % vzhľadom na zníženie inflácie cien neenergetických priemyselných tovarov i inflácie cien služieb. Za prudkými pohybmi inflácie HICPX v júli a auguste stoja predovšetkým dočasné faktory. Inflácia cien neenergetických priemyselných tovarov predstavovala v auguste -0,1 %, pričom v júli to bolo 1,6 % a v predchádzajúcich mesiacoch 0,2 %. Nedávna volatilita jej vývoja do značnej miery odráža vplyv odloženia sezónnych výpredajov odevov a obuvi v niektorých krajinách eurozóny. To spôsobilo výrazný rastový tlak v júli, ktorý sa v auguste vytratil. Najnovšie pohyby inflácie HICPX tiež odrážajú dočasné zníženie sadzby DPH v Nemecku od júla 2020. Ostatné miery základnej inflácie klesali pomalšie (údaje sú väčšinou k dispozícii do júla; graf 16). Inflácia HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom a odevov, ukazovatele Persistent and Common Component of Inflation (PCCI), bez energií, a Supercore[9] zaznamenali o niečo nižšie hodnoty.

[9] Ďalšie informácie o týchto ukazovateľoch sú v boxoch 2 a 3 v článku Measures of underlying inflation for the euro area, *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2018.

Graf 16

Ukazovatele základnej inflácie



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: V prípade HICP bez energií a potravín sú posledné údaje z augusta 2020 (rýchly odhad) a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z júla 2020. Súbor ukazovateľov základnej inflácie zahŕňa: HICP bez energií, HICP bez energií a nespracovaných potravín, HICP bez energií a potravín, HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom a odevov, orezaný priemer (10 %) HICP, orezaný priemer (30 %) HICP a vážený medián HICP. Miery rastu inflácie HICP bez energií a potravín za rok 2015 sú v dôsledku metodickej zmeny skreslené smerom nahor (viac informácií v boxe Nový spôsob výpočtu indexu cien turistických zájazdov v Nemecku a jeho vplyv na miery inflácie HICP, *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2019).

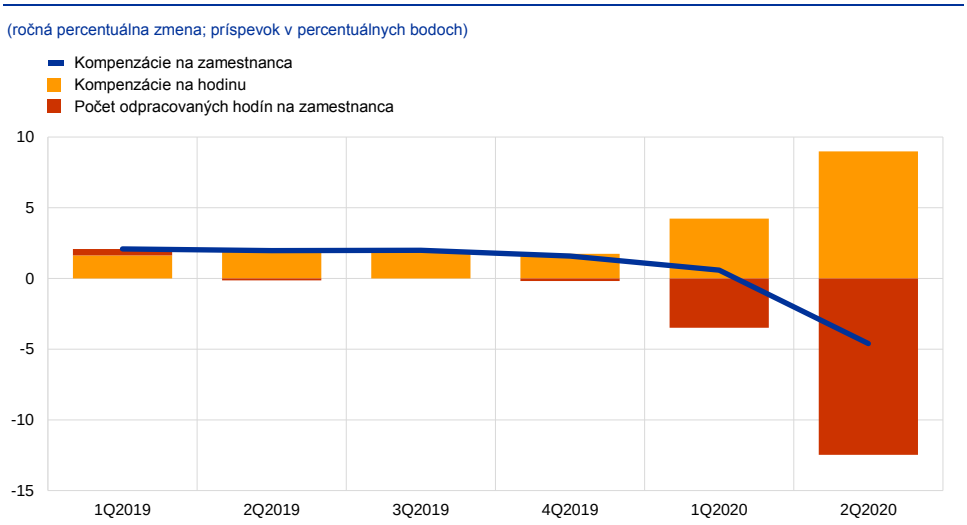
Tlaky v rámci cenového reťazca v prípade HICP neenergetických priemyselných tovarov mierne stúpajú. Inflácia cien výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov predávaných v eurozóne, ktorá je ukazovateľom cenových tlakov v neskorších fázach ponukového reťazca, sa v júli zvýšila na 0,7 % (nárast o 0,1 percentuálneho bodu), čo je mierne nad úrovňou dlhodobého priemeru (0,6 %). Príslušná ročná miera inflácie dovozných cien však v júli mierne klesla na -0,7 % (o 0,2 percentuálneho bodu oproti júnovej úrovni), čo môže byť čiastočne odrazom určitého tlmiaceho vplyvu nedávneho zhodnocovania efektívneho výmenného kurzu eura. V skorších fázach domáceho cenového reťazca došlo i napriek silnejšiemu euru k marginálnemu zvýšeniu inflácie cien polotovarov. V prípade polotovarov sa inflácia cien výrobcov v júli zvýšila z júnových -2,5 % na -2,0 %, zatiaľ čo inflácia dovozných cien bola celkovo nezmenená na úrovni -2,7 %.

Rast kompenzácií na zamestnanca vykazoval aj v druhom štvrťroku 2020 výrazný pokles, najmä v dôsledku pádu počtu odpracovaných hodín. Ročný rast kompenzácií na zamestnanca sa v druhom štvrťroku prepadol na -4,6 % (z 0,6 % v prvom štvrťroku; graf 17). K poklesu došlo plošne vo všetkých sektoroch (s výnimkou poľnohospodárstva a rybolovu) a krajinách. Pokračujúce spomaľovanie rastu kompenzácií na zamestnanca v eurozóne je v zásade odrazom výrazného zníženia počtu odpracovaných hodín na zamestnanca po vypuknutí pandémie COVID-19 a zavedení príslušných obmedzení pohybu a opatrení proti šíreniu nákazy. Ročný rast kompenzácií na hodinu sa v druhom štvrťroku vzhľadom na výrazné zníženie skutočného počtu odpracovaných hodín na zamestnanca zvýšil na 9,0 % (zo 4,2 % v predchádzajúcom štvrťroku). Tento protichodný vývoj odráža vplyv režimov skráteného pracovného času a dočasného prepúšťania na obmedzenie

poklesu príjmov z pracovnej činnosti. Dojednané mzdy v druhom štvrťroku vzrástli o 1,7 %, pričom z najnovšieho vývoja kompenzácií na zamestnanca vyplýva výrazný vplyv na zmenšovanie rozdielu medzi skutočnými a dojednanými mzdami. Spomaľovanie rastu kompenzácií na zamestnanca však stratu pracovných príjmov nadhodnocuje, pretože mnohé krajiny v štatistike neevidujú vládnu podporu v rámci kompenzácií, ale v rámci transferov.

Graf 17

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



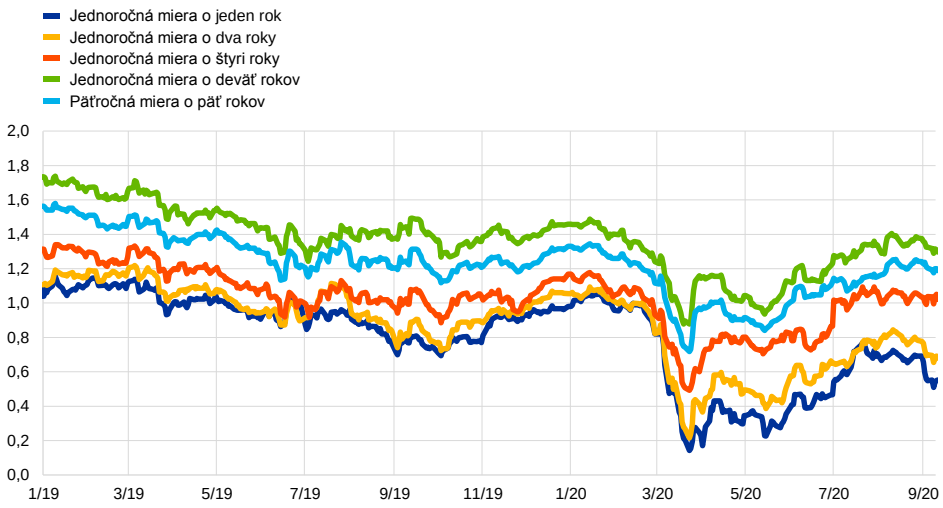
Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2020.

Po zaznamenaní historických miním okolo polovice marca sa trhové ukazovatele dlhodobejších inflačných očakávaní naďalej zotavujú a vrátili sa na svoju predkrízovú, hoci naďalej nízku úroveň (graf 18). Tento vývoj je odrazom zlepšenia globálneho makroekonomického výhľadu a rizikového sentimentu, ako aj rozsiahlej menovej a rozpočtovej podpory. V rámci pokračovania tohto trendu sa päťročná forwardová sadzba inflačných swapov o päť rokov znova zvýšila o približne 10 bázických bodov a 4. septembra 2020 dosiahla 1,20 %, čo je takmer 50 bázických bodov nad jej historickým minimom (z polovice marca) 0,72 %. Z forwardového profilu trhových ukazovateľov inflačných očakávaní zároveň naďalej vyplýva dlhšie obdobie nízkej inflácie. I trhy s inflačnými opciami naďalej signalizujú značné riziká nižšej inflácie, keďže základná pravdepodobnosť deflácie je stále v blízkosti historicky zvýšenej úrovne. Na základe prieskumu ECB Survey of Professional Forecasters za tretí štvrťrok 2020 uskutočneného v prvom týždni júla 2020, ako aj na základe najnovších údajov Consensus Economics a Euro Zone Barometer, zostali dlhodobejšie inflačné očakávania odvodené z výsledkov prieskumov v júli na historicky nízkej úrovni, resp. v jej blízkosti, a to vzhľadom na pandémiu COVID-19, súvisiace opatrenia na zmiernenie jej následkov a pokračujúcu neistotu.

Graf 18

Trhové ukazovatele inflačných očakávaní

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z 9. septembra 2020.

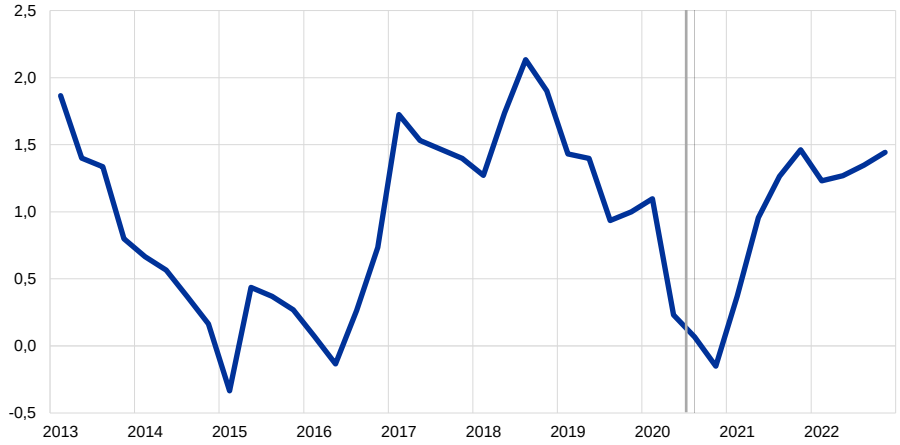
Makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2020 v sledovanom horizonte predpokladajú nárast celkovej inflácie. Podľa základného scenára projekcií má celková inflácia HICP dosiahnuť v priemere 0,3 % v roku 2020, 1,0 % v roku 2021 a 1,3 % v roku 2022 (graf 19). V porovnaní s projekciami odborníkov Eurosystému z júna 2020 zostáva projekcia inflácie HICP na rok 2020 nezmenená, na rok 2021 bola zvýšená o 0,2 percentuálneho bodu a na rok 2022 zostáva nezmenená. V krátkodobom horizonte z predchádzajúceho pádu cien ropy, zhodnocovania eura a dočasného zníženia sadzby DPH v Nemecku vyplýva, že celková inflácia HICP v eurozóne pravdepodobne v najbližších mesiacoch zostane záporná. V roku 2021 bázické efekty v rámci energetickej zložky a v menšej miere i očakávaný návrat sadzby DPH v Nemecku na pôvodnú úroveň následne spôsobujú mechanické oživenie.[10] Inflácia HICP bez cien energií a potravín by mala podľa projekcií do konca roka 2020 klesať. Vzhľadom na naďalej nízky dopyt sa v sektoroch služieb a tovarov očakávajú plošné dezinflačné účinky. Ďalšie tlaky na zvyšovanie nákladov v dôsledku ponukových obmedzení však tieto účinky majú čiastočne vykompenzovať.
V strednodobom horizonte sa očakáva zvýšenie inflácie: ceny ropy majú začať rásť a dopyt sa má zotaviť, i napriek slabnutiu rastových tlakov ponukových účinkov pandémie a zhodnocovaniu eura. Inflácia HICP bez energií a potravín by mala v roku 2020 predstavovať 0,8 %, v roku 2021 0,9 % a v roku 2022 by mala vzrásť na 1,1 %.

[10] Bližšie informácie sú v boxe „Akú úlohu zohrávajú nepriame dane vo vývoji a výhľade inflácie v eurozóne“ v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

Graf 19

Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – september 2020 zverejnený na internetovej stránke ECB.
Poznámka: Zvislá čiara označuje začiatok horizontu projekcií. Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2020 (údaje) a štvrtý štvrťrok 2022 (projekcie). Dňom uzávierky údajov uvedených v *makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2020* bol 27. august 2020.

5 Peňažná zásoba a úvery

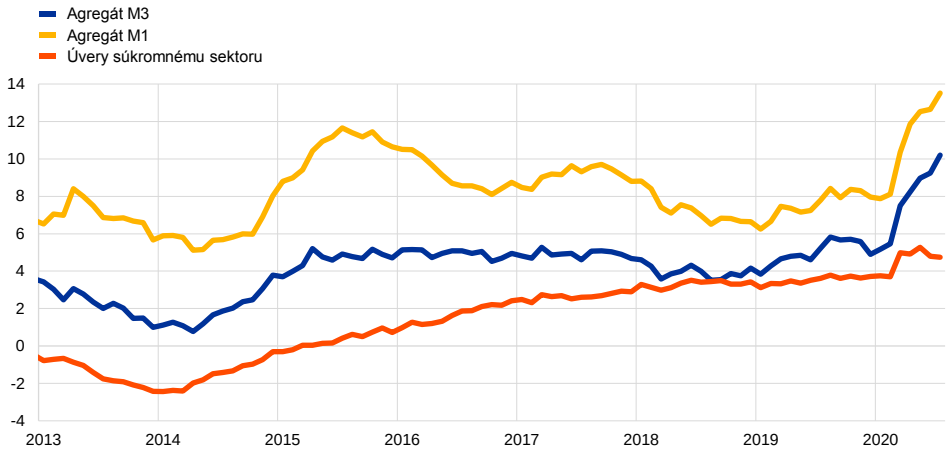
Pandémia koronavírusu (COVID-19) naďalej významne ovplyvňuje dynamiku peňažnej zásoby v eurozóne. Hlavným zdrojom tvorby peňažnej zásoby stále zostávajú vnútroštátne pohľadávky, na čom sa podieľali úvery nefinančným spoločnostiam a čistý nákup štátnych dlhopisov verejného sektora Eurosystémom. Včasné a rozsiahle opatrenia prijaté menovými, fiškálnymi a dozornými orgánmi prispeli k stimulovaniu poskytovania bankových úverov v hospodárstve eurozóny za priaznivých podmienok. Tým sa v druhom štvrťroku 2020 podporilo aj celkové financovanie spoločností eurozóny z vonkajších zdrojov, keďže výrazne vzrástlo vydávanie dlhových cenných papierov a poskytovanie bankových úverov spoločnostiam. Celkové náklady spoločností na financovanie dlhu zostali priaznivé, keďže náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu sa naďalej zmierňovali a úrokové miery bankových úverov zostali blízko svojich historických miním.

Rast peňažnej zásoby sa v júli ďalej zrýchlil. V dôsledku veľmi veľkého mesačného toku sa ročná miera rastu širokého menového agregátu (M3) v júli ďalej zvýšila na 10,2 %, z 9,2 % v júni. Šok z pandémie významne ovplyvnil menovú dynamiku, čo dokazuje rast M3, ktorý je približne o 5 percentuálnych bodov vyšší ako pred vypuknutím pandémie COVID-19 (graf 20). V prostredí zvýšenej neistoty podporili dopyt hospodárskych subjektov po likvidite značné potreby likvidity zo strany spoločností a preventívna motivácia všetkých ekonomických subjektov. Modely dopytu po peniazoch identifikujú špeciálne faktory súvisiace s potrebami likvidity spoločností a domácností počas pandémie, ktoré významne prispeli k rastu peňažnej zásoby. Zvýšenie miery rastu peňažnej zásoby bolo tiež výsledkom značných podporných opatrení tvorcov menovej a fiškálnej politiky, ako aj opatrení prijatých regulačnými a dozornými orgánmi na zabezpečenie dostatočnej likvidity v hospodárstve na zvládnutie ekonomických dôsledkov pandémie. Ročná miera rastu najlikvidnejšieho menového agregátu M1, zloženého z jednodňových vkladov a z objemu peňazí v obehu, navyše v júli vzrástla na 13,5 %, po 12,6 % v júni, a tým výrazne prispela k rastu agregátu M3.

Graf 20

Agregáty M3 a M1 a úvery súkromnému sektoru

(ročné percentuálne zmeny; očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.
Poznámka: Úvery sú upravené o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Posledné údaje sú z júla 2020.

Jednodňové vklady zaznamenali v prostredí zvýšenej neistoty ďalší nárast. Ročná miera rastu jednodňových vkladov, ktorá sa najväčšou mierou podieľala na celkovom raste peňažnej zásoby, sa v júli zvýšila na 14,1 %, z 13,1 % v júni. K rastu vkladov prispela najmä držba vkladov spoločností. Uprednostňovanie jednodňových vkladov držiteľmi peňazí naďalej odrážalo preventívne motívy a veľmi nízku úroveň úrokových sadzieb, čo znižuje oportunitné náklady na držbu týchto nástrojov, najmä v porovnaní s inými menej likvidnými vkladmi. Okrem toho sa držba vkladov spoločnosťami v jednotlivých jurisdikciách líšila. Čiastočne to súviselo s nerovnomerným a oneskoreným šírením pandémie v krajinách, čo viedlo k rozdielom v rozsahu, v akom sa napĺňali potreby spoločností v oblasti likvidity. K nerovnomernému tempu prispeli aj rozdiely vo veľkosti podporných opatrení v jednotlivých krajinách. Objem peňazí v obehu sa v júli zvyšoval s vysokou, aj keď zhruba stabilnou ročnou mierou 9,8 %, čo odrážalo tendenciu hromadiť hotovosť vzhľadom na značnú neistotu. Ostatné krátkodobé vklady a obchodovateľné nástroje predstavovali v júli mierny, ale rastúci príspevok k ročnému rastu agregátu M3, a to aj napriek nízkej úrovni úrokových mier.

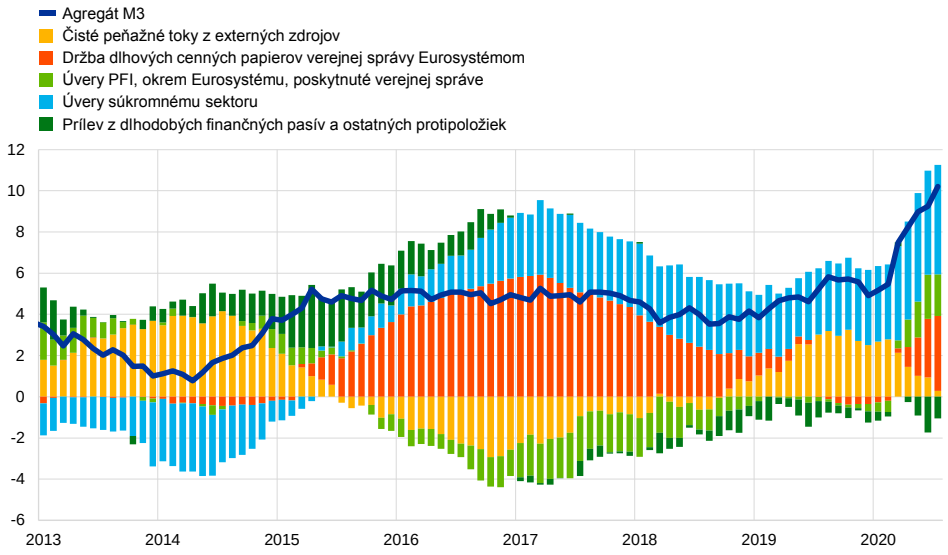
Hlavným zdrojom tvorby peňazí zostali domáce úvery. V rámci pandémie COVID-19 zostal rast úverov súkromnému sektoru na zvýšenej úrovni (modré časti grafu 21). Z pohľadu protipoložiek je táto zložka od roku 2018 hlavným zdrojom rastu agregátu M3, pričom v poslednom období sú najväčším impulzom úvery nefinančným spoločnostiam. Okrem toho, čisté nákupy štátnych cenných papierov Eurosystémom v rámci programu nákupu aktív ECB a núdzového pandemického programu nákupu aktív v júli zvýšili svoj značný príspevok k rastu agregátu M3 (červené časti grafu 21). Neštandardné opatrenia menovej politiky ECB poskytujú zvýšenú podporu menovej politiky pri stabilizácii finančných trhov a zmierňujú riziká pre prenos politiky a makroekonomický výhľad eurozóny počas pandémie. Ročná miera rastu úverov verejnému sektoru od bankového sektora (bez Eurosystému) okrem toho zostala v júli výrazná (svetlozelené časti grafu 21). Banky eurozóny (okrem Eurosystému) získali

veľké množstvo štátnych dlhopisov vydaných najmä v eurozóne. Čiastočne to odzrkadľuje značné zvýšenie čistého vydávania štátnych dlhopisov na zvládnutie pandémie, ktoré pokračovalo napriek ohláseniu ďalších opatrení na úrovni EÚ (napríklad balík novej generácie EÚ). Po kladných hodnotách v máji a júni bol odlev peňazí z eurozóny v júli mierny a odrážal (čistý) predaj štátnych dlhopisov eurozóny nerezidentmi (žltá časť grafu 21). Okrem toho vyvíjali dlhodobejšie finančné záväzky a ostatné protipoložky mierne negatívny tlak na rast peňažnej zásoby (tmavozelená časť grafu 21).

Graf 21

Agregát M3 a jeho protipoložky

(ročné percentuálne zmeny; príspevky v percentuálnych bodoch; očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



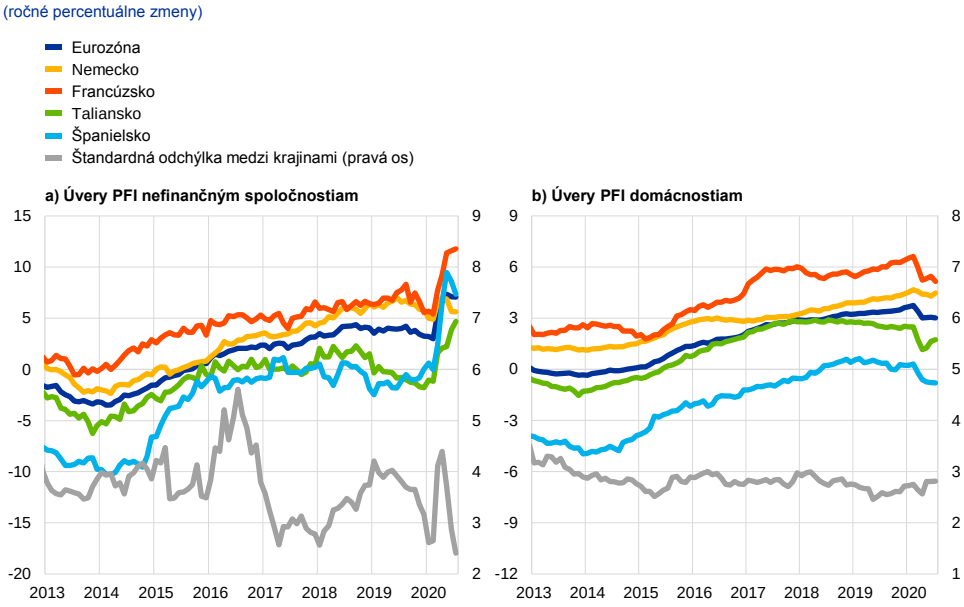
Zdroj: ECB.
Poznámka: Úvery súkromnému sektoru zahŕňajú úvery PFI súkromnému sektoru a dlhové cenné papiere vydané súkromným sektorom nepeňažných finančných inštitúcií eurozóny v držbe PFI. Okrem toho zahŕňajú aj nákupy dlhových cenných papierov nepeňažných finančných inštitúcií realizované Eurosystémom v rámci programu nákupu cenných papierov podnikového sektora. Posledné údaje sú z júla 2020.

Rast úverov súkromnému sektoru zostal v podstate stabilný. Ročná miera rastu úverov peňažných finančných inštitúcií (PFI) súkromnému sektoru predstavovala v júli 4,7 %, po 4,8 % v júni, čo bolo o 1 percentuálny bod viac ako pred vypuknutím pandémie (graf 20). Na raste úverov sa naďalej vo veľkej miere podieľali úvery poskytnuté spoločnostiam, ktoré v júli rástli s ročnou mierou rastu 7,0 %, po 7,1 % v júni a 7,3 % v máji, zatiaľ čo rast úverov domácnostiam zostal stabilný na úrovni 3,0 % (graf 22). Spoliehanie sa spoločností na strednodobé a dlhodobé úvery sa naďalej zvyšovalo na úkor krátkodobých úverov. Pokiaľ ide o dopyt a ponuku úverov, rozdielny vývoj úverov spoločnostiam a úverov domácnostiam dokazujú výsledky prieskumu bankových úverov eurozóny z júla 2020. Na raste bankových úverov spoločnostiam sa naďalej podieľali potreby operačného financovania spoločností v prostredí znížených peňažných tokov, čo tiež odráža významné vládne opatrenia prijaté vo väčšine krajín eurozóny – ako napríklad záruky za pôžičky – na podporu likvidity a solventnosti spoločností v nadchádzajúcich mesiacoch. Opatrenia menovej politiky ECB, najmä veľmi priaznivé podmienky pre cielené dlhodobejšie refinančné operácie (TLTRO III), navyše povzbudzujú banky, aby poskytovali pôžičky všetkým

subjektom súkromného sektora. Okrem toho došlo v krajinách eurozóny k výrazným rozdielom v miere rastu úverov spoločnostiam a domácnostiam, zatiaľ čo vo väčších krajinách bol vývoj zhruba podobný.

Graf 22

Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny



Zdroj: ECB.
Poznámka: Údaje upravené o predaj a sekuritizáciu úverov. V prípade nefinančných spoločností sú úvery upravené aj o účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú z júla 2020.

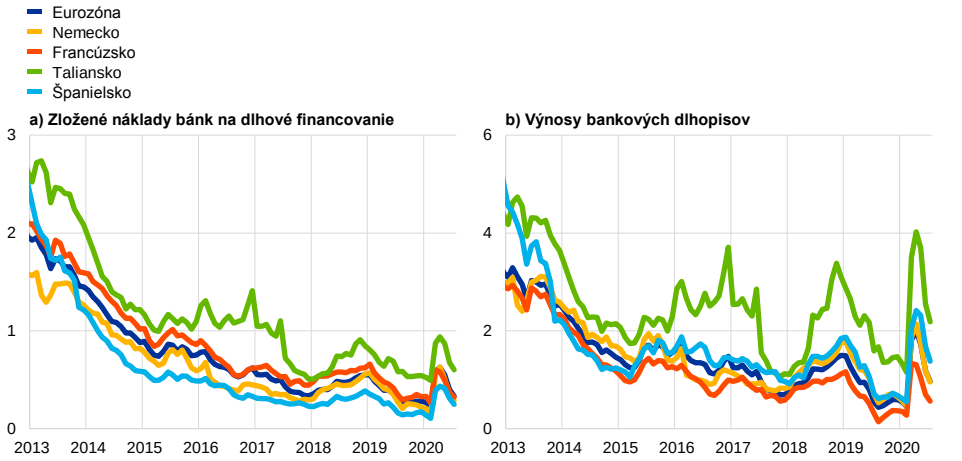
Náklady bánk na financovanie dlhu sa stabilizovali na nízkej úrovni, k čomu prispeli opatrenia menovej politiky ECB. Zložené náklady na dlhové financovanie bánk eurozóny, ktoré sa po vypuknutí pandémie COVID-19 zvýšili, v druhom štvrťroku 2020 mierne poklesli, ale zostali na úrovni pred pandémiou (graf 23). Bolo to spôsobené najmä poklesom výnosov dlhopisov, k čomu prispeli opatrenia menovej politiky ECB. Podmienky financovania bánk ťažia aj z poskytovania likvidity za veľmi priaznivých podmienok prostredníctvom tretej série cielených dlhodobejších refinančných operácií (TLTRO III), ako aj z priaznivého vplyvu programov APP a PEPP Európskej centrálnej banky na výnosy dlhopisov, čo zmierňuje riziko nepriaznivých účinkov na reálnu ekonomiku a finančný sektor počas pandémie. Výnosy z prednostných nezabezpečených bankových dlhopisov ťažili, vzhľadom na ich úzke prepojenie s podmienkami štátneho financovania, aj z poklesu výnosov z dlhopisov. K zlepšeniu podmienok na trhu krytých bankových dlhopisov prispieva aj tretí program nákupu krytých dlhopisov ECB (CBPP3). Okrem toho, úrokové miery vkladov bánk eurozóny, ktoré tvoria podstatnú časť financovania bánk, zostali v júli 2020 na historickom minime, čím prispeli k priaznivým podmienkam financovania dlhu bánk. Od nástupu krízy COVID-19 banky eurozóny čoraz viac uplatňujú záporné úrokové sadzby na vklady nefinančných spoločností, ktoré majú v držbe. Veľká časť financovania vkladov bánk, najmä retailových vkladov, má zároveň stále nulovú spodnú hranicu úrokových sadzieb a čisté úrokové marže bánk zostávajú na zníženej úrovni. Zatiaľ čo banky od globálnej finančnej krízy výrazne posilnili svoju odolnosť,

pandémia koronavírusu má vplyv na kapitálové pozície bánk vo forme nižšieho zhodnotenia aktív a potreby vyšších rezerv na straty z úverov.[11] Aj keď banky využívajú priaznivé podmienky financovania, obavy z negatívneho vplyvu pandémie na kapitálové pozície bánk naďalej ovplyvňujú náklady bánk na financovanie prostredníctvom trhu. Čo sa týka budúceho vývoja, ukončenie vládnych programov pomoci pravdepodobne prispeje k sprísneniu úverových podmienok bánk.

Graf 23

Zložené náklady bánk na dlhové financovanie

(zložené náklady na vklady a financovanie dlhu na nezabezpečenom trhu; v percentách za rok)



Zdroje: ECB, Markit iBoxx a výpočty ECB.
Poznámka: Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených dennými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi splatnými na požiadanie, ktoré sú vážené zodpovedajúcimi nesplatenými sumami. V prípade výnosov bankových dlhopisov ide o mesačné priemery dlhopisov najvyššej tranže. Posledné údaje sú z júla 2020.

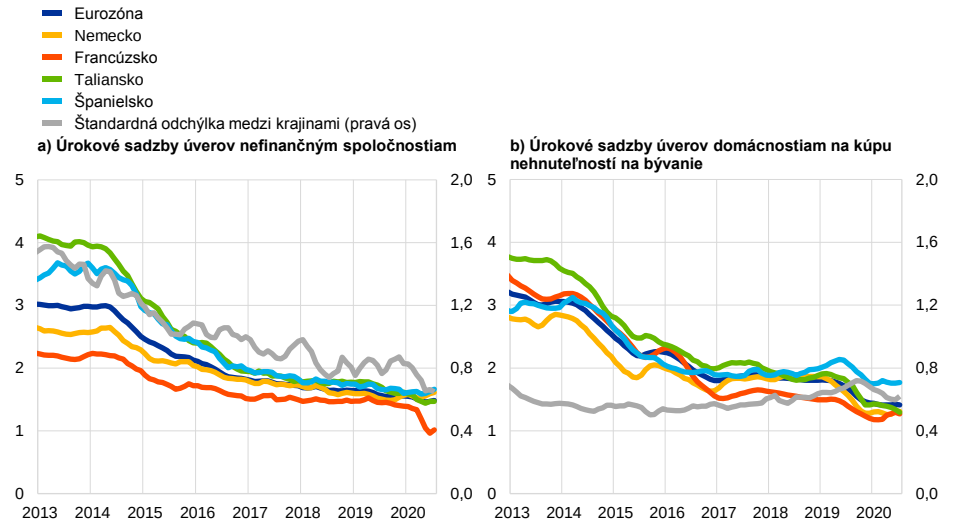
Veľmi priaznivé úrokové miery bankových úverov naďalej prispievali k hospodárskemu rastu. Zložené úrokové miery bankových úverov spoločnostiam a úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie zostali blízko svojich historických miním, pričom v júli boli na úrovni 1,51 %, resp. 1,40 % (graf 24). Tento vývoj sa pozoruje vo všetkých krajinách eurozóny a odráža oneskorené premietnutie zmien trhových úrokových mier do úrokových mier bankových úverov. Závažný ekonomický dosah pandémie na príjmy spoločností, vyhliadky domácností na zamestnanie a celkovú úverovú bonitu dlžníkov zároveň naďalej vyvíjali tlak na zvyšovanie úrokových sadzieb bankových úverov. Po predchádzajúcom poklese sa spread medzi úrokovými sadzbami bankových úverov na veľmi malé úvery a na veľké úvery v júni a júli vo všetkých veľkých krajinách eurozóny mierne zvýšil, ale zostal pod úrovňami zaznamenanými v marci. Vzhľadom na účinnosť opatrení prijatých ECB, orgánmi bankového dohľadu a vládami na podporu ponuky úverov boli tlaky na zvyšovanie úrokových sadzieb pod kontrolou.

[11] Pozri tiež publikáciu ECB Financial Stability Review z mája 2020.

Graf 24

Zložené úrokové sadzby bankových úverov vo vybraných krajinách eurozóny

(v percentách za rok; trojmesačný kĺzavý priemer)



Zdroj: ECB.
Poznámka: Ukazovateľ celkových nákladov na bankové úvery sa počíta agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb použitím 24-mesačných kĺzavých priemerov objemov nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú z júla 2020.

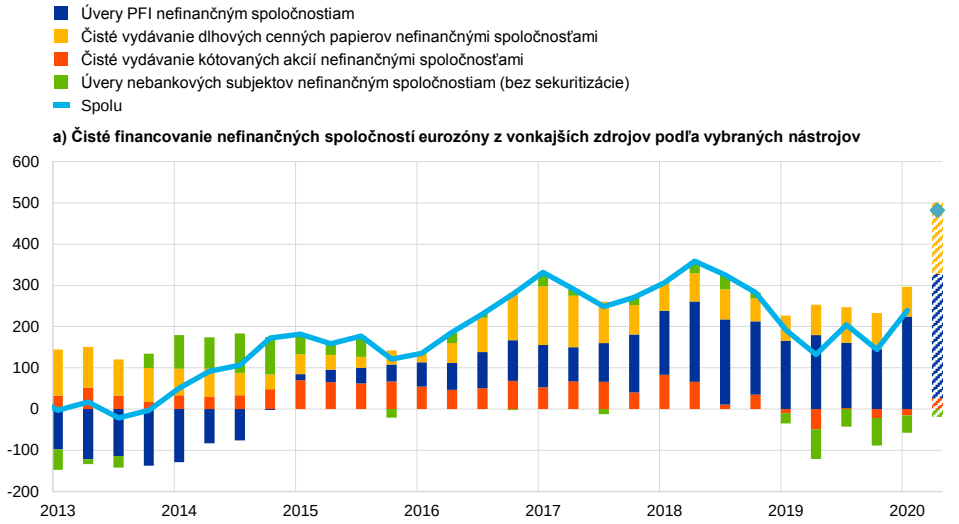
Odhaduje sa, že ročný tok celkového financovania nefinančných spoločností eurozóny z vonkajších zdrojov sa v druhom štvrťroku 2020 výrazne zvýšil, k čomu prispel pokles nákladov na financovanie nefinančných spoločností (časť b) grafu 25). Toto zvýšenie odráža pokračujúci pokles prevádzkových hotovostných tokov spoločností a ich vysoké finančné potreby v dôsledku pandemického šoku. Čisté vydávanie dlhových cenných papierov spoločnosťami zostalo v druhom štvrťroku na vysokej úrovni a ťažilo zo zužovania spreadov podnikových dlhopisov, k čomu prispelo rozšírenie programov ECB na nákup aktív APP a PEPP, ktoré zahŕňajú čisté nákupy podnikových dlhopisov. Výrazné využívanie úverov v druhom štvrťroku odzrkadľovalo zrýchľovanie ekonomického poklesu a pokračujúci prudký pokles tržieb podnikov a peňažných tokov na začiatku štvrťroka. K dopytu po bankových úveroch prispeli aj priaznivejšie úrokové sadzby bankových úverov (časť b) grafu 25). Čisté vydávanie kótovaných akcií zostalo v druhom štvrťroku 2020 tlmené, keďže počet nových obchodov prudko poklesol z dôvodu zhoršenia vyhliadok na zisk, aj napriek výraznému poklesu nákladov na kapitálové financovanie v dôsledku nižších rizikových prirážok. V druhom štvrťroku sa ďalej znížil objem úverov od nebankových subjektov (nepeňažných finančných inštitúcií). Celkovo boli toky financovania z vonkajších zdrojov v druhom štvrťroku 2020 vyššie ako v čase finančnej a dlhovej krízy, k čomu prispeli priaznivé podmienky financovania. Celkové nominálne náklady na financovanie nefinančných spoločností z vonkajších zdrojov, ktoré tvoria bankové úvery, vydávanie dlhových cenných papierov na trhu a financovanie prostredníctvom akcií, dosahovali koncom júna úroveň 4,4 %. Táto úroveň bola približne o 70 bázických bodov nižšia ako maximum v marci 2020 a len o 7 bázických bodov vyššia ako v januári 2020, keď dosiahla historické minimum. Odhaduje sa, že od konca júna do konca referenčného obdobia (9. septembra 2020) poklesli celkové náklady na financovanie o približne 24 bázických

bodov na 4,1 %, čo by bolo nové minimum. Je to v súlade s priaznivejšími podmienkami na trhu s bankovými úvermi a na trhu s dlhopismi, k čomu prispeli včasné a rozsiahle opatrenia zavedené menovými, dozornými a fiškálnymi orgánmi, ktoré pomohli znížiť neistotu a volatilitu na finančnom trhu.

Graf 25

Financovanie nefinančných spoločností eurozóny z vonkajších zdrojov

(ročné toky v mld. EUR – graf a); v percentách za rok – graf b)



Zdroje: Eurostat, Dealogic, ECB, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters a odhady ECB.
Poznámka: Graf a): Čisté financovanie z vonkajších zdrojov je súčet úverov PFI, čistej emisie dlhových cenných papierov, čistej emisie kótovaných akcií a úverov nepeňažných finančných inštitúcií. Úvery PFI sú upravené o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Úvery nepeňažných finančných inštitúcií zahŕňajú úvery ostatných finančných inštitúcií a poisťovní a dôchodkových fondov bez sekuritizovaných úverov. Šrafovaný stĺpec a svetlomodrý kosoštvorec označujú modelové odhady za druhý štvrťrok 2020. Graf b): Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností sa počítajú ako vážený priemer nákladov na poskytovanie bankových úverov, nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a kapitálové financovanie na základe ich príslušných nesplatených súm. Tmavomodrý kosoštvorec označuje modelové odhady celkových nákladov na financovanie v septembri 2020 za predpokladu, že úrokové sadzby bankových úverov zostanú nezmenené na úrovni z júla 2020. Posledné údaje na grafe a) sú za prvý štvrťrok 2020 v prípade údajov o účtoch eurozóny; odhady za druhý štvrťrok 2020 na základe údajov z položiek súvahy ECB (bilančných položiek) a údajov o cenných papieroch, ako aj údajov Dealogic. Posledné údaje na grafe b) sú z 9. septembra 2020 v prípade nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu (mesačný priemer denných údajov), zo 4. septembra 2020 v prípade nákladov na kapitálové financovanie (týždenné údaje) a z júla 2020 v prípade nákladov na poskytovanie úverov (mesačné údaje).

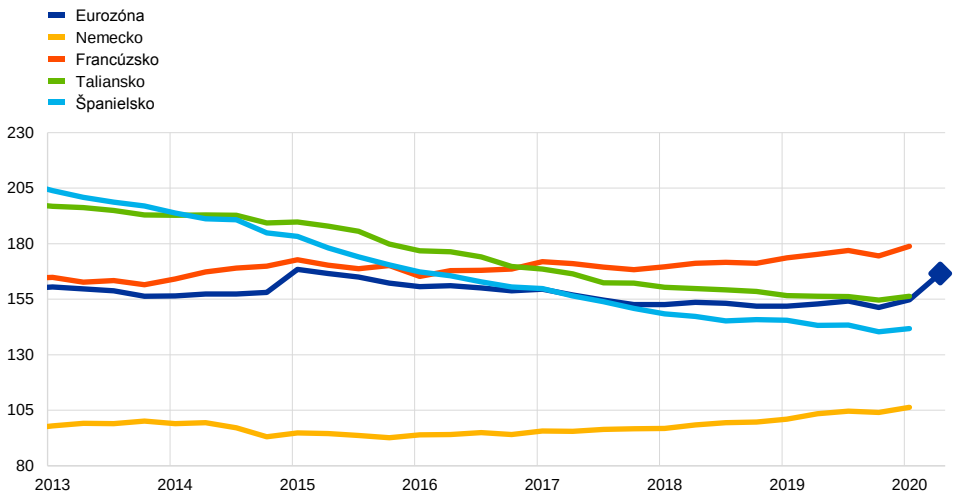
Hrubá zadlženosť nefinančných spoločností eurozóny sa výrazne zvýšila, tesne pod maximum zaznamenané začiatkom roka 2015. Pomer hrubého dlhu z hľadiska pridanej hodnoty spoločností sa v druhom štvrťroku 2020 zvýšil o 12 percentuálnych bodov, čím sa kumulatívny nárast od konca roku 2019 zvýšil na 15 percentuálnych bodov (graf 26). Plošný nárast hrubej zadlženosti nefinančných spoločností sa vysvetľuje častejším využívaním dlhového financovania a výrazným poklesom hrubej pridanej hodnoty. Spoločnosti umiestňovali podstatnú časť výnosov z nových bankových úverov a vydávania dlhových cenných papierov do vkladov na prefinancovanie potrieb prevádzkového kapitálu a potrebných investícií, ako aj na prípravu na prípadný nedostatok hotovosti v nasledujúcich mesiacoch. Vo výsledku sa pomer čistého dlhu a financovania z cudzích zdrojov v účtovnej hodnote zvýšil oveľa menej ako hrubé zadlženie. Bez ohľadu na prudký nárast zadlženia spoločností sa preto finančná zraniteľnosť tohto odvetvia zvýšila iba mierne. Táto priaznivá konštelácia je podmienená trvalou politickou pomocou, jednak vo forme akomodačnej menovej politiky, ktorá udržuje náklady na obsluhu zvýšeného dlhového zaťaženia pod kontrolou, a jednak vo forme rozsiahlych fiškálnych intervencií, a to aj prostredníctvom programov štátnej záruky a moratórií. ktoré zachovávajú kapacitu

bankových úverov na kompenzáciu klesajúcich podnikových peňažných tokov. Tento vývoj celkovo poukazuje na riziko, že nefinančné spoločnosti by mohli počas prebiehajúceho zotavovania menej podporovať obchodné investície, najmä ak by sa podporné opatrenia ukončili náhle.

Graf 26

Hrubá zadlženosť nefinančných spoločností vo vybraných krajinách eurozóny

(percentá hrubej pridanej hodnoty nefinančných spoločností)



Zdroje: ECB, Eurostat a odhady ECB.
Poznámka: Dlh je definovaný ako súčet všetkých úverov poskytnutých nefinančným spoločnostiam bez úverov v rámci sektora, vydaných dlhových cenných papierov a dôchodkových záväzkov. Modry kosoštvorec znázorňuje modelové odhady za druhý štvrťrok 2020.

6 Fiškálny vývoj

Pandémia koronavírusu (COVID-19) má naďalej mimoriadne veľký vplyv na verejné financie v eurozóne. V počiatočných fázach krízy sa veľká časť vplyvu týkala opatrení na zmiernenie záťaže pre podniky, pracovníkov a domácnosti a na zachovanie výrobnej kapacity v hospodárstve. Politická reakcia sa postupne posunula smerom k opatreniam zameraným na rýchle opätovné naštartovanie ekonomiky a jej prípravu na budúcnosť po skončení pandémie. Fiškálne náklady na tieto opatrenia boli vo všetkých krajinách eurozóny veľmi vysoké, aj keď rozsah záťaže a schopnosť reagovať sa v jednotlivých krajinách líšia. Je preto veľmi vítané, že Európa zareagovala koordinovanými fiškálnymi opatreniami, naposledy pomocou fondu Next Generation EU (NGEU; EÚ pre ďalšie generácie), ktorý dopĺňa fiškálne opatrenia na vnútroštátnej úrovni. Je dôležité, aby po rozhodnutí Európskej rady nasledovali praktické politické kroky a aby fiškálne opatrenia, prijaté v reakcii na núdzovú situáciu zapríčinenú pandémiou, boli čo najviac cielené a dočasné. V dôsledku hospodárskeho poklesu a výraznej fiškálnej podpory sa predpokladá, že deficit rozpočtu verejnej správy eurozóny sa v roku 2020 výrazne zvýši na 8,8 % HDP, v porovnaní s 0,6 % v roku 2019. Pomer deficitu by mal klesnúť na 4,9 % HDP v roku 2021 a na 3,6 % HDP v roku 2022. Rozsiahle fiškálne opatrenia prijaté v roku 2020 viedli okrem zápornej cyklickej zložky v dôsledku zhoršenia makroekonomickej situácie aj k zodpovedajúcemu zhoršeniu cyklicky upraveného primárneho salda. K očakávanému zlepšeniu by malo prispieť postupné uvoľňovanie núdzových opatrení a zlepšenie cyklickej situácie. Neistota okolo čerpania prostriedkov z fondu NGEU a prijímanie ďalších krízových opatrení v niektorých krajinách predstavujú riziká zhoršujúce výhľad verejných financií. Krajiny eurozóny taktiež poskytli záruky na úvery vo výške takmer 20 % HDP s cieľom znížiť riziká v podnikovom sektore. Tieto záruky tvoria významné podmienené záväzky, ktorých prípadná realizácia negatívne ovplyvní deficity. Vzhľadom na fiškálne opatrenia a zhoršovanie hospodárskej situácie by mal celkový pomer dlhu eurozóny v roku 2020 prudko stúpnuť a počas celého horizontu projekcií zotrvať na zvýšenej úrovni.

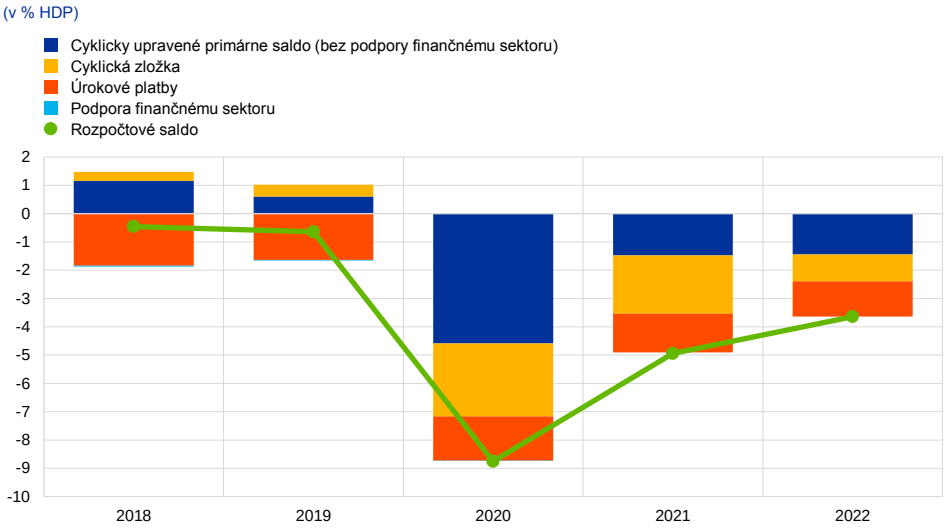
Saldo rozpočtu verejnej správy v eurozóne by malo podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2020 prudko klesnúť a v rokoch 2021 a 2022 by sa malo čiastočne oživiť.[12] Podľa týchto projekcií by sa mal pomer deficitu verejnej správy eurozóny zvýšiť z 0,6 % HDP v roku 2019 na 8,8 % HDP v roku 2020 a následne by mal klesnúť na 4,9 % v roku 2021 a na 3,6 % v roku 2022 (graf 27). Pokles rozpočtového salda v roku 2020 možno do značnej miery pripísať zhoršeniu cyklicky upraveného primárneho salda v dôsledku opatrení na podporu hospodárstva v objeme približne 4,5 % HDP, z čoho najväčšiu časť tvoria dodatočné výdavky, a to najmä vo forme transferov a dotácií firmám a domácnostiam vrátane systémov skráteného pracovného času. Prispela k nemu aj výrazná záporná cyklická zložka, keďže hospodárstvo eurozóny sa momentálne nachádza v hlbokej recesii.[13] Pod následné zlepšenie by sa malo podpísať oživenie cyklicky upraveného primárneho salda, pretože v súčasnosti sa očakáva, že väčšina podporných opatrení by sa mala od konca tohto roka a v roku 2021 postupne ukončovať. Príspevok

[12] Viac v článku Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – september 2020 uverejnenom na internetovej stránke ECB dňa 10. septembra 2020.

[13] Treba poznamenať, že súčasné rozloženie cyklu a trendov sprevádza nezvyčajne vysoká miera neistoty.

hospodárskeho cyklu by sa mal zlepšovať iba pozvoľnejšie a počas celého horizontu projekcií by mal zostať negatívny.

Graf 27
Rozpočtové saldo a jeho zložky



Zdroj: ECB a makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2020.
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy v eurozóne.

Okrem podpory hospodárstiev vo forme fiškálnych opatrení krajiny eurozóny tiež podporili likviditné pozície podnikov poskytnutím významného objemu záruk za úvery. V prípade eurozóny ako celku tieto záruky predstavujú približne 20 % HDP, výška záruk poskytnutých v jednotlivých krajinách sa však výrazne líši. Záruky za úvery sú podmienenými záväzkami vlád, objem realizovaných záruk preto bude predstavovať ďalšie verejné výdavky.

V porovnaní s projekciami odborníkov Eurosystému z júna 2020 je aktualizovaný fiškálny výhľad mierne menej priaznivý na roky 2020 a 2021, ale o niečo priaznivejší na rok 2022. Saldo rozpočtu verejnej správy eurozóny ako podiel na HDP sa upravilo smerom nadol o 0,2 percentuálneho bodu v roku 2020 a o 0,1 percentuálneho bodu v roku 2021, a smerom nahor o 0,2 percentuálneho bodu v roku 2022. Vyššie fiškálne deficity v rokoch 2020 a 2021 sú spôsobené predovšetkým uvoľneným cyklicky upraveným saldom, keď krajiny zavádzali ďalšie podporné opatrenia alebo rozširovali existujúce opatrenia. Toto fiškálne uvoľnenie je čiastočne vykompenzované menej nepriaznivou cyklickou zložkou a o niečo nižšími očakávanými splátkami úrokov. Mierne zlepšený výhľad na rok 2022 je spôsobený kombináciou nižších úrokových platieb a lepšej cyklickej zložky, ktoré viac ako kompenzujú uvoľnené cyklicky upravené primárne saldo.

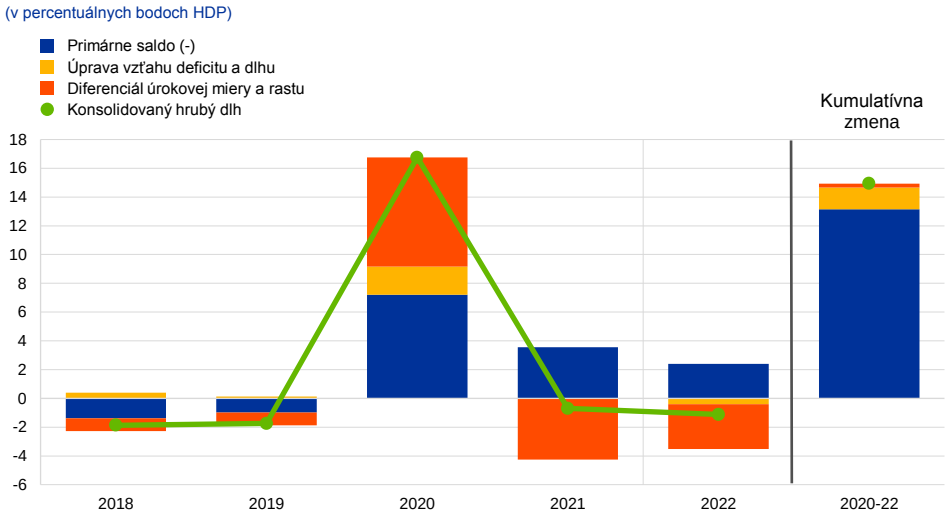
Odhaduje sa, že agregovaná fiškálna pozícia eurozóny bude v roku 2020 výrazne akomodačná, vzhľadom na postupné uvoľnenie väčšiny podporných

opatrení by však mala byť v roku 2021 kontrakčná.[14] Fiškálna pozícia bola podľa odhadov v roku 2019 mierne expanzívna a predpokladá sa, že v roku 2020 bude výrazne akomodačná na úrovni 5,4 % HDP. V roku 2021 by naopak mala byť kontrakčná na úrovni 3,1 % HDP, keďže v súčasnosti sa očakáva, že väčšina podporných opatrení zavedených počas pandémie by sa mala v budúcom roku postupne ukončiť. Celkové rozpočtové saldo aj napriek tomu zostane výrazne záporné, keďže rozpočtové nástroje naďalej podporujú hospodárske oživenie, v neposlednom rade prostredníctvom automatických stabilizátorov.[15] V roku 2022 by fiškálna pozícia mala byť neutrálna.

Predpokladá sa, že agregovaný pomer verejného dlhu k HDP za eurozónu sa v roku 2020 zvýši na 100,7 % HDP a neskôr bude iba veľmi postupne klesať. Nárast o 16,6 percentuálneho bodu v porovnaní s rokom 2019 do veľkej miery spôsobili vysoké primárne deficity, veľmi nepriaznivé diferenciály úrokovej miery a rastu a výrazná úprava vzťahu deficitu a dlhu z dôvodu politických opatrení prijatých v súvislosti s pandémiou. Klesajúce, hoci naďalej výrazné primárne deficity v rokoch 2021 a 2022 viac než vykompenzujú kladné príspevky zlepšujúcich sa diferenciálov úrokovej miery a rastu v dôsledku oživujúcej sa hospodárskej aktivity a negatívna úprava vzťahu deficitu a dlhu v roku 2022 (graf 28). Pomer dlhu k HDP by preto mal na konci roka 2022 dosiahnuť úroveň 98,9 %, čo v porovnaní s projekciami z júna 2020 predstavuje úpravu smerom nadol o 1,1 percentuálneho bodu, najmä z dôvodu priaznivejšieho diferenciálu úrokovej miery a rastu v horizonte projekcií.

Graf 28

Faktory zmeny verejného dlhu



Zdroj: ECB a makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2020.
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy v eurozóne.

[14] Fiškálna pozícia okrem automatickej reakcie verejných financií na obchodný cyklus odzrkadľuje aj nasmerovanie a veľkosť fiškálnych stimulov pre hospodárstvo. Meria sa tu ako zmena pomeru cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od štátnej pomoci finančnému sektoru. Koncepcia fiškálnej pozície eurozóny sa podrobne rozoberá v článku s názvom The euro area fiscal stance, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

[15] Viac podrobností sa nachádza v článku Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis v anglickom vydaní tohto *Ekonomického bulletinu*.

Ambiciózna a koordinovaná fiškálna pozícia zostáva kritická z hľadiska veľkej, ale nerovnomernej záťaže spôsobenej pandémiou koronavírusu. V tomto ohľade je preto mimoriadne vítané, že Európska rada schválila fond NGEU, ktorý po prvýkrát zavádza dočasný európsky rozpočet, ktorý doplní fiškálne stabilizátory na vnútroštátnej úrovni. Tento fond má potenciál významne podporiť regióny a odvetvia najviac postihnuté pandémiou, posilniť jednotný trh a vytvoriť predpoklady trvalej a prosperujúcej obnovy. Je dôležité, aby po rozhodnutí Európskej rady nasledovali praktické politické kroky a aby fiškálne opatrenia, prijaté v reakcii na núdzovú situáciu zapríčinenú pandémiou, boli čo najviac cielené a dočasné.

Boxy

1 Bulharský lev a chorvátska kuna v mechanizme výmenných kurzov (ERM II)

Ettore Dorrucci, Michael Fidora, Christine Gartner a Tina Zumer

Bulharský lev a chorvátska kuna boli 10. júla 2020 zahrnuté do mechanizmu výmenných kurzov (ERM II). Toto rozhodnutie bolo výsledkom vzájomnej dohody ministrov financií krajín eurozóny, prezidentky Európskej centrálnej banky a ministrov financií a guvernérov centrálnych bánk Dánska, Bulharska a Chorvátska. Dohode predchádzal spoločný postup, ktorý zahŕňal Európsku komisiu a Hospodársky a finančný výbor. Zapojenie do mechanizmu ERM II predstavuje posledný krok komplexného plánu na stanovenie procesu, ktorý charakterizovala konštruktívna spolupráca medzi bulharskými a chorvátskymi orgánmi a protistranami v rámci ERM II, a ktorý bol založený na dôkladnom hospodárskom posudzovaní a uplatňovaní zásady rovnakého zaobchádzania.

Mechanizmus ERM II bol zavedený v roku 1999 ako jeden zo spôsobov posudzovania miery konvergencie jednotlivých krajín k eurozóne. Mechanizmus plní dva hlavné účely. Jednak má slúžiť ako systém riadenia výmenných kurzov mien zúčastnených krajín voči euru, a zároveň má pomáhať pri posudzovaní miery konvergencie v procese prijímania eura v súlade s článkom 140 Zmluvy o fungovaní Európskej únie. Účasť v mechanizme ERM II preto nie je iba po právnej stránke jedným z hlavných prvkov konvergenčného kritéria stability výmenného kurzu, slúži tiež ako jeden z nástrojov na testovanie udržateľnosti konvergencie pred a po prijatí eura. Keďže jednou z podmienok neskoršieho prijatia eura je účasť v ERM II po dobu najmenej dvoch rokov bez výrazného napätia, od všetkých členských štátov EÚ sa očakáva, že sa v určitej fáze do mechanizmu zapoja.

Mechanizmus ERM II je mnohostranný systém pevných, ale korigovateľných výmenných kurzov, ktorý menám zúčastnených krajín stanovuje centrálny výmenný kurz (paritu) voči euru a štandardné fluktuačné pásmo v rozpätí ±15 % okolo tejto parity. Medzi ďalšie hlavné črty patria intervencie centrálnych bánk na hranici dohodnutého fluktuačného pásma a dostupnosť veľmi krátkodobého financovania pre zúčastnené centrálne banky. Pri vstupe do ERM II sa môžu národné centrálne banky jednostranne zaviazať k dodržiavaniu užšieho fluktuačného pásma bez toho, aby tým pre ECB a ostatných účastníkov mechanizmu vznikli akékoľvek dodatočné povinnosti.[16] Prehodnotenie centrálnej parity (ako napríklad v prípade slovenskej koruny) alebo korekcia šírky fluktuačného pásma počas účasti v mechanizme ERM II môžu byť nevyhnutné, ak v prípade príslušnej členskej krajiny dôjde k výraznej zmene rovnovážneho výmenného kurzu alebo v dôsledku prijímania nekonzistentných hospodárskych politík. Intervencie na hranici fluktuačného pásma

[16] O mnohostranne dohodnutých pásmach, ktoré sú užšie ako štandardné, možno uvažovať len vo veľmi pokročilom štádiu konvergencie. Taký je prípad dánskej koruny, pre ktorú voči euru platí mnohostranne dohodnuté fluktuačné pásmo v rozpätí ±2,25 %.

sú v zásade automatické a neobmedzené. ECB a zúčastnené národné centrálne banky však môžu tieto intervencie kedykoľvek pozastaviť, ak sú v rozpore s prvoradým cieľom, ktorým je udržiavanie cenovej stability.

Prax ukazuje, že mechanizmus ERM II vyhovuje rôznym režimom výmenného kurzu, ako je tomu v súčasnosti v prípade Bulharska a Chorvátska. Mechanizmus poskytuje dostatok priestoru na kompenzáciu šokov a vývoja na trhu. Zároveň podporuje zapojenie formou jednostranného záväzku prísne riadených alebo viazaných režimov výmenného kurzu, a dokonca aj režimov menovej rady.[17] Režim menovej rady využívali pred prijatím eura Eesti Pank a Lietuvos bankas a v súčasnosti ho využíva Българска народна банка (Bulharská národná banka). Hrvatska narodna banka udržiava stabilitu výmenného kurzu kuny voči euru s cieľom dosiahnuť svoj prvoradý cieľ cenovej stability, nezaviazala sa však k pevnému výmennému kurzu. V každom prípade, predtým ako ECB a Európska komisia vypracujú konvergenčné správy, ktoré by mohli zahŕňať kladné hodnotenie, pokiaľ ide o prijatie eura, zúčastnené krajiny musia v mechanizme zotrvať po dobu najmenej dvoch rokov.[18]

Aj keď sa proces vedúci k účasti v mechanizme ERM II postupne vyvíjal, vždy zostával založený na zásade rovnakého zaobchádzania. Pri poslednej etape rozšírenia mechanizmu ERM II pred 15 rokmi museli pristupujúce krajiny prijať a zverejniť pevný, aj keď všeobecný záväzok týkajúci sa uplatňovania politík zameraných na stabilitu. Nasledujúce roky priniesli v súvislosti s globálnou finančnou krízou niekoľko dôležitých poučení v oblasti politík. Kríza zasiahla nielen eurozónu, ale aj viaceré krajiny, ktorých meny boli zahrnuté do ERM II. Výsledkom reformy správy ekonomických záležitostí eurozóny zavedenej po odznení krízy bol prísnejší hospodársky a fiškálny dohľad a zriadenie bankovej únie. V rovnakom období sa tiež zreteľnejšie ukázal možný významný dosah účasti v mechanizme ERM II, keďže predstavuje režimový posun, ktorý dokáže pozmeniť hospodárske motivácie zahraničných a domácich investorov. Po vstupe do mechanizmu sa v niektorých krajinách prudko zvýšil hrubý prílev kapitálu iného ako priame zahraničné investície, a to aj v porovnaní s inými krajinami v regióne v tom istom období. V niektorých prípadoch sa tento vývoj ukázal ako neudržateľný a v nasledujúcich rokoch viedol k epizódam výrazného poklesu kapitálových tokov.

Jedným z hlavných poučení z globálnej finančnej krízy bolo, že vysoká kvalita inštitúcií a správne riadenie pomáhajú v období pred prijatím eura znižovať riziko vzniku nadmerných nerovnováh. Vyššia štrukturálna odolnosť vytvára vhodné podmienky na alokáciu kapitálu produktívnym podnikom namiesto dobyvateľov renty, čo zrýchľuje proces dobiehania hospodársky rozvinutejších členských krajín a zamedzuje vzniku bublín. Správne riadenie zároveň znamená,

---

17 Stanovisko Rady guvernérov Európskej centrálnej banky k problematike výmenných kurzov pristupujúcich krajín, ECB, Frankfurt nad Mohanom, 18. decembra 2003.

18 Rozhodnutie o prijatí eura prijíma Rada Európskej únie v súlade s príslušnými ustanoveniami Zmluvy. Po konzultácii s Európskym parlamentom a diskusii v Európskej rade Rada na návrh Komisie rozhodne o tom, ktoré z oprávnených členských štátov nepatriacich do eurozóny spĺňajú podmienky potrebné na prijatie eura. Rozhodnutie sa prijíma na základe viacerých kritérií, ktoré sú uvedené v článku 140 Zmluvy o fungovaní Európskej únie. Správy o plnení uvedených kritérií, tzv. konvergenčné správy, vypracúvajú ECB a Európska komisia. Rada koná na základe odporúčania kvalifikovanej väčšiny členských štátov, ktorých menou je euro.

že tvorcovia politík sú schopní odolávať tlakom záujmových skupín namiereným proti zavádzaniu potrebných reforiem a tvorbe rezerv v bežných a dobrých časoch, vrátane prijímania makroprudenciálnych a fiškálnych opatrení s proticyklickým účinkom. Tieto poučenia a skúsenosti s vývojom sa v posledných niekoľkých rokoch premietli aj do plánu na dosiahnutie účasti v mechanizme ERM II, ktorý vypracovali vnútroštátne orgány Bulharska a Chorvátska v spolupráci s protistranami v rámci ERM II.

Zahrnutie meny do mechanizmu ERM II sa riadi postupom stanoveným v Uznesení Európskej rady zo 16. júna 1997.[19] Rozhodnutia o účasti v ERM II sú prijímané vzájomnou dohodou protistrán v rámci ERM II, teda dosiahnutím konsenzu, pokiaľ ide o uplatňovanie udržateľných politík zo strany členského štátu, ktorý žiada o zahrnutie svojej meny do mechanizmu ERM II. Neskôr bolo upresnené, že dosiahnutie konsenzu závisí od splnenia troch základných požiadaviek: i) zapracovanie poučení z minulých kríz, ii) zohľadnenie vzniku bankovej únie a iii) uznanie potreby náležite zohľadniť všetky slabé miesta konkrétnej krajiny, ktoré je potrebné riešiť, aby bolo možné zaručiť bezproblémovú účasť v mechanizme výmenných kurzov.

Na základe tohto prístupu bulharské a chorvátske orgány identifikovali viaceré predchádzajúce politické záväzky, ktoré boli následne formálne prijaté Bulharskom v lete 2018 a Chorvátskom v lete 2019. Záväzky boli navrhnuté v spolupráci s protistranami v rámci ERM II a krajiny ich museli ešte pred svojou účasťou v ERM II splniť na báze dobrovoľnosti. Záväzky odrážajú súčasnú realitu primeraným, proporčným a motivovaným spôsobom. Vo svojej podstate musia byť konkrétne, realistické a overiteľné, a zároveň musia byť implementované, monitorované a overené v relatívne krátkom čase. Plnenie záväzkov monitoruje a hodnotí ECB a Európska komisia, pričom každá z inštitúcií koná v rámci svojej pôsobnosti. ECB dozerá na oblasť bankového dohľadu a makroprudenciálnej politiky a Európska komisia na oblasť štrukturálnej politiky (fiškálne politiky spadajú pod ustanovenia Paktu stability a rastu).

S cieľom zaručiť udržateľnú konvergenciu k eurozóne Bulharsko a Chorvátsko prijali pri vstupe do ERM II dňa 10. júla 2020 aj ďalšie politické záväzky.[20] V súlade s doterajšou praxou, Bulharsko a Chorvátsko prijali na začiatku svojej účasti v mechanizme ERM II dobrovoľné politické záväzky, známe tiež ako povstupové záväzky. Dohodu o účasti bulharského leva a chorvátskej kuny v mechanizme ERM II sprevádzal aj pevný záväzok príslušných vnútroštátnych orgánov uplatňovať zdravé hospodárske politiky, ktorých cieľom bude zachovať hospodársku a finančnú stabilitu a dosiahnuť vysoký stupeň udržateľnej hospodárskej konvergencie. Tieto orgány budú spolu so zodpovedajúcimi orgánmi Európskej únie v príslušných rámcoch pozorne sledovať vývoj v oblasti makroekonomickej politiky a postup implementácie prijatých opatrení. Vo všeobecnosti pôsobil proces vedúci k účasti v ERM II ako katalyzátor reforiem, ktoré pomôžu zmierniť riziká v rámci ERM II s cieľom následného

---

19 Uznesenie Európskej rady o zriadení mechanizmu výmenných kurzov v tretej etape hospodárskej a menovej únie (Ú. v. EÚ C 236, 2.8.1997, s. 5).

20 Viac v komuniké týkajúcich sa ERM II na internetovej stránke ECB, v prihláškach jednotlivých krajín a v zozname povstupových záväzkov Bulharska a Chorvátska.

prijatia eura. Aj keď uvedené reformy tieto riziká úplne neodstránia, ich význam pri príprave na udržateľnú účasť v menovej únii by sa nemal podceňovať.

Bulharský lev a chorvátska kuna boli dňa 10. júla 2020 zahrnuté do mechanizmu ERM II s aktuálnymi výmennými kurzmi. Bulharský lev bol zapojený do ERM II s centrálnou paritou stanovenou na úrovni 1,95583 leva za euro, čo zodpovedá pevne stanovenému výmennému kurzu v rámci bulharskej menovej rady. Chorvátska kuna bola zapojená do ERM II s centrálnou paritou stanovenou na úrovni 7,53450 kuny za euro, čo zodpovedá trhovému kurzu prevládajúcemu v čase zapojenia meny dňa 10. júla 2020.

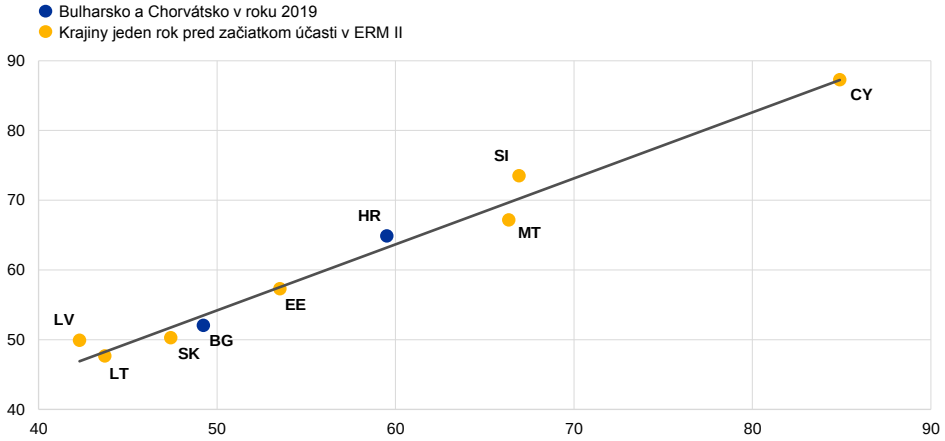
Zahrnutie oboch mien s aktuálnymi výmennými kurzmi odráža skutočnosť, že Bulharsko aj Chorvátsko dosahovali vynikajúce výsledky, pokiaľ ide o stabilitu výmenného kurzu, pri ktorej obe ekonomiky prešli procesom výraznej konsolidácie externých pozícií. Už viac ako dve desaťročia Българска народна банка (Bulharská národná banka) uplatňuje režim menovej rady, v rámci ktorého sa zaviazala vymieňať levy voči euru pevne stanoveným výmenným kurzom. Hrvatska narodna banka uplatňuje kurzový režim s riadeným pohyblivým výmenným kurzom, v rámci ktorého sa kuna pohybuje v relatívne úzkom rozpätí okolo svojho priemerného výmenného kurzu voči euru. Hoci v základných princípoch fungovania sa uvedené režimy odlišujú, ich uplatnenie sa v prípade oboch ekonomík ukázalo ako prospešné. Predovšetkým potvrdili svoju odolnosť v časoch obrovského napätia na finančných trhoch vrátane pokračujúcej pandémie koronavírusu (COVID-19). Po prepuknutí globálnej finančnej krízy navyše obe krajiny prešli procesom výraznej konsolidácie externých pozícií. Ten okrem iného zahŕňal korekciu vysokých schodkov bežného účtu, ktoré sa medzičasom zmenili na prebytky. Výsledkom bol výrazný pokles čistých externých záväzkov, pričom obe centrálne banky si vytvorili pohodlné vankúše, pokiaľ ide o devízové rezervy.

Reštrukturalizácia externých pozícií bola v oboch krajinách spojená s nominálnou korekciou, pričom cenové hladiny jednoznačne odrážali stav konvergencie týchto dvoch ekonomík. V období pred globálnou finančnou krízou zaznamenali obe krajiny výrazný rast cien a nákladov. Čiastočne išlo o nepriamy dôsledok procesu reálnej konvergencie, teda skutočnosti, že obe krajiny dobiehali zvyšok Európskej únie, pokiaľ ide o príjmové hladiny. Globálna finančná kríza však v Bulharsku aj Chorvátsku spôsobila určitú korekciu cenových aj nákladových hladín. Súčasné cenové hladiny v týchto krajinách vo vzťahu k eurozóne tak plne zodpovedajú príjmovým hladinám vo vzťahu k eurozóne. Skutočnosť, že tieto hladiny sú aj naďalej výrazne pod úrovňou eurozóny, nepredstavuje prekážku účasti v mechanizme ERM II. Skúsenosti z minulosti naopak ukázali, že aj krajiny, ktoré boli do ERM II zapojené pri porovnateľnom alebo dokonca menej pokročilom stave konvergencie, dokázali euro úspešne zaviesť. V tomto smere dôležitejším predpokladom úspešnej účasti v ERM II je, že cenové hladiny v krajine zodpovedajú príjmovým hladinám (graf A) a celkovo jej ekonomickým fundamentom.

Graf A

HDP na obyvateľa a cenové hladiny vo vzťahu k eurozóne

(v %; os x: HDP na obyvateľa vo vzťahu k eurozóne; os y: cenová hladina vo vzťahu k eurozóne)



Zdroj: ECB.

2 Vylepšené ukazovatele efektívneho výmenného kurzu ECB

Michael Fidora a Martin Schmitz

Efektívny výmenný kurz (effective exchange rate – EER) meny je index váženého priemeru jej bilaterálnych výmenných kurzov voči menám vybraných obchodných partnerov; reálny EER sa odvodzuje očistením nominálneho indexu o relatívne ceny alebo náklady.[21] Systém váh používaný na agregáciu bilaterálnych kurzov zohľadňuje relatívnu dôležitosť jednotlivých krajín ako obchodných partnerov. Nominálny EER vážený obchodom predstavuje súhrnný ukazovateľ vonkajšej hodnoty meny, zatiaľ čo reálny EER vážený obchodom je najčastejšie používaným ukazovateľom medzinárodnej cenovej a nákladovej konkurencieschopnosti ekonomiky.

ECB nedávno vylepšila spôsob výpočtu indexov EER eura, aby zohľadnila vývoj prepojení v rámci medzinárodného obchodu a najmä rastúcu dôležitosť medzinárodného obchodu so službami.[22] ECB aktualizuje obchodné váhy používané pri výpočte svojich indexov EER každé tri roky s cieľom včas zachytiť strednodobé zmeny vo vývoji obchodu eurozóny. Pri poslednej úprave, ktorá bola dokončená v júli 2020, ECB do systému váh okrem obchodu vo výrobe zahrnula aj obchod so službami.[23] Hoci výroba naďalej zodpovedá za najväčšiu časť obchodu eurozóny, obchod so službami naberá v dôsledku globalizácie a digitalizácie v posledných desaťročiach na dôležitosti a na konci roka 2019 predstavoval približne 30 % obchodu eurozóny.[24] Väčší rozsah údajov okrem toho uľahčil zahrnutie obchodu so službami na základe zavedenej metodiky ECB. Zároveň sa zvýšil počet obchodných partnerov zahrnutých do indexov EER z 38 na 42, čo zodpovedá takmer 90 % obchodu eurozóny v oblasti výroby a služieb.[25]

Nové obchodné váhy ukazujú stagnujúce postavenie rozvíjajúcich sa trhových ekonomík, ktorých dôležitosť ako obchodných partnerov eurozóny rástla počas nultých rokov 21. storočia, ako aj rastúcu dôležitosť členských štátov EÚ zo strednej a východnej Európy (graf A). Vzhľadom na ich hlbšiu integráciu do európskych hodnotových reťazcov sa zložený podiel členských štátov EÚ zo strednej a východnej Európy na obchode eurozóny zvýšil v rokoch 2016 až 2018 takmer na

21 Pre jednotlivé krajiny eurozóny sa počítajú harmonizované ukazovatele konkurencieschopnosti (harmonised competitiveness indicator – HCI), ktoré využívajú rovnakú metodiku a údaje ako indexy EER eura. Tieto ukazovatele boli vylepšené rovnakým spôsobom ako indexy EER.

22 Prehľad metodiky použitej pri výpočte indexov EER sa nachádza v Schmitz, M., De Clercq, M., Fidora, M., Lauro, B. a Pinheiro, C.: Revisiting the effective exchange rates of the euro, *Journal of Economic and Social Measurement*, Vol. 38, No 2, 2013, pp. 127-158; a v Brisson, R. a Schmitz, M: The ECB's enhanced effective exchange rates and harmonised competitiveness indicators – an updated weighting scheme including trade in services, *Statistics Paper Series*, ECB (pripravuje sa).

23 V rámci tejto úpravy boli do radu pridané priemerné obchodné váhy za trojročné obdobie od 2016 do 2018 a zároveň boli revidované váhy za predchádzajúce obdobia (od 1995 do 2015).

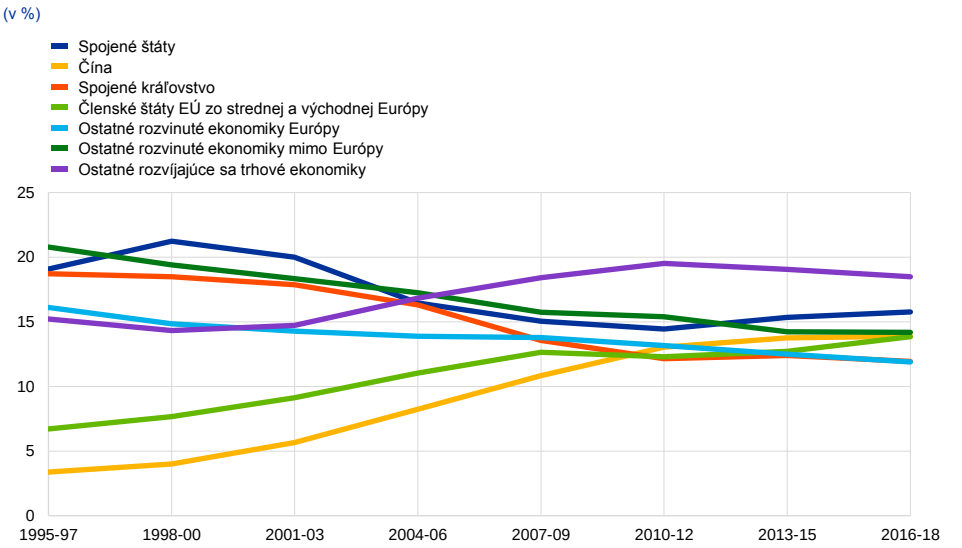
24 Obchod so službami prevyšuje obchod vo výrobe v Luxembursku, na Cypre, na Malte, v Írsku a v Grécku (v zostupnom poradí).

25 Po pridaní Kolumbie, Peru, Saudskej Arábie, Ukrajiny a Spojených arabských emirátov tak skupina obchodných partnerov zahŕňa všetky krajiny EÚ, G20 a Organizácie pre ekonomickú spoluprácu a rozvoj nepatriace do eurozóny, ako aj Alžírsko, osobitnú autonómnu oblasť Hongkong, Malajziu, Maroko, Peru, Filipíny, Taiwan, Thajsko, Spojené arabské emiráty a Ukrajinu. Venezuela bola vzhľadom na ťažkosti pri získavaní spoľahlivých hospodárskych štatistík a nízku dôležitosť ako obchodného partnera eurozóny zo skupiny obchodných partnerov vylúčená.

úroveň Číny. Podiel rozvíjajúcich sa trhových ekonomík sa naopak dokonca znížil, a to i napriek miernemu nárastu podielu Číny. Pokiaľ ide o jednotlivé krajiny, najvýznamnejším obchodným partnerom eurozóny zostali Spojené štáty americké, ktorých podiel sa najmä v dôsledku rastúcej dôležitosti obchodu so službami dokonca mierne zvýšil. Nasleduje Čína a Spojené kráľovstvo, ktorých podiely sa však od polovice 90. rokov 20. storočia výrazne znížili.

Graf A

Vývoj celkových obchodných váh v rámci indexu EER-42 eura

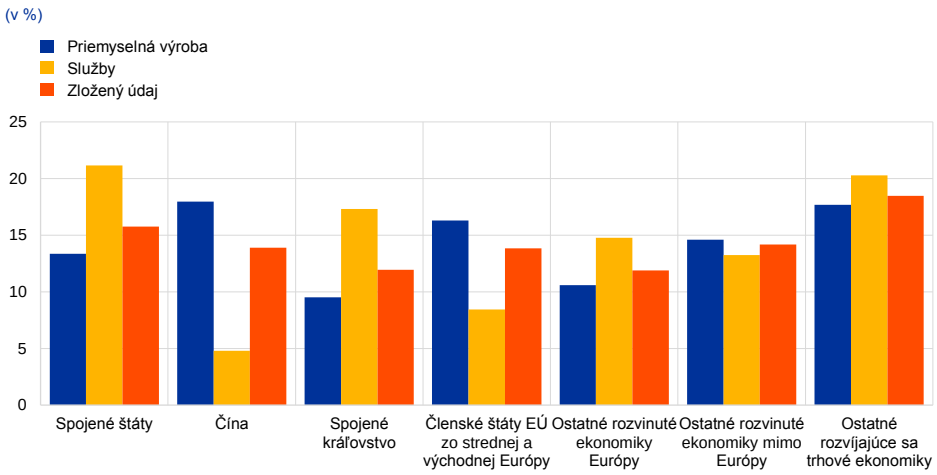


Zdroj: ECB.
Poznámka: Skupina „členské štáty EÚ zo strednej a východnej Európy“ zahŕňa Bulharsko, Českú republiku, Chorvátsko, Maďarsko, Poľsko a Rumunsko; skupina „ostatné rozvinuté ekonomiky Európy“ zahŕňa Dánsko, Island, Nórsko, Švédsko a Švajčiarsko; skupina „ostatné rozvinuté ekonomiky mimo Európy“ zahŕňa Austráliu, Kanadu, osobitnú autonómnu oblasť Hongkong, Izrael, Japonsko, Južnú Kóreu, Nový Zéland, Singapur a Taiwan; skupina „ostatné rozvíjajúce sa trhové ekonomiky“ zahŕňa Alžírsko, Argentínu, Brazíliu, Čile, Kolumbiu, Indiu, Indonéziu, Malajziu, Mexiko, Maroko, Filipíny, Peru, Rusko, Saudskú Arábiu, Južnú Afriku, Thajsko, Turecko, Ukrajinu a Spojené arabské emiráty.

Pokiaľ ide o relatívnu dôležitosťou obchodu vo výrobe a obchodu so službami, medzi najvýznamnejšími obchodnými partnermi eurozóny existujú výrazné rozdiely (graf B). Postavenie Spojených štátov amerických ako najvýznamnejšieho obchodného partnera eurozóny vychádza najmä z veľkého podielu obchodu so službami s eurozónou, a to najmä pokiaľ ide o telekomunikačné, počítačové a informačné služby a iné obchodné služby; podiel Spojených štátov na obchode vo výrobe je výrazne nižší ako v prípade Číny, ktorá je najvýznamnejším obchodným partnerom eurozóny pri zohľadnení iba výroby. Obchod so službami výrazne prevyšuje obchod vo výrobe aj v prípade Spojeného kráľovstva a skupiny ďalších rozvinutých ekonomík Európy; v prípade členských štátov EÚ zo strednej a východnej Európy, ktorých obchodné prepojenia s eurozónou do veľkej miery vychádzajú z integrácie do európskych výrobných hodnotových reťazcov, je objem obchodu so službami naopak oveľa nižší.

Graf B

Obchodné váhy v rámci indexu EER-42 eura: výroba, služby a zložené údaje

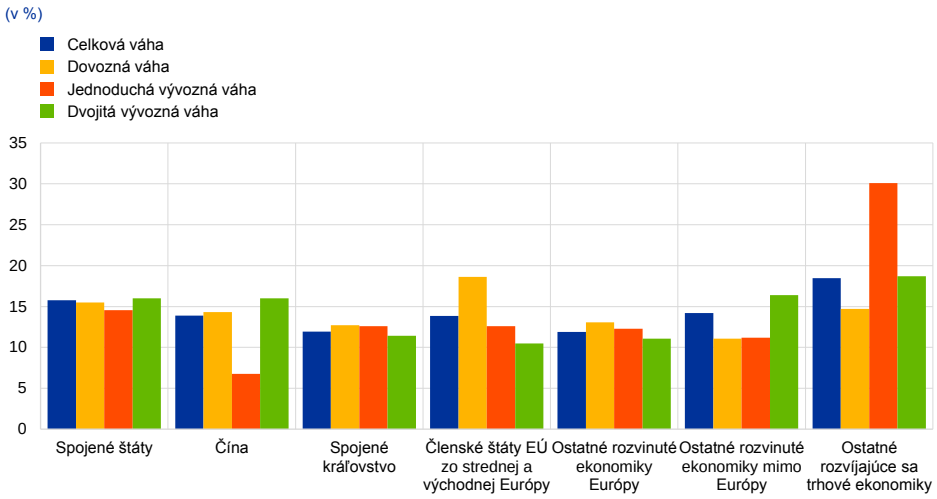


Zdroj: ECB.
Poznámka: Obchodné váhy predstavujú priemery za obdobie rokov 2016 až 2018. Skupiny krajín sa zhodujú s definíciou v poznámke pod grafom A.

Dovozné a vývozné váhy sú viac-menej rovnaké pre väčšinu krajín a regiónov, a to aj po očistení o hospodársku súťaž na tretích trhoch (graf C). Celkové obchodné váhy sa počítajú ako (vážené) priemery vývozných a dovozných váh, ktoré predstavujú podiely jednotlivých krajín na vývoze a dovoze eurozóny. Na strane vývozu však spoločnosti z eurozóny súťažia s výrobcami z danej krajiny nielen na ich domácom trhu, ale tiež na ďalších zahraničných trhoch, tzv. tretích trhoch. Aby sa tento vplyv zohľadnil, pri výpočte celkových obchodných váh sa používajú dvojité vývozné váhy. Zatiaľ čo pri väčšine krajín a regiónov sa jednoduché a dvojité vývozné váhy veľmi nelíšia, v prípade Číny je tento rozdiel výrazný. To odráža postavenie Číny ako hlavného globálneho vývozcu tovarov a zároveň ukazuje, že Čína predstavuje významného konkurenta na tretích trhoch. Opak je pravdou pri ostatných rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách, ktoré sa síce významne podieľajú na priamom vývoze eurozóny, vzhľadom na ich relatívne malý podiel na globálnom vývoze však v tretích krajinách konkurujú iba v obmedzenej miere. Vývozné a (dvojité) dovozné váhy sú podobné aj v prípade väčšiny krajín. Významnú výnimku tvoria len členské štáty EÚ zo strednej a východnej Európy. Úloha, ktorú tento región zohráva v rámci vysoko integrovaných európskych hodnotových reťazcov, znamená, že pre eurozónu je dôležitejší z pohľadu dovozu než vývozu, a to nielen na základe priameho dovozu, ale predovšetkým ak zohľadníme hospodársku súťaž na tretích trhoch.

Graf C

Obchodné váhy v rámci indexu EER-42 eura: celkové váhy, dovozné váhy, jednoduché vývozné váhy a dvojité vývozné váhy



Zdroj: ECB.
Poznámka: Obchodné váhy predstavujú priemery za obdobie rokov 2016 až 2018. Skupiny krajín sa zhodujú s definíciou v poznámke pod grafom A.

Pri použití vylepšeného systému váh je zrejmé, že zhodnocovanie eura od začiatku roka 2017 bolo v nominálnom vyjadrení o niečo menej výrazné, ako sa javilo na základe predchádzajúceho systému váh, a to najmä v dôsledku rastúcej váhy rozvinutých ekonomík.[26] Od začiatku roka 2017 do konca augusta 2020 sa aktualizovaný denný nominálny EER eura voči skupine obchodných partnerov EER-42 zhodnotil o 12,3 %, v porovnaní s 13,8 % podľa ukazovateľa založeného na starom systéme váh vo výrobe (graf D).[27] K revízii došlo predovšetkým v dôsledku vyššej váhy rozvinutých ekonomík (najmä po zahrnutí obchodu so službami do systému váh), ktorých meny voči euru oslabili v priemere menej ako meny rozvíjajúcich sa trhových ekonomík. V reálnom vyjadrení bol však vývoj oboch ukazovateľov veľmi podobný; tak vylepšený reálny index EER-42 (deflovaný indexom spotrebiteľských cien), ako aj v minulosti zverejňovaný rad sa od januára 2017 do augusta 2020 zhodnotili o niečo menej ako 7 % (graf E).

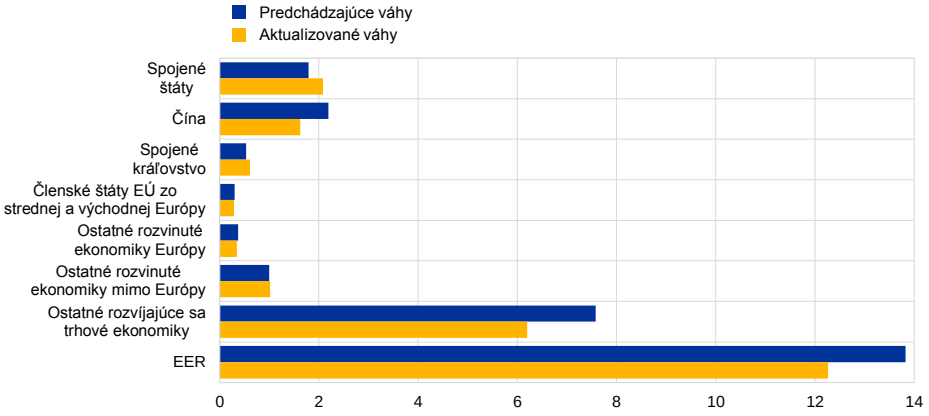
[26] Váhy kombinujúce obchod vo výrobe a obchod so službami sa používajú pri nominálnych indexoch EER a reálnych indexoch EER deflovaných spotrebiteľskými cenami, HDP deflátorom a jednotkovými nákladmi práce v celom hospodárstve, zatiaľ čo reálne indexy EER deflované cenami výrobcov vo výrobnom sektore a jednotkovými nákladmi práce vo výrobnom sektore sú aj naďalej založené na výrobných váhach.

[27] Rozdiely medzi aktualizovanými a predchádzajúcimi EER vychádzajú aj zo skutočnosti, že všetky obchodné váhy, vrátane váh vo výrobe, boli aktualizované tak, aby odrážali revíziu údajov a metodické vylepšenia.

Graf D

Vývoj nominálneho EER eura na základe predchádzajúcich a aktualizovaných váh

(percentuálna zmena, 31. august 2020 oproti 2. januáru 2017)

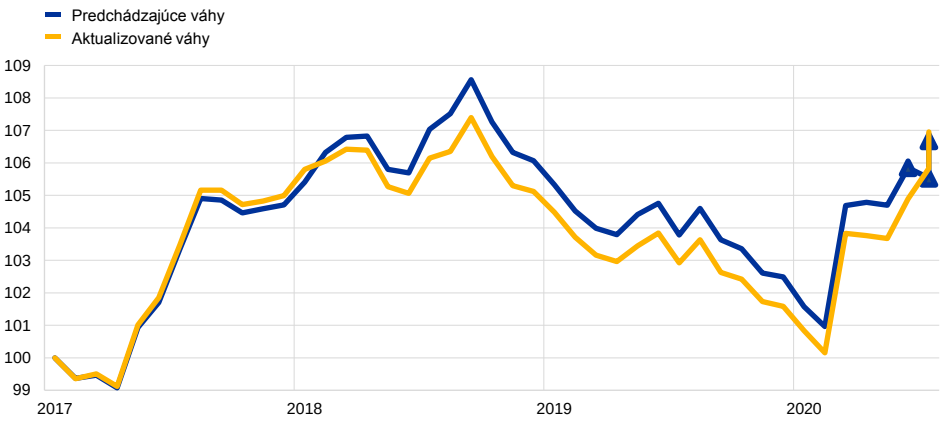


Zdroj: ECB.
Poznámka: Skupiny krajín sa zhodujú s definíciou v poznámke pod grafom A. Rad „aktualizované váhy“ odkazuje na index EER-42, ktorý zahŕňa 42 krajín a obchodné váhy kombinujúce obchod vo výrobe a obchod so službami, zatiaľ čo rad „predchádzajúce váhy“ odkazuje na index EER-38 založený na starom systéme váh vo výrobe (t. j. bez obchodu so službami a iba s 38 obchodnými partnermi), ktorý sa v júni 2020 prestal používať.

Graf E

Vývoj reálneho EER eura deflovaného indexom spotrebiteľských cien na základe predchádzajúcich a aktualizovaných váh

(index; upravený na január 2017 = 100)



Zdroj: ECB.
Poznámka: Rad „aktualizované váhy“ odkazuje na index EER-42, ktorý zahŕňa 42 krajín a obchodné váhy kombinujúce obchod vo výrobe a obchod so službami, zatiaľ čo rad „predchádzajúce váhy“ odkazuje na index EER-38 založený na starom systéme váženia vo výrobe (t. j. bez obchodu so službami a iba s 38 obchodnými partnermi), ktorý sa v júni 2020 prestal používať. Údaje za obdobie od júna do augusta 2020 (označené trojuholníkmi) sú ručné aktualizácie ukončeného radu.

3 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 6. mája do 21. júla 2020

Simon Forsyth a Christian Lizarazo

V tomto boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB počas tretieho a štvrtého obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv, ktoré trvali od 6. mája do 21. júla 2020. Počas tohto obdobia sa volatilita trhu spojená s krízou koronavírusu (COVID-19) zmiernila. Prispela k tomu implementácia opatrení oznámených centrálnymi bankami vrátane Európskej centrálnej banky (ECB), ako aj zavedenie opatrení fiškálnej podpory vládami a orgánmi EÚ.

Úrovne likvidity centrálnych bánk v bankovom systéme sa počas tretieho a štvrtého udržiavacieho obdobia roku 2020 naďalej zvyšovali. Bolo to do značnej miery spôsobené vyrovnaním cielených dlhodobejších refinančných operácií (TLTRO III) a nákupmi aktív uskutočňovanými v rámci programu nákupu aktív (APP), ako aj núdzovým pandemickým programom nákupu (PEPP). Rada guvernérov ECB sa 4. júna rozhodla zvýšiť objem programu PEPP o 600 mld. € na 1 350 mld. € a predĺžiť horizont nákupu najmenej do konca júna 2021. Navyše sa rozhodla reinvestovať splatenú istinu z cenných papierov nakúpených v rámci programu PEPP minimálne do konca roka 2022.

V rámci reakcie na krízu spôsobenú vírusom COVID-19 tiež rozhodla o zriadení nového repo nástroja Eurosystému pre centrálne banky mimo eurozóny (EUREP). Tento nástroj poskytne centrálnym bankám mimo eurozóny preventívne eurové repo linky a bude riešiť možné potreby likvidity v eurách v prípade narušenia fungovania trhu v dôsledku šoku z pandémie COVID-19, ktorý by mohol nepriaznivo ovplyvniť plynulý prenos menovej politiky ECB. V rámci programu EUREP poskytne Eurosystém likviditu v eurách širokej skupine centrálnych bánk mimo eurozóny za primeraný kolaterál, ktorý pozostáva z obchodovateľných dlhových cenných papierov v eurách vydaných ústrednou štátnou správou krajín eurozóny a nadnárodnými inštitúciami. EUREP dopĺňa bilaterálne swapové a repo linky ECB, ktoré poskytujú centrálnym bankám mimo eurozóny likviditu v eurách. Počas sledovaného obdobia boli ohlásené nové bilaterálne repo linky s Rumunskom, Srbskom a Albánskom.

Potreba likvidity

Celková denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako suma čistých autonómnych faktorov a povinných minimálnych rezerv, predstavovala v sledovanom období sumu 1 934,7 mld. €. Bolo to o 321,3 mld. € viac ako v predchádzajúcom sledovanom období zahŕňajúcom prvé dve udržiavacie obdobia roku 2020 (pozri časť tabuľky A s názvom Ostatné informácie o likvidite). Čisté autonómne faktory sa zvýšili o 316,6 mld. € na 1 794,3 mld. €, zatiaľ čo povinné minimálne rezervy sa zvýšili o 4,7 mld. € na 140,4 mld. €.

Vklady verejnej správy boli s veľkým odstupom hlavným autonómnym faktorom, ktorý absorboval likviditu počas sledovaného obdobia. Absorpcia

likvidity vládnymi vkladmi sa zvýšila v priemere o 261,5 mld. € na 583 mld. €. Vládne vklady v eurozóne boli na rekordných maximách a v sledovanom období tvorili v priemere viac ako 9 % súvahy Eurosystému, v porovnaní s necelými 6 % v predchádzajúcom sledovanom období. Tento rast, ktorý ďaleko prevyšoval bežný trend, pravdepodobne odrážal prijaté alebo pripravované fiškálne opatrenia vlád eurozóny na riešenie krízy COVID-19. Okrem vládnych vkladov prispeli bankovky a ďalšie autonómne faktory k zvýšeniu absorpcie likvidity o 77,6 mld. € v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím. V prípade bankoviek išlo o 58,1 mld. € a pri autonómnych vkladoch o 19,5 mld. €. Autonómne faktory, ktoré poskytovali likviditu, ju v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím zvýšili o 22,6 mld. €, čím sa vyššie uvedený efekt absorbujúci likviditu vyrovnal iba čiastočne. Čisté aktíva denominované v eurách sa znížili najmä o 37,9 mld. €, zatiaľ čo čisté zahraničné aktíva sa v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím zvýšili o 60,5 mld. € (časť tabuľky A s názvom Aktíva).

Ponuka celkovej likvidity prostredníctvom operácií menovej politiky v sledovanom období vo všeobecnosti vysoko prevyšovala absorpciu likvidity vyvolanú čistými autonómnymi faktormi.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosystéme

Pasíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 6. mája 2020 – 21. júla 2020						Predchádzajúce sledované obdobie: 29. januára 2020 – 5. mája 2020	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie: 6. mája – 9. júna		Štvrté udržiavacie obdobie: 10. júna – 21. júla		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory likvidity	**2 849,3**	**(+339,1)**	**2 741,3**	**(+142,5)**	**2 939,4**	**(+198,1)**	**2 510,3**	**(+130,0)**
Bankovky v obehu	1 357,6	(+58,1)	1 347,9	(+26,1)	1 365,7	(+17,7)	1 299,5	(+27,7)
Vládne vklady	583,0	(+261,5)	477,1	(+102,7)	671,2	(+194,2)	321,5	(+101,7)
Ostatné autonómne faktory[1]	908,8	(+19,5)	916,3	(+13,8)	902,5	(-13,8)	889,3	(+0,6)
Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy	**2 033,1**	**(+437,5)**	**1 827,1**	**(+142,6)**	**2 204,7**	**(+377,6)**	**1 595,6**	**(+85,5)**
Povinné minimálne rezervy[2]	**140,4**	**(+4,7)**	**139,4**	**(+3,7)**	**141,2**	**(+1,8)**	**135,7**	**(+1,4)**
Jednodňové sterilizačné operácie	**330,5**	**(+72,3)**	**299,9**	**(+28,2)**	**356,0**	**(+56,0)**	**258,2**	**(+1,8)**
Dolaďovacie operácie na stiahnutie likvidity	**0,0**	**(+0,0)**	**0,0**	**(+0,0)**	**0,0**	**(+0,0)**	**0,0**	**(+0,0)**

Zdroj: ECB.
Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokrúhlené na najbližších 0,1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcej revízii alebo predchádzajúcemu udržiavaciemu obdobiu.
1) Vypočítava sa ako súčet účtov precenenia, ostatných pohľadávok a záväzkov rezidentov eurozóny, kapitálu a rezerv.
2) Povinné minimálne rezervy predstavujú informatívnu položku, ktorá sa nenachádza v súvahe Eurosystému, a preto by nemala byť zahrnutá do výpočtu celkových záväzkov.

Aktíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 6. mája 2020 – 21. júla 2020						Predchádzajúce sledované obdobie: 29. januára 2020 – 5. mája 2020	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie: 6. mája - 9. júna		Štvrté udržiavacie obdobie: 10. júna – 21. júla		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory likvidity	**1 055,4**	**(+22,6)**	**1 036,7**	**(-3,8)**	**1 071,0**	**(+34,3)**	**1 032,8**	**(+23,7)**
Čisté zahraničné aktíva	907,3	(+60,5)	950,4	(+24,1)	871,3	(-79,1)	846,7	(+75,6)
Čisté aktíva v eurách	148,2	(-37,9)	86,3	(-27,9)	199,7	(+113,5)	186,1	(-52,0)
Nástroje menovej politiky	**4 291,9**	**(+824,7)**	**3 971,0**	**(+320,5)**	**4 559,3**	**(+588,3)**	**3 467,2**	**(+195,0)**
Operácie na voľnom trhu	4 291,9	(+824,7)	3 971,0	(+320,5)	4 559,3	(+588,3)	3 467,2	(+195,0)
Tendre	1 206,1	(+464,3)	984,1	(+117,8)	1 391,1	(+407,0)	741,8	(+97,7)
Hlavné refinančné operácie	0,6	(-0,4)	0,3	(-0,2)	0,8	(+0,5)	1,0	(-1,3)
3-mesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO)	2,2	(-0,9)	2,0	(-0,2)	2,3	(+0,3)	3,1	(-0,3)
Operácie TLTRO II	282,8	(-188,3)	418,1	(-13,2)	170,0	(-248,2)	471,1	(-118,8)
Operácie TLTRO III	691,9	(+541,5)	216,1	(+16,4)	1 088,4	(+872,3)	150,4	(+101,9)
Preklenovacie dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO)	228,6	(+112,4)	347,5	(+115,1)	129,6	(-217,9)	116,2	(+116,2)
Portfóliá priamych nákupov	3 085,8	(+360,4)	2 986,9	(+202,7)	3 168,2	(+181,3)	2 725,4	(+97,3)
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	0,6	(-0,5)	0,7	(-0,1)	0,5	(-0,2)	1,1	(-0,9)
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	282,3	(+9,3)	280,7	(+4,5)	283,7	(+3,1)	273,0	(+9,2)
Program pre trhy s cennými papiermi	36,7	(-5,5)	38,5	(-2,0)	35,1	(-3,4)	42,2	(-5,6)
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	30,8	(+0,9)	30,9	(-0,3)	30,7	(-0,2)	29,9	(+1,7)
Program nákupu aktív verejného sektora	2 230,2	(+79,4)	2 212,9	(+38,0)	2 244,5	(+31,6)	2 150,7	(+50,8)
Program nákupu aktív podnikového sektora	217,0	(+18,0)	212,4	(+8,0)	220,9	(+8,5)	199,0	(+15,6)
Núdzový pandemický program nákupu	285,3	(+258,7)	207,9	(+154,7)	349,8	(+141,9)	26,6	(+26,6)
Jednodňové refinančné operácie	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

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

Ostatné informácie o likvidite

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 6. mája 2020 – 21. júla 2020						Predchádzajúce sledované obdobie: 29. januára – 5. mája 2020	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie: 6. mája - 9. júna		Štvrté udržiavacie obdobie: 10. júna – 21. júla		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Celková spotreba likvidity[1]	1 934,7	(+321,3)	1 844,4	(+150,2)	2 009,9	(+165,5)	1 613,4	(+107,7)
Čisté autonómne faktory[2]	1 794,3	(+316,6)	1 705,0	(+146,5)	1 868,8	(+163,7)	1 477,8	(+106,3)
Nadbytočná likvidita[3]	2 363,6	(+509,8)	2 127,1	(+170,8)	2 560,7	(+433,6)	1 853,8	(+87,3)

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 autonómnymi faktormi likvidity na strane pasív a autonómnymi 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 použitých prostriedkov z jednodňovej sterilizačnej operácie mínus vklady v rámci jednodňových sterilizačných operácií.

Vývoj úrokových sadzieb

(priemerné hodnoty v percentách)

	Aktuálne sledované obdobie: 6. mája 2020 – 21. júla 2020						Predchádzajúce sledované obdobie: 29. januára 2020 – 5. mája 2020	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie: 6. mája - 9. júna		Štvrté udržiavacie obdobie: 10. júna – 21. júla		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Hlavné refinančné operácie	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Jednodňové refinančné operácie	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Jednodňové sterilizačné operácie	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
EONIA[1]	-0,460	(-0,01)	-0,457	(-0,01)	-0,463	(-0,01)	-0,451	(+0,00)
€STR	-0,546	(-0,01)	-0,542	(+0,00)	-0,548	(-0,01)	-0,536	(+0,00)

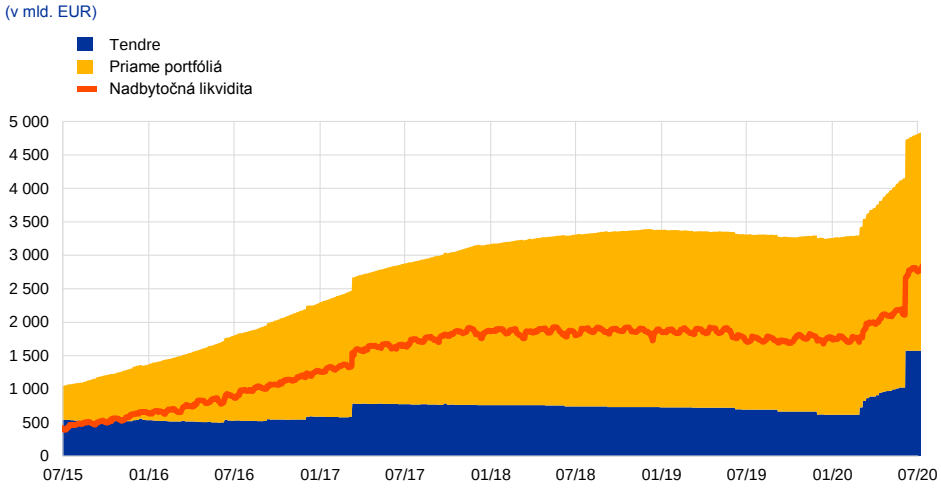
Zdroj: ECB.
Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokrúhlené na najbližších 0,1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcej revízii alebo predchádzajúcemu udržiavaciemu obdobiu.
1) Od 1. októbra 2019 sa vypočítava ako €STR plus 8,5 bázického bodu. Uvedené rozdiely v zmenách jednodňovej úrokovej sadzby EONIA a sadzby €STR sú spôsobené zaokrúhlením.

Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom operácií na voľnom trhu sa zvýšil o 824,7 mld. € na 4 291,9 mld. € (graf A). Viac ako polovica (56 %) zvýšenia likvidity poskytovaného prostredníctvom nástrojov menovej politiky pochádzala z úverových operácií a zvyšných 44 % bolo realizovaných priamymi nákupmi aktív. Najväčší príspevok k likvidite poskytovanej prostredníctvom nástrojov menovej politiky tvorili TLTRO III (541,5 mld. €) a PEPP (258,7 mld. €).

Graf A

Vývoj likvidity poskytovanej prostredníctvom operácií na voľnom trhu a nadbytočnej likvidity



Zdroj: ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z 21. júla 2020.

Priemerná výška likvidity poskytnutej v rámci tendrov sa počas tohto sledovaného obdobia zvýšila o 464,3 mld. €, čo možno do veľkej miery pripísať vyrovnaniu štvrtej operácie v sérii TLTRO III (TLTRO III.4) v júni 2020. Priemerný nárast o 541,5 mld. € poskytnutý prostredníctvom TLTRO III.4 bol čiastočne kompenzovaný splatnosťou a/alebo dobrovoľnými splátkami v rámci programu TLTRO II, čo predstavuje posun protistrán k ekonomicky príťažlivejšiemu TLTRO III.4. V priemere dosiahli splatnosti a splátky v rámci programu TLTRO II 188,3 mld. €. Okrem programov TLTRO II a III boli novozavedené dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO) ďalším dôležitým nástrojom, ktorým sa v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím zvýšila likvidita v priemere o 112,4 mld. €. Tieto dlhodobejšie refinančné operácie boli zavedené 12. marca 2020 ako prechodný nástroj na zabezpečenie okamžitého prístupu k financovaniu za zvlášť priaznivých podmienok a zároveň na umožnenie plynulejšieho presunu finančných prostriedkov do TLTRO III. Novozavedené LTRO boli splatné pred koncom sledovaného obdobia 24. júna 2020. Počas sledovaného obdobia ECB tiež uskutočnila prvé dve zo siedmich nových pandemických núdzových dlhodobejších refinančných operácií (PELTRO), ktoré boli oznámené v apríli 2020. Tieto operácie sa zameriavali na podporu plynulého fungovania peňažných trhov poskytovaním účinnej záruky proti kurzom peňažného trhu. Tieto operácie PELTRO pridali likviditu v priemernej výške 8,2 mld. €. Hlavná refinančná operácia (MRO) a trojmesačné LTRO zohrávali iba okrajovú úlohu a v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím zaznamenali priemerný celkový pokles o 1,3 mld. €.

Priame portfóliá sa v dôsledku pokračovania čistých nákupov v rámci APP a PEPP zároveň zvýšili o 360,4 mld. € na 3 085,8 mld. €. Priemerné podiely na PEPP dosiahli v priemere 285,3 mld. €, čo v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím predstavuje nárast o 258,7 mld. €. Nákupy v rámci PEPP predstavovali zďaleka najväčší nárast vo všetkých programoch nákupu aktív. Za nimi

nasledoval program nákupu aktív verejného sektora (PSPP) s priemerným nárastom o 79,4 mld. € na 2 230,2 mld. € a program nákupu aktív podnikového sektora (CSPP) s priemerným nárastom o 18,0 mld. € na 217,0 mld. €.

Nadbytočná likvidita

Priemerný objem nadbytočnej likvidity sa zvýšil o 509,8 mld. € na 2 363,6 mld. € (graf A). Vklady bánk v Eurosystéme vzrástli na bežných účtoch o 437,5 mld. € na 2 033,1 mld. € nad rámec povinných minimálnych rezerv a v prípade jednodňových sterilizačných operácií o 72,3 mld. € na 330,5 mld. €. Čiastočné oslobodenie nadbytočných držieb likvidity od záporného úročenia podľa sadzby jednodňových sterilizačných operácií sa vzťahuje iba na zostatky na bežných účtoch. Banky majú preto ekonomickú motiváciu udržiavať rezervy na bežnom účte namiesto jednodňových sterilizačných operácií.

Vývoj úrokových sadzieb

Sadzba €STR v tomto sledovanom období poklesla o 0,9 bázického bodu v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím v dôsledku zvyšovania prebytočnej likvidity. €STR predstavovala počas sledovaného obdobia v priemere –54,5 bázickeho bodu v porovnaní s priemerom –53,6 z predošlého sledovaného obdobia. EONIA, ktorá sa od októbra 2019 počíta ako €STR plus fixné rozpätie 8,5 bázickeho bodu, sa pohybovala paralelne s €STR. Sadzby ECB vrátane sadzieb jednodňových sterilizačných operácií, hlavných refinančných operácií a jednodňových refinančných operácií sa počas sledovaného obdobia nezmenili.

4 Vplyv rastúcej neistoty na hospodársku aktivitu v eurozóne

Arne Gieseck a Svetlana Rujin

Pandémia koronavírusu (COVID-19) spôsobila bezprecedentný nárast neistoty. Výrazná miera neistoty sprevádza všetky aspekty pandémie: infekčnosť a smrtnosť vírusu, schopnosť zdravotníckych systémov prispôsobiť sa rastúcemu dopytu a vyvinúť lekárske riešenie, dĺžka trvania a efektívnosť opatrení proti šíreniu nákazy (napr. opatrenia na obmedzenie pohybu a sociálne dištančné opatrenia) a ich vplyv na hospodársku aktivitu a zamestnanosť, rýchlosť oživenia po uvoľnení opatrení proti šíreniu nákazy a rozsah trvalých dopadov pandémie na spotrebu, investície a rastový potenciál.

Tento box sa venuje vývoju v eurozóne v súvislosti s neistotou a možnému vplyvu neistoty na reálnu hospodársku aktivitu. Zatiaľ čo neistotu nemožno pozorovať priamo, odborná literatúra ponúka a využíva niekoľko zástupných ukazovateľov.[28] Tento box približuje vývoj vybraných ukazovateľov neistoty v posledných mesiacoch a pomocou informácií získaných z ukazovateľa makroekonomickej neistoty hodnotí jej vplyv na hospodársku aktivitu. Pri hodnotení sa využíva Bayesovský vektorový autoregresný (BVAR) model, ktorý umožňuje odhadnúť dynamický vplyv šoku súvisiaceho s neistotou na zvolenú premennú.

Vybrané ukazovatele potvrdzujú prudký nárast neistoty v súvislosti so šírením ochorenia COVID-19 v eurozóne. Graf A zobrazuje vývoj štyroch vybraných ukazovateľov neistoty v eurozóne za posledných 13 rokov. Analýza zahŕňa dva ukazovatele makroekonomickej a finančnej neistoty založené na zložitosti predpovedania budúcich hospodárskych výsledkov, čo predstavuje funkciu nárastu chybovosti projekcií v prípade veľkého počtu premenných týkajúcich sa obchodného cyklu a finančných premenných.[29] Analýza okrem toho zahŕňa aj bežne používaný zástupný ukazovateľ neistoty, pokiaľ ide o prognózovanie, ktorý sa meria cez nesúlad prognóz profesionálnych prognostikov,[30] a ukazovateľ neistoty súvisiacej s hospodárskymi politikami, ktorý vychádza z novinárskeho pokrývania vývoja v tejto oblasti[31]. Z grafu je zrejmé, že makroekonomická neistota, nesúlad prognóz a neistota súvisiaca s hospodárskymi politikami sa od začiatku roka 2020 zvýšili na rekordne vysoké úrovne, zatiaľ čo miera finančnej neistoty rástla miernejším tempom. Kým nárast finančnej neistoty môže odrážať exogénny rast neistoty, relatívne prudký nárast v skupine zvyšných ukazovateľov neistoty zrejme do určitej miery odráža endogénnu reakciu týchto ukazovateľov na fluktuáciu obchodného cyklu.[32] V danom kontexte

---

28 Prehľad zástupných ukazovateľov sa nachádza v článku The impact of uncertainty on activity in the euro area, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2016.

29 Jurado, K., Ludvigson, S.C. a Ng, S.: Measuring Uncertainty, *American Economic Review*, Vol. 105, No 3, 2015, pp. 1177-1216.

30 Napríklad Zarnowitz, V. a Lambros, L.A.: Consensus and Uncertainty in Economic Prediction, *Journal of Political Economy*, Vol. 95, No 3, 1987, pp. 591-621.

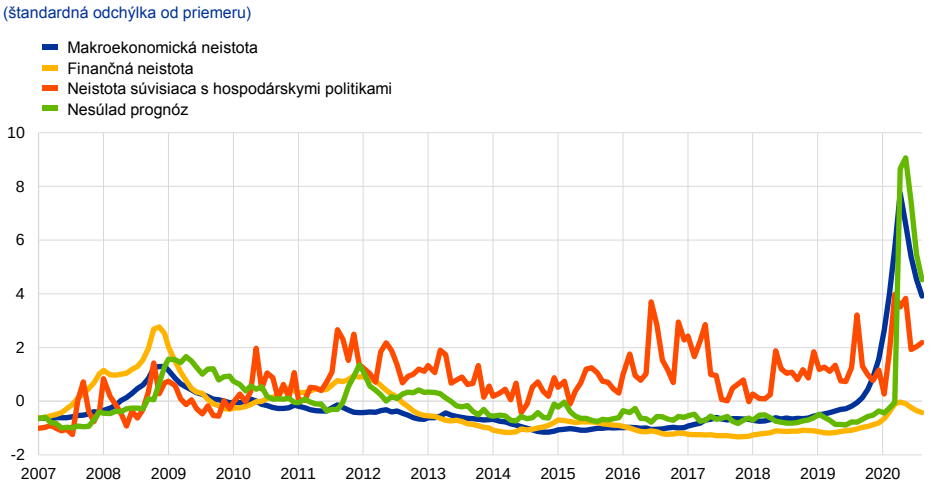
31 Baker, S.R., Bloom, N. a Davis, S.J.: Measuring Economic Policy Uncertainty, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, No 4, 2016, pp. 1593-1636, a box s názvom Sources of economic policy uncertainty in the euro area: a machine learning approach, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2019.

32 Ludvigson, S.C., Ma, S. a Ng, S.: Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?, *American Economic Journal: Macroeconomics*, pripravuje sa.

možno konštatovať, že zavedenie opatrení na obmedzenie pohybu viedlo k ťažko predvídateľným zmenám makrekonomických premenných, a je preto aspoň čiastočne zodpovedné za nárast uvedených ukazovateľov neistoty. Naznačuje to, že zaznamenaný rast neistoty možno z väčšej časti pripísať ochoreniu COVID-19, ktorého šírenie začalo vo februári 2020 ovplyvňovať aj vývoj v eurozóne.

Graf A

Ukazovatele neistoty v eurozóne



Zdroj: Eurostat, Haver a výpočty zamestnancov ECB.
Poznámka: Všetky ukazovatele neistoty sú štandardizované na nulový priemer a jednotkovú štandardnú odchýlku za celé obdobie od júna 1991. Hodnota 2 znamená, že ukazovateľ neistoty prekračuje svoju historickú priemernú úroveň o dve štandardné odchýlky. Posledné údaje sú z augusta 2020.

Zvýšená neistota môže utlmiť aktivitu prostredníctvom viacerých kanálov.[33] Po prvé, vzhľadom na skutočnosť, že zmena rozhodnutí o investíciách alebo zvyšovaní zamestnanosti môže byť nákladná, resp. nemožná, pre podniky môže byť výhodnejšie odložiť takéto rozhodnutie na obdobie, keď bude k dispozícii väčšie množstvo informácií alebo keď klesne neistota sprevádzajúca hospodársky výhľad. Po druhé, vysoká miera neistoty môže utlmiť aktivitu prostredníctvom vyšších rizikových prémií a rastúcich nákladov na dlhové financovanie, keďže horšia predvídateľnosť vývoja vo všeobecnosti zvyšuje averziu voči riziku. Po tretie, veľká neistota môže spôsobiť, že domácnosti zvýšia svoje preventívne úspory, čo sa premietne do poklesu bežnej súkromnej spotreby a nižšieho tempa rastu HDP. Po štvrté, obdobia veľmi vysokej miery neistoty môžu viesť k trvalým zmenám v správaní domácností a podnikov, a to najmä ak sa často opakujú. Vzhľadom na už uvedené, výrazná neistota môže tiež spôsobiť zníženie citlivosti ekonomiky na menovopolitické a fiškálne podporné opatrenia. Na druhej strane znížením vysokej miery neistoty prostredníctvom viacerých z vyššie uvedených kanálov možno dosiahnuť mimoriadnu účinnosť hospodárskej politiky.

Analýza založená na modeloch naznačuje, že šoky súvisiace s neistotou významne ovplyvňujú reálnu hospodársku aktivitu v eurozóne. Použitý BVAR model zahŕňa súbor menovopolitických, reálnych a nominálnych premenných, ako aj

[33] Prehľad kanálov sa nachádza v Bloom, N.: Fluctuations in Uncertainty, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 28, No 2, 2014, pp. 153-176.

ceny ropy a ukazovateľ dôvery.[34] Ako zástupný ukazovateľ neistoty v eurozóne sa používa vyššie uvedený ukazovateľ makroekonomickej neistoty. V rámci modelu predstavuje prvú a najexogénnejšiu premennú, čo naznačuje, že odhadovaný vplyv možno považovať za horné pásmo možného intervalu.[35] Model sa odhaduje pre obdobie od druhého štvrťroka 1991 do druhého štvrťroka 2020, s použitím štvrťročných údajov a so štyrmi oneskoreniami.[36] Následne sa pomocou modelu simuluje dynamický vplyv šoku súvisiaceho s neistotou na hospodárstvo eurozóny.[37]

Nepriaznivý šok súvisiaci s makroekonomickou neistotou má v krátkodobom horizonte výrazný záporný vplyv na reálny HDP eurozóny (graf B). Nárast makroekonomickej neistoty v rozsahu jednej štandardnej odchýlky môže nepriaznivo ovplyvňovať rast reálneho HDP až počas štyroch štvrťrokov. Najvýraznejší vplyv bol zaznamenaný v prvom a druhom štvrťroku po vzniku šoku, kedy pokles tempa rastu reálneho HDP v každom štvrťroku predstavuje 0,1 percentuálneho bodu. Kumulovaný vplyv na reálny HDP po uplynutí jedného roka od vzniku šoku sa odhaduje na približne 0,4 %. V ďalšom období sa význam vplyvu stratí. Ako sa dá očakávať, reálna tvorba fixného kapitálu reaguje na nárast neistoty v porovnaní s reálnym HDP oveľa výraznejšie (počas šiestich štvrťrokov od vzniku klesá o približne 0,7 %), zatiaľ čo vplyv na reálnu súkromnú spotrebu je v porovnaní s HDP menší (počas jedného roka od vzniku šoku sa zníži o 0,2 %). V rámci modelu šok súvisiaci s neistotou spôsobuje okamžitý a výrazný pokles ekonomického sentimentu a má dlhotrvajúci vplyv na zamestnanosť, ktorá sa počas dvoch nasledujúcich rokov môže znížiť o približne 0,2 %.[38]

---

34 BVAR model zahŕňa 11 premenných v nasledujúcom poradí: 1) zástupný ukazovateľ makroekonomickej neistoty, 2) index EURO STOXX 50, 3) ukazovateľ ekonomického sentimentu v Európe, 4) výmenný kurz USD/EUR, 5) dlhodobá úroková miera, 6) cena ropy v EUR/barel, 7) deflátor HDP, 8) celková zamestnanosť, 9) reálna súkromná spotreba, 10) reálne celkové fixné investície a 11) reálny HDP. Poradie vychádza z predpokladu, že finančné trhy a menovopolitické premenné sa vyvíjajú rýchlo, zatiaľ čo vývoj makroekonomických agregátov je neporovnateľne pomalší.

35 Analýza odolnosti, v ktorej je neistota radená na poslednom mieste, a teda predstavuje najendogénnejšiu premennú, celkovo potvrdzuje nižšie uvedené výsledky.

36 Metodika BVAR použitá pri tejto analýze vychádza z Lenza, M. a Primiceri, G.E.: How to estimate a VAR after March 2020, *Working Paper Series*, No 2461, ECB, August 2020.
Na získanie ortogonálnych šokov sa využíva Choleského dekompozícia variančno-kovariančnej matice rezíduí.

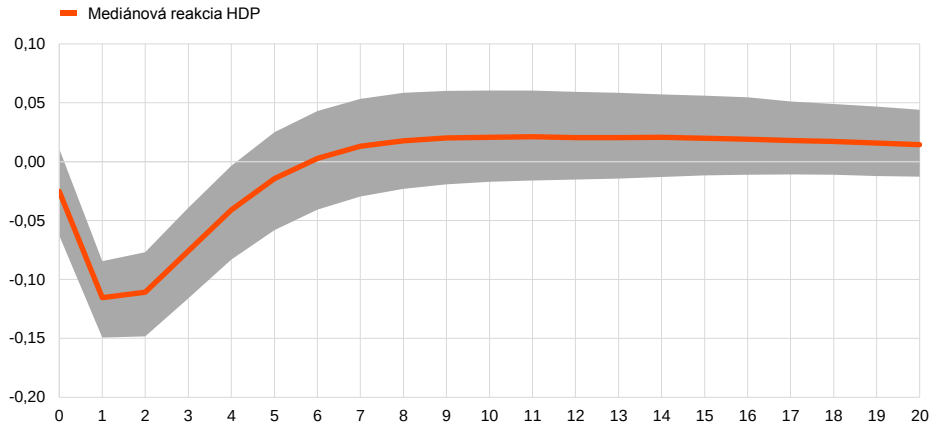
37 Nepriaznivý šok súvisiaci s makroekonomickou neistotou zodpovedá nárastu príslušného radu šoku v rozsahu jednej štandardnej odchýlky.

38 Reakčné funkcie naznačujú, že nárast finančnej neistoty (prvá premenná v poradí v rámci BVAR modelu) má na aktivitu v zásade porovnateľný vplyv.

Graf B

Reakcia ukazovateľa rastu reálneho HDP na šok súvisiaci s makroekonomickou neistotou v rozsahu jednej štandardnej odchýlky

(os x: štvrťroky po vzniku šoku súvisiaceho s neistotou; os y: percentuálne body)



Zdroj: Výpočty zamestnancov ECB.
Poznámka: Reakcia ukazovateľa rastu reálneho HDP na šok súvisiaci s makroekonomickou neistotou v rozsahu jednej štandardnej odchýlky odvodená od odhadovaného BVAR modelu s 11 premennými, v rámci ktorého boli použité štvrťročné údaje za obdobie od druhého štvrťroka 1991 do druhého štvrťroka 2020. Plná čiara predstavuje mediánovú reakciu a šedá plocha intervaly štandardnej chyby v rozsahu 68 %.

Predpokladá sa, že nárast makroekonomickej neistoty mohol významne prispieť k poklesu reálneho HDP eurozóny v prvom polroku 2020. Väčšina ukazovateľov neistoty zaznamenala v tomto období výrazný rast. Odhadované reakčné funkcie zároveň naznačujú, že vplyv šoku súvisiaceho s neistotou je najvýraznejší krátko po jeho vzniku a v nasledujúcom štvrťroku. Zvýšená miera neistoty stála podľa odhadov za približne jednou pätinou poklesu aktivity v prvom polroku 2020, a to najmä v druhom štvrťroku, pričom najvýraznejšie ovplyvnila tvorbu fixného kapitálu.

Pokiaľ ide o budúci vývoj, neistota zrejme zotrvá na zvýšenej úrovni a v najbližších štvrťrokoch tak môže naďalej tlmiť rast reálneho HDP eurozóny. Sledované ukazovatele neistoty zostali v júli a auguste 2020 na výrazne zvýšenej úrovni, pričom tento vývoj by mal pokračovať aj v najbližšom období, a to minimálne do nájdenia účinného zdravotníckeho riešenia pandémie COVID-19. Reakčné funkcie v grafe B navyše signalizujú, že tlmiaci účinok šokov súvisiacich s neistotou na rast reálneho HDP by mohol pretrvať najbližšie štyri štvrťroky. Na základe uvedených skutočností možno predpokladať, že neistota bude v najbližšom období tlmiť rýchlosť a dynamiku oživenia hospodárskej aktivity, ktoré sa očakáva v najbližších niekoľkých štvrťrokoch. BVAR model použitý pri analýze naznačuje, že súčasný šok súvisiaci s neistotou bude odznievať iba postupne a jeho kumulatívny záporný vplyv na očakávané oživenie aktivity by do polovice roka 2021 mohol dosiahnuť 5 %.[39] V prípade, že by zvýšená neistota pretrvala dlhšie obdobie, možno predpokladať, že nepriaznivo ovplyvní aj dlhodobejší rastový potenciál.

[39] V zásade porovnateľný vývoj sa očakáva aj v Spojených štátoch. Viac v Baker, S.R., Bloom, N., Davis, S.J. a Terry, S.J.: COVID-Induced Economic Uncertainty, *NBER Working Paper Series*, No 26983, National Bureau of Economic Research, 2020.

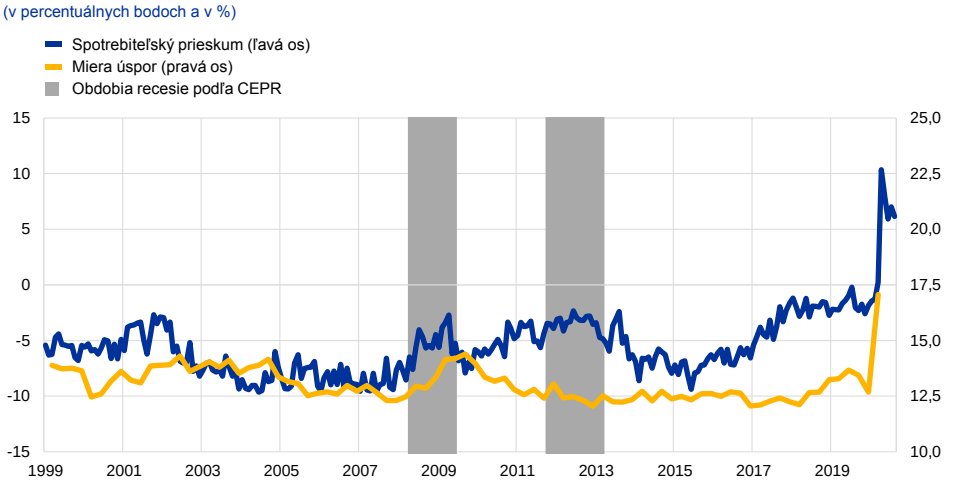
5 COVID-19 a nárast úspor domácností: preventívne či vynútené dôvody?

Maarten Dossche a Stylianos Zlatanos

Sklon domácností k úsporám dosiahol v reakcii na ochorenie COVID-19 nevídanú úroveň. Miera úspor domácností odvodená zo sektorových účtov (graf A) naznačuje prudký nárast v prvom štvrťroku 2020. Keďže štvrťročné sektorové účty sa zverejňujú s oneskorením približne troch mesiacov, údajov v reálnom čase o miere úspor domácností zvykne byť nedostatok. Pomocou spotrebiteľského prieskumu Európskej komisie však môžeme vytvoriť rýchlejší, aj keď kvalitatívny mesačný ukazovateľ sklonu k úsporám. Ukazovateľ sa počíta ako rozdiel medzi odpoveďami na otázku z prieskumu týkajúcu sa očakávaní domácností, pokiaľ ide o úspory, a odpoveďami na otázku týkajúcu sa ich očakávanej finančnej situácie. Tento ukazovateľ dosahuje bezprecedentnú úroveň, čo signalizuje prudký rast úspor domácností v druhom štvrťroku 2020. Ako sa uvádza nižšie, tento vývoj sa odráža aj v raste bankových vkladov domácností od marca 2020.

Graf A

Sklon domácností k úsporám



Zdroj: GR-ECFIN, Eurostat a výpočty autorov.
Poznámka: Šedé stĺpce predstavujú obdobia recesií, ako ich definuje Centrum pre výskum hospodárskej politiky (CEPR). Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2020 (miera úspor domácností), resp. z augusta 2020 (ukazovateľ založený na spotrebiteľskom prieskume). Všetky údaje sú sezónne očistené.

Rast úspor domácností možno vysvetliť dvoma hlavnými faktormi. Po prvé, zavedenie reštriktívnych opatrení zameraných na obmedzenie šírenia vírusu zabránilo domácnostiam minúť veľkú časť ich bežného výdavkového koša, čo viedlo k vynúteným, inými slovami nedobrovoľným, úsporám.[40] Po druhé, náhle vypuknutie pandémie spôsobilo prudký rast neistoty, pokiaľ ide o budúce príjmy, a najmä rizika

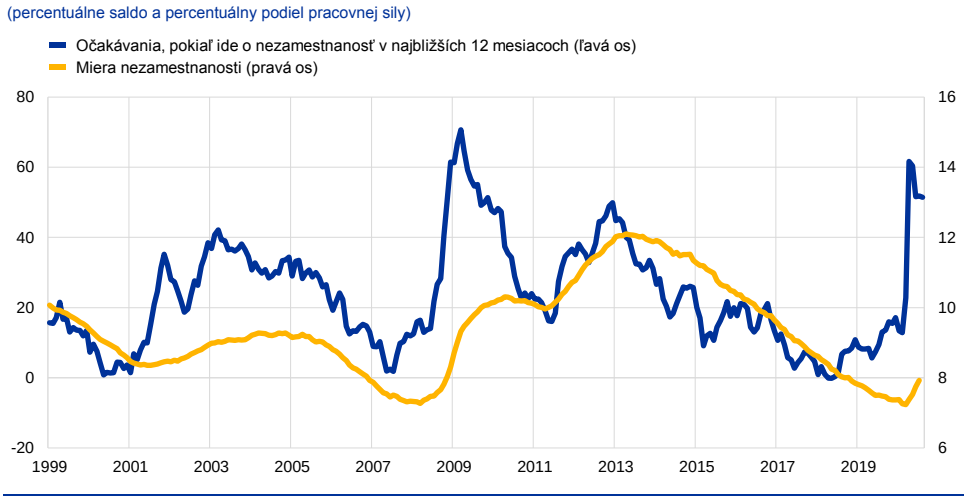
[40] Je potrebné pripomenúť, že vzhľadom na riziko nákazy ochorením COVID-19 môže tento faktor zahŕňať aj vplyv dobrovoľného obmedzenia niektorých výdavkov zo strany spotrebiteľov (napr. návštev reštaurácií, cestovania), a to aj keď tento typ spotreby nebol zakázaný.

straty zamestnania v budúcnosti, čo viedlo k preventívnym úsporám.[41] Na mieste je preto otázka, ako kvantifikovať príspevok oboch faktorov k rastu úspor domácností v prvej polovici roka 2020.

Na odhad determinantov miery úspor sa v tomto boxe využíva jednoduchý panelový model. Podľa Mody et al. možno panelový model pre mieru úspor odhadnúť pomocou štvrťročných údajov z piatich najväčších krajín eurozóny za obdobie rokov 2003 až 2019.[42] Hoci model zahŕňa väčšinu štandardných ťahúňov úspor domácností, na odhadnutie vplyvu preventívnych úspor tento box používa očakávania domácností, pokiaľ ide o budúcu nezamestnanosť.[43] Podobný prístup sa využíva aj v odbornej literatúre, kedy sa riziko straty zamestnania týkajúce sa domácností odhaduje pomocou očakávaní domácností v súvislosti s celkovou mierou nezamestnanosti (napr. Carroll et al.). Tento výber je dôležitý najmä v súčasnom období, keď napriek nárastu očakávaní domácností, pokiaľ ide o budúcu nezamestnanosť (graf B), zostáva skutočná miera nezamestnanosti veľmi neelastická.[44]

Graf B

Miera nezamestnanosti a očakávania, pokiaľ ide o nezamestnanosť



Zdroj: DR-ECFIN a Eurostat.
Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2020 (očakávania, pokiaľ ide o nezamestnanosť) a z júla 2020 (miera nezamestnanosti).

Príspevok preventívnych úspor je možné vypočítať pomocou odhadovaného modelu. Očakávaná miera nezamestnanosti vysvetľuje veľkú časť kolísania miery úspor v minulosti. V obdobiach hospodárskeho poklesu zvyknú preventívne dôvody

41 Existujúce údaje týkajúce sa rizika straty zamestnania a preventívnych úspor sa nachádzajú v Campos, R. a Reggio, I.: Consumption in the shadow of unemployment, *European Economic Review*, Vol. 78, 2015, pp. 39-54, a v Ravn, M. a Sterk, V.: Job uncertainty and deep recessions, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 90, 2017, pp. 125-141.

42 Mody, A., Ohnsorge, F. a Sandri, D.: Precautionary savings in the Great Recession, *IMF Economic Review*, Vol. 60, 2012, pp. 114-138, a Carroll, C., Slacalek, J. a Sommer, M.: Dissecting Saving Dynamics: Measuring Wealth, Precautionary, and Credit Effects, National Bureau of Economic Research Working Paper No 26131, August 2019.

43 Miera úspor je v tomto modeli závislou premennou, zatiaľ čo očakávania domácností, pokiaľ ide o nezamestnanosť, očakávaný rast príjmu domácností, oneskorený ukazovateľ miery finančného bohatstva domácností a úverové podmienky pre domácnosti sú vysvetľujúcimi premennými. Ukazovateľ očakávaného príjmu domácností je nahradený realizovaným príjmom v nasledujúcom štvrťroku.

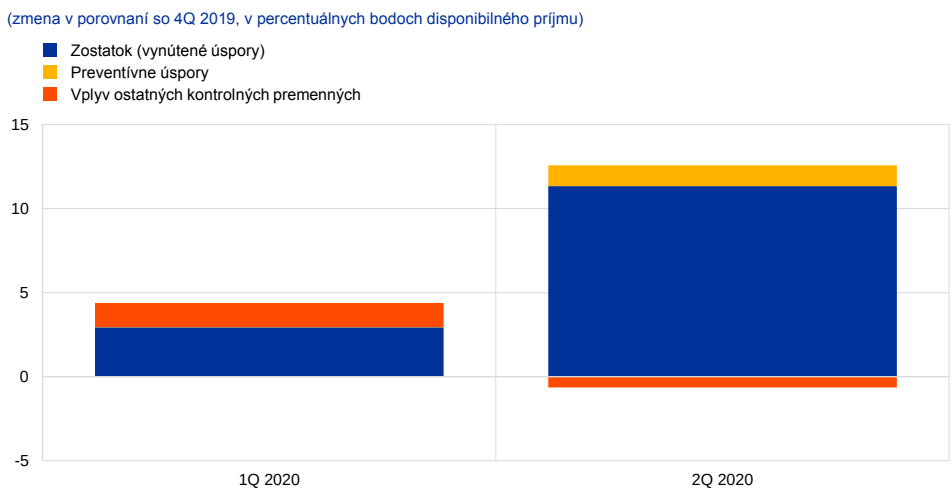
44 European Commission, European Economic Forecast, Summer 2020, Institutional Paper 132, July 2020.

zohrávať dôležitú úlohu pri raste úspor domácností. Keďže údaje o očakávaniach domácností, pokiaľ ide o budúcu nezamestnanosť, sú dostupné do júna 2020, pomocou odhadovaného modelu môžeme vypočítať príspevok preventívnych úspor v prvom polroku 2020.

Hlavným ťahúňom nedávneho rastu úspor domácností sa zdajú byť vynútené úspory. Graf C ukazuje, ako nedávne zvýšenie ukazovateľa očakávanej nezamestnanosti spôsobilo výrazný príspevok preventívnych úspor k rastu miery úspor v druhom štvrťroku. Hoci model viac-menej zodpovedá údajom z odhadovanej vzorky, nedokáže vysvetliť väčšinu nedávneho rastu miery úspor. Väčšinu nevysvetleného zostatku možno pripísať obmedzeniam spotreby mnohých tovarov a služieb počas období so zavedenými opatreniami na obmedzenie pohybu, a považovať ho preto za odhad vynútených úspor. V porovnaní s odhadovanými vynútenými úsporami v druhom štvrťroku sa príspevok preventívnych úspor v grafe zdá veľmi malý. Tu je však potrebné poznamenať, že hoci sa príspevok preventívnych úspor v porovnaní s vynútenými úsporami zdá byť malý, z historického hľadiska je výrazný.

Graf C

Faktory spôsobujúce rast miery úspor domácností



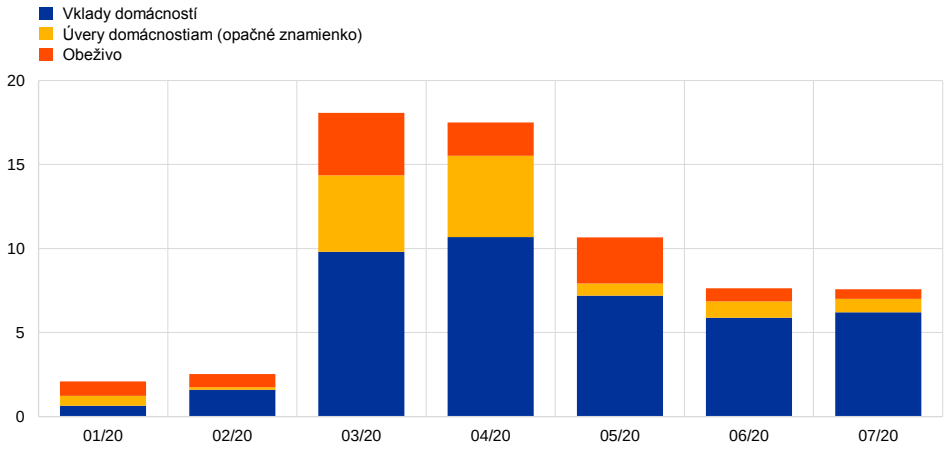
Zdroj: Eurostat a výpočty autorov.
Poznámka: Zmena miery úspor v prvom štvrťroku 2020 vychádza z oficiálnych štatistík, zatiaľ čo zmena v druhom štvrťroku 2020 predstavuje interný odhad.

Bankové vklady domácností sa počas období so zavedenými opatreniami na obmedzenie pohybu prudko zvýšili. V súlade s veľkým príspevkom vynútených úspor sa výrazný rast úspor odráža najmä v prudkom náraste bankových vkladov, hoci v marci a apríli zrejme zohral úlohu aj nižší tok úverov domácnostiam (graf D). V tomto smere je potrebné poznamenať, že pokles objemu úverov domácnostiam v uvedených mesiacoch možno vysvetliť aj ako dôsledok opatrení na obmedzenie pohybu. Pod rast spotrebiteľských úverov sa zvyčajne podpisuje spotreba, zatiaľ čo nižší tok hypotekárnych úverov mohli spôsobiť ťažkosti pri uzatváraní nákupov nehnuteľností.

Graf D

Domácnosti: vklady, úvery a obeživo

(zmena v porovnaní s decembrom 2019, v percentuálnych bodoch disponibilného príjmu)



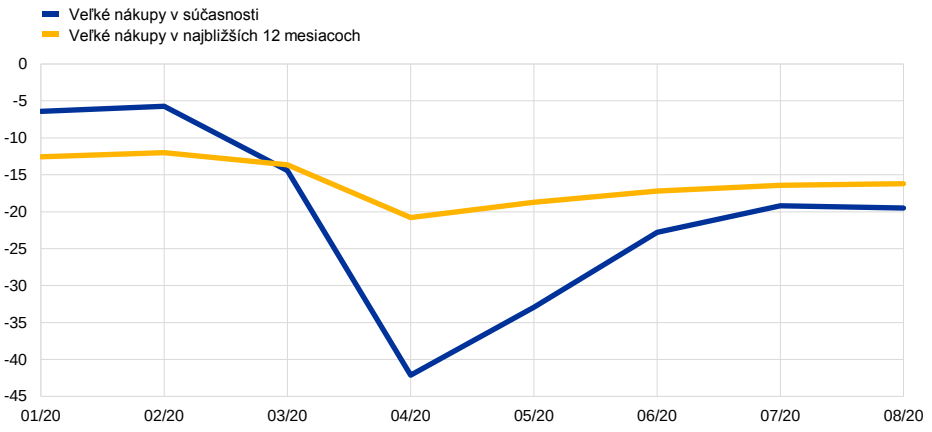
Zdroj: Eurostat a ECB.
Poznámka: Úvery domácnostiam sú uvádzané s opačným znamienkom. Príspevok obeživa je potrebné považovať za hornú hranicu, keďže rozdelenie podľa držiteľov nie je k dispozícii. Posledné údaje sú z júla 2020.

Napriek nahromadeným úsporám prevláda v krátkodobom horizonte výrazná miera neistoty, pokiaľ ide o odložený dopyt. Odložený dopyt predstavuje prudký nárast dopytu po tovaroch, ktorý dočasne prekračuje úrovne spred hospodárskeho poklesu. Odkladaním nákupov počas recesie spotrebitelia vytvárajú vysoký dopyt, ktorý sa realizuje pri prvých náznakoch oživenia ekonomiky. Pokles spôsobený nákazou COVID-19 je však odlišný, a to najmä vzhľadom na čiastočne vynútenú povahu spomalenia, pokiaľ ide o výdavky domácností. Takmer polovicu spomalenia súkromnej spotreby predstavujú zložky výdavkov, ktoré možno odložiť (napr. elektronika, autá). Najnovšie údaje z maloobchodu skutočne poukazujú na výrazný rast vo viacerých kategóriách produktov, čo môže do určitej miery znamenať efekt doháňania. V tomto momente je však ťažké odlíšiť tento efekt od zjavného posunu v spotrebiteľských košoch v reakcii na COVID-19 (napr. bicykle, domáce kancelárske vybavenie). Spotrebiteľský prieskum Európskej komisie pokrývajúci obdobie do augusta (graf E) naznačuje, že v najbližších 12 mesiacoch domácnosti očakávajú nižšie výdavky na veľké nákupy ako na začiatku roka 2020, a to i napriek nahromadeným úsporám. Preventívne dôvody tak môžu počas budúceho roka udržiavať sklon domácností k úsporám na úrovniach vyšších než pred krízou spôsobenou ochorením COVID-19.

Graf E

Veľké nákupy

(percentuálne saldo)



Zdroj: GR-ECFIN.
Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2020.

6 Akú úlohu zohrávajú nepriame dane vo vývoji a výhľade inflácie v eurozóne

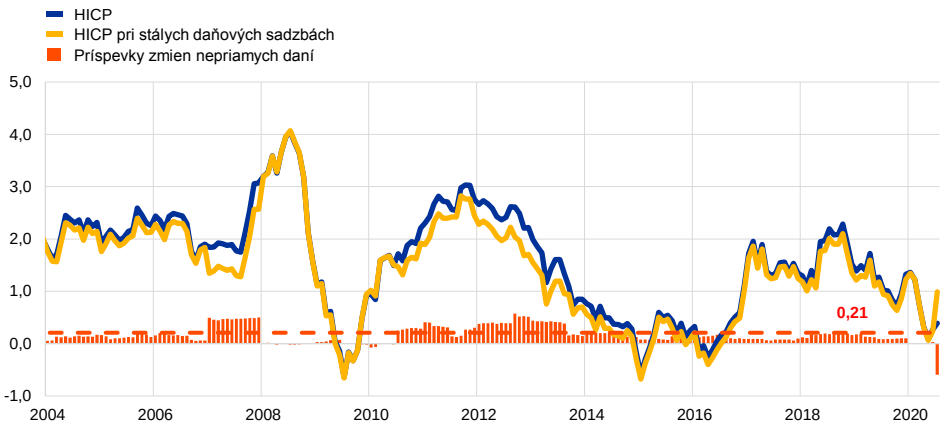
Gerrit Koester, Ferdinand Dreher a Aurelian Vlad

Zmeny v sadzbách nepriamych daní môžu mať viditeľný vplyv na spotrebiteľské ceny. Presný rozsah tohto vplyvu nie je zrejmý, keďže závisí od rozhodnutia firiem, v akej miere môžu – alebo chcú – preniesť zvýšenie daní na spotrebiteľov. Eurostat od roku 2004 zhromažďuje údaje o HICP pri stálych daňových sadzbách. Predpokladá sa pritom úplný a bezprostredný prenos zmien v nepriamych daniach do spotrebiteľských cien, čo na druhej strane môže viesť k zveličovaniu vplyvu daňových zmien.[45] Na základe uvedených údajov predstavuje príspevok zmien v nepriamych daniach k inflácii meranej HICP v eurozóne v priemere 0,2 percentuálneho bodu, no v čase zvýšenia sadzieb dane je omnoho výraznejší, ako napríklad v roku 2007 a v období rokov 2011 až 2014 (graf A).

Graf A

HICP a HICP pri stálych daňových sadzbách

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z júla 2020. Prerušovaná čiara zobrazuje dlhodobý priemer vypočítavaný od roku 2004.

Počas posledných dvoch dekád nepriame dane zväčša rástli. V reakcii na pandémiu koronavírusu (COVID-19) však niekoľko krajín eurozóny nepriame dane v nebývalom rozsahu znížilo. Okrem prechodného zníženia dane z pridanej hodnoty (DPH) v Nemecku a Írsku došlo v súčasnosti k cielenému znižovaniu nepriamych daní aj v mnohých ďalších štátoch eurozóny (graf B).[46] Ak vychádzame z predpokladu, že prenos bude úplný a bezprostredný, údaj Eurostatu o HICP pri stálych daňových sadzbách naznačuje, že zníženie DPH v Nemecku by sa na inflácii meranej HICP v eurozóne prejavilo v júli 2020 jej poklesom približne o 0,6 percentuálneho bodu. Keďže prechodné zníženie dane potrvá od júla do

[45] Viac v boxe s názvom New statistical series measuring the impact of indirect taxes on HICP inflation, *Monthly Bulletin*, ECB, Frankfurt am Main, November 2009.

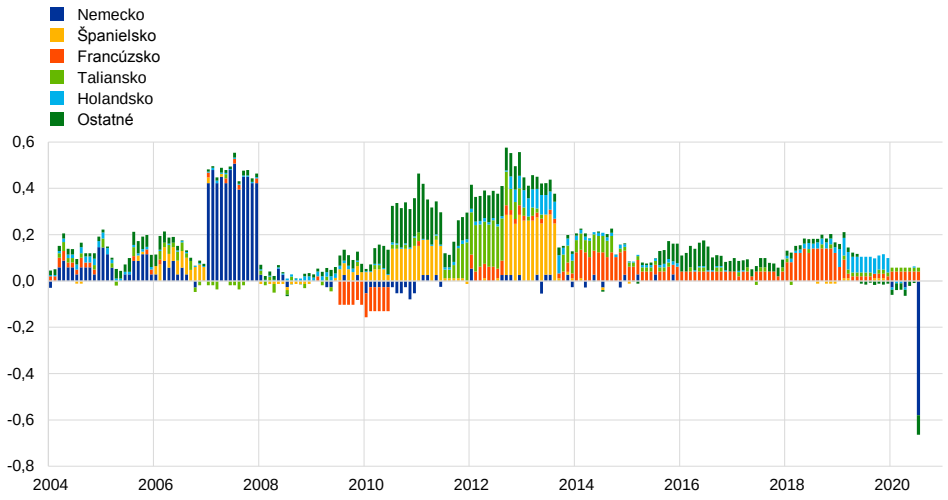
[46] Tieto zmeny sa týkali niektorých sektorov, ktoré boli obzvlášť silno zasiahnuté pandémiou, ako sú služby v cestovnom ruchu (napr. v Belgicku, Grécku, na Cypre a v Rakúsku), alebo členstvo v telovýchovných zariadeniach/šport (v Holandsku a Portugalsku), potraviny a nápoje (v Nemecku, Taliansku, Rakúsku a na Slovensku) a zdravotnícke dodávky (v Belgicku, Grécku, Francúzsku, na Malte, v Holandsku, Rakúsku, Portugalsku a na Slovensku).

decembra 2020, jeho účinok by mohol mať zhruba polovičnú veľkosť a mohol by trvať celý rok. Mechanicky vypočítaný vplyv na infláciu meranú HICP bez cien energií a potravín (HICPX) by predstavoval jej zníženie v porovnateľnom rozsahu. Ak by sa zároveň zohľadnil čistý vplyv všetkých ostatných zmien v nepriamych daniach v eurozóne, táto inflácia by sa ešte zvýšila o 0,1 percentuálneho bodu.[47]

Graf B

Vplyv zmien nepriamych dani na infláciu HICP

(príspevky v percentuálnych bodoch na základe rozdielu medzi HICP a HICP pri stálych daňových sadzbách)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z júla 2020. Vplyv zmien nepriamych daní sa vypočíta ako rozdiel medzi infláciou meranou HICP a infláciou meranou HICP pri stálych daňových sadzbách za predpokladu úplného a okamžitého prenosu vplyvu nepriamych daní.

Skutočný vplyv aktuálneho zníženia nepriamych daní na infláciu sa spája so značnou neistotou. Po prvé, možnú mieru prenosu by mohlo ozrejmiť niekoľko starších príkladov zníženia sadzieb nepriamych daní v krajinách eurozóny.[48] Po druhé, náhle a výrazné zhoršenie celkového ekonomického prostredia v dôsledku pandémie COVID-19 môže ovplyvniť úvahy firiem o cenách a ziskových maržiach, ktoré sa môžu líšiť od úvah v čase bežného obchodného cyklu. To následne vplýva na mieru prenosu (viac v boxe s názvom Vplyv rastúcej neistoty na hospodársku aktivitu v eurozóne v tomto vydaní Mesačného bulletinu). A po tretie, súčasný pokles nepriamych daní je z veľkej časti dôsledkom zníženia sadzby DPH v Nemecku, ktoré je len dočasné (a v krajinách eurozóny veľmi neobvyklé), a preto by mohlo mať netypický vplyv na predpoklady. Toto všetko vedie k domnienke, že prípady rozsiahlych prenosov pri trvalom zvýšení sadzieb nepriamych daní uvedené v empirickej literatúre nie je možné jednoducho použiť pri podobne vysokom účinku prenosu súčasného dočasného zníženia sadzieb.[49] Spojené kráľovstvo v rokoch

[47] Pokiaľ ide o veľké štáty eurozóny, zvýšenie nepriamych daní z potravín a energií, ku ktorému došlo na začiatku roka 2020 vo Francúzsku a Taliansku, čiastočne eliminuje vplyv súčasného zníženia nepriamych daní v dôsledku pandémie. Ďalšie zvýšenie nepriamych daní sa týkalo tabaku (v Estónsku, Francúzsku, Litve, Luxembursku, Holandsku a Rakúsku) a energií (v Lotyšsku, Litve, Luxembursku a Fínsku).

[48] Išlo o niekoľko prípadov menšieho zníženia štandardnej sadzby DPH v Holandsku v rokoch 1989 a 1992, v Portugalsku v rokoch 1992 a 2008, v Lotyšsku v roku 2012, v Taliansku v roku 1980, vo Francúzsku v roku 2000 a v Írsku v rokoch 1990, 1991, 2001 a 2010.

[49] Benzarti, Y., Carloni, D., Harju, J. a Kosonen, T. v práci s názvom What Goes Up May Not Come Down: Asymmetric Incidence of Value-Added Taxes, Journal of Political Economy, forthcoming, 2020, predkladajú dôkazy, že prenos zmeny DPH je v prípade jej zvýšenia väčší ako v prípade jej zníženia.

2008 až 2009 na trinásť mesiacov dočasne znížilo sadzbu DPH. Spočiatku sa odhadovalo, že prenos bude úplný, nakoniec však bol, pre niekoľko náhlych zmien, iba čiastočný.[50, 51]

Prenos súčasného zníženia nepriamych daní sa pravdepodobne bude v jednotlivých sektoroch líšiť a bude celkovo neúplný. V Nemecku, napríklad, môže byť prenos značný v niektorých sektoroch, ako je energetika alebo maloobchodný predaj v supermarketoch. Naopak v sektoroch, ktoré v dôsledku obmedzení pohybu v čase pandémie utrpeli väčšie straty v príjmoch alebo majú vyššie náklady v súvislosti so zmenami cien, sa dá predpokladať oveľa menšia miera prenosu (napr. v sektore služieb alebo v maloobchodnom predaji tovarov dlhodobej spotreby). Okrem toho, na podstatnú časť koša HICP sa DPH nevzťahuje (napr. na nájomné), teda nie je ovplyvnená zmenami v sadzbách DPH. Je preto pravdepodobné, že súčasné zníženie nepriamych daní bude mať výrazný vplyv na infláciu cien potravín a energií, kým vplyv na HICP bez cien energií a potravín bude menej zreteľný.

Zníženie nepriamych daní v krajinách eurozóny má vplyv na profil inflácie v rokoch 2020 a 2021 načrtnutý v makroekonomických projekciách odborníkov ECB zo septembra 2020. Inflácia meraná HICP bez cien energií a potravín by mala podľa očakávaní nepretržite rásť z 0,8 % v roku 2020 na 0,9 % v roku 2021 a 1,1 % v roku 2022. Bez započítania odhadu skutočného vplyvu zmien nepriamych daní by však inflácia meraná HICP bez cien energií a potravín dosiahla v roku 2020 úroveň 0,9 %, potom by v roku 2021 klesla na 0,8 %[52] a následne by v roku 2022 stúpla na 1,1 % (graf C). Hoci tieto projekcie očakávajú len veľmi malý prenos zníženia nepriamych daní do inflácie (približne len 50 %), účinky sú dostatočne veľké nato, aby sa nepretržité zvyšovanie inflácie od roku 2020 až 2022 premietlo do profilu základnej inflácie približne v tvare V. Porozumenie vplyvu nepriamych daní na profil a výhľad inflácie je dôležité pri vysvetľovaní menovej politiky.

---

50 Empirické zistenia naznačujú, že „firmy najprv preniesli zníženie sadzby DPH (úplný prenos), následne, približne po dvoch mesiacoch, [však] aspoň čiastočne svoje ceny opäť zvýšili“ (Crossley, T.F., Low, H.W. a Sleeman, C. Using a Temporary Indirect Tax Cut as a Fiscal Stimulus: Evidence from the UK, *IFS Working Paper*, No W14/16, 2014.

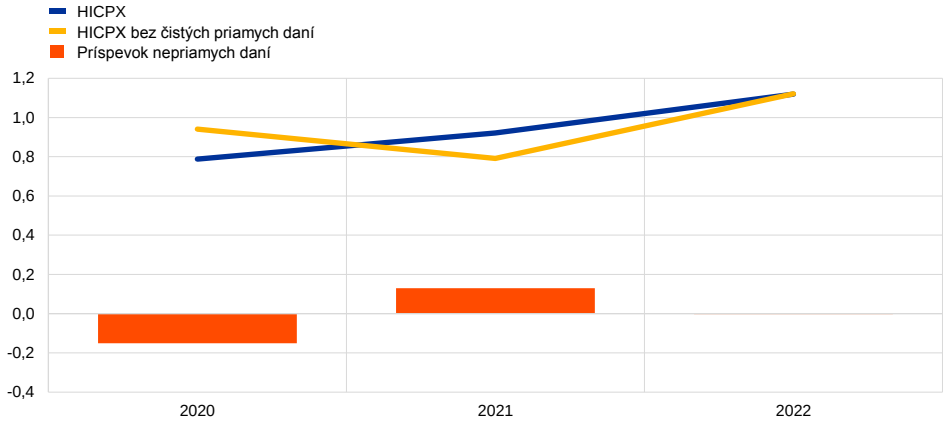
51 To, či spoločnosti uplatnia zmenu v sadzbe nepriamych daní už prostredníctvom úpravy ceny jednotlivých produktov (v regáloch) alebo až na záver (pri pokladni), by nemalo mať vplyv na údaje o inflácii, ak súbor cien zohľadňuje aj zmeny dane uplatnené pri pokladni, ako je to napríklad v Nemecku.

52 Dočasný charakter zníženia DPH v Nemecku, ktorá sa v roku 2021 opäť zvýši, by mal vplývať na zvýšenie HICPX v druhom polroku 2021, čo vysvetľuje kladný rozdiel medzi infláciou meranou HICPX a HICPX bez čistých nepriamych daní.

Graf C

Vplyv zmien nepriamych daní na projekcie inflácie HICPX

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat, výpočty ECB, Makroekonomické projekcie zo septembra 2020.
Poznámka: Výpočet príspevku zmien nepriamych daní vychádza z odhadu skutočného prenosu.

7 Verejné záruky za úvery a poskytovanie bankových úverov v období pandémie COVID-19

Matteo Falagiarda, Algirdas Prapiestis a Elena Rancoita

Väčšina vlád eurozóny začala uplatňovať rozsiahle programy verejných záruk za úvery s cieľom zachovať prístup podnikov k bankovým úverom. Dopyt spoločností po bankových úveroch od marca 2020 stúpol na rekordnú úroveň, keď sa spoločnosti usilovali preklenúť výpadok likvidity spôsobený šokom z koronavírusu (COVID-19). Tento nárast dopytu bol spôsobený poklesom schopnosti spoločností financovať svoje bežné náklady prostredníctvom prevádzkových hotovostných tokov v dôsledku prudkého poklesu príjmov počas trvania opatrení na obmedzenie pohybu. To vyústilo do akútnej potreby likvidity na financovanie prevádzkového kapitálu a potrebných investícií. V prostredí vysokej neistoty navyše spoločnosti využívali úvery na vybudovanie preventívnych rezerv likvidity alebo na prispôsobenie svojho podnikania novému prostrediu. Väčšina vlád krajín eurozóny zaviedla systémy na poskytovanie verejných záruk za bankové úvery, aby pomohla bankám vyrovnať sa s nárastom dopytu po úveroch za priaznivých podmienok. Tieto systémy prenášajú časť úverového rizika a potenciálnych úverových strát z bánk na vlády, čím znižujú náklady bánk. V tomto boxe sa najskôr rozoberajú charakteristiky týchto systémov verejných záruk za úvery a ich využívanie vo veľkých krajinách eurozóny. Ďalej sa v ňom skúma, ako sa čerpanie zaručených úverov spoločnosťami odrazilo v súhrnných číslach o úveroch.

Vlastnosti systémov záruk za úvery sa v jednotlivých krajinách líšia, všetky však musia zodpovedať usmerneniam, ktoré prijala Európska komisia.[53] Cieľom systémov poskytovania záruk je pomoc spoločnostiam a samostatne zárobkovo činným osobám, ktoré boli postihnuté krízou COVID-19, ale na konci roka 2019 nemali finančné ťažkosti. Tieto systémy sa všeobecne uplatňujú na poskytovanie nových úverov, obvykle na strednodobé a dlhodobé úvery (s priemernou splatnosťou päť rokov).[54] Obdobie na podávanie žiadostí o úvery kryté systémami záruk by sa malo vo väčšine prípadov skončiť koncom roka 2020. Maximálna suma na dlžníka je obvykle 25 % z obratu príjemcu v roku 2019 alebo dvojnásobok mzdových nákladov v roku 2019. Podiel úveru, na ktorý sa poskytuje záruka, sa pohybuje od 70 % do 90 % istiny úveru, hoci v niekoľkých krajinách sú k dispozícii aj systémy 100 % záruk, vrátane Talianska a Nemecka, najmä pre menšie úvery malým a stredným podnikom (MSP) a samostatne zárobkovo činným osobám. V niektorých ďalších krajinách eurozóny sú rozsah i krytie menšie. V niektorých krajinách sa na spoločnosti, ktoré využívajú výhody týchto programov, uplatňujú podmienky, ako napríklad zákaz vyplácania

[53] Oddiel 3.2 oznámenia Európskej komisie Dočasný rámec pre opatrenia štátnej pomoci na podporu hospodárstva v čase pandémie COVID-19. V niektorých krajinách vlády jednoducho vylepšili existujúce systémy záruk. Zatiaľ čo tento box sa zameriava na programy záruk vyhlásené vládami, podobné systémy sa implementovali aj na regionálnej a nadnárodnej úrovni, napríklad Paneurópsky záručný fond, ktorý spravuje Európska investičná banka.

[54] V niektorých krajinách sa záruky vzťahujú aj na refinancovanie a úvery poskytnuté v mesiacoch bezprostredne predchádzajúcich prepuknutiu pandémie COVID-19.

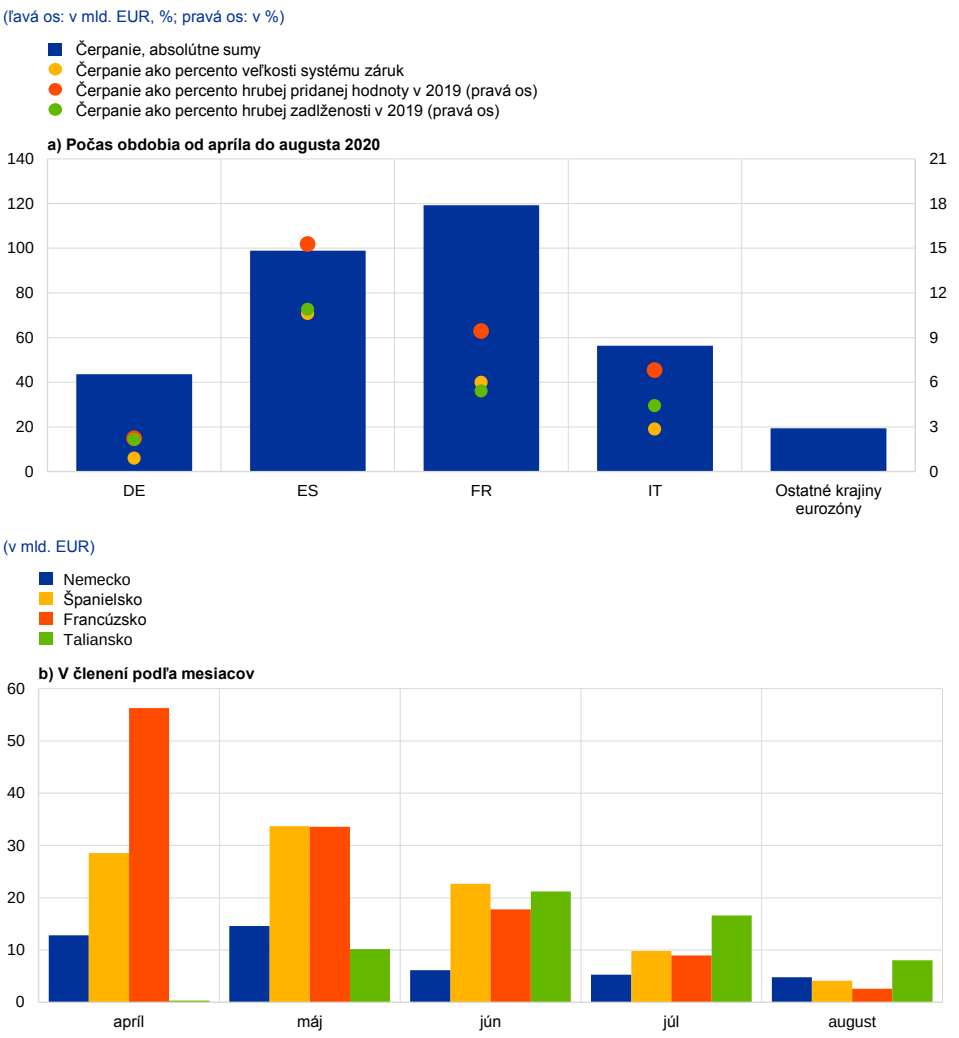
dividend, limity na odmeňovanie manažérov alebo záväzok udržať pracovné miesta.[55] Zjavne zložitá koncepcia takýchto programov odráža kompromis medzi rýchlou reakciou na krízu a udržaním dostatočnej úrovne obozretnosti s cieľom zmierniť prípadné nežiaduce správanie zo strany bánk, napríklad nadmerné riskovanie, alebo zo strany spoločností, napríklad prepúšťanie pracovných síl a zároveň využitie úverovej podpory od vlády.[56]

Využívanie verejných záruk za úvery sa v jednotlivých krajinách líši, vyššie čerpanie sa zaznamenalo v Španielsku a Francúzsku, zatiaľ čo nižšie objemy boli čerpané v Taliansku a Nemecku. Od zavedenia programov v apríli spoločnosti vyčerpali zaručené úvery vo výške približne 120 mld. € vo Francúzsku a približne 100 mld. € v Španielsku (graf A, časť a)). V porovnaní s hrubou zadlženosťou nefinančných spoločností je čerpanie najvyššie v Španielsku (okolo 11 % hrubej zadlženosti), po ňom nasleduje Francúzsko (okolo 5 % hrubej zadlženosti). Naopak, nižšie čerpanie bolo v Taliansku (približne 55 mld. €, t. j. okolo 4 % hrubej zadlženosti) a v Nemecku (približne 45 mld. €, t. j. okolo 2 % hrubej zadlženosti). Väčšie využívanie zaručených úverov v Španielsku možno čiastočne pripísať nižšej dostupnosti alternatívnych opatrení daňovej úľavy pre spoločnosti (napr. moratóriá na dlhy a priame poskytovanie štátnej pomoci). Vyššie čerpanie zaručených úverov vo Francúzsku odráža ich veľmi priaznivé cenové podmienky, najmä počas prvého roka úveru. Relatívne obmedzené využívanie týchto úverov v Nemecku odráža najmä: i) nižšie finančné potreby spoločností v porovnaní s inými krajinami v dôsledku menej prísnych opatrení na obmedzenie pohybu a väčšieho využívania kombinácie ďalších politických opatrení spoločnosťami vrátane priamych grantov, odkladov daní a skrátenia pracovného času; ii) menej priaznivé podmienky spojené so systémami (napr. týkajúce sa stanovovania cien úverov, zákazu vyplácania dividend a limitov na odmeňovanie manažérov); a iii) niektoré prekážky na strane ponuky súvisiace s hodnotením rizika, ktoré sa vyžaduje pri veľkých úveroch. Nízke využívanie úverov, ktoré sa doteraz zaznamenalo v Taliansku, odráža najmä prevádzkové prekážky, ktoré pôvodne existovali na strane ponuky. Tieto prekážky postupne ustupovali a v júli a auguste bolo mesačné poskytovanie týchto typov úverov v Taliansku vyššie ako v iných krajinách (graf A, časť b)).

[55] Podmienky sú obvykle prísnejšie pre zaručené úvery poskytované veľkým podnikom a môžu zahŕňať podmienky týkajúce sa obchodných investičných plánov, riadenia, hospodárskej súťaže a transparentnosti. Je to tak preto, lebo záruky sú často súčasťou veľkých plánov pomoci, ktoré môžu zahŕňať aj rekapitalizáciu zo strany štátu.

[56] Viac podrobností o kľúčových parametroch systémov záruk a kanálov, cez ktoré fungujú, sú uvedené v boxe s názvom Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses v publikácii ECB *Financial Stability Review* z mája 2020.

Graf A
Čerpanie úverov zo systémov verejných záruk



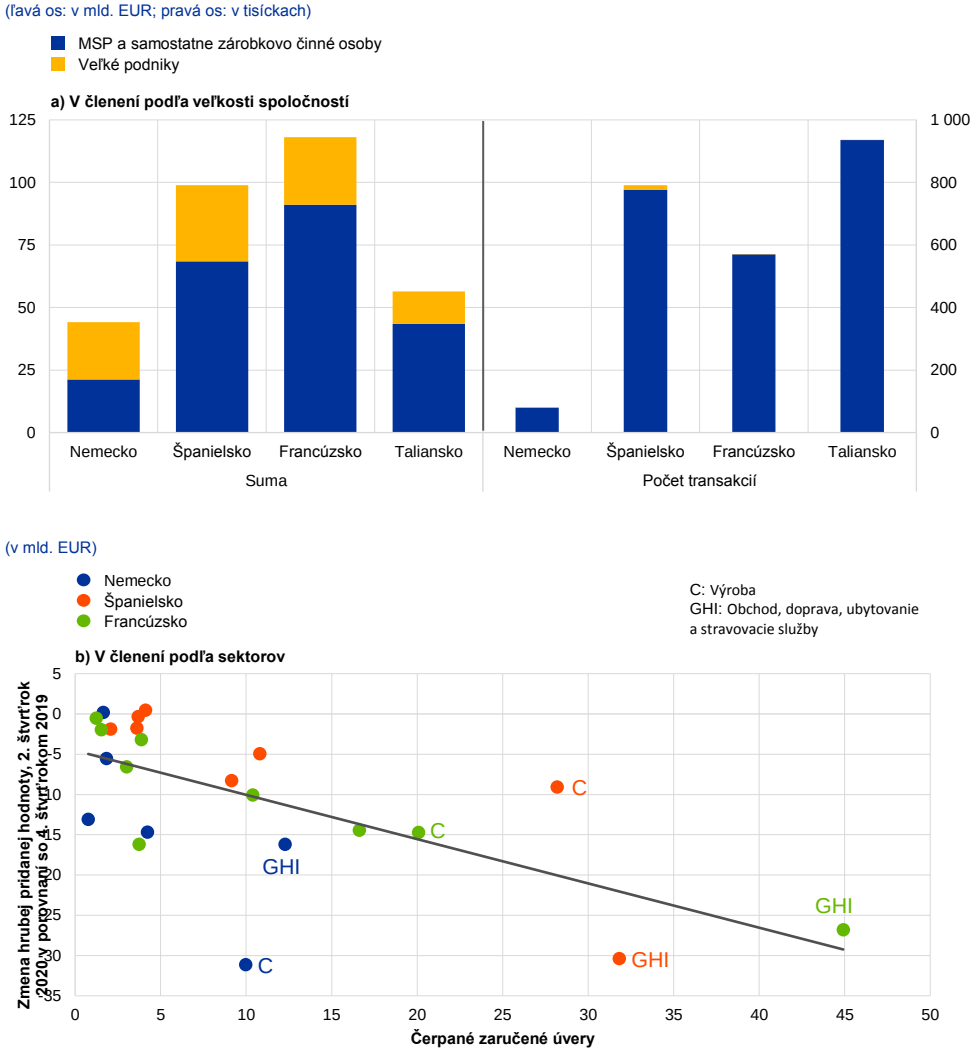
Zdroje: Kreditanstalt für Wiederaufbau pre Nemecko, Instituto de Crédito Oficial pre Španielsko, Ministère de l'Économie et des Finances pre Francúzsko, Ministero dell'Economia e delle Finanze a Banca d'Italia pre Taliansko, rôzne vnútroštátne orgány pre ďalšie krajiny eurozóny, zdroje správ, Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Údaje o čerpaní sa týkajú schválených súm zaručených úverov. Keďže zaručené úvery možno poskytnúť aj vo forme revolvingových úverov, schválená suma je vyššia ako skutočne vyplatená suma. Celková veľkosť systémov záruk je: 757 mld. € pre Nemecko, 140 mld. € pre Španielsko, 300 mld. € pre Francúzsko a 300 mld. € pre Taliansko.

Zdá sa, že systém verejných záruk najviac využívali MSP pôsobiace v sektoroch najviac postihnutých krízou (napr. obchod, cestovný ruch a doprava). Čerpanie zaručených úverov bolo výrazne vyššie v prípade malých a stredných podnikov a samostatne zárobkovo činných osôb, ako pri veľkých podnikoch, s výnimkou Nemecka (graf B, časť a)). Vyššie čerpanie malými a strednými podnikmi odráža ich relatívne väčšie potreby núdzovej likvidity, ich väčšiu závislosť od financovania od bánk a skutočnosť, že v bankovom sektore je menej prekážok, ktoré majú vplyv na poskytovanie zaručených úverov na menšie sumy. Konkrétne, zatiaľ čo výška čerpania je v Taliansku pomerne nízka, v tejto krajine bol poskytnutý najvyšší počet zaručených úverov, čo odráža prevahu veľmi malých úverov. Zo sektorového hľadiska je čerpanie zaručených úverov najvyššie v sektoroch, ktoré sú najviac postihnuté obavami z fyzického kontaktu súvisiacimi

s pandémiou COVID-19 a sprievodnými opatreniami na obmedzenie pohybu, čo má za následok prudký pokles ich hrubej pridanej hodnoty v prvom polroku 2020, pričom najväčší podiel na tom má obchod, doprava a potravinové služby, po ktorých nasleduje výroba (graf B, časť b)).

Graf B

Čerpanie úverov zo systémov verejných záruk



Zdroje: Kreditanstalt für Wiederaufbau pre Nemecko, Instituto de Crédito Oficial pre Španielsko, Ministère de l'Économie et des Finances pre Francúzsko, Ministero dell'Economia e delle Finanze a Banca d'Italia pre Taliansko, Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Údaje o čerpaní zaručených úverov sú za obdobie apríl – august 2020. Z dôvodu neexistencie členenia podľa veľkosti spoločnosti v Taliansku sa predpokladá, že zaručené úvery pre MSP sú úvery poskytované prostredníctvom Fondo di Garanzia, zatiaľ čo zaručené úvery veľkým podnikom sú úvery poskytované prostredníctvom SACE (talianska agentúra pre vývozné úvery). V časti b) grafu je sektorová klasifikácia podľa NACE Rev. 2.

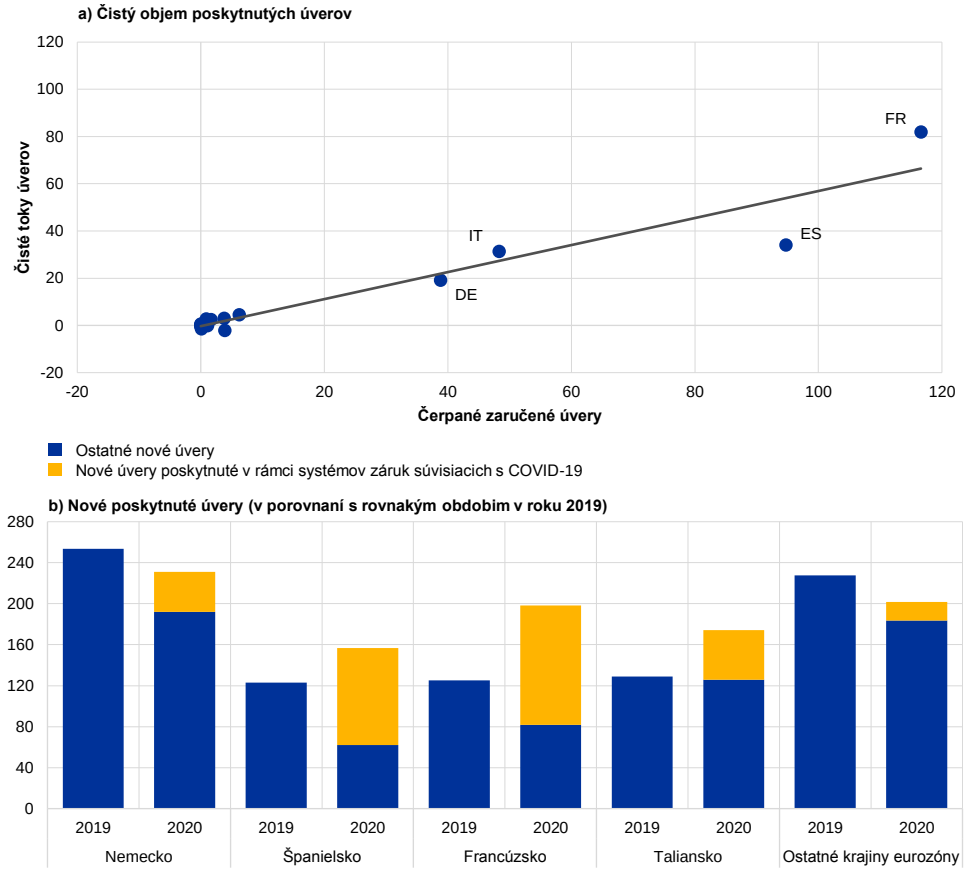
Systémy verejných záruk na úvery od apríla zohrávali kľúčovú úlohu pri podpore dynamiky poskytovania úverov podnikom, najmä v Španielsku a Francúzsku. Toky bankových úverov do spoločností eurozóny od vypuknutia pandémie COVID-19 v Európe prudko vzrástli v dôsledku akútnej potreby núdzovej likvidity počas trvania opatrení na obmedzenie pohybu. V marci 2020 k tomuto nárastu prispelo čerpanie predtým dohodnutých úverových liniek, v nasledujúcich mesiacoch však značná časť úverových tokov do veľkej miery odrážala čerpanie úverov krytých

verejnými zárukami. V období apríl až júl boli hrubé toky zaručených úverov vyššie ako celkové čisté toky úverov vo všetkých veľkých krajinách eurozóny, čo znamená posun od nezaručených úverov k zaručeným úverom (graf C, panel a)). Dynamika poskytovania úverov bola navyše úmerne vyššia v krajinách s vyšším čerpaním zaručených úverov.[57] V Španielsku a Francúzsku, kde bola fiškálna podpora spoločnostiam poskytovaná hlavne prostredníctvom systémov záruk, tvorili zaručené úvery v období od apríla do júla asi 65 %, resp. 70 % objemu nových obchodov (graf C, časť b)). V Nemecku a Taliansku predstavovali zaručené úvery asi 20 % nových tokov úverov v tomto období, zatiaľ čo v ostatných krajinách eurozóny predstavovali zanedbateľný podiel nových úverov.

Graf C

Čerpanie zaručených úverov a úverov nefinančným spoločnostiam a samostatne zárobkovo činným osobám v období od apríla do júla 2020

(v mld. EUR)



Zdroje: Kreditanstalt für Wiederaufbau pre Nemecko, Instituto de Crédito Oficial pre Španielsko, Ministère de l'Économie et des Finances pre Francúzsko, Ministero dell'Economia e delle Finanze a Banca d'Italia pre Taliansko, rôzne vnútroštátne orgány pre ďalšie krajiny eurozóny, zdroje správ, ECB a výpočty ECB.
Poznámka: Čisté poskytnuté úvery sú úvery očistené o splátky, ako sú uvádzané v bilančnej štatistike PFI. Nové úvery sa týkajú čisto nových úverov, ako sú uvedené v štatistike úrokových sadzieb PFI. Toky čistých a nových úverov nie sú sezónne očistené. Čisté toky úverov sú upravené o tržby, sekuritizáciu a prevody úverov.

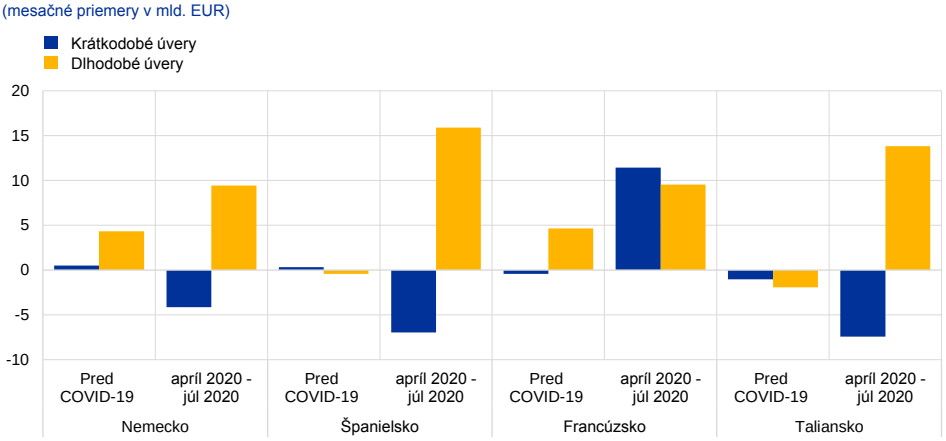
Vplyv systémov záruk za úvery možno zistiť aj zo splatnosti a veľkosti úverov v uplynulých tokoch bankových úverov, z pozitívnych tokov nevyčerpaných

[57] Nedávny vývoj v oblasti rastu úverov nefinančným spoločnostiam je znázornený na grafe 22 v tomto čísle Ekonomického bulletinu.

úverových liniek a zo zachovania priaznivých úverových podmienok. Po prvé, zatiaľ čo toky krátkodobých úverov boli počas obdobia COVID-19 spravidla záporné, toky strednodobých a dlhodobých úverov, ktorých splatnosti sú zvyčajne kryté zárukami, sa výrazne zvýšili (graf D). To je v rozpore s historickými zákonitosťami, pretože akútna potreba likvidity na prevádzkový kapitál je obvykle spojená s vyšším dopytom po krátkodobých úveroch, zatiaľ čo dlhodobé úvery sa používajú na financovanie projektov fixných investícií do zariadenia a infraštruktúry podnikov.[58] Po druhé, v prípade malých úverov (do 1 mil. €) sa zaznamenali nové silné úverové toky, najmä v Španielsku, Francúzsku a Taliansku, v súlade s väčším čerpaním zaručených úverov zo strany MSP v týchto krajinách. Po tretie, dôkazy o zvýšených objemoch nečerpaných úverov v druhom štvrťroku naznačujú, že skutočne bola vyplatená iba časť schválených zaručených úverov, čo pravdepodobne odráža preventívne vytváranie zásob likvidity spoločnosťami a poukazuje na dostatok finančných prostriedkov, ktoré zostávajú k dispozícii, aby spoločnosti mohli v blízkej budúcnosti uspokojiť svoje finančné potreby. Po štvrté, verejné záruky za úvery prispeli aj k zachovaniu priaznivých podmienok financovania, čo sa prejavilo v skutočnosti, že úrokové sadzby úverov stále zostávajú na historicky nízkych úrovniach (najmä v prípade typov úverov, ktoré sú zvyčajne kryté zárukami)[59] a že podmienky poskytovania úverov zostali v zásade nezmenené, ako to ukazujú výsledky prieskumu úverovej aktivity bánk v eurozóne za druhý štvrťrok 2020.

Graf D

Úvery nefinančným spoločnostiam a samostatne zárobkovo činným osobám v členení podľa splatnosti



Zdroje: ECB a výpočty ECB.
Poznámka: Toky neočistené od sezónnych vplyvov (neupravené o predaj a sekuritizáciu). Krátkodobé termínované vklady sú vklady so splatnosťou do jedného roka. dlhodobé termínované vklady sú vklady so splatnosťou viac ako jeden rok. Obdobie pred COVID-19 znamená obdobie od marca 2019 do februára 2020.

Postupné ukončovanie uplatňovania systémov verejných záruk za úvery treba v nasledujúcich mesiacoch starostlivo posúdiť vzhľadom na potreby

58 Viac informácií o faktoroch, ktoré prispievajú k dopytu po úveroch počas pandémie COVID-19 obsahuje box s názvom Drivers of firms' loan demand in the euro area – what has changed during the COVID-19 pandemic? v *Economic Bulletin,* Issue 5, ECB, 2020.

59 Graf 24 v tomto čísle Ekonomického bulletinu. Napríklad úrokové sadzby bankových úverov vo Francúzsku od apríla výrazne poklesli. Tento pokles bol spôsobený malými úvermi a odráža obrovský dopyt MSP po verejne zaručených úveroch, ktoré banky vo Francúzsku poskytujú s takmer nulovou úrokovou sadzbou.

financovania podnikov, zatiaľ čo ich prípadné vedľajšie účinky si vyžadujú monitorovanie. Systémy záruk za úvery boli rozhodujúce pre podporu finančných potrieb spoločností na začiatku obdobia pandémie COVID-19 a spolu s ďalšími ráznymi politickými opatreniami prispeli k tomu, aby sa inak životaschopné podniky nestali platobne neschopnými. Predčasné a príliš náhle ukončenie týchto systémov záruk môže viesť k riziku, že podniky budú mať veľké problémy s likviditou a začne dochádzať k bankrotom, čo by naopak vyčerpalo kapitál bánk. To by možno viedlo k náhlemu zníženiu úverových tokov a k sprísneniu podmienok poskytovania bankových úverov, čo by vyvolalo viac konkurzov a tiež by to bránilo financovaniu prežívajúcich spoločností, aby sa prispôsobili novej situácii podnikania. Zároveň, ak by politická podpora poskytovaná v súčasnej kríze mala viesť k trvalému a výraznému rozšíreniu úlohy vlády pri riadení hospodárskych výsledkov, v dlhodobejšom horizonte by to mohlo brániť účinnému rozdeľovaniu zdrojov a znížiť výrobné kapacity hospodárstva eurozóny, pretože firmy, ktoré nie sú životaschopné alebo dostatočne ziskové, by sa umelo udržiavali pri živote. Okrem toho, konkrétna podoba a nastavenie systému záruk môžu mať vedľajšie účinky, napríklad vo forme stimulov pre nadmerné zadlžovanie sa a nerozvážne rozdeľovanie rizika. Tieto vedľajšie účinky si v najbližších mesiacoch vyžiadajú dôkladné sledovanie a len čo dôjde k ústupu hospodárskeho a finančného dosahu krízy COVID-19, bude potrebná dôkladná a včasná stratégia postupného ukončenia uplatňovania týchto systémov.

8 Vplyv ozdravných opatrení EÚ na rozpočet

Alessandro Giovannini, Sebastian Hauptmeier, Nadine Leiner-Killinger a Vilém Valenta

Balík ozdravných opatrení EÚ predstavuje významný medzník v integrácii európskych hospodárskych politík. Európska rada 21. júla 2020 schválila mimoriadny dočasný nástroj obnovy, známy ako Next Generation EU (NGEU; EÚ pre ďalšie generácie). Nástroj NGEU spolu s pravidelným viacročným finančným rámcom (VFR) zabezpečí koordinovanú fiškálnu odpoveď Európy na hospodárske dôsledky pandémie koronavírusu (COVID-19). Kým zámerom Plánu hospodárskej obnovy Európy[60] z roku 2008 bola len koordinácia národných balíkov stimulačných rozpočtových opatrení, ktoré mali financovať samotné členské štáty, nástroj NGEU zavádza jednotný model financovania na podporu a reformu verejných výdavkov v EÚ.

Európska komisia je oprávnená získať v mene Európskej únie na kapitálových trhoch prostriedky pre NGEU v hodnote do 750 mld. €. Z týchto prostriedkov je možné použiť do 360 mld. € na poskytovanie úverov a do 390 mld. € na granty. Budú sa uvoľňovať do konca roka 2026 a ich splatenie je stanovené najneskôr do 31. decembra 2058. Emisie v rámci nástroja NGEU zvýšia úroveň nesplateného dlhu únie približne pätnásťkrát, čo predstavuje vôbec najvyššiu emisiu dlhu v eurách na nadnárodnej úrovni. Zatiaľ čo úvery budú splácať poberajúce členské štáty, Európska rada sa dohodla, že zreformuje systém vlastných zdrojov a zaistí, aby sa splátky grantov kryli z príspevkov založených na hrubom národnom dôchodku a z nových vlastných zdrojov EÚ.

Základnú zložku nástroja NGEU predstavuje Mechanizmus na podporu obnovy a odolnosti (RRF – Recovery and Resilience Facility). Tento mechanizmus bude pozostávať z celého portfólia úverov a 80 % grantov. Jeho úlohou je podporiť investície a reformy v členských štátoch s cieľom napomôcť udržateľnú a odolnú obnovu a zároveň posilniť zelenú a digitálnu transformáciu v Únii. Zostávajúca časť NGEU sa použije najmä na konsolidovanie výdavkových programov VFR v rámci celej EÚ.

Aby členské štáty EÚ mohli čerpať finančnú pomoc z mechanizmu RRF, musia vypracovať národné plány na podporu obnovy a odolnosti, v ktorých stanovia svoj reformný a investičný program na roky 2021 až 2023. Tieto plány by mali predstavovať koherentné balíky reforiem a projektov verejných investícií zamerané na riešenie problémov identifikovaných v kontexte európskeho semestra. Mali by tiež podporiť rastový potenciál a tvorbu pracovných miest v zainteresovaných členských štátoch a posilniť ich hospodársku a sociálnu odolnosť. Finančná pomoc sa bude uvoľňovať po častiach, vždy po dosiahnutí míľnikov a cieľov vytýčených v týchto plánoch.

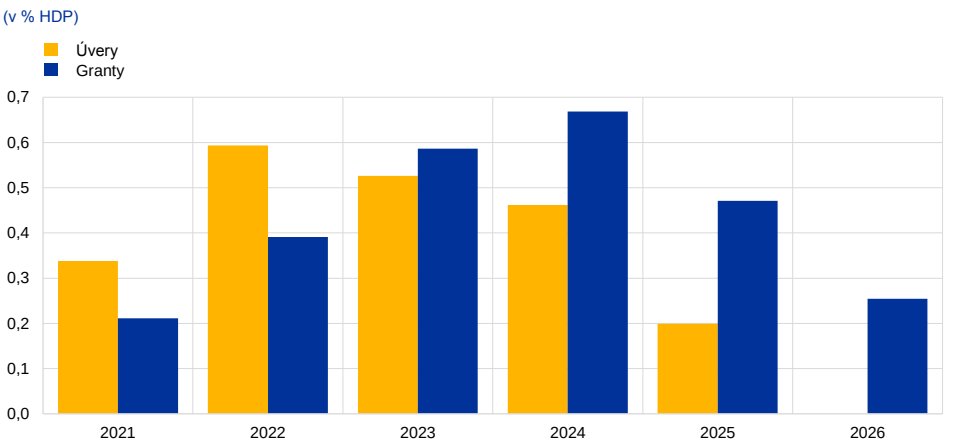
Výška finančnej pomoci poskytovanej v rámci nástroja NGEU by mala primerane zohľadňovať makroekonomickú situáciu a mala by predstavovať

[60] Plán hospodárskej obnovy Európy KOM(2008) 800 v konečnom znení, 26. 11. 2008

takmer 5 % HDP eurozóny. Plánuje sa, že by táto finančná pomoc bola v plnej výške vyčlenená do konca roka 2023 a uvoľňovaná prevažne v rokoch 2021 až 2024 (graf A).[61] Na základe dostupných informácií budú granty poskytované zväčša neskôr ako úvery. Hoci stále pretrváva neistota, pokiaľ ide o vplyv na národné rozpočty, nástroj NGEU by v eurozóne v priemere predstavoval fiškálnu expanziu založenú na dlhu približne na úrovni 1 % HDP počas rokov 2021 až 2024 za predpokladu, že sa pomoc využije na národnej úrovni na financovanie dodatočných výdavkov. Ak by sa nástroj NGEU uplatnil v rámci produktívnych výdavkov a sprevádzali by ho reformy zamerané na rast, podporil by nielen oživenie, ale aj budúcu odolnosť a rastový potenciál ekonomík členských štátov.

Graf A

NGEU: očakávaný objem prostriedkov rozdelených štátom eurozóny



Zdroj: Závery Európskej rady z 21. júla 2020, výpočty Európskej komisie a ECB.
Poznámka: Predpokladá sa, že granty sa štátom eurozóny budú prideľovať na základe dohodnutých alokačných kľúčov. Úvery v maximálnej výške 6,8 % hrubého národného dôchodku budú zrejme môcť čerpať len štáty s úverovými nákladmi presahujúcimi očakávanú úrokovú sadzbu úverov NGEU. Časový profil vychádza z odhadov uvedených v návrhu Európskej komisie na zriadenie nástroja NGEU.

Alokačný kľúč mechanizmu RRF zaisťuje poskytnutie väčšej makroekonomickej pomoci zraniteľnejším krajinám. V rokoch 2021 až 2022 budú prostriedky rozdeľované na základe príjmov na obyvateľa a vývoja nezamestnanosti v predchádzajúcich rokoch. V roku 2023 sa ukazovatele nezamestnanosti nahradia zaznamenanou mierou poklesu reálneho HDP v rokoch 2020 a 2021. Dohodnuté rozdelenie prostriedkov bude predstavovať značnú čistú finančnú pomoc tým štátom eurozóny, ktoré čelia najhorším ekonomickým a fiškálnym problémom v dôsledku pandémie (graf B)[62]. Najväčším čistým príjemcom pomoci z mechanizmu RRF v pomere k HDP bude Grécko, no značnú fiškálnu pomoc získajú tiež Španielsko

61 Európska rada sa dohodla, že 70 % grantov v rámci mechanizmu RRF bude vyčlenených v rokoch 2021 až 2022. Zvyšných 30 % sa vyčlení do konca roka 2023. Treba poznamenať, že základnou črtou rozpočtu EÚ je to, že rozhodnutia o vyčlenení prostriedkov sú oddelené od rozhodnutí o platbách. Časový harmonogram týchto krokov je teda rozdielny. Harmonogram platieb vychádza z odhadov, ktoré Európska komisia stanovila v návrhu nariadenia Európskeho parlamentu a Rady, ktorým sa zriaďuje Mechanizmus na podporu obnovy a odolnosti, a ktorý bol upravený tak, aby zohľadňoval závery Európskej rady z 21. júla 2020.

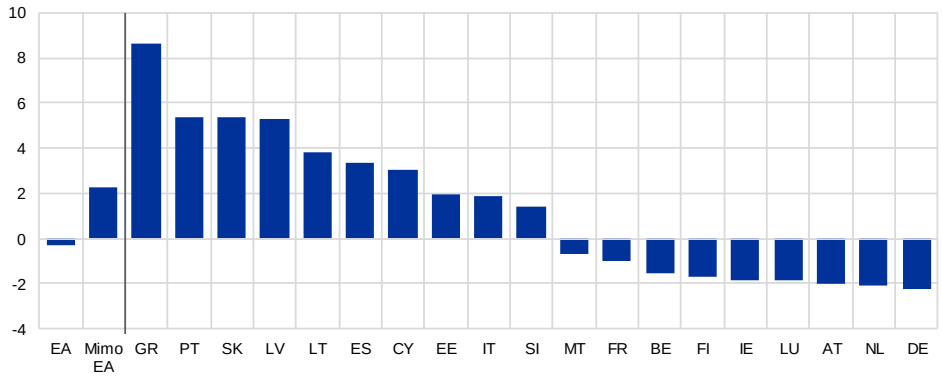
62 V tabuľke 1 pracovného dokumentu útvarov Komisie s názvom Identifikácia potrieb na obnovu Európy sa uvádza, že krajiny s vysokou úrovňou dlhu, ktorých HDP na obyvateľa je nižší ako priemer, (konkrétne Cyprus, Grécko, Španielsko, Taliansko a Portugalsko) by dostali spolu 50 % podpory (na základe alokačného kľúča Komisie na roky 2021 a 2022), kým ich podiel na HDP Únie (použitý miesto príspevkov do rozpočtu EÚ) je kvantifikovaný približne na úrovni 25 %.

a Taliansko, ktoré zrejme budú patriť medzi najviac postihnuté krajiny, pokiaľ ide o úmrtnosť a hospodárske dôsledky.

Graf B

Mechanizmus RRF: pridelené granty bez započítania očakávaných splátok

(v % HDP za rok 2019)



Zdroj: Závery Európskej rady z 21. júla 2020, výpočty Európskej komisie a ECB.
Poznámka: Očakáva sa, že 70 % grantov sa rozdelí v rokoch 2021 až 2022 podľa alokačného kľúča navrhnutého Európskou komisiou (na základe počtu obyvateľov, inverzného HDP na obyvateľa a priemernej miery nezamestnanosti za roky 2015 až 2019). V prípade 30 % grantov rozdelených v roku 2023 sa priemerná miera nezamestnanosti nahradí ukazovateľom straty HDP v roku 2020 (15 %) a na kumulatívnej báze za roky 2020 a 2021 (15 %), ako ho v súčasnosti odhaduje Európska komisia. Predpokladá sa, že splátky budú zodpovedať podielu štátov na hrubom národnom dôchodku EÚ.

Aby sa predišlo nerovnomernému oživovaniu a hospodárskej fragmentácii, reakcia európskych politík na koronavírus musí byť koordinovaná a zároveň sa musí posilňovať hospodárska odolnosť členských štátov. Nástroj NGEU sa zavádza popri pravidelnom rámci VFR predstavujúcom približne 1 bilión € na nasledujúcich sedem rokov a troch európskych záchranných sieťach v hodnote 540 miliárd € schválených v apríli 2020.[63] Reakcia EÚ na krízu je teda ambiciózna, no primeraná vzhľadom na problémy, ktorým kontinent čelí. Okrem toho je dôležité, aby menové a fiškálne politiky v súčasnosti viedli k vzájomnému posilneniu, hoci sa v rámci eurozóny implementujú nezávisle.

Je nevyhnutné zaistiť, aby fiškálna podpora poskytovaná v rámci nástroja NGEU nebola zmarená predčasným ukončením fiškálnej podpory financovanej na národnej úrovni. Vzhľadom na rozsah pandemického šoku a súvisiacej neistoty bola v marci 2020 aktivovaná všeobecná úniková doložka Paktu stability a rastu, pričom sa za pravdepodobné považuje jej predĺženie aj do roku 2021. To umožňuje vládam prijať opatrenia potrebné na zvládanie pandémie, ktoré sa odkláňajú od požiadaviek na úpravu (uplatňovaných v rámci paktu za normálnych okolností), a pritom neohroziť fiškálnu udržateľnosť.

Hoci prioritou zostáva makroekonomická stabilizácia, počas oživovania bude tiež dôležité zachovať fiškálnu udržateľnosť. Prebiehajúca kríza ukázala, ako môže vysoká úroveň vládneho dlhu prinášať zraniteľnosť a fiškálne problémy, ak krajinu zasiahne veľký ekonomický šok. Preto je nevyhnutné, aby sa fiškálna podpora použila efektívne na posilnenie rastového potenciálu a odolnosti, čo následne vedie k zlepšeniu fiškálnej udržateľnosti. Financie z EÚ by sa mali využívať v súlade

[63] Viac v boxe Kríza vyvolaná ochorením COVID-19 a jej dôsledky pre fiškálne politiky, *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2020.

s konkrétnymi potrebami jednotlivých štátov a reformnými prioritami odsúhlasenými na európskej úrovni.

Spôsob, akým EÚ reagovala na krízu, má dosah aj na budúcu podobu a implementáciu európskeho rámca hospodárskeho riadenia. Po prvé, kým expanzívna fiškálna politika je potrebná na udržanie oživenia, neskôr bude dôležité, aby fiškálne pravidlá efektívne podporovali znižovanie vysokého štátneho dlhu v dobrých časoch. Po druhé, nástroj NGEU predstavuje nový a priekopnícky prvok európskeho fiškálneho rámca. Povedie k emisii rozsiahleho nadnárodného dlhu v nadchádzajúcich rokoch, pričom jeho zavedenie signalizuje politickú pripravenosť vytvoriť spoločný fiškálny nástroj, ak to bude potrebné. Tento nový nástroj, hoci prijatý výlučne na riešenie tejto mimoriadnej situácie, by mohol slúžiť ako príklad pre hospodársku a menovú úniu, ktorej stále chýbajú trvalé fiškálne kapacity na nadnárodnej úrovni pre makroekonomickú stabilizáciu v čase hlbokej krízy. Revízia rámca hospodárskeho riadenia[64], ktorú Komisia začala vo februári 2020 a ktorá bola z dôvodu pandémie odložená, predstavuje vhodnú príležitosť na zohľadnenie týchto dôležitých úvah.

[64] Podrobné informácie sú na stránke https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/economic-governance-review_en.

© Európska centrálna banka 2020

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

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

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

Redakčná uzávierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 9. septembra 2020.

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

PDF ISSN 2363-3549 QB-BP-20-006-SK-N