



EURÓPSKA CENTRÁLNÁ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 4/2020



Obsah

Hospodársky a menový vývoj	2
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	8
2 Finančný vývoj	16
3 Hospodárska aktivita	22
4 Ceny a náklady	28
5 Peňažná zásoba a úvery	34
6 Fiškálny vývoj	43
Boxy	47
1 Vplyv opatrení proti šíreniu COVID-19 na obchod so službami v cestovnom ruchu	47
2 Koronavírus (COVID-19): obavy na trhu vyjadrené v cenách opcií	52
3 Pandémia COVID-19 a prístup k financovaniu malých a stredných podnikov: výsledky prieskumu	57
4 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 29. januára do 5. mája 2020	62
5 Vývoj na regionálnych trhoch práce počas veľkej finančnej krízy a následného oživenia	69
6 Systémy skráteného pracovného času a ich vplyv na mzdy a disponibilný príjem	74
7 Kríza vyvolaná ochorením COVID-19 a jej dôsledky pre fiškálne politiky	78

Hospodársky a menový vývoj

Prehľad

Rada guvernérov sa na svojom menovopolitickom zasadaní 4. júna rozhodla navýšiť objem a predĺžiť platnosť núdzového pandemického programu nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP) a reinvestovať jeho splatnú istinu, pokračovať v realizácii programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP) a jeho reinvestovaní a ponechať kľúčové úrokové sadzby ECB nezmenené. Aktuálne informácie potvrdzujú, že hospodárstvo eurozóny prechádza bezprecedentnou kontrakciou. V dôsledku pandémie koronavírusu (COVID-19) a opatrení proti šíreniu nákazy došlo k náhlemu prepadu hospodárskej aktivity. Rozsiahle straty zamestnania a príjmov, ako aj mimoriadne zvýšená neistota v súvislosti s hospodárskym výhľadom spôsobujú značný pokles spotrebných výdavkov a investícií. Hoci údaje z prieskumov a ukazovatele hospodárskej aktivity v reálnom čase poukazujú na určité známky zastavenia poklesu pri postupnom uvoľňovaní opatrení proti šíreniu nákazy, v porovnaní s rýchlosťou pádu týchto ukazovateľov v predchádzajúcich dvoch mesiacoch je ich doterajšie zlepšenie len vlažné. Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2020 počítajú z bezprecedentným tempom spomaľovania rastu v druhom štvrťroku tohto roka, než v druhej polovici roka dôjde k jeho oživeniu, ku ktorému rozhodnou mierou prispeje rozsiahla podpora zo strany rozpočtovej a menovej politiky. Napriek tomu došlo k podstatnému zníženiu projekcií hospodárskej aktivity i inflácie na celé sledované obdobie, hoci základný scenár vývoja je spojený s mimoriadne vysokou mierou neistoty. Zatiaľ čo celková inflácia je tlmená nižšími cenami energií, cenové tlaky majú zostať obmedzené v dôsledku prudkého poklesu reálneho HDP a s tým súvisiaceho podstatného zvýšenia miery nevyužitých kapacít. Za týchto okolností sa Rada guvernérov rozhodla prijať súbor menovopolitických opatrení na podporu hospodárstva počas jej postupného reštartovania a na ochranu cenovej stability v strednodobom horizonte.

Hodnotenie hospodárskej a menovej situácie v čase zasadania Rady guvernérov 4. júna 2020

Epidémia COVID-19 spôsobila prudké zhoršenie globálneho výhľadu, ktorý je súčasťou makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z júna 2020.

Pandémia COVID-19 paralyzovala svetovú ekonomiku, pričom hlavnou príčinou nedávneho prudkého prepadu hospodárskej aktivity sú opatrenia prijaté na zamedzenie šírenia vírusu prijaté vládami po celom svete. Hoci viacero krajín už tieto opatrenia začína uvoľňovať, tento proces bude pravdepodobne veľmi postupný. Na hospodárskej aktivite, najmä v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, sa nepriaznivo podpisuje aj výrazný pokles cien komodít, sprísnenie podmienok financovania a výrazný odlev kapitálu. Najnovšie údaje potvrdzujú, že ekonomické následky opatrení proti šíreniu nákazy budú tvrdé a hlboké. Vzhľadom na tieto vážne globálne

poruchy makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému z júna 2020 v tomto roku počítajú s kontrakciou svetového reálneho HDP (bez eurozóny) o 4,0 %. Tempo kontrakcie je rýchlejšie a jeho rozsah väčší ako počas veľkej recesie. Po prudkej kontrakcii v prvých dvoch štvrťrokoch 2020 má svetová hospodárska aktivita v treťom štvrťroku zaznamenať oživenie a vzrásť o 6,0 % v roku 2021 a o 3,9 % 2022. Svetový obchod bude zasiahnutý vážnejšie, pretože následky krízy znásobujú logistické poruchy a uzatvorené hranice. Napriek prudkému zhoršeniu globálneho výhľadu, ktoré sa odráža v júnových projekciách, sú s ním spojené riziká naďalej posunuté na stranu pomalšieho rastu. Následky pandémie predovšetkým môžu byť rozsiahlejšie a dlhodobejšie, než sa v súčasnosti očakáva.

Hoci sa podmienky financovania v eurozóne od zasadania Rady guvernérov v marci 2020 o niečo uvoľnili, nevrátili sa na úroveň zaznamenanú pred rozšírením vírusu COVID-19 do celého sveta. Počas hodnoteného obdobia (od 12. marca 2020 do 3. júna 2020) sa forwardová krivka jednotňovej eurovej sadzby EONIA posunula smerom nahor. Jej inverzia pri kratších dobách splatnosti, hoci o niečo menej výrazná ako 12. marca, naznačuje, že očakávania ďalšieho znižovania menovopolitických sadzieb zo strany účastníkov trhu sa zmenšili a presunuli ďalej do budúcnosti. Napriek menovopolitickej akomodácii poskytovanej prostredníctvom programu PEPP a ďalších opatrení sa výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov v eurozóne počas sledovaného obdobia zvýšili. Ceny rizikových aktív sa čiastočne zotavili zo strát zaznamenaných vo februári a marci, a to najmä vzhľadom na zlepšenie globálneho rizikového sentimentu a čiastočné rozptýlenie vnímaných krajných rizík bezprostredne hrozacej svetovej krízy. Na devízových trhoch euro zostávalo v obchodnom váženom vyjadrení celkovo stabilné, pričom volatilita bilaterálnych výmenných kurzov bola odrazom neistoty spojenej s pandemiou COVID-19.

Reálny HDP eurozóny sa v prvom štvrťroku 2020 medzikvartálne znížil o 3,8 % a aktuálne údaje naznačujú jeho ďalšiu výraznú kontrakciu v druhom štvrťroku. Najnovšie hospodárske ukazovatele a výsledky prieskumov potvrdzujú prudkú kontrakciu hospodárstva eurozóny a rýchle zhoršovanie podmienok na trhu práce. Pandémia koronavírusu a súvisiace opatrenia proti šíreniu nákazy vážne zasiahli výrobný sektor i sektor služieb a odrazili sa na produkčnej kapacite hospodárstva eurozóny a na domácom dopyte. Väčšina aktuálnych ukazovateľov naznačuje určité zastavovanie klesania v máji vďaka postupnému znovuotváraniu častí ekonomiky. V treťom štvrťroku sa preto očakáva oživenie hospodárskej aktivity v eurozóne vďaka ďalšiemu uvoľňovaniu opatrení proti šíreniu nákazy, za podpory priaznivých podmienok financovania, expanzívnej rozpočtovej politiky a obnovenia svetovej hospodárskej aktivity, aj keď celková rýchlosť a rozsah oživenia zostávajú vysoko neisté.

Toto hodnotenie celkovo vyplýva i z makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2020. V základnom scenári projekcií sa v roku 2020 očakáva prepád ročného reálneho HDP o 8,7 %, nasledovaný nárastom o 5,2 % v roku 2021 a 3,3 % v roku 2022. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2020 bol výhľad rastu reálneho HDP výrazne znížený o 9,5 percentuálneho bodu na rok 2020 a zvýšený o 3,9 percentuálneho bodu na rok

2021 a 1,9 percentuálneho bodu na rok 2022. Vzhľadom na mimoriadne vysokú neistotu spojenú s výhľadom projekcie obsahujú i dva alternatívne scenáre vývoja.¹ Rozsah kontrakcie a oživenia bude vo všeobecnosti závisieť od trvania a účinnosti opatrení proti šíreniu nákazy, úspešnosti opatrení na zmiernenie nepriaznivých následkov na príjem a zamestnanosť a miery trvalých účinkov na ponukovú kapacitu a domáci dopyt. Podľa Rady guvernérov sú riziká spojené so základným scenárom vývoja celkovo na strane pomalšieho rastu.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne v máji klesla z aprílových 0,3 % na 0,1 %, a to najmä v dôsledku nižšej inflácie cien energií. Na základe súčasných cien ropy a cien ropných futures je pravdepodobné, že celková inflácia zaznamenaná v nasledujúcich mesiacoch určitý ďalší pokles a do konca roka zostane tlmená. V strednodobom horizonte bude slabší dopyt vyvolávať tlak na pokles inflácie, ktorý bude len čiastočne kompenzovaný rastovými účinkami narušenia ponuky. Trhové ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní zostávajú tlmené. Hoci ukazovatele inflačných očakávaní vyplývajúce z prieskumov v krátkodobom a strednodobom horizonte klesli, dlhodobější očakávania boli zasiahnuté v menšej miere.

Toto hodnotenie sa odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2020, podľa ktorých by mala ročná miera inflácie HICP v základnom scenári dosiahnuť 0,3 % v roku 2020, 0,8 % v roku 2021 a 1,3 % v roku 2022. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2020 bol výhľad inflácie HICP znížený o 0,8 percentuálneho bodu na rok 2020, 0,6 percentuálneho bodu na rok 2021 a 0,3 percentuálneho bodu na rok 2022. Ročná inflácia HICP bez energií a potravín sa očakáva na úrovni 0,8 % v roku 2020, 0,7 % v roku 2021 a 0,9 % v roku 2022.

Pandémia COVID-19 spôsobila prudké zrýchlenie menovej dynamiky v dôsledku akútnych likviditných potrieb podnikov na financovanie platieb a značné uprednostňovanie peňažných aktív z preventívnych dôvodov medzi hospodárskymi subjektmi. Miera rastu menového agregátu M3 v apríli 2020 vzrástla z marcových 7,5 % na 8,3 %. Výrazný rast peňažnej zásoby je odrazom tvorby bankových úverov, ktorá je do značnej miery zapríčinená akútnou potrebou likvidity v ekonomike. Vysoká ekonomická neistota navyše vyvoláva presun k peňažným aktívam z preventívnych dôvodov. 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. Ročné tempo rastu úverov nefinančným podnikom v apríli ďalej vzrástlo z marcových 5,5 % na 6,6 % v dôsledku potreby priebežného financovania výdavkov a prevádzkového kapitálu podnikov pri rýchlo klesajúcich príjmoch. Ročná miera rastu úverov domácnostiam sa v apríli znížila z marcových 3,4 % na 3,0 % v prostredí obmedzenej spotreby v dôsledku opatrení proti šíreniu nákazy, klesajúcej dôvery a zhoršovania podmienok na trhu práce. Menovopolitické opatrenia Rady guvernérov, predovšetkým veľmi priaznivé podmienky cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) by mali banky

¹ Ďalšie informácie: [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, jún 2020](#) zverejnené 4. júna 2020 na internetovej stránke ECB.

motivovať poskytovať úvery všetkým subjektom súkromného sektora. Spolu s opatreniami, ktoré prijali vlády jednotlivých krajín a európske inštitúcie, podporujú opatrenia Rady guvernérov nepretržitý prístup k financovaniu, i pre subjekty najviac postihnuté následkami pandémie koronavírusu.

Pandémia COVID-19 má výrazný dosah na rozpočtovú politiku v eurozóne.

Opatrenia proti šíreniu nákazy viedli tiež k prijatiu bezprecedentných balíkov rozpočtových stimulov na zmiernenie ekonomických následkov a prípravu rýchleho oživenia. V dôsledku toho sa má rozpočtový deficit verejnej správy v eurozóne v roku 2020 podstatne zvýšiť na 8,5 % HDP (v porovnaní s 0,6 % v roku 2019). Hoci sa má deficit v roku 2021 znížiť na 4,9 %, v roku 2022 má ešte stále dosahovať 3,8 % HDP. Agregátne nastavenie rozpočtovej politiky v eurozóne má byť v roku 2020 výrazne expanzívne, v roku 2021 sa však už má vyznačovať kontrakciou, keďže väčšina podporných opatrení má byť dovedy ukončená. Napriek zápornej rozpočtovej pozícii v roku 2021 zostane celkové rozpočtové saldo výrazne záporné, keďže rozpočtové nástroje naďalej podporujú hospodárske oživenie, v neposlednom rade prostredníctvom automatických stabilizátorov. 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 je jednoznačne potrebné uvítať tri záchranné siete v objeme 540 mld. € schválené Európskou radou a návrh Európskej komisie na podporu oživenia regiónov a sektorov najviac postihnutých pandemiou.

Súbor opatrení menovej politiky

Ďalšie opatrenia menovej politiky si vyžiadala kombinácia dvoch hlavných faktorov. Po prvé, revízia inflačného výhľadu smerom nadol v dôsledku pandémie predstavuje hrozbu pre mandát Rady guvernérov udržiavať cenovú stabilitu v strednodobom horizonte. Po druhé, napriek podstatnému ustáleniu podmienok na finančných trhoch od oznámenia programu PEPP zostávajú podmienky financovania v eurozóne ako celku výrazne prísnejšie než v období pred vypuknutím pandémie, zatiaľ čo výhľad hospodárskej aktivity a inflácie si vyžaduje uvoľnenie podmienok financovania.

Za týchto okolností sa Rada guvernérov 4. júna 2020 rozhodla prijať súbor menovopolitických opatrení na zachovanie výraznej miery menovej akomodácie potrebnej na jednoznačný vývoj inflácie smerom k úrovni nižšej, ale blízkej 2 % v strednodobom horizonte, v zmysle jej mandátu.

1. Rada guvernérov sa rozhodla navýšiť objem programu PEPP o 600 mld. € na spolu 1 350 mld. €. V reakcii na zníženie inflačnej projekcie počas horizontu projekcií v súvislosti s pandemiou umožní zvýšenie rámca PEPP ešte viac uvoľniť všeobecné nastavenie menovej politiky a podporiť tak podmienky financovania v reálnej ekonomike, predovšetkým v prospech podnikov a domácností. Nákup aktív bude i naďalej prebiehať flexibilne z hľadiska času, jednotlivých tried aktív i jurisdikcií. To Rade guvernérov umožňuje účinne tlmiť riziká ohrozujúce plynulú transmisiu menovej politiky.

2. Rada guvernérov sa rozhodla predĺžiť horizont čistých nákupov v rámci programu PEPP najmenej do konca júna 2021. To zhruba zosúladzuje horizont nákupov s horizontom ostatných menovopolitických opatrení prijatých v reakcii na pandémiu, ako sú operácie TLTRO III a núdzové pandemické dlhodobejšie refinančné operácie (pandemic emergency longer-term refinancing operations – PELTRO). ECB bude čistý nákup aktív v rámci programu PEPP v každom prípade uskutočňovať dovtedy, kým podľa Rady guvernérov nepominie kritická fáza epidémie koronavírusu.
3. Rada guvernérov sa rozhodla splatenú istinu z cenných papierov nakúpených v rámci programu PEPP reinvestovať minimálne do konca roka 2022. Splácanie portfólií PEPP v budúcnosti bude v každom prípade prebiehať riadeným spôsobom, aby nedošlo k ovplyvneniu primeraného nastavenia menovej politiky. Reinvestície pomôžu zabrániť riziku neželaného sprísnenia podmienok financovania v čase zotavovania ekonomiky z pandemického šoku. Je zároveň primerané, že reinvestičná stratégia v rámci programu PEPP vyjadruje jeho prechodnú povahu a väzbu na núdzovú situáciu zapríčinenú pandémiou.
4. Čistý nákup aktív v rámci programu nákupu aktív bude zároveň 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.
5. Rada guvernérov má 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.
6. A napokon, 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.

Spolu s doterajšími rozsiahlymi menovými stimulmi rozhodnutia Rady guvernérov podporia likviditu a podmienky financovania v ekonomike, pomôžu zachovať tok úverov domácnostiam a podnikom a prispieť k zachovaniu priaznivých podmienok financovania pre všetky sektory a jurisdikcie s cieľom podporiť zotavenie ekonomiky z následkov pandémie koronavírusu. V súčasnom rýchlo sa meniacom hospodárskom prostredí zároveň Rada guvernérov zostáva plne odhodlaná urobiť v rámci svojho mandátu všetko potrebné, aby v tomto mimoriadne náročnom období zabezpečila podporu pre všetkých občanov eurozóny. Týka sa to v prvom rade úlohy Rady guvernérov zabezpečovať prenos účinkov jej menovej politiky do všetkých sektorov ekonomiky a do všetkých jurisdikcií, v súlade s mandátom ECB udržiavať

cenovú stabilitu. Rada guvernérov je preto 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.

Pandémia koronavírusu (COVID-19) paralyzovala globálnu ekonomiku. Opatrenia, ktoré prijali vlády na celom svete na zamedzenie šírenia vírusu, sú spojené s prudkým poklesom hospodárskej aktivity v krátkodobom horizonte. Hoci niektoré krajiny už začali svoje obmedzenia uvoľňovať, predpokladá sa, že tento proces bude postupovať len pomaly. Na hospodársku aktivitu, a to najmä v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, nepriaznivo pôsobia výrazne znížené ceny komodít, horšie finančné podmienky a veľký kapitálový odlev. Prichádzajúce údaje potvrdzujú, že ekonomické dôsledky pandémie a opatrení proti šíreniu nákazy budú značné a ďalekosiahle. Vzhľadom na tieto závažné globálne problémy tak makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu z júna 2020 predpokladajú v tomto roku kontrakciu globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) o 4,0 %, pričom jej rýchlosť aj rozsah sú väčšie ako v čase veľkej recesie. Globálna aktivita by sa po prudkej kontrakcii počas prvých dvoch štvrtí rokov 2020 mala v treťom štvrtí roku začať oživovať. Takýto vývoj naznačuje, že jej rast by mohol byť v roku 2021 na úrovni 6,0 % a v roku 2022 na úrovni 3,9 %. Globálny obchod bude zasiahnutý oveľa závažnejšie, keďže nepriaznivé dôsledky sú ďalej znásobované logistickými výpadkami a uzavretými štátnymi hranicami. Obchod je navyše procyklický a reaguje na vývoj hospodárskej aktivity, a hlavne na jej spomaľovanie. Vzhľadom na prudké zhoršenie globálneho výhľadu, z ktorého vychádzajú aj júnové projekcie, riziko jeho nepriaznivého vývoja pretrváva. Čo je dôležité, nepriaznivý dosah pandémie môže nakoniec byť väčší a dlhodobejší, ako sa v súčasnosti očakáva. Ďalšie riziká súvisia napríklad so zvýšenou citlivosťou finančných trhov na nové správy, so štrukturálnymi zmenami v dodávateľských sieťach pre výrobu a s možným nárastom obchodného protekcionizmu.

Globálna hospodárska aktivita a obchod

Pandémia COVID-19 paralyzovala globálnu ekonomiku. Opatrenia, ktoré prijali vlády na celom svete na zamedzenie šírenia vírusu, sú spojené s prudkým poklesom hospodárskej aktivity v krátkodobom horizonte. Takéto opatrenia prijala ku koncu januára Čína a ďalšie krajiny ich zavádzali postupne, ako sa vírus rozširoval po celom svete. Hoci niektoré krajiny už začali svoje opatrenia proti šíreniu nákazy uvoľňovať, predpokladá sa, že tento proces bude postupovať len pomaly. Na hospodársku aktivitu, a to najmä v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, nepriaznivo pôsobia výrazne znížené ceny komodít, horšie podmienky financovania a značný kapitálový odlev. Tieto závažné globálne šoky zasiahli svetovú ekonomiku v čase, keď sa po nevýraznom vývoji v minulom roku začali zreteľne ukazovať signály stabilizácie. Konkrétne na prelome rokov sa začalo prejavovať oživenie výrobných aktivít a obchodu predovšetkým vo veľkých rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. Priaznivé globálne finančné podmienky, ktoré prevládali v tom čase, ako aj čiastočné zmiernenie obchodného konfliktu medzi Spojenými štátmi a Čínou po tom, ako krajiny podpísali prvú fázu obchodnej dohody, mali potenciál podporiť oživenie, kým neprekúpila pandémia.

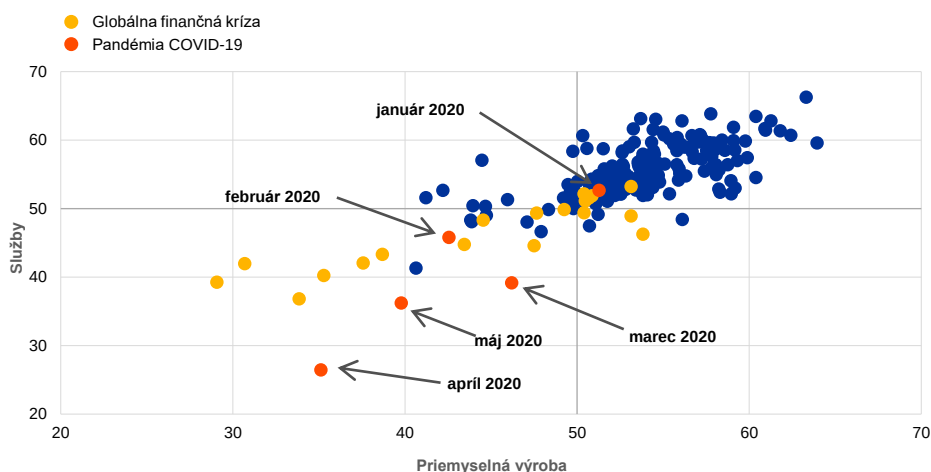
Údaje z prieskumov potvrdzujú, že ekonomické následky pandémie a opatrení proti šíreniu nákazy budú značné a ďalekosiahle. Pri pohľade na sektorové údaje

z indexu nákupných manažérov (PMI) vidno tri vzorce. Po prvé, produkcia sa prepadla naprieč všetkými sektormi po tom, ako boli zavedené prísne opatrenia proti šíreniu nákazy. Po druhé, dosah na sektor služieb bol väčší ako na priemyselnú výrobu. Vzhľadom na prijaté obmedzenia, ktoré pribrzdili globálnu ponuku a dopyt, sa produkcia vo výrobnom sektore aj v sektore služieb zhoršila oveľa rýchlejšie ako počas veľkej recesie (graf 1). Po tretie, s obnovením výroby sa z depresie zotavuje aj produkcia, ako to v súčasnosti vidieť v Číne. Toto oživenie je však len čiastočné z viacerých dôvodov, ktoré súvisia s obmedzeniami v oblastiach s úzkou sociálnou interakciou, so zmenou správania spotrebiteľov vzhľadom na obavy pred druhou vlnou infekcie a s veľkou neistotou brzdiacou investičné rozhodnutia, čo vedie k znižovaniu dopytu v krátkodobom horizonte a nepriaznivo pôsobí na výrobné kapacity v dlhodobejšom horizonte. Globálny kompozitný index PMI pre produkciu (bez eurozóny) sa v máji čiastočne zlepšil vďaka priaznivejším výsledkom vo výrobnom sektore aj v sektore služieb. Napriek tomu však zostáva hlboko v pásme kontrakcie.

Graf 1

Globálny kompozitný index PMI pre výrobu a služby (bez eurozóny)

(difúzný index)



Zdroj: Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z mája 2020. Údaje zahŕňajú obdobie od januára 1999 do mája 2020. Vzorka pre globálnu finančnú krízu (žlté body) odkazuje na obdobie od decembra 2007 do júna 2009. Vzorka pre pandémiu COVID-19 (červené body) odkazuje na obdobie od januára 2020 do mája 2020.

Obozretnéjšie správanie spotrebiteľov sa odráža v prudkom poklese

ukazovateľov globálnej dôvery.

Spotrebiteľská dôvera v posledných týždňoch významne oslaba najmä vo vyspelých ekonomikách. Okrem toho, zhoršujúca sa situácia na trhu práce povedie spotrebiteľov k opatrnejšiemu správaniu, pre ktoré je typická tvorba preventívnych úspor a znižovanie spotreby predovšetkým v prípade tovarov dlhodobej spotreby.

Finančné podmienky sa prudko zhoršili, v súčasnosti však došlo k ich

častočnému zlepšeniu.

Uvedené zhoršenie bolo spočiatku rýchle a celoplošné, pričom postihlo rovnako vyspelé aj rozvíjajúce sa trhové ekonomiky. V rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách sa okrem toho zaznamenal tiež značný finančný odlev v hrubom aj čistom vyjadrení. Najnovšie údaje však naznačujú, že v posledných

týždňoch už došlo k jeho spomaleniu alebo dokonca k obratu. Napriek uvedeným známkam stabilizácie zostáva finančné napätie zvýšené čiastočne aj pre narastajúci výskyt nových potvrdených prípadov ochorenia COVID-19 a úmrtí v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov. V úvodnej fáze krízy spôsobenej pandémiou došlo zhodne vo všetkých rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách k rýchlemu odchodu finančných investorov. V súčasnosti sa pri investičných rozhodnutiach stávajú relevantnými skôr individuálne rozdiely v makroekonomických fundamentoch a zraniteľnosti týchto ekonomík.

Finančné podmienky zostávajú rovnako vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách vo všeobecnosti oveľa horšie ako pred vypuknutím pandémie. Z dlhodobejšieho hľadiska sú však stále priaznivejšie ako počas predchádzajúcich globálnych poklesov, vrátane veľkej recesie alebo recesie, ktorá nasledovala po prasknutí bubliny „dot-com“ na začiatku tohto milénia. Tento fakt môže čiastočne odrážať rýchlu a rozhodnú reakciu centrálnych bánk na celom svete. Rozhodujúcim faktorom, ktorý stál za stabilizáciou výnosov a časových prírážok štátnych dlhopisov napriek bezprecedentnej úrovni emitovaného globálneho štátneho dlhu vynúteného pandémiou, sú zrejme menovopolitické intervencie. Neistota výrazne narastla a stále zostáva zvýšená. Hoci je stále príliš skoro na zhodnotenie toho, akú úlohu v súčasnej kríze zohrala väčšia neistota, je pravdepodobné, že bude nepriaznivo pôsobiť na vyhliadky budúceho oživenia.

Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu z júna 2020 predpokladajú, že globálny reálny HDP (bez eurozóny) v tomto roku poklesne o 4,0 %. Rýchlosť aj rozsah tejto kontrakcie sú oveľa väčšie ako v čase veľkej recesie. Hospodárska aktivita by sa po prudkej kontrakcii počas prvých dvoch štvrtrokov 2020 mala od tretieho štvrtroka oživovať. Keďže opatrenia na obmedzenie pohybu boli zrušené, očakáva sa, že aktivita sa najprv zvýši. Vzhľadom na trvajúce obmedzenia v oblasti spoločenských kontaktov a meniace sa správanie spotrebiteľov však bude celkové tempo oživenia zrejme len postupné. V ďalších obdobiach sa podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z júna 2020 očakáva rast globálnej aktivity na úrovni 6,0 % v roku 2021 a 3,9 % v roku 2022. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2020 sa globálny rast v tomto roku upravil významne smerom nadol, zatiaľ čo v strednodobom horizonte sa očakáva, že bude o čosi rýchlejší. Tieto úpravy tiež naznačujú, že úroveň globálnej produkcie zostane pod úrovňou predpokladanou v marcových makroekonomických projekciách odborníkov ECB. V prípade rozvíjajúcich sa trhových ekonomík sa oproti predchádzajúcim poklesom očakáva tlmenejšie ekonomické oživenie. V takomto vývoji sa odráža kombinácia negatívnych šokov, ktoré v súčasnosti vplyvajú na uvedené ekonomiky, vrátane koronakrízy, napätých podmienok financovania, šokov pre vývozcov komodít prameniacich z nepriaznivých obchodných podmienok a značného odlevu kapitálu.

V Spojených štátoch sa odhaduje zrýchlenie tempa kontrakcie hospodárskej aktivity v druhom štvrtroku 2020. Podľa druhého odhadu sa anualizovaný reálny HDP znížil v prvom štvrtroku o 5,0 %. Táto kontrakcia bola o čosi väčšia, ako sa uvádzalo v predstihových odhadoch. Vysokofrekvenčné údaje naznačujú, že ekonomický pokles bude v druhom štvrtroku ešte väčší pre prísne opatrenia proti

šíreniu nákazy, ktoré v apríli platili v celej krajine. Od konca apríla začali jednotlivé štáty USA tieto opatrenia postupne uvoľňovať, čo by malo v druhom polroku 2020 podporiť oživenie. Prispeje k nemu aj oživenie domácej spotreby s výraznou pomocou doposiaľ prijatých hospodárskych politík. Toto oživenie by však malo byť len pomalé, pretože spotrebiteľská dôvera zostáva na negatívnych úrovniach z dôvodu bezprecedentného rušenia pracovných miest, ku ktorému dochádza od konca marca. Zamestnanosť sa v apríli znížila o viac ako 22 miliónov pracovných miest a miera nezamestnanosti dosiahla 14,7 %. Ročná miera celkovej inflácie spotrebiteľských cien v apríli prudko klesla na 0,3 % z marcových 1,5 %. Ročná miera inflácie bez cien energií a potravín sa v apríli znížila na 1,4 % oproti 2,1 % zaznamenaným o mesiac skôr. Očakáva sa, že inflácia tento rok poklesne, pretože dezinflačné účinky dopytových šokov prevážia inflačné účinky výpadkov na strane ponuky. Potom by sa mala postupne zvyšovať a do konca horizontu prognózy by sa mala priblížiť úrovni 2 % stanovenej Federálnym rezervným systémom.

V Číne pokračuje postupné oživovanie v prostredí mnohých prekážok. Zahŕňajú výhľad slabého externého dopytu v krátkodobom horizonte, čo potvrdzuje prudký pokles vývozných objednávok, a len postupné oživovanie domáceho dopytu, v ktorom sa odrážajú stále platné obmedzenia v oblasti spoločenských kontaktov ako aj všeobecne opatrnejšie spotrebiteľské správanie. Hospodársku aktivitu podporia menové a politické stimuly prijaté štátnymi orgánmi a v horizonte projekcie by sa mala oživiť. Toto oživenie však zrejme bude stále tlmenejšie, ako sa predpokladalo v marcových projekciách.

Japonská ekonomika upadla do technickej recesie. Hospodárska aktivita sa v poslednom štvrtroku 2019 znížila v dôsledku súbehu negatívnych šokov zahŕňajúcich pokles domáceho dopytu po zvýšení spotrebiteľských daní, výpadky v produkcii spôsobené silnými októbrovými tajfúnmi a slabý externý dopyt. Následne, po vypuknutí ochorenia COVID-19, sa reálny HDP ešte viac znížil a v prvom štvrtroku 2020 klesol o 0,9 %. Úsilie orgánov zamerané na obmedzenie šírenia vírusu malo nepriaznivý vplyv na domáci dopyt a najmä na súkromnú spotrebu tovarov strednodobej spotreby a služieb. Výrazne klesol najmä vývoz služieb, ktorý odrážal nižšiu spotrebu v aktívnom cestovnom ruchu z dôvodu cestovných obmedzení zavedených v reakcii na vypuknutie nákazy. Japonské orgány preto zintenzívnili podporu pre upadajúcu ekonomiku. V apríli Bank of Japan zvýšila limity na nákup obchodných cenných papierov a podnikových dlhopisov, zjednodušila prístup podnikov k financovaniu a nakúpila krátkodobé a dlhodobé štátne dlhopisy. Na svojom mimoriadnom stretnutí v máji rozhodla o zavedení nových opatrení zameraných na zabezpečenie prostriedkov pre banky s cieľom podporiť poskytovanie úverov malým a stredným podnikom. Na konci mája japonská vláda schválila druhý balíček fiškálnych stimulov, ktorý bol porovnateľne veľký ako balíček zavedený v apríli. Tieto opatrenia by mali ešte viac stimulovať ekonomiku, ktorá by sa od druhého polroka mala začať postupne oživovať.

V Spojenom kráľovstve sa hospodárska situácia výrazne zhoršila. Reálny HDP v prvom štvrtroku 2020 klesol o 2 %, hoci ekonomika bola utlmená opatreniami na obmedzenie pohybu len posledných desať dní v marci. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien zatiaľ v apríli prudko klesla na 0,8 % z marcových 1,5 %. Hoci

systém povinných dovolení pomohol zachovať zamestnanosť, situácia na trhu práce sa výrazne zhoršila. Experimentálne údaje o žiadateľoch sociálnych dávok Úradu pre národné štatistiky (ONS), ktoré zahŕňajú nezamestnaných aj príjemcov dávok popri zamestnaní, ukázali, že do polovice apríla požiadalo o nejaký druh dávky viac ako dva milióny občanov. Je to približne o tretinu viac ako počet žiadateľov zaznamenaný počas veľkej recesie. Vysokofrekvenčné údaje signalizujú ďalšie výrazné zhoršenie aj v druhom štvrťroku, čo naznačuje oveľa horšiu recesiu, ako bola recesia vyvolaná globálnou finančnou krízou. Vláda oznámila fázové rozbiehanie hospodárstva, čo by malo v nadchádzajúcich mesiacoch prispieť k jeho postupnému oživovaniu.

V krajinách strednej a východnej Európy sa očakáva značné oslabenie hospodárskej aktivity.

Veľký počet štátov tohto regiónu zaznamenal v prvom štvrťroku 2020 negatívny rast spôsobený výpadkami na strane ponuky aj slabším dopytom v dôsledku opatrení proti šíreniu nákazy. V druhom štvrťroku sa očakáva oveľa hlbší pokles. Odrazí sa v ňom spolupôsobenie slabšieho domáceho dopytu, keďže opatrenia proti šíreniu nákazy zostali v platnosti aj v apríli, a horšieho externého dopytu najmä z krajín eurozóny.

Hospodárska aktivita veľkých vývozcov komodít by mala prudko klesnúť.

V Rusku bola ekonomika ovplyvňovaná aktuálnym vývojom na trhu s energiami a pandémiou COVID-19, ktorá si vyžiadala daň vo forme zníženia externého dopytu. Zároveň prudko rástol počet nových domácich prípadov nákazy, čo viedlo k sprísneniu opatrení na zamedzenie šírenia vírusu. Zníženie produkcie ropy, na ktorom sa dohodlo združenie OPEC+ s cieľom stabilizovať globálne trhy s ropou, ako aj nižšie ceny komodít zrejme povedú k utlmeniu investícií. Hospodárska aktivita Brazílie sa prudko zhoršovala v dôsledku opatrení na obmedzenie pohybu, výpadkov v ponukových reťazcoch, slabšieho externého dopytu, značných kapitálových odlevov a šoku z nepriaznivých obchodných podmienok, ktoré odrážali padajúce ceny komodít. Narastajúce politické napätie a skutočnosť, že krajina patrí medzi najťažšie zasiahnuté pandémiou, môže sťažovať účinnú politickú podporu ekonomiky.

V Turecku pandémie vyvolala nárast tlaku na financovanie v prostredí značnej vonkajšej nerovnováhy a potreby financovania.

Hospodárska aktivita zostala do konca marca silná. Následne, po zavedení opatrení proti šíreniu nákazy, sa rýchlo začal zhoršovať sentiment a zahraničný dopyt sa prudko znížil. Zároveň sa zvyšovala averzia zahraničných investorov voči riziku vo vzťahu k rozvíjajúcim sa trhovým ekonomikám a v krajine sa objavili signály napätia v oblasti financovania. Turecká líra sa oslabilila a rezervy centrálnej banky sa prudko znížili. V prvom polroku 2020 sa teda očakáva silná kontrakcia hospodárskej aktivity, zatiaľ čo následné oživenie bude zrejme len veľmi pomalé.

Globálny obchod bude zasiahnutý závažnejšie ako aktivita, pretože logistické výpadky a uzavreté štátne hranice znásobujú vplyv klesajúceho dopytu.

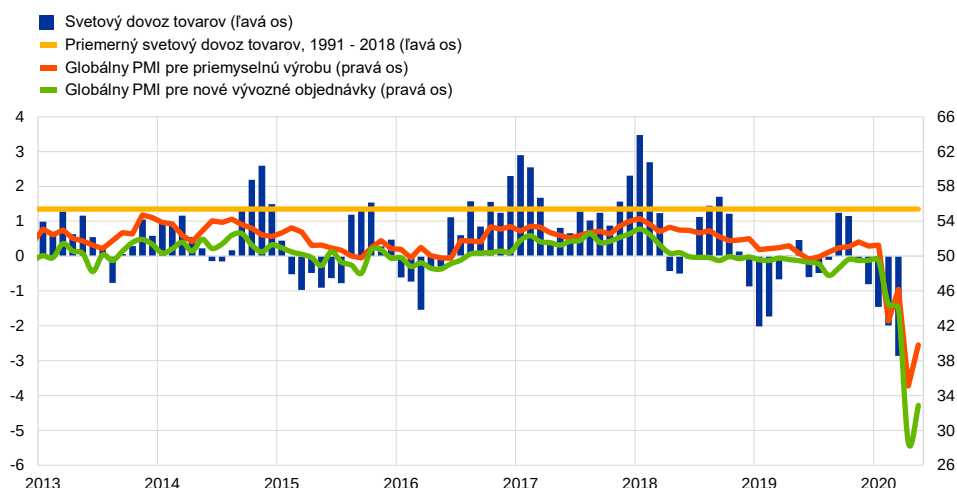
Procyklická reakcia obchodu na vývoj hospodárskej aktivity navyše zvykne byť v časoch poklesu intenzívnejšia. Kolaps globálneho obchodu s tovarom bude zrejme znásobený výpadkami v regionálnych a globálnych hodnotových reťazcoch, pretože veľký podiel obchodu s medziproduktmi (ktorý predstavuje približne 40 % svetového obchodu) má významný vplyv na medzinárodný prenos dopytových a ponukových

šokov. Prudký pokles obchodu sa už prejavuje v globálnom dovoze tovarov, ktorý sa v prvom štvrtroku 2020 prepadol na $-2,9\%$ (graf 2), čo je najväčší štvrtročný pokles od veľkej recesie. Tempo poklesu dovozu tovarov bolo porovnateľné naprieč vyspelými aj rozvíjajúcimi sa trhovými ekonomikami.

Graf 2

Svetový obchod s tovarom a prieskumy (bez eurozóny)

(ľavá os: medzištvrtročná percentuálna zmena; pravá os: difúzný index)



Zdroj: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje o indexoch PMI sú z mája 2020 a o globálnom dovoze tovarov z marca 2020. Indexy a údaje vyjadrujú globálne agregované dáta bez eurozóny.

Vzhľadom na povahu šoku bol obzvlášť silno zasiahnutý obchod so službami.

Prichádzajúce údaje o cestovnom ruchu a doprave, ktoré spolu tvoria značnú časť globálneho obchodu so službami, poukazujú na bezprecedentný pokles.

Medzinárodný aktívny cestovný ruch klesol v marci o viac ako 50 %. Podobne aj počet pasažierov medzinárodných letov sa znížil o viac ako polovicu v porovnaní s rovnakým obdobím minulého roka.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z júna 2020 by sa rast globálneho dovozu (bez eurozóny) mal v tomto roku znížiť o 12,9 % a následne by mal v roku 2021 narásť o 8,0 % a v roku 2022 o 4,3 %. Predpokladá sa, že zahraničný dopyt eurozóny sa tento rok zníži o 15,1 % a v rokoch 2021 a 2022 stúpne o 7,8 % a 4,2 %. Pandémia má veľký dosah na obchod – predpokladá sa, že svetový dovoz (bez eurozóny) sa nevráti na úrovne z posledného štvrtroka 2019 až do konca horizontu projekcie. Zahraničný dopyt eurozóny zostane pod touto úrovňou počas celého obdobia projekcie.

Miera neistoty spojená s budúcim vývojom globálnej ekonomiky je

bezprecedentná. Závisí od vývoja pandémie a jej vplyvu na ekonomické správanie, aj od súvisiacich opatrení proti šíreniu nákazy a od úspechu opatrení politik. Na ilustrovanie možnej rozdielnej miery vplyvu pandémie COVID-19 na globálnu ekonomiku je v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému z júna 2020 základná projekcia doplnená dvomi scenármi: miernym a závažným. Tieto

scenáre sa dajú vnímať ako ukážka možného vývoja okolo základnej projekcie.² Pandémia COVID-19 vyvolala pohyb mnohých vývojových faktorov, ktoré by mohli zhoršovať predpokladané oživenie globálnej ekonomiky. Zahŕňajú napríklad zvýšenú citlivosť finančných trhov na nové správy alebo štrukturálne zmeny v dodávateľských sieťach pre výrobu. Tieto riziká (popri iných rizikách súvisiacich s pobrexitovými rokovaniami a možným nárastom obchodného protekcionizmu) sú stále relevantné, no zároveň sú podmienené budúcim vývojom pandémie COVID-19 a prijatými politickými opatreniami.

Vývoj globálnych cien

Výhľad prudkého zhoršenia globálneho dopytu viedol k dramatickému poklesu cien ropy. Ceny ropy Brent sa po prepade pod 20 USD za barel zaznamenanom na začiatku apríla v súčasnosti čiastočne zvýšili nad 30 USD. Toto čiastočné zvýšenie je zrejme dôsledkom nádeje, že sa globálny dopyt po ropy po náhlom kolapse súvisiacom s pandemiou obnoví, keďže v Číne dochádza k oživeniu a opatrenia na obmedzenie pohybu v iných krajinách sa postupne zmierňujú. Nárast cien ropy podporila aj postupná reakcia na strane ponuky po tom, ako sa na začiatku mája stala účinná dohoda združenia OPEC+ a produkcia v Spojených štátoch a Kanade sa znížila pre rozsiahle zatváranie prevádzok. V porovnaní s marcovými makroekonomickými projekciami odborníkov ECB sú prognózy cien ropy v júnových makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu pre roky 2020, 2021 a 2022 nižšie o 36,0 %, 33,1 % a 26,6 %. Po uzávierke údajov pre júnové projekcie sa ceny ropy zvýšili a 3. júna bola cena ropy Brent na úrovni 38,30 USD za barel. Predpokladá sa, že ceny ropy budú naďalej volatilné. Takýto predpoklad odráža skutočnosť, že hospodársky výhľad zostáva veľmi neistý a využitie skladových kapacít je výnimočne veľké.

Globálnu infláciu tlmí prudký pokles cien ropy. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien v krajinách OECD sa v apríli prudko znížila na 0,9 % z marcových 1,7 % v dôsledku prepadu cien ropy a nižšej jadrovej inflácie (graf 3). Po kolapse cien ropy spojenom s pandemiou sa ročná miera inflácie cien energií dostala do negatívneho pásma už v marci, pričom tempo jej poklesu sa v apríli výrazne zrýchlilo na -10,8 %, čo predstavovalo najväčší pokles od septembra 2015. Naopak ročná miera inflácie cien potravín sa z marcových 3,5 % ďalej zvyšovala na aprílových 6,4 %. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien (bez cien potravín a energií) sa zároveň v apríli znížila na 1,6 % z 2,1 % zaznamenaných v predchádzajúcom mesiaci.

Globálna inflácia sa bude ďalej znižovať vzhľadom na nižšie ceny ropy a slabší dopyt. Tieto faktory prevážia akýkoľvek potenciálny proinflačný vplyv zníženej ponuky spôsobenej prekážkami na strane výroby a logistiky. Základné inflačné tlaky budú globálne oslabované malým dopytom, výrazným zhoršením trhu práce a zväčšovaním nevyužitých kapacít. Úpravy vývozných cien (v národných menách) konkurentov

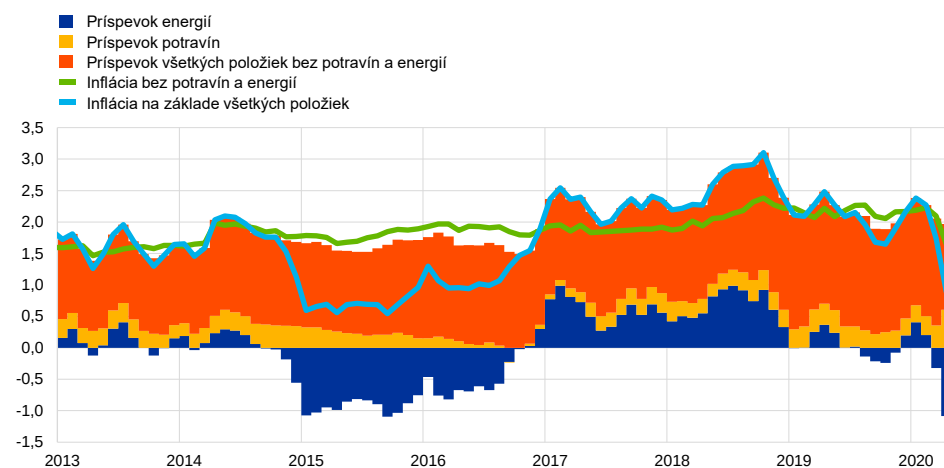
² Ďalšie podrobnosti sú v boxe s názvom Alternatívne scenáre hospodárskeho výhľadu eurozóny ([Alternative scenarios for the euro area economic outlook](#)) v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2020.

eurozóny smerom nadol zaznamenané v roku 2020 v značnej miere súvisia s nižšími cenami ropy. Vzhľadom na to, že ceny ropy by sa mali k horizontu projekcie postupne zvyšovať, ich vplyv na vývozné ceny konkurentov eurozóny sa bude znižovať a do konca roka 2021 sa tieto ceny vrátia na svoje dlhodobé priemerné úrovne.

Graf 3

Inflácia spotrebiteľských cien v OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z apríla 2020.

Aj keď sa finančné podmienky v eurozóne od zasadnutia Rady guvernérov v marci 2020 do istej miery uvoľnili, napriek tomu sa nevrátili na úroveň, ktorá sa zaznamenala pred globálnym rozšírením koronavírusu (COVID-19). *Počas sledovaného obdobia (od 12. marca 2020 do 3. júna 2020) sa krivka jednodňovej úrokovej sadzby EONIA (euro overnight index average) posunula smerom nahor. Stále však existuje mierna inverzia pri krátkych splatnostiach, aj keď menšia ako 12. marca, ktorá signalizuje, že očakávania účastníkov trhu týkajúce sa ďalšieho znižovania sadzieb menovej politiky sa oslabili a posunuli sa ďalej do budúcnosti. Napriek akomodačnému nastaveniu menovej politiky prostredníctvom pandemického núdzového programu nákupu aktív (PEPP) a ďalším politickým opatreniam sa výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov eurozóny počas sledovaného obdobia zvýšili v dôsledku zvýšenia bezrizikových sadzieb a rozšírenia spreadov štátnych dlhopisov. Ceny rizikových aktív sa čiastočne zotavili zo strát, ku ktorým došlo vo februári a marci, a to najmä v súvislosti so zlepšením rizikového sentimentu na svetových trhoch a s vnímaním, že riziká bezprostredne hroziacej globálnej krízy do určitej miery ustupujú. Na devízových trhoch zostalo euro vážené zahraničným obchodom vo všeobecnosti nezmenené, pričom bilaterálne výmenné kurzy vykazovali volatilitu, ktorá odráža neistotu spojenú s pandémiou COVID-19.*

Sadzba EONIA dosahovala počas sledovaného obdobia v priemere

–45 bazických bodov a nová referenčná krátkodobá úroková miera v eurách (€STR) –54 bazických bodov.³ Nadbytočná likvidita sa počas sledovaného obdobia

zvýšila o 398 mld. € na približne 2 163 mld. €. ⁴ Táto zmena odráža najmä zavedenie PEPP súčasne s programom nákupu aktív, ako aj spustenie cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) a preklenovacích dlhodobějších refinančných operácií (LTRO).

Krivka forwardových sadzieb EONIA sa na kratšom konci posunula počas sledovaného obdobia smerom nahor, aj keď naďalej zostala mierne inverzná (graf 4).

Krátky koniec forwardovej krivky EONIA sa po zasadnutí Rady guvernérov 12. marca vyrovnal, keďže trhy posunuli očakávania okamžitého zníženia sadzby jednodňových sterilizačných operácií na neskôr. Napriek tomu je však inverzia na krátkom konci krivky v kontraste s plochou krivkou, ktorá sa zaznamenala pred rozšírením vírusu, čo naznačuje, že účastníci trhu naďalej očakávajú ďalšie znižovanie sadzieb menovej politiky.

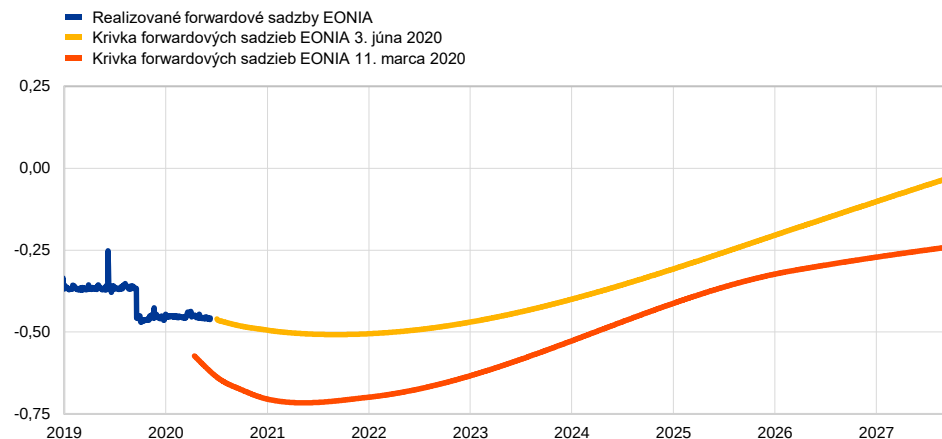
³ Metodika výpočtu sadzby EONIA sa zmenila 2. októbra 2019. Teraz sa počíta ako €STR plus fixné rozpätie 8,5 bazických bodov. Viac v boxe s názvom [Goodbye EONIA, welcome €STR!](#) v *Ekonomickom bulletin* číslo 7, ECB, 2019.

⁴ Podrobnosti o období do 5. mája 2020 sú uvedené v boxe s názvom Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 29. januára do 5. mája 2020 v tomto čísle Ekonomického bulletinu.

Graf 4

Forwardové sadzby EONIA

(v percentuálnych bodoch za rok)



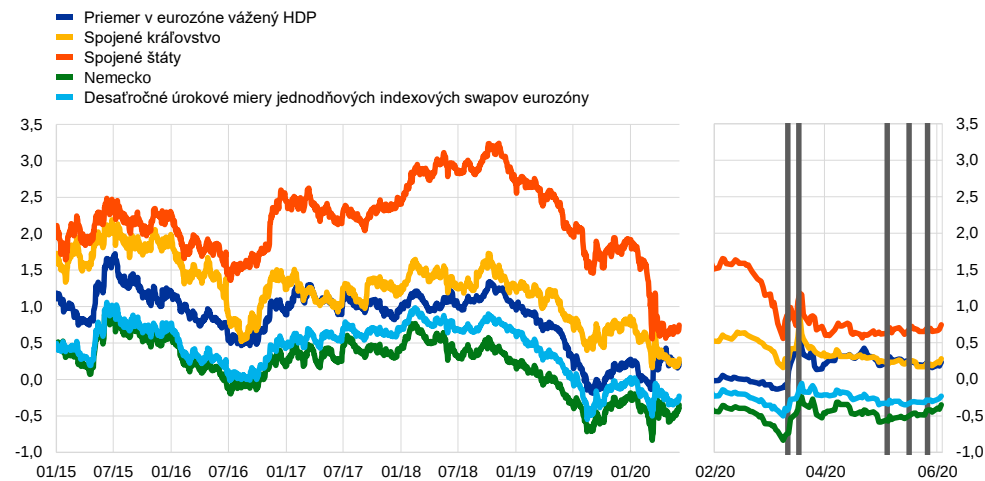
Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Napriek ďalšiemu akomodačnému nastaveniu menovej politiky prostredníctvom PEPP a ďalších opatrení sa výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov v eurozóne v sledovanom období zvýšili (graf 5). Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP sa zvýšili o 36 bázických bodov na 0,24 %. Na výnosy štátnych dlhopisov mal v sledovanom období vplyv celkový nárast bezrizikových sadzieb. Okrem toho, rozšírenie spreadov medzi výnosmi štátnych dlhopisov a bezrizikovými úrokovými mierami v sledovanom období tiež prispelo k nárastu desaťročných výnosov štátnych dlhopisov vážených HDP. Na rozdiel od rastúcich výnosov štátnych dlhopisov eurozóny sa výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v Spojených štátoch znížili na 0,75 % (pokles o 13 bázických bodov) a v Spojenom kráľovstve zostali stabilné na úrovni 0,28 % (nárast o 1 bázický bod).

Graf 5

Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov

(v percentuálnych bodoch za rok)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

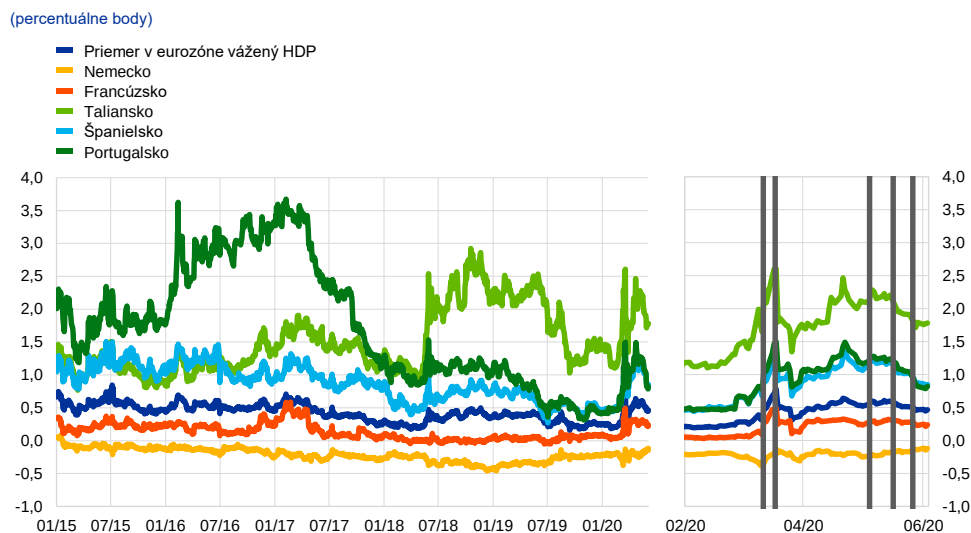
Poznámka: Denné údaje. Zvislé sivé čiary označujú (zľava doprava) marcové zasadnutie Rady guvernérov (12. marca 2020), oznámenie PEPP (18. marca 2020), rozhodnutie nemeckého spolkového ústavného súdu (5. mája 2020), francúzsko-nemecký návrh európskeho fondu na oživenie hospodárstva vo výške 500 mld. € (18. mája 2020), návrh nástroja Európskej komisie na oživenie hospodárstva s názvom EÚ novej generácie vo výške 750 mld. € (27. mája 2020). Posledné údaje sú z 3. júna 2020.

Spready štátnych dlhopisov eurozóny a úrokových mier jednoduchých indexových swapov sa po oznámení núdzového programu nákupu v čase pandémie zúžili, zostávajú však nad hodnotami, ktoré sa zaznamenali v čase zasadnutia Rady guvernérov 12. marca (graf 6). Spready desaťročných

nemeckých, francúzskych, talianskych, španielskych a portugalských štátnych dlhopisov sa zodpovedajúco zvýšili o 20, 16, 14, 18 a 5 základných bodov na -0,12, 0,24, 1,78, 0,85 a 0,82 percentuálneho bodu. Následne sa spready desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP zvýšili o 16 základných bodov na 0,47 percentuálneho bodu. Toto celkové zvýšenie je sprevádzané určitou volatilitou. K rozšíreniu väčšiny spreadov prispeli zmeny ratingových hodnotení niektorých krajín, ako napríklad zníženie ratingu Talianska ratingovou agentúrou Fitch 28. apríla z BBB na BBB-, rozhodnutie nemeckého spolkového ústavného súdu týkajúce sa programu nákupu cenných papierov verejného sektora a vážavý pokrok vo financovaní spoločnej fiškálnej reakcie na koronavírus. Naposledy sa spready francúzskych, talianskych, španielskych a portugalských štátnych dlhopisov znížili v súvislosti s francúzsko-nemeckým návrhom fondu na oživenie hospodárstva a s návrhom Európskej komisie nazvaným EÚ novej generácie.

Graf 6

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



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Tento spread sa počíta odrátaním desaťročných úrokových mier jednoduchých indexových swapov z výnosov desaťročných štátnych dlhopisov. Zvislé sivé čiary označujú (zľava doprava) marcové zasadnutie Rady guvernérov (12. marca 2020), oznámenie programu PEPP (18. marca 2020), rozhodnutie nemeckého spolkového ústavného súdu (5. mája 2020), francúzsko-nemecký návrh európskeho fondu na oživenie hospodárstva vo výške 500 mld. € (18. mája 2020), návrh nástroja Európskej komisie na oživenie hospodárstva s názvom EÚ novej generácie vo výške 750 mld. € (27. mája 2020). Posledné údaje sú z 3. júna 2020.

Indexy cien akcií nefinančných korporácií eurozóny sa zvýšili, čím sa kompenzovala významná časť strát zaznamenaných vo februári a marci (graf 7).

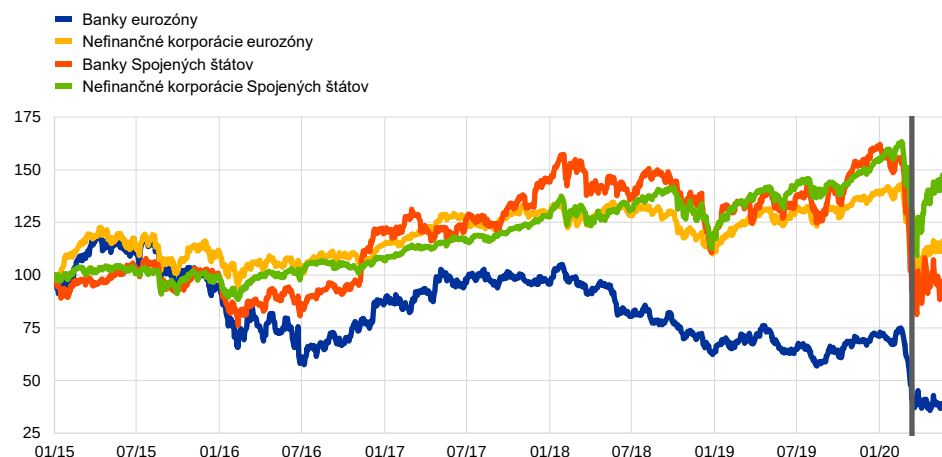
Ceny akcií nefinančných korporácií eurozóny sa v sledovanom období zvýšili o 14 %, k čomu prispelo zlepšenie rizikového sentimentu na trhoch a vnímanie, že do určitej miery ustupujú riziká bezprostrednej hrozacej globálnej krízy. Zlepšenie vnímania rizika na trhoch viac ako vyvážili iné faktory, ktoré ovplyvňovali ceny akcií, napríklad zníženie očakávaní rastu výnosov vo všetkých časových horizontoch.⁵ Globálne bol tento nárast najvýraznejší pri nefinančných korporáciách Spojených štátov, ktorých ceny akcií vzrástli o 16 %. Na rozdiel od toho sa ceny akcií bánk v eurozóne v sledovanom období znížili o 5 %, zatiaľ čo v Spojených štátoch sa zvýšili o 8 %.

⁵ Viac informácií je uvedených v boxe s názvom Koronavírus (COVID-19): obavy na trhu vyjadrené v cenách opcií v tomto čísle Ekonomického bulletinu.

Graf 7

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2015 = 100)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

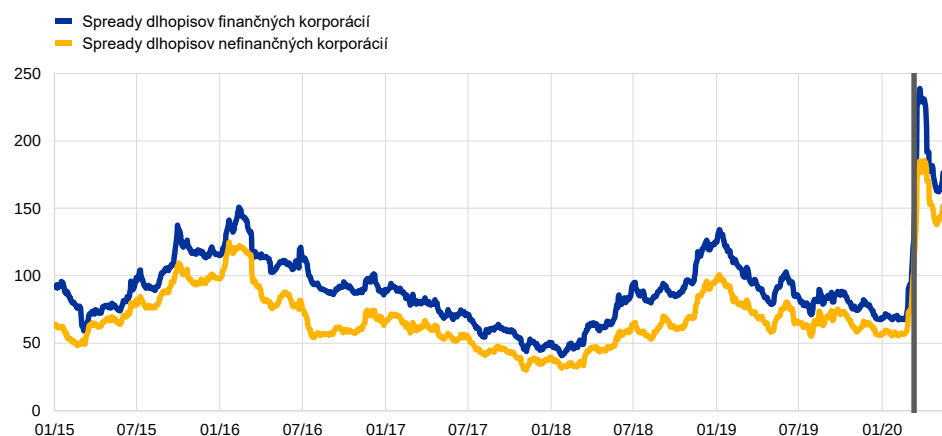
Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 12. marca 2020. Posledné údaje sú z 3. júna 2020.

Do polovice marca sa spready podnikových dlhopisov eurozóny rozširovali, ale po prijatí PEPP sa čiastočne vrátili na predchádzajúce úrovne (graf 8). Spready medzi dlhopismi nefinančných korporácií s ratingom investičného stupňa a bezrizikovými mierami sa v období od začiatku sledovaného obdobia do 24. marca zvýšili o 81 bazických bodov na 185 bazických bodov, a zodpovedajúce spready pre dlhopisy finančného sektora sa zvýšili o 112 bazických bodov na 239 bazických bodov. Spready podnikových dlhopisov odvtedy postupne klesli na 121 a 146 bazických bodov. Celkovo toto rozšírenie spreadov do značnej miery odráža zvýšenie nadmerných prémie na dlhopisy, ale zhoršili sa aj úverové fundamenty merané ratingom a očakávanou mierou zlyhania.

Graf 8

Spready podnikových dlhopisov eurozóny

(v bazických bodoch)



Zdroje: Indexy iBoxx a výpočty ECB.

Poznámka: Spready sa počítajú ako spready medzi swapmi na aktíva a bezrizikovými mierami. Indexy zahŕňajú dlhopisy s rôznymi splatnosťami (najmenej však jeden rok do splatnosti) s ratingom investičného stupňa. Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 12. marca 2020. Posledné údaje sú z 3. júna 2020.

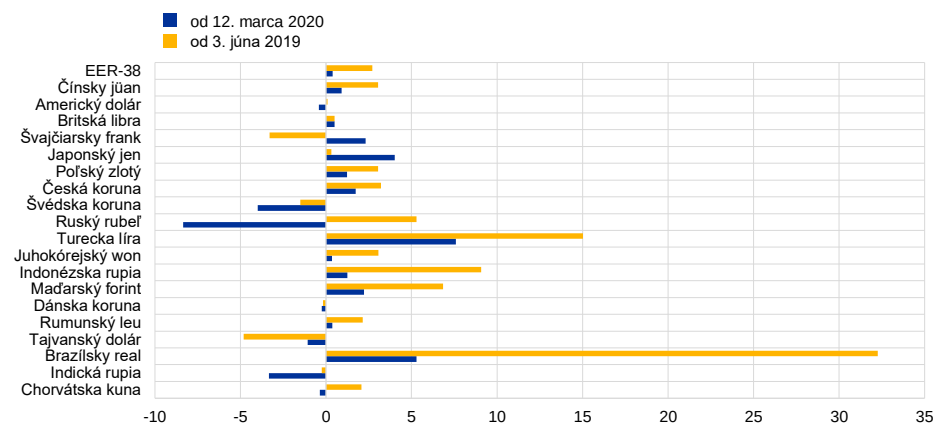
Euro vážené zahraničným obchodom na devízových trhoch sa v podstate nezmenilo (graf 9).

Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 38 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa v sledovanom období posilnil o 0,4 %. Pokiaľ ide o vývoj dvojstranných výmenných kurzov, euro sa posilnilo voči väčšine významných mien, najmä voči japonskému jenu (o 4,0 %) a švajčiarskemu franku (o 2,3 %). Euro sa posilnilo tiež voči menám Brazílie, Turecka a väčšiny členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny. Tento vývoj bol čiastočne kompenzovaný miernym oslabením voči americkému doláru (o 0,4 %). Euro pokleslo voči ruskému rubľu (o 8,4 %) a švédskej korune (o 4,0 %), čím sa čiastočne zvrátilo výrazné zhodnotenie po neistote vyvolanej pandémiou COVID-19.

Graf 9

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálne zmeny)



Zdroj: ECB.

Poznámka: EER-38 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 38 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny. Kladná (záporná) zmena znamená zhodnotenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané použitím výmenných kurzov z 3. júna 2020.

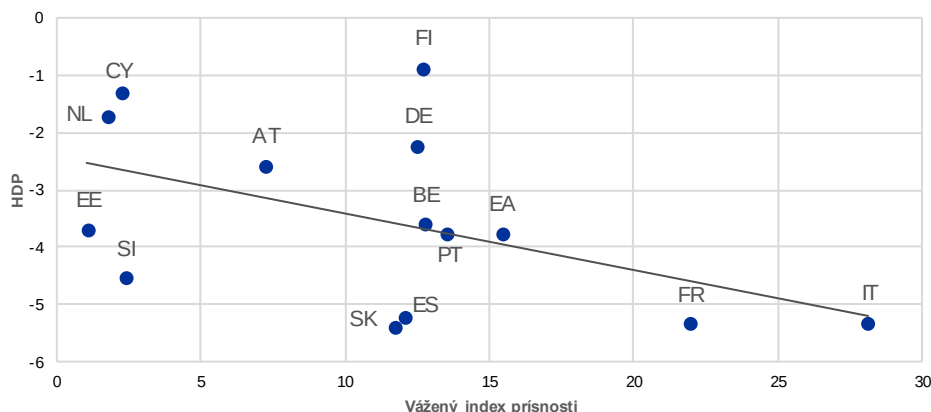
3 Hospodárska aktivita

Reálny HDP eurozóny klesol v prvom štvrtroku 2020 v bezprecedentnom rozsahu v súvislosti s prísnyimi opatreniami na obmedzenie pohybu, ktoré zaviedli krajiny eurozóny s cieľom zamedziť šíreniu koronavírusu (COVID-19). Aj keď ukazovatele s vysokou periodicitou a výsledky najnovších prieskumov v poslednom čase poukazujú na určité mierne zlepšenie úrovne hospodárskej aktivity v súvislosti s tým, že krajiny začali uvoľňovať tieto opatrenia na obmedzenie pohybu, nepriaznivý dosah na aktivitu v apríli a máji poukazuje na ďalší pokles v druhom štvrtroku 2020. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, v druhom polroku 2020 sa očakáva oživenie hospodárskej aktivity eurozóny s podporou priaznivých podmienok financovania, expanzívnej fiškálnej pozície a obnovenia svetovej hospodárskej aktivity, aj keď celkové tempo a rozsah tohto oživenia zostávajú veľmi neisté. V makroekonomických projekciách Eurosystému pre eurozónu z júna 2020 sa podľa základného scenára očakáva v roku 2020 pokles ročného reálneho HDP o 8,7 % a oživenie o 5,2 % v roku 2021 a o 3,3 % v roku 2022. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2020 bol výhľad na rast reálneho HDP upravený výrazne smerom nadol o 9,5 percentuálneho bodu v roku 2020 a smerom nahor o 3,9 percentuálneho bodu v roku 2021 a v roku 2022 o 1,9 percentuálneho bodu.

Aktivita eurozóny zaznamenala v prvom štvrtroku 2020 bezprecedentný pokles v súvislosti s opatreniami proti šíreniu nákazy COVID-19 a s tým spojenou mimoriadnou neistotou. V kontexte politiky prísnych opatrení na obmedzenie pohybu, ktoré od polovice marca zaviedla väčšina krajín eurozóny, klesol reálny HDP v prvom štvrtroku 2020 medzištvrtročne o rekordných 3,8 %. Spomalenie spôsobené ochorením COVID-19 bolo v jednotlivých krajinách a odvetviach rôzne. Pokiaľ ide o najväčšie ekonomiky eurozóny, vo Francúzsku, Taliansku a Španielsku sa zaznamenal väčší pokles ako v Nemecku a Holandsku. Na hospodársky rast v krajinách eurozóny v prvom štvrtroku 2020 mala záporný vplyv reštriktivnosť sociálno-dištančných opatrení a iných obmedzení v snahe zastaviť šírenie ochorenia COVID-19 (graf 10). Vplyv opatrení na obmedzenie pohybu sa celkovo premietol do značného na zníženia priemyselnej výroby eurozóny, ktorá v marci 2020 klesla medzimesačne o bezprecedentných 11,3 % a v prvom štvrtroku o 3,3 % v medzištvrtročnom vyjadrení. Podľa údajov z prieskumov za prvý štvrtrok 2020 prudko kleslo aj využívanie kapacít vo výrobnom sektore o 11 percentuálnych bodov na 69,7 % a v sektore služieb zhruba o 5 percentuálnych bodov na 85,6 %.

Graf 10**Reálny HDP a prísnosť reakcie vlád na COVID-19 v prvom štvrtroku 2020**

(medzištvrtročná percentuálna zmena a vážený index prísnosti)



Zdroj: Eurostat, Oxfordský systém sledovania reakcie vlád na COVID-19 a výpočty ECB.

Poznámka: Denný index pre každú krajinu je vážený počtom dní na jednotlivých úrovniach prísnosti v prvom štvrtroku 2020. V tomto grafe eurozóna predstavuje denný priemer krajín, za ktoré sú dostupné údaje, vážený HDP.

Trhy práce eurozóny významne zasiahli opatrenia proti šíreniu nákazy

COVID-19. Po raste o 0,3 % vo štvrtom štvrtroku 2019 klesla zamestnanosť v prvom štvrtroku 2020 o 0,2 %. Nevýrazný pokles zamestnanosti sa vysvetľuje hlavne politickými opatreniami⁶ ako je zavádzanie systémov skráteného pracovného času a viaceré doplnkových politických opatrení zameraných na predchádzanie prepúšťaniu a podporu samostatne zárobkovo činných osôb. Systémy skráteného pracovného času obmedzujú nárast počtu nezamestnaných pracovníkov, pričom umožňujú zvýšiť flexibilitu trhu práce tak, aby mohol čeliť cyklickým fluktuáciám. V súčasnej situácii to znamená podstatné zníženie počtu odpracovaných hodín na zamestnanca za vopred určené časové obdobie.⁷ Pokles zamestnanosti zaznamenaný v prvom štvrtroku 2020 je preto nižší ako pokles HDP, čo znamená výrazný pokles produktivity práce na zamestnanca v prvom štvrtroku 2020 na úrovni 3,5 %.

Najnovšie krátkodobé ukazovatele trhu práce poukazujú na prudké zhoršenie na trhu práce, pričom v miernom zvýšení miery nezamestnanosti sa odzrkadľujú aj štatistické problémy spojené s obmedzením pohybu a tlmiači vplyv bezprecedentných politických opatrení na podporu zamestnanosti. Miera nezamestnanosti v eurozóne sa zvýšila zo 7,1 % v marci na 7,3 % v apríli 2020. Toto zvýšenie miery nezamestnanosti nezachytáva v plnej miere nepriaznivý vplyv tejto pandémie, pretože odráža vplyv opatrení proti šíreniu nákazy COVID-19 na trh práce (s uplatňovaním opatrení na obmedzenie pohybu v jednotlivých krajinách len do polovice marca), prijímania politik trhu práce na podporu zamestnanosti a predchádzanie trvalému prepúšťaniu a problémov štatistickej klasifikácie v období obmedzeného pohybu. Výsledky najnovších prieskumov poskytujú aktuálnejší pohľad

⁶ Vyhodnotenie reakcie premenných trhu práce na veľkú finančnú krízu z regionálnej perspektívy sa nachádza v boxe s názvom Vývoj na regionálnych trhoch práce počas veľkej finančnej krízy a následného oživenia v tomto čísle Ekonomického bulletinu.

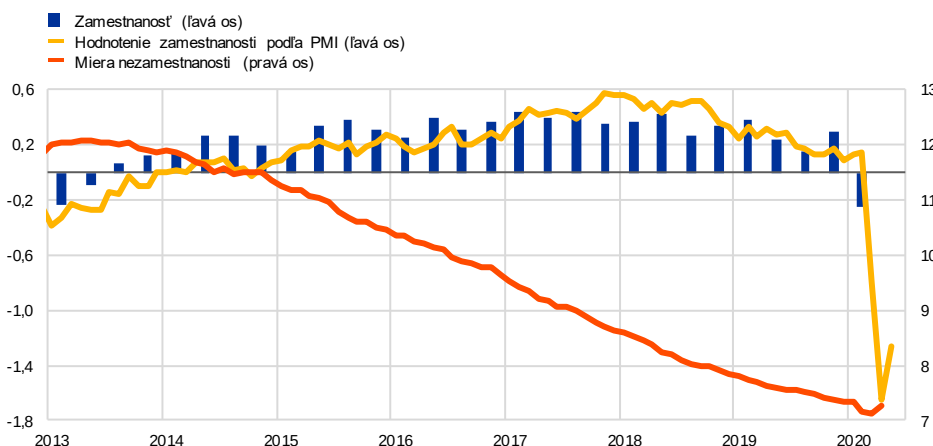
⁷ Viac podrobností sa nachádza v boxe s názvom Systémy skráteného pracovného času a ich vplyv na mzdy a disponibilný príjem v eurozóne v tomto čísle Ekonomického bulletinu.

na vývoj na trhu práce a naznačujú, že trh práce je teraz hlboko v pásme kontrakcie. V máji 2020 však došlo k miernemu oživeniu, ktoré bolo dôsledkom počiatočného uvoľnenia opatrení na obmedzenie pohybu v tomto mesiaci (graf 11).

Graf 11

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

(medzištvrtročná percentuálna zmena; difúzny index; percentá pracovnej sily)



Zdroj: Eurostat, Markit a výpočty ECB.

Poznámky: Index nákupných manažerov (PMI) sa vyjadruje ako odchýlka od 50 delené 10. Najnovšie údaje sú za prvý štvrtrok 2020 v prípade zamestnanosti, za máj v prípade PMI a za apríl 2020 v prípade miery nezamestnanosti.

Od polovice marca sa začala prepadať veľká časť súkromnej spotreby.

Maloobchod eurozóny klesol v marci 2020 medzimesačne o 11 %. V týchto údajoch sa len čiastočne odráža pokles výdavkov v čase obmedzenia pohybu, ktoré sa zaviedlo vo väčšine krajín eurozóny až v polovici marca. Mesačný maloobchodný predaj klesal v apríli ďalej medzimesačne o 12 %, pričom došlo k takmer úplnému kolapsu v iných výdavkových kategóriách ako sú automobily a dovolenky. Spotrebiteľská dôvera v eurozóne začala v máji 2020 oživovať s postupným uvoľňovaním obmedzení pohybu. Zatiaľ čo pokles príjmu domácností bol len obmedzený, miera úspor bude pravdepodobne prudko stúpať.⁸ Je to prejavom štandardných kanálov ako sú (proticyklické) preventívne úspory a obmedzovanie úverov, ale existujú aj dôkazy, že to je spôsobené aj „nútenými úsporami“. Domácnosti, ktorých príjem nebol zasiahnutý, začali akumulovať značné bankové vklady, pretože nemohli nakupovať tovary a služby, ktoré nie sú životne dôležité.⁹ Nahromadené úspory by v druhom polroku 2020 mohli financovať výrazný nárast spotreby, ktorá nie je nevyhnutná. Závisí to však vo veľkej miere od pretrvávajúcej neistoty ohľadne krízy zdravotníctva a podmienok na trhu práce, ktoré by mohli viesť k ďalším preventívnym úsporám.

Podnikateľské investície by sa mali znížiť v prvom štvrtroku viac ako HDP a v druhom štvrtroku sa očakáva ich ďalší pokles.

Produkcia investičných tovarov, ktorá od polovice marca čelila značným výpadkom dodávok spôsobených vypuknutím ochorenia COVID-19 v Európe, klesla v eurozóne v prvom štvrtroku 2020

⁸ Viac v boxe s názvom Systémy skráteného pracovného času a ich vplyv na mzdy a disponibilný príjem v eurozóne v tomto čísle Ekonomického bulletinu.

⁹ *L'impact de la crise du Covid-19 sur la situation financière des ménages et des entreprises*, Banque de France, 2020.

medzištvrtročne o 6,4 % a znížilo sa aj využívanie kapacít. Nestavebné investície klesli v medzištvrtročnom vyjadrení v Nemecku o 4,1 %, vo Francúzsku o 9,3 % (týka sa investícií nefinančných korporácií), v Taliansku o 8,3 %, v Španielsku o 2,4 % a v Holandsku o 6,6 %. Najnovší prieskum bankových úverov v eurozóne¹⁰ ukazuje veľký nárast dopytu firiem v eurozóne po pôžičkách a úverových linkách v prvom štvrtroku 2020, keďže spoločnosti používali bankové financovanie v čase kolabujúcich príjmov na zabezpečenie núdzovej likvidity na krytie priebežných platieb (napr. nájomného a výplat). Súčasne sa výrazne znížil dopyt po úveroch na investičné účely. Pokiaľ ide o ďalšie obdobie, prudký pokles dôvery a očakávaní vo výrobe, ako aj prepád nových objednávok a predaja v sektore investičného tovaru v apríli, spolu s prevládajúcou vysokou neistotou, poukazujú na výrazné spomalenie investícií do fixného kapitálu v druhom štvrtroku.

Po výraznom zhoršení investícií do nehnuteľností na bývanie v prvom štvrtroku 2020 môže v druhom štvrtroku dôjsť k ich ešte väčšiemu spomaleniu. Dostupné údaje o krajinách za prvý štvrtrok ukazujú, že stavebné investície zaznamenali veľký pokles vo Francúzsku (–13,8 % medzištvrtročne), Taliansku (–7,9 %) a Španielsku (–9,6 %), pričom sa prekvapujúco zlepšili v Nemecku (4,1 %) a Holandsku (5,6 %). Tento dôkaz svedčí o veľkom poklese investícií do nehnuteľností na bývanie v eurozóne v prvom štvrtroku. Keďže index nákupných manažérov (PMI) pre produkciu v bytovej výstavbe založený na prieskumoch a ukazovateľ dôvery v stavebníctve Európskej komisie v apríli prudko klesali, v druhom štvrtroku sa môže zhoršovanie na stavebných trhoch eurozóny ešte zintenzívniť. Na strane ponuky bola stavebná aktivita obmedzená, pretože opatrenia na obmedzenie pohybu viedli k uzavretiu stavenísk vo viacerých krajinách a stúpili náklady na materiál. Na strane dopytu toto zhoršenie sprevádzal podľa prieskumu bankových úverov v eurozóne prudký pokles ukazovateľa zámerov na výdavky na renovácie, ako aj dopytu po úveroch na bývanie. Toto oslabenie dopytu zasiahlo aj tie krajiny, ktoré uplatnili najmenej prísne opatrenia na obmedzenie pohybu, ako Nemecko a Holandsko.

Očakáva sa, že pokles obchodu eurozóny sa v druhom štvrtroku 2020 vystupňuje. Obchod s tovarmi v rámci eurozóny sa v dôsledku opatrení proti šíreniu nákazy COVID-19, ktoré prijali krajiny eurozóny, znížil v prvom štvrtroku viac ako obchod mimo nej. V druhom štvrtroku 2020 sa očakáva bezprecedentný pokles ako naznačuje aprílový prepád indexu nových vývozných objednávok na hodnotu 18,9 (v porovnaní s 49,5 na začiatku roka 2020). Prvé náznaky postupnej expanzie v ďalšom období pochádzajú z oživenia toho istého hlavného ukazovateľa v máji na 28,7. Obchod eurozóny je obzvlášť vystavený šoku z ochorenia COVID-19 vzhľadom na niektoré jeho osobitné vlastnosti. Po prvé Európa je významnou turistickou destináciou, ktorá tvorí 30 % svetových príjmov z turizmu. Preto bol tento región obzvlášť postihnutý zákazom cestovania, obmedzením pohybu a prijatými opatreniami. Dôsledky sú samozrejme najväčšie v tých krajinách eurozóny, v ktorých turizmus predstavuje veľký podiel z HDP. Po druhé mimoriadne vysoká neistota a z nej vyplývajúce odkladanie investičných rozhodnutí negatívne zasiahli najmä obchod s tovarmi dlhodobej spotreby, ktoré sú základnou zložkou vývozu eurozóny. Po tretie vedľajšie dôsledky a spätný prenos prostredníctvom regionálnych

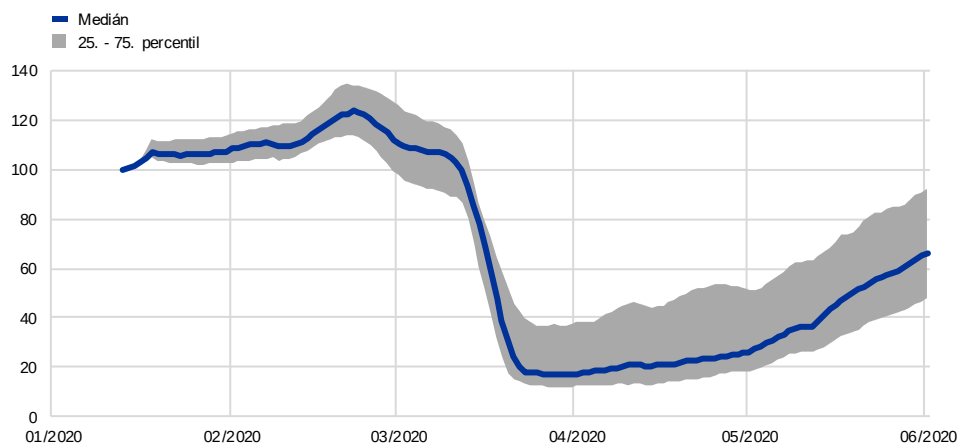
¹⁰ Viac informácií v práci [The euro area bank lending survey – First quarter of 2020](#), ECB, apríl 2020.

produkčných sietí prenášajú a znásobujú šoky vo všetkých ekonomikách eurozóny a môžu viesť k prudšiemu spomaleniu tokov v rámci eurozóny ako celkových obchodných tokov.

Pokiaľ ide o najbližšiu budúcnosť, v druhom štvrtroku 2020 sa očakáva väčšie spomalenie rastu eurozóny. Hoci väčšina krajín začala od začiatku mája uvoľňovať prísne opatrenia na obmedzenie pohybu, údaje s vysokou periodicitou naznačujú len mierne zvýšenie aktivity. Spotreba elektrickej energie a ukazovatele mobility sa začiatkom mája zvýšili len mierne (graf 12). Podobný trend vykazujú aj konvenčnejšie ukazovatele z prieskumov. Ukazovateľ ekonomického sentimentu Európskej komisie (ESI) sa zlepšil v máji na 67,5, čo je nad historicky najnižšou hodnotou 64,9 v apríli, ale v priemere zostáva výrazne pod hodnotou 100,6, ktorá sa zaznamenala v prvom štvrtroku 2020. Napriek tomu, že sa rýchly odhad kompozitného indexu PMI zvýšil z rekordne nízkej hodnoty 13,6 v apríli a v máji dosiahol 31,9, stále naznačuje, že aktivita zostala v druhom štvrtroku v pásme kontrakcie. V jednotlivých sektoroch sa však vyskytujú rozdiely, keďže index aktivity vo výrobe vyskočil z 18,1 v apríli na 35,6 v máji, zatiaľ čo podnikateľská aktivita v službách zostala na nižšej hodnote 30,5, čo je viac ako 12,0 v apríli. Aj ukazovatele z podnikateľských prieskumov Európskej komisie poukazujú na pokračujúcu nízku aktivitu v nasledujúcich mesiacoch s miernym zlepšením v sektoroch, ktoré boli najviac zasiahnuté opatreniami proti šíreniu nákazy COVID-19, vrátane sektoru potravín a nápojov, ubytovania a motorových vozidiel.

Graf 12
Mobilita v najväčších krajinách eurozóny

(percentuálna zmena v porovnaní so základnými údajmi k 13. januáru 2020; 7-dňový pohyblivý priemer)



Zdroj: Apple Mobility Trends Reports.

Poznámky: Požiadavky zadane do systému Apple Maps pre jazdu autom, verejnou dopravou a pešo v Nemecku, Francúzsku, Taliansku, Španielsku a Holandsku. Posledné údaje sú z 1. júna 2020.

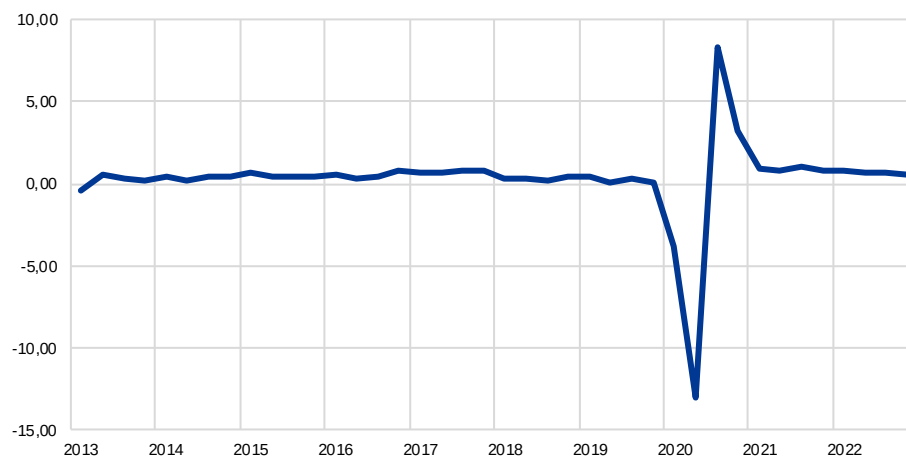
Pokiaľ ide o ďalší vývoj, v druhom polroku sa očakáva oživenie hospodárskej aktivity v eurozóne za predpokladu, že sa uvoľnia opatrenia proti šíreniu nákazy. Aktivita eurozóny by sa mala oživovať od tretieho štvrtroka, keď sa budú ďalej uvoľňovať opatrenia proti šíreniu nákazy, s podporou priaznivých podmienok financovania, expanzívnej fiškálnej politiky a s obnovou globálnej aktivity, aj keď celkové tempo a rozsah tohto oživenia zostávajú veľmi neisté. V makroekonomických prognózach odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2020 sa v základnom scenári očakáva, že ročný reálny HDP klesne v roku 2020 o 8,7 % a že v roku 2021 sa

oživí o 5,2 % a v roku 2022 o 3,3 % (graf 13). V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2020 bol výhľad na rast reálneho HDP v roku 2020 upravený výrazne nadol o 9,5 percentuálneho bodu, v roku 2021 nahor o 3,9 percentuálneho bodu a v roku 2022 taktiež nahor o 1,9 percentuálneho bodu. Vysoká globálna neistota spojená s realizáciou plánov na obdobie po ukončení obmedzenia pohybu a rozsah poklesu a následného oživenia budú však v rozhodujúcej miere závisieť od trvania a účinnosti opatrení proti šíreniu nákazy, od úspešnosti politík na zmiernenie nepriaznivého vplyvu na príjem a zamestnanosť a od rozsahu trvalého narušenia dodávateľských kapacít a domáceho dopytu. Za týchto okolností možný vplyv pandémie COVID-19 okrem základných makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu ilustrujú dva alternatívne scenáre. Podľa mierneho scenára predpokladajúceho úspešné zastavenie šírenia vírusu sa očakáva v roku 2020 pokles ročného reálneho HDP o 5,9 %, v roku 2021 jeho oživenie o 6,8 % a zvýšenie o 2,2 % v roku 2022. Závažný scenár, ktorý počíta s výrazným obnovením pandémie a s ňou spojených ďalších opatrení proti šíreniu nákazy, predpokladá v roku 2020 pokles ročného reálneho HDP o 12,6 % a jeho oživenie o 3,3 % v roku 2021 a zvýšenie o 3,8 % v roku 2022.¹¹

Graf 13

Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(medzištvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok s názvom [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu](#), jún 2020 uverejnený na internetovej stránke ECB 4. júna 2020.

¹¹ Viac v boxe s názvom [Alternative scenarios for the euro area economic outlook](#) v článku [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu](#), jún 2020.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne v máji 2020 klesla z aprílových 0,3 % na 0,1 %. Na základe súčasných cien ropy a cien ropných futures je pravdepodobné, že celková inflácia zaznamenaná v nasledujúcich mesiacoch určitý ďalší pokles a do konca roka zostane tlmená. V strednodobom horizonte bude slabší dopyt vyvolávať tlak na pokles inflácie, ktorý bude len čiastočne kompenzovaný rastovými účinkami narušenia ponuky. Toto hodnotenie sa v zásade odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2020, podľa ktorých má ročná miera inflácie HICP dosiahnuť 0,3 % v roku 2020, 0,8 % v roku 2021 a 1,3 % v roku 2022. Výhľad vývoja inflácie HICP bol v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2020 upravený nadol o 0,8, 0,6 a 0,3 percentuálneho bodu. Ročná inflácia HICP bez energií a potravín by mala podľa očakávaní dosiahnuť 0,8 % v roku 2020, 0,7 % v roku 2021 a 0,9 % v roku 2022.

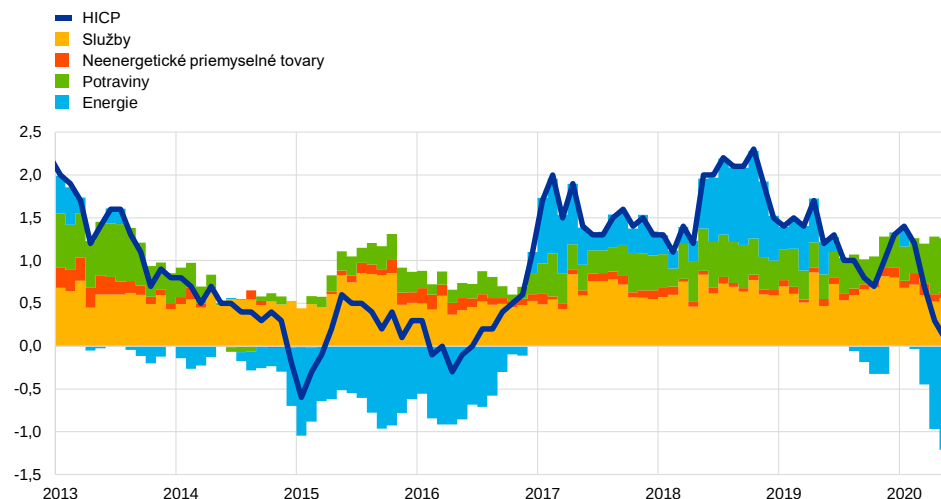
Podľa rýchleho odhadu Eurostatu inflácia HICP v máji ďalej klesala. Pokles z 0,3 % v apríli na 0,1 % v máji bol predovšetkým odrazom zníženia inflácie cien energií a nespracovaných potravín, zatiaľ čo inflácia HICP bez energií a potravín zostala celkovo nezmenená. Klesajúca inflácia cien energií, naďalej odrážajúca prudký pokles cien ropy po vypuknutí pandémie koronavírusu (COVID-19), zostala hlavnou hybnou silou inflačnej dynamiky. Inflácia cien potravín – predovšetkým cien nespracovaných potravín – naopak v kontexte rôznych opatrení proti šíreniu nákazy COVID-19 výrazne vzrástla. V apríli sa zvýšila na 3,6 % a hoci v máji mierne klesla na 3,3 %, zostáva na vysokej úrovni. Podľa Eurostatu v prípade niektorých krajín a tovarov pretrvávali problémy so zberom údajov o cenách, čo viedlo k vyššiemu podielu imputácií než zvyčajne. Tento podiel bol však v máji oproti aprílu nižší: v dôsledku krízy COVID-19 boli v rámci rýchleho odhadu inflácie HICP eurozóny imputované ceny približne jednej štvrtiny základného koša, oproti približne jednej tretine v apríli.¹²

¹² Ďalšie informácie: [Eurostat press release](#) on the HICP flash estimate for May 2020 and [Eurostat's HICP methodology](#).

Graf 14

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 mája 2020 (rýchly odhad). Miery rastu za rok 2015 sú v dôsledku metodologickej 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).

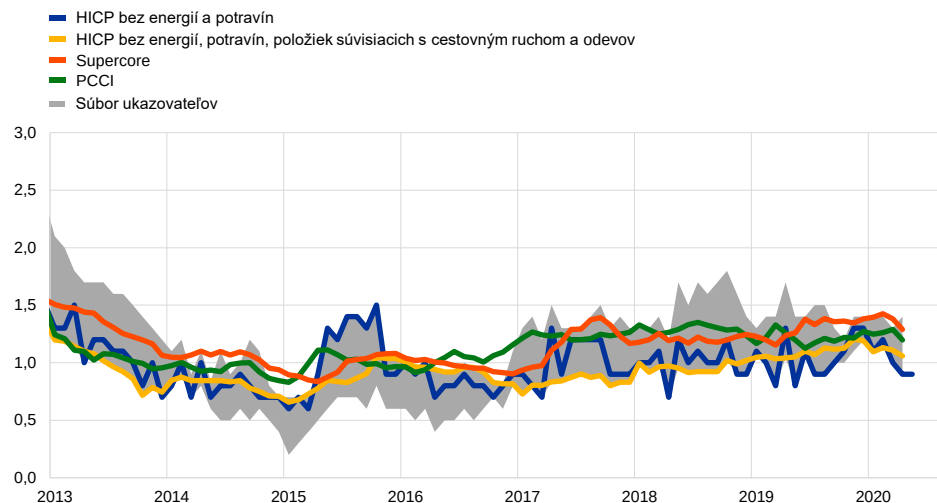
Miery základnej inflácie zatiaľ vykazujú väčšiu odolnosť. Inflácia HICP bez energií a potravín zostala v máji na úrovni 0,9 % (0,9 % v apríli, 1,0 % v marci a 1,2 % vo februári). Z ostatných mier základnej inflácie vyplývali zmiešané signály (údaje sú k dispozícii len do apríla; graf 15). Hoci inflácia HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom a odevov zostala celkovo nezmenená, ukazovatele Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) a Supercore¹³ mierne klesli. Ako však bolo uvedené vyššie, všetky odvodené miery základnej inflácie sú v súčasnosti spojené s vyššou mierou neistoty, keďže ich zdrojové údaje môžu byť ovplyvnené problémami so zberom a meraním údajov HICP.

¹³ 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 15

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: V prípade HICP bez energií a potravín sú posledné údaje z mája 2020 (rýchly odhad) a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z apríla 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 metodologickej 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).

Cenové tlaky v neskorších fázach ponukového reťazca v prípade HICP

neenergetických priemyselných tovarov poukazujú na určité oslabenie. Inflácia cien výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov predávaných v eurozóne, ktorá je ukazovateľom cenových tlakov v neskorších fázach ponukového reťazca, zaznamenala v apríli (v medziročnom vyjadrení) ďalší pokles na 0,5 % (z 0,6 % v marci a 0,7 % vo februári). Príslušná ročná miera inflácie dovozných cien klesla v marci z februárových 0,5 % na 0,1 %, čo môže byť čiastočne odrazom určitého tlmiaceho vplyvu nedávneho zhodnocovania efektívneho výmenného kurzu eura. V skorších fázach domáceho cenového reťazca došlo k prudkému oslabeniu inflácie cien polotovarov v dôsledku vplyvu nižších cien ropy, ako aj silnejšieho eura. V prípade polotovarov inflácia cien výrobcov v apríli klesla na -2,7 % (z -1,8 % v marci a -1,2 % vo februári), zatiaľ čo inflácia dovozných cien zaznamenala v marci prudký pokles z februárových -0,1 % na -1,3 %.

Rast miezd sa spomalil. Ročný rast kompenzácií na zamestnanca dosiahol v poslednom štvrtroku 2019 úroveň 1,7 %, oproti 2,1 % v treťom štvrtroku (graf 16). Čo sa týka ďalšieho vývoja, vplyv politík pracovného trhu zavedených v reakcii na pandémiu, napríklad režimov skráteného pracovného času, na miery mzdového rastu bude závisieť od spôsobu ich zohľadnenia v oficiálnych štatistikách.¹⁴ Ročný rast dojednaných miezd v eurozóne v prvom štvrtroku 2020 dosiahol 2,0 % (mierny pokles oproti 2,1 % v poslednom štvrtroku 2019). Rast dojednaných miezd je podľa všetkého zatiaľ odolný, pretože je odrazom dohôd prijatých v minulosti. Prípadné zmeny

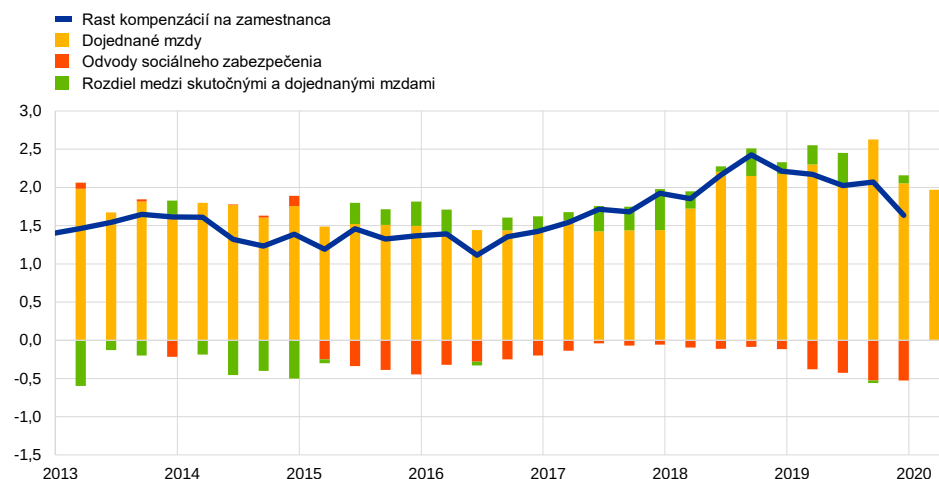
¹⁴ Ďalšie informácie sú v boxe s názvom Systémy skráteného pracovného času a ich vplyv na mzdy a disponibilný príjem v tomto vydaní *Ekonomického bulletinu*.

skutočného rastu miezd však budú vyjadrené príslušným rozdielom medzi skutočnými a dojednanými mzdami.

Graf 16

Príspevok zložiek kompenzácií na zamestnanca

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

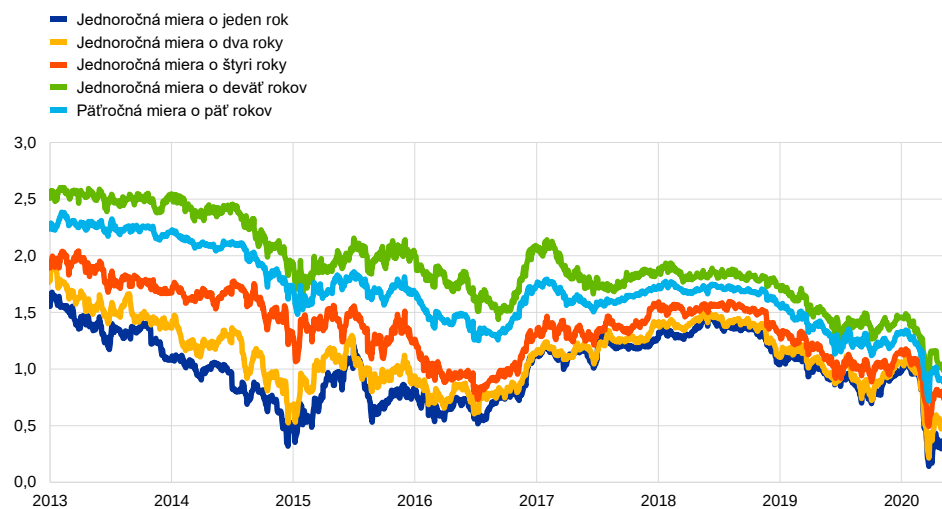
Poznámka: Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2020 (dojednané mzdy) a posledný štvrťrok 2019 (ostatné zložky).

Trhové ukazovatele dlhodobjších inflačných očakávaní, ktoré okolo polovice marca klesli na historické minimum, zaznamenali oživenie a mierne prekročili úroveň zo začiatku sledovaného obdobia. Naďalej tak boli veľmi nevýrazné (graf 17). Po zaznamenaní historického minima 0,72 % dňa 23. marca 2020 päťročná forwardová sadzba inflačných swapov o päť rokov mierne vzrástla a 3. júna 2020 dosiahla úroveň 1,02 %. Rizikovo neutrálna pravdepodobnosť deflácie počas nasledujúcich piatich rokov vyplývajúca z opcí sa v marci 2020 zvýšila na bezprecedentnú úroveň. Napriek nedávnomu miernemu zlepšeniu tento ukazovateľ zostáva v blízkosti maxim zaznamenaných počas rokov 2015 a 2016. Jeho nárast čiastočne odráža nedávny výrazný pokles cien ropy. Z forwardového profilu trhových ukazovateľov inflačných očakávaní zároveň naďalej vyplýva dlhšie obdobie nízkej inflácie. Na základe prieskumu ECB Survey of Professional Forecasters za druhý štvrťrok 2020 uskutočneného v prvom aprílovom týždni 2020, ako aj na základe najnovších údajov Consensus Economics a Euro Zone Barometer, zostali v apríli na historicky nízkej úrovni, resp. v jej blízkosti, i dlhodobjšie inflačné očakávania odvodené z výsledkov prieskumov.

Graf 17

Trhové ukazovatele inflačných očakávaní

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z 3. júna 2020.

Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému z júna 2020 počítajú s výrazne slabším výhľadom vývoja inflácie počas horizontu projekcií.

Podľa základného scenára projekcií má celková inflácia HICP dosiahnuť v priemere 0,3 % v roku 2020, 0,8 % v roku 2021 a 1,3 % v roku 2022. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2020 boli projekcie na jednotlivé roky znížené o 0,8, 0,6 a 0,3 percentuálneho bodu (graf 18). V krátkodobom horizonte nedávny prepád cien ropy naznačuje prudký pokles celkovej inflácie HICP v nadchádzajúcich štvrtrokoch na úroveň okolo nuly. Bázické efekty v energetickej zložke majú následne spôsobiť mechanické oživenie začiatkom roka 2021. V krátkodobom horizonte sa očakáva i pokles inflácie HICP bez energií a potravín, hoci v menšom rozsahu než v prípade celkovej inflácie. Vzhľadom na naďalej slabý dopyt sa očakávajú plošné deflacioné účinky v rámci cien služieb a tovarov, ktoré by však mali byť čiastočne vykompenzované nákladovými tlakmi súvisiacimi s poruchami a výpadkami na strane ponuky. V strednodobom horizonte sa vzhľadom na predpokladaný rast cien ropy a oživenie dopytu očakáva zvyšovanie inflácie. Inflácia HICP bez energií a potravín by mala v roku 2020 v priemere klesnúť na 0,8 %, v roku 2021 ďalej na 0,7 % a v roku 2022 by mala vzrásť na 0,9 %. Vzhľadom na vysokú mieru neistoty odborníci Eurosystému vypracovali dva alternatívne scenára vývoja inflácie.¹⁵ V miernom scenári vývoja má celková inflácia do roku 2022 dosiahnuť úroveň 1,7 %, zatiaľ čo v závažnom scenári vývoja má celková inflácia na konci sledovaného obdobia dosahovať 0,9 %.

¹⁵ Podrobnejšie informácie sú v boxe s názvom Alternatívne scenáre hospodárskeho výhľadu eurozóny v článku [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, jún 2020](#) zverejnenom 4. júna 2020 na internetovej stránke ECB.

Graf 18

Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu](#), jún 2020 zverejnený 4. júna 2020 na internetovej stránke ECB.

Poznámky: Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2020 (údaje) a štvrtý štvrťrok 2022 (projekcie). Uvedené intervaly okolo stredových hodnôt projekcií vychádzajú z rozdielov medzi skutočnými hodnotami a projektovanými hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov. Postup výpočtu intervalov vrátane úprav v dôsledku mimoriadnych udalostí je bližšie opísaný v dokumente [ECB New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#) z decembra 2009. Redakčná uzávierka údajov uvedených v tejto správe bola 25. mája 2020.

Pandémia koronavírusu (COVID-19) spôsobila prudké zrýchlenie menovej dynamiky, pretože spoločnosti akútne potrebovali likviditu na financovanie bežných platieb a hospodárske subjekty vzhľadom na veľkú neistotu súvisiacu s pandémiou z preventívnych dôvodov výrazne uprednostňovali likviditu. Hlavným zdrojom tvorby peňažnej zásoby boli vnútroštátne pohľadávky, na čom sa podieľali úvery nefinančným spoločnostiam a čistý nákup štátnych dlhopisov peňažnými finančnými inštitúciami (PFI). Včasné a rozsiahle opatrenia menových, fiškálnych a dozorných orgánov prispeli k stimulovaniu poskytovania bankových úverov v hospodárstve eurozóny za priaznivých podmienok. Tým sa v prvom štvrtroku 2020 podporilo aj celkové financovanie spoločností eurozóny z vonkajších zdrojov, zatiaľ čo trhové financovanie bolo menej výrazné, keďže náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu sa v prvom štvrtroku výrazne zvýšili. Úrokové miery bankových úverov dosiahli historické minimá, vďaka čomu boli celkové náklady spoločností na financovanie dlhu priaznivé.

Preventívne držby likvidity a akútne potreby likvidity viedli k výraznému zrýchleniu menovej dynamiky. Ročná miera rastu M3 sa v apríli ďalej zvýšila na 8,3 % z marcových 7,5 % a bola približne o 3 percentuálne body vyššia ako miera rastu vo februári, t. j. pred rozšírením pandémie COVID-19 v eurozóne (graf 19). Toto zvýšenie bolo spôsobené veľkými mesačnými tokmi v marci (keď sa zaznamenali najväčšie toky od začiatku tretej etapy Hospodárskej a menovej únie) a v apríli. Hnacou silou dynamiky menového rastu bola kombinácia faktorov vrátane potreby likvidity spoločností, uprednostňovania držby likvidity z preventívnych dôvodov v období veľkej neistoty a potreby inštitucionálnych investorov vytvárať zásoby likvidity, aby dokázali zvládať prípadné redemácie dlhopisov. Vysoká miera rastu peňažnej zásoby bola výsledkom značných podporných opatrení tvorcov menovej a fiškálnej politiky a regulačných a dozorných orgánov na zabezpečenie dostatočnej likvidity v hospodárstve na zvládnutie pandémie COVID-19. Ročná miera rastu najlikvidnejšieho menového agregátu M1, zloženého z jednoduchých vkladov a z objemu peňazí v obeh, v tomto prostredí dosiahla v apríli 11,9 % po 10,4 % v marci a bola takmer o 4 percentuálne body vyššia ako vo februári.

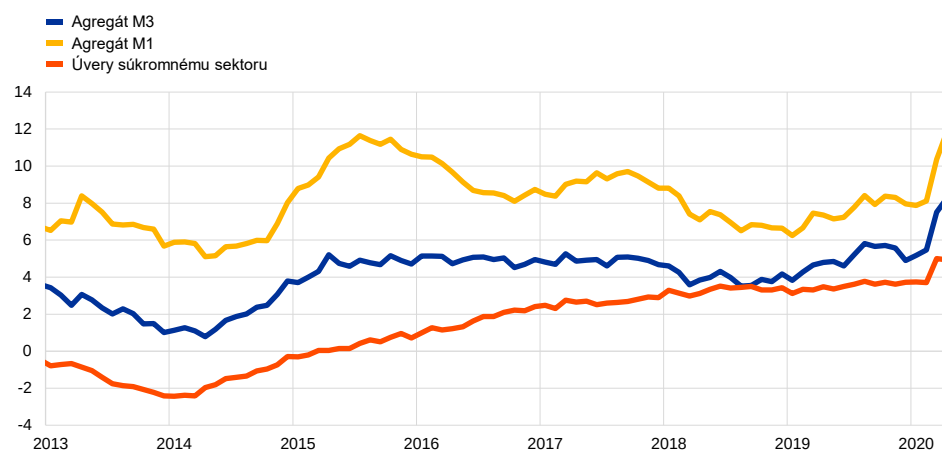
K rastu peňažnej zásoby naďalej hlavnou mierou prispievali jednoduché vklady. Ročná miera rastu jednoduchých vkladov sa v apríl zvýšila na 12,5 % z 10,9 % v marci. K rastu vkladov prispela najmä držba vkladov spoločností. Táto akumulácia vkladov, ktorá odzrkadľuje preventívne vytváranie rezerv likvidity vzhľadom na veľkú neistotu súvisiacu s pandémiou, bola výsledkom značných pôžičiek od bánk, vydávania podnikových dlhopisov a do istej miery aj priameho dodávania likvidity zo strany vlád. Zároveň existujú rozdiely v držbe vkladov spoločností medzi jednotlivými jurisdikciami. To môže naznačovať rozdiely v rozsahu, v akom sa naplnili potreby likvidity spoločností, čo čiastočne súvisí s rozdielnym časovým priebehom šírenia pandémie v jednotlivých krajinách. Finanční sprostredkovatelia iní ako PFI (vrátane investičných fondov), ako aj domácnosti, zvýšili svoju držbu vkladov. Kým sprostredkovateľov iných ako PFI pri tom motivovala tvorba rezerv likvidity pre prípad redemácií dlhopisov, domácnosti to robili najmä z preventívnych dôvodov, ale aj z dôvodu obmedzenejších možností spotreby počas trvania opatrení na obmedzenie

pohybu. Ročná miera rastu objemu peňazí v obehu sa v apríli ďalej zvýšila na 8,0 % z marcových 7,0 %, čo odráža tendenciu hromadiť hotovosť v období veľkej neistoty. Obchodovateľné nástroje (t. j. M3 mínus M2) v apríli prispeli k mesačnej dynamike rastu agregátu M3 celkovo záporne. Po odleve kapitálu z fondov peňažného trhu a náraste držby krátkodobých dlhových cenných papierov, ktoré banky vydali v marci, nepeňažnými finančnými inštitúciami (inými ako PFI) sa tieto zmeny portfólia v apríli čiastočne zvrátili.

Graf 19

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 apríla 2020.

K tvorbe peňazí prispelo poskytovanie úverov tak súkromnému, ako aj verejnému sektoru.

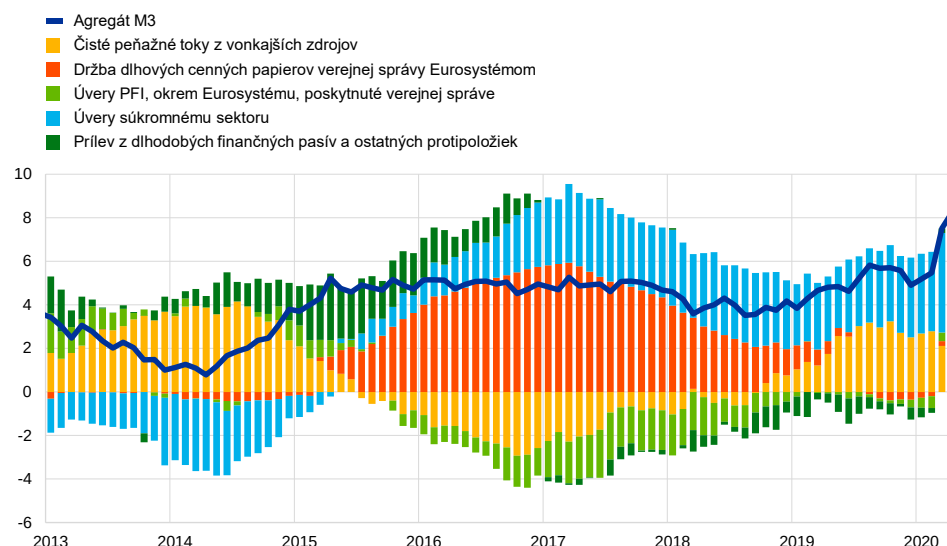
Po výraznom marcovom zvýšení sa ročná miera rastu úverov súkromnému sektoru v apríli ďalej mierne zvýšila (modré časti grafu 20) z dôvodu výrazného rastu úverov spoločnostiam a vyššej akvizície podnikových dlhopisov, zatiaľ čo záporné toky z úverov nepeňažným finančným inštitúciám čiastočne kompenzujú vysoký tok úverov spoločnostiam. Okrem úverov súkromnému sektoru sa ročná miera rastu úverov verejnému sektoru od bankového sektora (bez Eurosystému) v apríli výrazne zvýšila (svetlozelené časti grafu 20). Napriek zintenzívneniu nákupov v rámci programov nákupu aktív Eurosystémom získali banky eurozóny (okrem Eurosystému) v čistom vyjadrení veľké množstvo najmä domácich štátnych dlhopisov, čo čiastočne odrážalo značné zvýšenie čistého vydávania dlhových cenných papierov verejného sektora na vyrovnanie sa s pandémiou. Okrem toho sa v apríli zvýšil peňažný odlev z eurozóny z dôvodu predaja štátnych dlhopisov eurozóny nerezidentmi. Relatívne mierne čisté peňažné toky z externých zdrojov sú výsledkom kombinácie odlevu v dôsledku repatriácie nerezidentov eurozóny a prílevu v dôsledku repatriácie rezidentov eurozóny, čo je v súlade s typickým záujmom investorov investovať v domácom prostredí v obdobiach veľkej neistoty (žltá časť grafu 20). Okrem zvýšenia objemu úverov vládám eurozóny od PFI (okrem Eurosystému) k rastu agregátu M3 výrazne prispeli čisté nákupy štátnych cenných papierov Eurosystémom v rámci programu nákupu aktív ECB (APP) a najmä núdzového pandemického programu nákupu (PEPP) (červené časti grafu 20), čo

odráža veľkú podporu menovej politiky s cieľom stabilizovať finančné trhy a zmierniť riziká pre prenos menovej politiky a makroekonomický výhľad eurozóny počas pandémie. Dlhodobejšie finančné záväzky mali na rast peňažnej zásoby prevažne neutrálny vplyv (tmavozelená časť grafu 20).

Graf 20

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 Eurosystemom v rámci programu nákupu cenných papierov podnikového sektora. Posledné údaje sú z apríla 2020.

Ročná miera rastu objemu úverov súkromnému sektoru sa medzi februárom a aprílom 2020 výrazne zvýšila v dôsledku poklesu výnosov spoločností a preventívnych pôžičiek súvisiacich s pandemiou COVID-19. Ročná miera rastu úverov PFI súkromnému sektoru zostala v apríli v podstate stabilná na úrovni 4,9 %, po výraznom marcovom zvýšení na 5,0 % z februárových 3,7 % (graf 19). K rastu prispeli výlučne úvery spoločnostiam, ktorých ročná miera rastu sa v apríli ďalej zvýšila na 6,6 %, z marcových 5,5 % a februárových 3,0 % (graf 21). Výrazné posilnenie rastu úverov podnikom vo väčšine krajín eurozóny odzrkadľovalo čerpanie úverových liniek a značný dopyt po nových úveroch na krytie existujúcich platobných záväzkov v období klesajúcich príjmov počas trvania opatrení na obmedzenie pohybu v súvislosti s COVID-19, ako aj preventívne pôžičky na preklopenie potenciálnych výpadkov likvidity. Odráža tiež rozsiahle verejné opatrenia, ako sú záruky za pôžičky na podporu likvidity a solventnosti spoločností v nasledujúcich mesiacoch. Po silnom marcovom dopyte po krátkodobých úveroch spoločnosti v apríli výrazne zvýšili dopyt po strednodobých a dlhodobých úveroch, keď sa ukázalo, že pandémia bude trvať dlhšie, a keďže systémy verejnej podpory pokrývajú najmä úvery do strednodobej splatnosti. Nárast dopytu spoločností po úveroch uvádzali banky aj v [prieskume eurozóny o bankových úveroch](#) (BLS) z apríla 2020, kde to bolo pripisované najmä finančným potrebám na prevádzkový kapitál, zatiaľ čo finančné potreby na fixné investície klesli. Včasné a komplexné politické opatrenia v prvom štvrtroku 2020

podporili poskytovanie pôžičiek za výhodných podmienok. Potvrdzujú to výsledky prieskumu bankových úverov, podľa ktorých čisté sprísnenie podmienok poskytovania úverov spoločnostiam bolo v prvom štvrtroku 2020 obmedzené a v porovnaní so sprísnením počas finančnej a dlhovej krízy bolo malé.

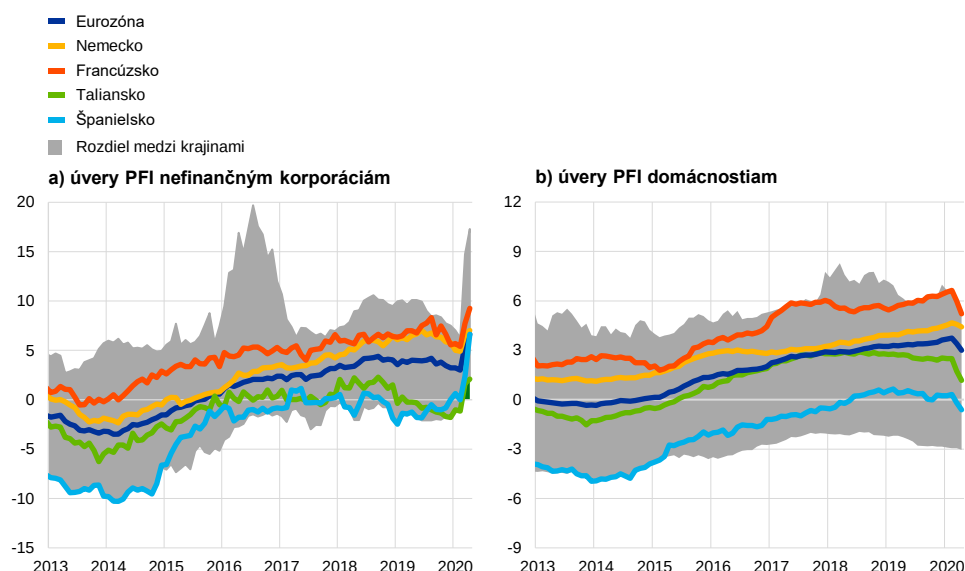
Ročná miera rastu úverov domácnostiam sa zmiernila, čo odráža veľkú neistotu týkajúcu sa dosahu pandémie. Na rozdiel od úverov spoločnostiam, ročná miera rastu úverov domácnostiam v apríli ďalej mierne poklesla na 3,0 % z marcových 3,4 %. Zmiernenie rastu úverov domácnostiam naznačuje neistotu domácností, pokiaľ ide o vplyv pandémie na ich disponibilný príjem a na zamestnanosť. Zatiaľ čo ročná miera rastu úverov domácnostiam na bývanie zostala v apríli v podstate stabilná na úrovni 3,9 % (po marcových 4,0 %), ročná miera rastu spotrebiteľských úverov sa v apríli prepadla na 1,3 % (z marcových 3,8 % a februárových 6,2 %). Je to v súlade s bezprecedentným poklesom spotrebiteľskej dôvery a maloobchodného predaja počas trvania opatrení na obmedzenie pohybu v súvislosti s pandemiou COVID-19. Oslabenie dopytu po úveroch domácnostiam sa potvrdilo aj vo výsledkoch prieskumu bankových úverov z apríla 2020.

Okrem toho existovali výrazné rozdiely v raste úverov spoločnostiam a domácnostiam medzi jednotlivými krajinami eurozóny, čo okrem iného odráža rozdiely v hospodárskom raste, rozdiely v dostupnosti ďalších finančných zdrojov a rozdiely v úrovni zadlženosti domácností a spoločností medzi jednotlivými krajinami, i keď vývoj vo veľkých krajinách bol podobný.

Graf 21

Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny

(ročné percentuálne zmeny)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje upravené o predaj a sekuritizáciu úverov. V prípade nefinančných spoločností sú úvery upravené aj o účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Rozdiel medzi krajinami je vypočítaný na základe minimálnych a maximálnych hodnôt z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú z apríla 2020.

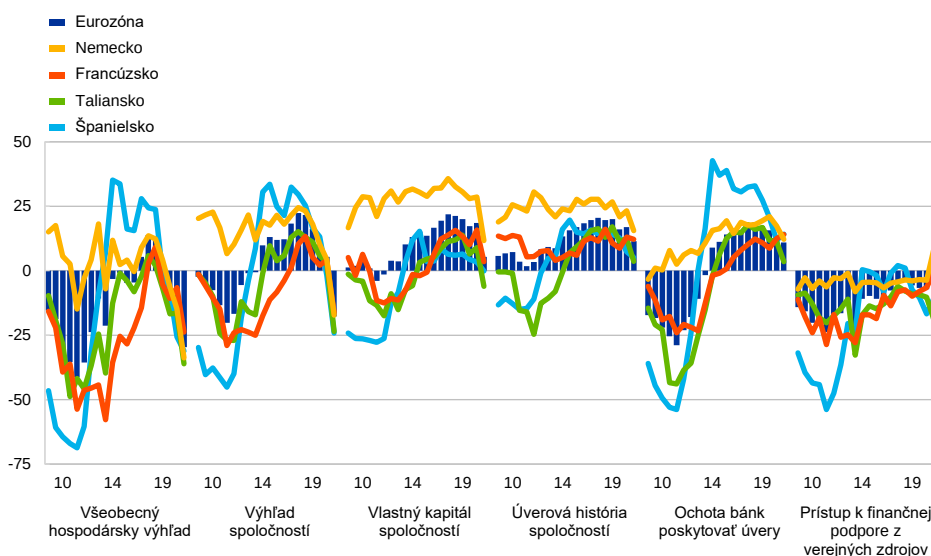
Z prieskumu o prístupe k financovaniu podnikov v eurozóne (SAFE) z mája 2020 vyplýva, že malé a stredné podniky, ktoré sú kriticky závislé na financovaní od

bánk, zaznamenali zhoršenie dostupnosti úverov, čo bolo do značnej miery odrazom zhoršenia hospodárskeho výhľadu na šesťmesačné obdobie do marca 2020 (graf 22). Zhoršenie sa zaznamenalo vo všetkých krajinách. Negatívny vývoj sa zaznamenal pri malých a stredných podnikoch vo všetkých hlavných odvetviach, ale najmä v priemysle, službách a obchode, zatiaľ čo stavebníctvo bolo ovplyvnené menej. Po prvýkrát od septembra 2014 malé a stredné podniky naznačili, že zhoršenie ich vlastných vyhládok, pokiaľ ide o tržby a zisky, má negatívny vplyv aj na dostupnosť finančných prostriedkov z vonkajších zdrojov, a to aj napriek zvýšenej ochote bánk poskytovať úvery a čistému poklesu úrokových sadzieb bánk (viac v boxe s názvom Pandémia COVID-19 a prístup k financovaniu malých a stredných podnikov: výsledky prieskumu v tomto čísle Ekonomického bulletinu a v článku s názvom Access to finance for small and medium-sized enterprises since the financial crisis: evidence from survey data v jeho anglickej verzii). Pokračujúca ochota poskytovať pôžičky je v súlade s údajmi z prieskumu bankových úverov a z nových tokov úverov, čo naznačuje, že poskytovanie úverov malým a stredným podnikom zostalo na vysokej úrovni a v prvom štvrtroku 2020 sa nezaznamenali výrazné rozdiely v poskytovaní úverov veľkým spoločnostiam.

Graf 22

Faktory ovplyvňujúce dostupnosť bankových úverov pre malé a stredné podniky

(čisté percentá)



Zdroj: ECB (SAFE).

Poznámka: Údaje sa týkajú 3. kola (marec – september 2010) až 22. kola (október 2019 – marec 2020) prieskumu SAFE.

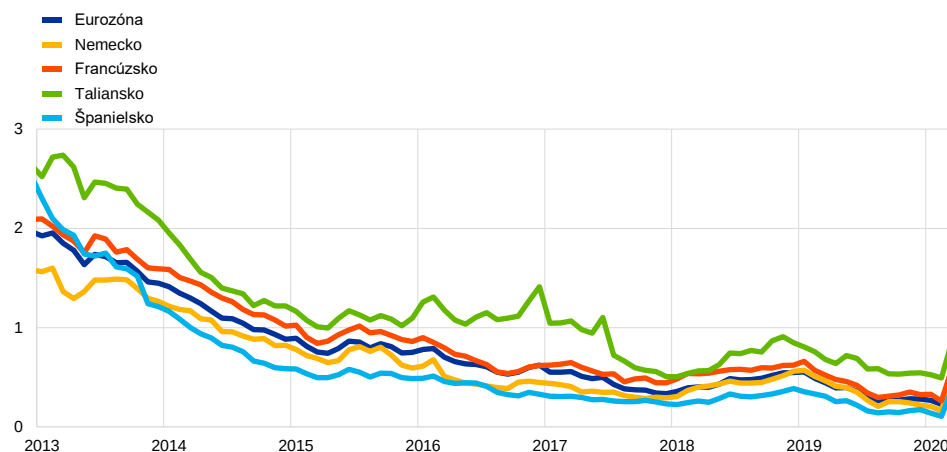
Zvýšenie nákladov na dlhové financovanie bánk zostalo obmedzené, k čomu prispeli opatrenia menovej politiky. Zložené náklady na dlhové financovanie bánk eurozóny, ktoré vo februári 2020 poklesli na veľmi nízku úroveň, sa v marci v súvislosti s rozšírením pandémie COVID-19 zvýšili (graf 23). Tento nárast bol spôsobený tlakom na zvyšovanie výnosov bankových dlhopisov v reakcii na zvyšovanie výnosov štátnych dlhopisov a v jednotlivých jurisdikciách sa značne líšil. Okrem toho, obavy z negatívneho vplyvu pandémie na kapitálové pozície bánk vytvárajú tlak na náklady bánk na financovanie prostredníctvom trhu. Zatiaľ čo banky od globálnej finančnej krízy výrazne posilnili svoju odolnosť, pandémia koronavírusu bude mať vplyv na

kapitálové pozície bánk vo forme nižšieho zhodnotenia aktív a potreby vyšších rezerv na straty z úverov.¹⁶ Náklady na financovanie dlhu bánk zároveň zostali celkovo pod kontrolou. Úrokové sadzby vkladov bánk v eurozóne, ktoré tvoria podstatnú časť financovania bánk, zostali v marci 2020 na historickom minime, čím prispeli k priaznivým podmienkam financovania dlhu bánk. Podmienky financovania bánk ťažia aj z poskytovania likvidity za veľmi priaznivých podmienok prostredníctvom tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III), ako aj z priaznivého vplyvu programov APP a PEPP na výnosy dlhopisov vrátane poklesu výnosov dlhopisov po vyhlásení programu PEPP 18. marca. Znižuje sa tým riziko nepriaznivých účinkov na reálnu ekonomiku a finančný sektor počas pandémie.

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. Posledné údaje sú z marca 2020.

Úrokové miery bankových úverov pre spoločnosti dosiahli nové historické minimá, ale pravdepodobne bude nasledovať určité zvýšenie.

Zložené úrokové miery bankových úverov spoločnostiam, resp. domácnostiam dosiahli v marci nové historické minimum na úrovni 1,46 %, resp. 1,39 % (graf 24). Tento vývoj sa pozoroval vo všetkých krajinách eurozóny a odráža oneskorené premietnutie zmien trhových úrokových mier do úrokových mier bankových úverov. Vzhľadom na zvýšenie nákladov na financovanie bánk a používanie trhových referenčných sadzieb na oceňovanie bankových úverov, ako je napríklad medzibanková úroková sadzba v eurách (EURIBOR), ktorá sa v referenčnom období zvýšila, možno v nasledujúcich mesiacoch zároveň očakávať určitý tlak na zvyšovanie úrokových sadzieb bankových úverov. Okrem toho je pravdepodobné, že závažný ekonomický dosah pandémie na príjmy spoločností, vyhliadky domácností na zamestnanie a celkovú úverovú bonitu dlžníkov budú vyvíjať tlak na zvyšovanie úrokových sadzieb bankových úverov. Vplyv vnímania rizika na sprísnenie podmienok poskytovania úverov bankami, ktoré banky uviedli v prieskume bankových úverov v apríli 2020, sa už týmto smerom prejavuje. Podpora likvidity, napríklad prostredníctvom odkladov platenia daní, moratórií na dlhy,

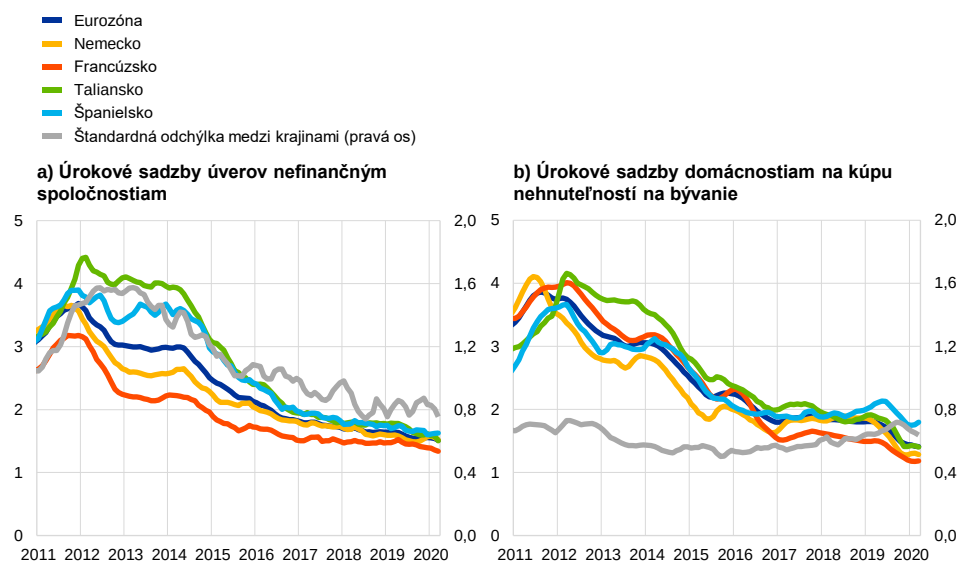
¹⁶ Pozri tiež publikáciu ECB [Financial Stability Review](#) z máj 2020.

záruk za úvery a systémov na podporu trhu práce, bude zároveň do určitej miery brániť zhoršovaniu úverovej bonity dlžníkov počas krízy a bude mať tlmiaci účinok na úrokové sadzby bankových úverov. Spread medzi úrokovými mierami veľmi malých a veľkých bankových úverov zostal v marci 2020 na nízkej úrovni. To podporuje vyššie uvedené zistenia o nových úveroch, ktoré poukazujú na doposiaľ porovnateľný vplyv pandémie COVID-19 na poskytovanie úverov malým a stredným podnikom a veľkým spoločnostiam, ako to znázorňujú údaje o veľkých a malých úveroch.

Graf 24

Zložené úrokové sadzby bankových úverov vo vybraných krajinách eurozóny

(v percentách za rok; trojmesačný klzavý priemer)



Zdroj: ECB.

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

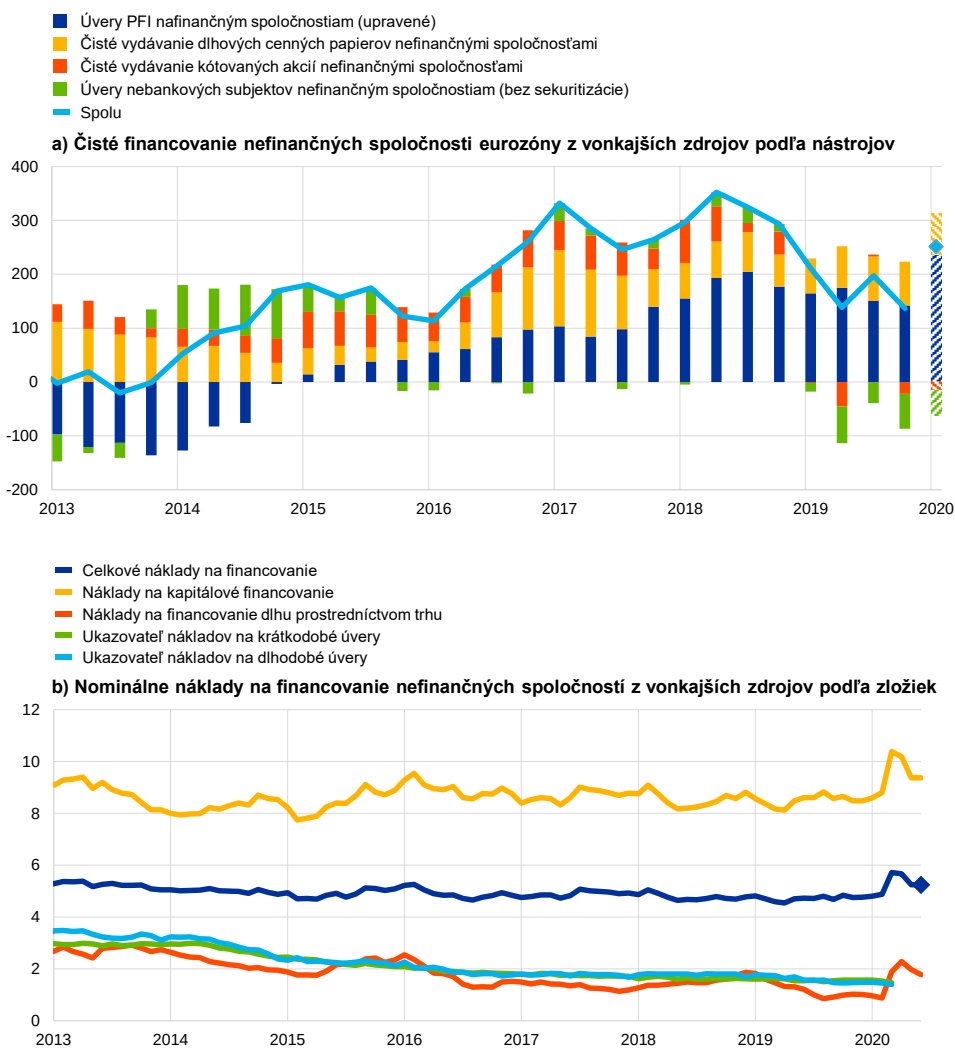
Odhaduje sa, že ročný tok celkového financovania nefinančných spoločností eurozóny z vonkajších zdrojov sa v prvom štvrtroku 2020 výrazne zvýšil (časť a) grafu 25). Tento nárast bol do značnej miery spôsobený výnimočne výrazným marcovým nárastom úverov spoločnostiam, ktorý bol podporený čerpaním úverových liniek a systémami verejnej podpory. K dopytu po bankových úveroch prispeli aj priaznivejšie úrokové sadzby bankových úverov v porovnaní s nákladmi na financovanie dlhu prostredníctvom trhu. Čisté vydávanie dlhových cenných papierov spoločnosťami zostalo v prvom štvrtroku 2020 na vysokej úrovni, napriek nárastu spreadov ku koncu štvrtroka, pričom ťažilo z programov ECB na nákup aktív (APP a PEPP), ktoré zahŕňajú čisté nákupy podnikových dlhopisov. Naopak, čisté vydávanie kótovaných akcií zostalo slabé a bolo tlmené pokračujúcou nízkou úrovňou fúzií a akvizícií a zvyšovaním nákladov na kapitálové financovanie, ktoré boli už aj tak vysoké. Úvery od nebankových subjektov (nepeňažných finančných inštitúcií) zostali v štvrtom štvrtroku 2019 a v prvom štvrtroku 2020 záporné, čo poukazuje na pokles ročného objemu emisií podnikových dlhopisov prostredníctvom finančných kanálov spoločností v iných krajinách eurozóny (t. j. dcérskych spoločností patriacich do sektora nepeňažných finančných inštitúcií a poskytujúcich úvery svojim materským spoločnostiam). Celkovo boli toky financovania z vonkajších zdrojov v prvom štvrtroku

2020 vyššie ako v čase finančnej a dlhovej krízy. Je to v súlade s priaznivejšími podmienkami na trhu s bankovými úvermi a na trhu s dlhopismi, k čomu prispeli včasné a rozsiahle opatrenia menových, dozorných a fiškálnych orgánov.

Graf 25

Financovanie nefinančných spoločností 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 svetlomodré kosoštvorce znázorňujú modelové odhady za prvý štvrťrok 2020. Graf b): Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností vypočítané ako vážený priemer nákladov na bankové úvery, nákladov na financovanie prostredníctvom dlhu a nákladov na kapitálové financovanie, na základe príslušných nesplatených objemov. Tmavomodrý kosoštvorec znázorňuje modelové odhady celkových nákladov na financovanie v júni 2020, za predpokladu, že úrokové sadzby bankových úverov zostanú nezmenené na úrovni z marca 2020. Posledné údaje na grafe a) sú za štvrtý štvrťrok 2019 v prípade údajov o účtoch eurozóny – odhady za prvý štvrťrok 2020 sú založené na údajoch z položiek súvahy ECB (BSI), údajoch o cenných papieroch (SEC) a údajoch spoločnosti Dealogic. Posledné údaje na grafe b) sú z 2. júna 2020 v prípade nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu (denné údaje), z 29. mája v prípade nákladov na kapitálové financovanie (týždenné údaje) a z marca 2020 v prípade nákladov na poskytovanie úverov (mesačné údaje).

V prvom štvrťroku 2020 sa náklady na financovanie nefinančných spoločností zvýšili, ale podľa odhadov odvtedy poklesli. (časť b) grafu 25). V marci 2020 celkové nominálne náklady na financovanie nefinančných spoločností z vonkajších zdrojov, ktoré zahŕňajú bankové úvery, vydávanie dlhopisov na trhu a kapitálové

financovanie, v dôsledku vysokej volatility na finančných trhoch dosahovali 5,7 %, čo bolo o 95 bázičných bodov viac ako v decembri 2019 a približne o 120 bázičných bodov viac ako v apríli 2019, keď dosiahli historické minimum. Odhaduje sa však, že od marca do konca referenčného obdobia (2. júna 2020) celkové náklady na financovanie poklesli o 50 bázičných bodov na 5,2 %. Odráža to výrazný pokles nákladov na kapitálové financovanie v dôsledku nižších rizikových prémieí a mierne zníženie nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu.

Pandémia koronavírusu (COVID-19) významne ovplyvňuje fiškálne politiky v eurozóne. Vypuknutie krízy viedlo k okamžitému rastu priamych nákladov v snahe vyriešiť jej dôsledky na verejné zdravie. Z makroekonomického hľadiska však následky krízy súvisia najmä s opatreniami proti šíreniu nákazy, ktoré spôsobujú výraznú ekonomickú záťaž pre podniky, pracovníkov a domácnosti. Opatrenia si tiež vyžiadali prijatie bezprecedentných balíkov fiškálnych stimulov určených na zmiernenie hospodárskych následkov krízy a prípravu na rýchle oživenie. V prípade deficitu verejnej správy eurozóny sa preto očakáva výrazný rast z 0,6 % HDP v roku 2019 na 8,5 % HDP v roku 2020. Hoci v roku 2021 by mal pomer deficitu klesnúť na 4,9 % HDP, v roku 2022 by sa mal vzhľadom na pomalšie odznievanie tlmiacich faktorov pohybovať stále na úrovni 3,8 % HDP. 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 situácie by malo prispieť postupné uvoľňovanie núdzových opatrení a zodpovedajúce posilňovanie cyklicky upraveného primárneho salda, pričom zlepšovanie hospodárskeho cyklu bude pomalšie. S cieľom zvýšiť likviditu podnikov členské krajiny eurozóny poskytli záruky za úvery v celkovom objeme takmer 20 % HDP. Hoci uvedené záruky nemusia mať vplyv na deficit ex ante, v prípade ich realizácie predstavujú významný podmienený záväzok, ktorý môže deficit nepriaznivo ovplyvniť. Vzhľadom na fiškálne opatrenia a zhoršovanie hospodárskej situácie by mal celkový pomer dlhu eurozóny v roku 2020 prudko stúpnuť a zotrvať na zvýšenej úrovni až do konca roka 2022. V súvislosti s prudkou kontrakciou hospodárstva eurozóny má zásadný význam ambiciózná a koordinovaná fiškálna pozícia, pričom prijaté opatrenia by mali byť cieleňé a dočasné. V tomto ohľade je preto mimoriadne vítaný balík Európskej rady pozostávajúci z troch záchranných sietí v celkovom objeme 540 mld. € a návrh plánu obnovy predstavený Európskou komisiou, ktorého cieľom je podpora regiónov a sektorov najtvrdšie zasiahnutých pandémiou.

Saldo rozpočtu verejnej správy v eurozóne by malo podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z júna 2020 v roku 2020 prudko klesnúť a v rokoch 2021 a 2022 by sa malo čiastočne oživiť.¹⁷

Podľa týchto projekcií by sa mal pomer deficitu verejnej správy eurozóny zvýšiť z 0,6 % HDP v roku 2019 na 8,5 % HDP v roku 2020 a následne by mal klesnúť na 4,9 % HDP v roku 2021 a na 3,8 % HDP v roku 2022 (graf 26). Pokles rozpočtového salda v roku 2020 spôsobilo najmä zhoršenie cyklicky upraveného primárneho salda v dôsledku opatrení na podporu hospodárstva v objeme približne 3,5 % HDP, z čoho najväčšiu časť predstavujú dodatočné výdavky, a to najmä vo forme systémov na podporu zamestnanosti, opatrení prijatých na podporu podnikov a domácností a vyšších výdavkov na zdravotníctvo. Prispela k nemu aj výrazná záporná cyklická zložka, ktorú spôsobila skutočnosť, že sa hospodárstvo eurozóny prepadlo do recesie.¹⁸ Pod zlepšenie situácie by sa malo podpísať oživenie cyklicky upraveného primárneho salda, keďže

¹⁷ Viac v [makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému z júna 2020](#) zverejnených na internetovej stránke ECB dňa 4. júna 2020.

¹⁸ Treba poznamenať, že súčasné rozloženie cyklu a trendov sprevádza nezvyčajne vysoká miera neistoty.

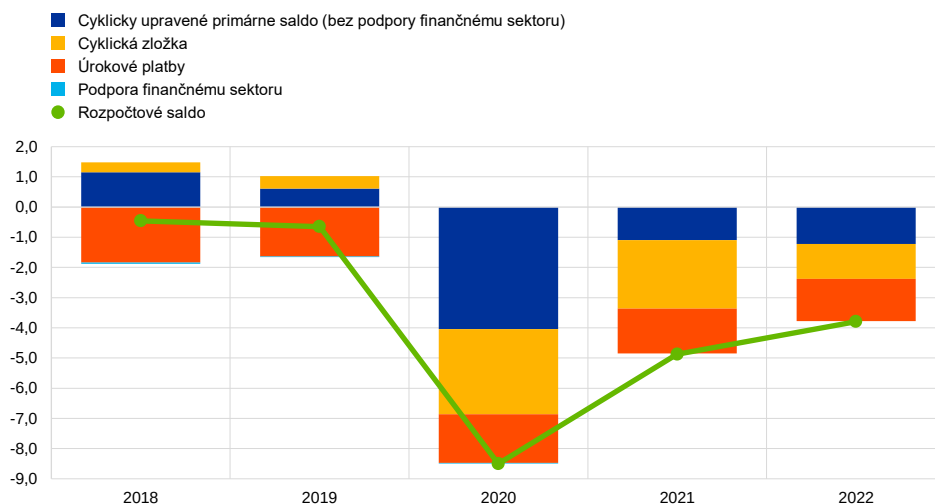
do konca roka 2020 by malo dôjsť k uvoľneniu väčšiny podporných opatrení; oživenie hospodárskeho cyklu by malo postupovať pomalším tempom.

Okrem podpory hospodárstiev vo forme fiškálnych opatrení krajiny eurozóny tiež podporili likviditu 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. Z pohľadu vlád predstavujú záruky za úvery podmienený záväzok a v prípade ich realizácie sa o príslušnú sumu navýšia verejné výdavky. V súčasnosti je však veľmi náročné vyčíslieť, o akú sumu pôjde v strednodobom a dlhodobom horizonte.

Graf 26

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: ECB a makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému z júna 2020.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy v eurozóne.

Fiškálny výhľad eurozóny na obdobie rokov 2020 až 2022 podľa júnových makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému sa v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2020 výrazne zhoršil. Saldo rozpočtu verejnej správy eurozóny ako podiel na HDP sa upravilo smerom nadol o 7,4 percentuálneho bodu v roku 2020, o 3,3 percentuálneho bodu v roku 2021 a o 2,3 percentuálneho bodu v roku 2022. Tieto revízie sú predovšetkým výsledkom nižšieho primárneho salda a slabšej cyklickej zložky, než sa očakávalo, zatiaľ čo zložka úrokových výdavkov bola upravená smerom nahor, aj keď iba oveľa miernejšie.

Odhaduje sa, že agregovaná fiškálna pozícia eurozóny bude v roku 2020 výrazne akomodačná, v roku 2021 by však mala byť kontrakčná vzhľadom na postupné uvoľnenie väčšiny podporných opatrení.¹⁹ Fiškálna pozícia bola podľa

¹⁹ 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.

odhadov v roku 2019 mierne expanzívna a predpokladá sa, že v roku 2020 bude výrazne akomodačná na úrovni 4,8 % HDP. V roku 2021 by naopak mala byť kontrakčná na úrovni 2,9 % HDP, keďže väčšina podporných opatrení zavedených počas pandémie sa dovedy postupne uvoľní. Napriek zápornej rozpočtovej pozícii v roku 2021 treba zdôrazniť, že celkové rozpočtové saldo zostane výrazne záporné, keďže rozpočtové nástroje naďalej podporujú hospodárske oživenie, v neposlednom rade prostredníctvom automatických stabilizátorov. V roku 2022 by fiškálna pozícia mala byť celkovo vyvážená.

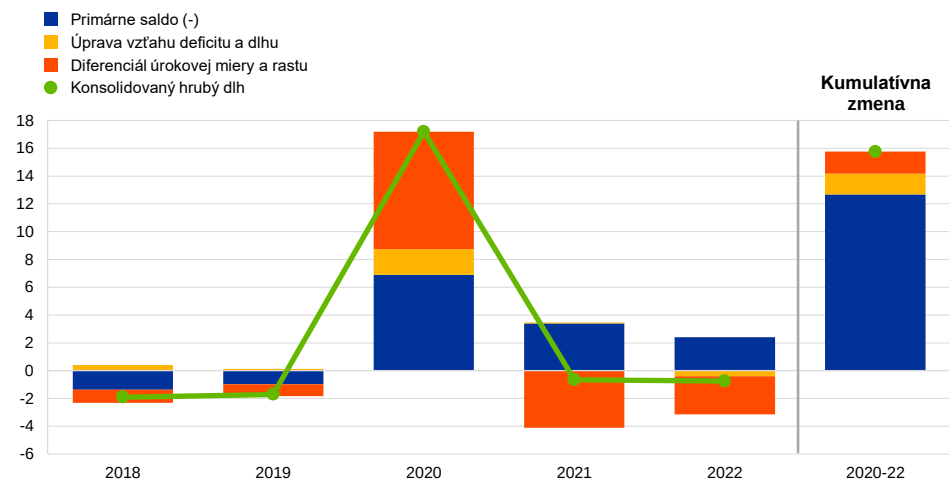
V súvislosti s pandemiou COVID-19 sa predpokladá, že agregovaný pomer verejného dlhu k HDP eurozóny sa v roku 2020 zvýši na 101,3 % HDP a neskôr bude iba veľmi postupne klesať. Nárast v roku 2020 o 17,2 percentuálneho bodu v porovnaní s rokom 2019 spôsobili najmä vysoké primárne deficity v spojení s veľmi nepriaznivými diferenciálmi úrokovej miery a rastu, ako aj výrazná úprava vzťahu deficitu a dlhu, ktorá odráža najmä opatrenia prijaté v súvislosti s pandemiou. 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 (graf 27). Pomer dlhu k HDP by sa preto mal na konci roka 2022 pohybovať veľmi blízko úrovne 100 %, čo v porovnaní s projekciami z marca 2020 predstavuje úpravu smerom nahor o 17,3 percentuálneho bodu.

Vzhľadom na prudkú kontrakciu hospodárstva eurozóny má zásadný význam ambiciózná a koordinovaná fiškálna pozícia. Opatrenia prijímané v reakcii na núdzovú situáciu v súvislosti s pandemiou koronavírusu by mali byť v čo najväčšej možnej miere cielené a dočasné. Tri záchranné siete zavedené Európskou radou v celkovom objeme 540 mld. € poskytnú dôležitú finančnú podporu pracovníkom, podnikom a členským štátom. Okrem toho je potrebné prijať ďalšie účinné a včasné kroky na prípravu a podporu oživenia. V tomto ohľade je mimoriadne vítaný návrh plánu obnovy predstavený Európskou komisiou, ktorého cieľom je podpora regiónov a sektorov najtvrdšie zasiahnutých pandemiou, posilnenie jednotného trhu a vytvorenie predpokladov trvalej a prosperujúcej obnovy.

Graf 27

Faktory zmeny verejného dlhu

(v percentuálnych bodoch HDP)



Zdroj: ECB a makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému z júna 2020.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy v eurozóne.

Boxy

1 Vplyv opatrení proti šíreniu COVID-19 na obchod so službami v cestovnom ruchu

Tobias Schuler

Opatrenia prijaté na zamedzenie šírenia pandémie koronavírusu (COVID-19) majú značný vplyv na obchod eurozóny so službami a najmä na cestovný ruch a prepravu osôb. Podľa najnovších dostupných údajov z platobnej bilancie vývoz služieb v porovnaní s predchádzajúcim rokom klesol v marci 2020 o 10,6 % a ich dovoz o 3,3 %. Spomedzi viacerých rôznorodých sektorov sú najviac zasiahnuté práve tie, v ktorých dochádza k fyzickému kontaktu osôb. Index nákupných manažérov pre Európu²⁰ naznačuje, že služby v oblasti turizmu, voľnočasových aktivít a dopravy boli v apríli 2020 sektormi s najprudším prepacom aktivity.

Sektor globálneho cestovného ruchu zaznamenal vážne výpadky, napríklad aj v dôsledku obmedzenia cestovania a uzatvorenia turistických atrakcií. Viac ako 110 krajín pozastavilo možnosť turistov vstúpiť do krajiny, pričom určité opatrenia zaviedli takmer všetky štáty. Niektoré krajiny prijali úplný zákaz cestovania, iné zakázali len cestovanie z oblastí s vysokým výskytom infekcie. Turizmus tak bol vážne zasiahnutý, a to hlavne medzinárodný cestovný ruch. Hoci prísne opatrenia na obmedzenie pohybu už boli zrušené, samotná pandémia má na sektor pretrvávajúci účinok v podobe rizikovej averzie a zmeny preferencií.

Cestovný ruch a turizmus ako súčasť obchodu eurozóny so službami

Turizmus zahŕňa súkromné a služobné cesty a skladá sa z niekoľkých štádií a zložiek, ako je plánovanie, preprava, ubytovanie, stravovanie a nakupovanie, miestny cestovný ruch a turistické lokality.²¹ Medzinárodný turizmus vchádza do platobnej bilancie krajiny ako vývoz a dovoz služieb prostredníctvom položiek cestovný ruch a doprava. Podľa Manuálu platobnej bilancie a medzinárodnej investičnej pozície (BPM6) „cestovný ruch zahŕňa predovšetkým tovar a služby, ktoré z hospodárstva získavajú cestujúci počas návštev tohto hospodárstva kratších ako jeden rok“ a nezahŕňa medzinárodnú prepravu cestujúcich, ktorá je zahrnutá v osobných dopravných službách.

²⁰ Viac v [tlačovej správe](#) Markit z 8. mája 2020.

²¹ Výklad pojmov cestovný ruch a turizmus je v šiestom vydaní [Manuálu platobnej bilancie a medzinárodnej investičnej pozície \(BPM6\)](#) a v [Medzinárodných odporúčaniach Svetovej organizácie cestovného ruchu OSN pre štatistiku cestovného ruchu](#) (UNWTO). Kým cestovný ruch (ako ho definuje BPM6) a turizmus (definovaný UNWTO) sa značne prekrývajú, štatistické pojmy sa rozlišujú v dvoch aspektoch. Po prvé, „cestovný ruch“ zahŕňa nákupy realizované cezhraničnými krátkodobými pracovníkmi, ktoré sa v turizme nepovažujú za výdavky. Po druhé, „turizmus“ zahŕňa nákupy služieb v oblasti (medzinárodnej) prepravy cestujúcich, ktoré v rámci BPM6 spadajú skôr do dopravy ako do služieb v cestovnom ruchu.

Čistý obchod so službami v cestovnom ruchu v roku 2019 prispel k celkovému prebytku obchodnej bilancie eurozóny za služby (68 mld. €) čiastkou 42 mld. €.

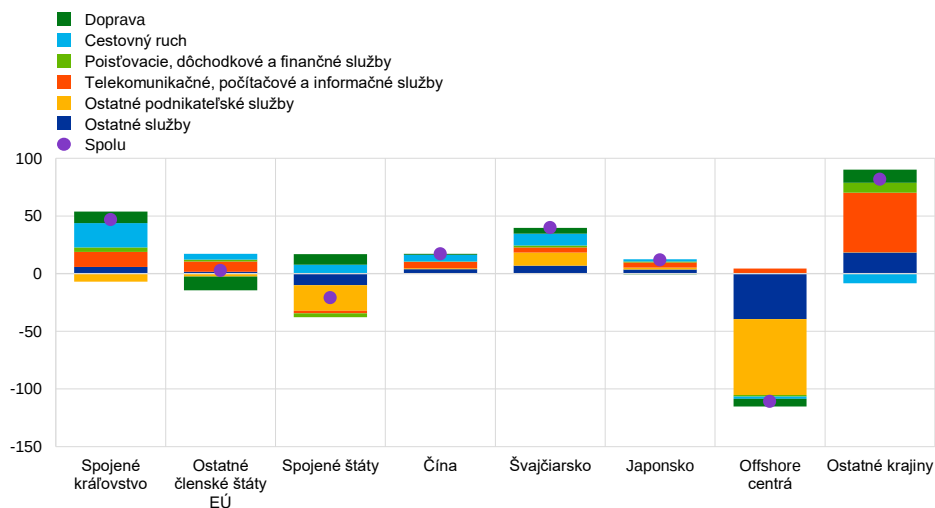
Vývoz služieb mimo eurozónu dosiahol 988 mld. €, z ktorých 124 mld. € tvoril obchod so službami v cestovnom ruchu (teda 17 % celkového objemu). Sektor dopravy v roku 2019 predstavoval 16 % a zahŕňal nákladnú aj osobnú dopravu, pričom osobná doprava tvorila 23 % vývozov a 15 % dovozov. Dovoz dosiahol objem 920 mld. €, pričom doprava (16 %) a cestovný ruch (13 %) boli jeho najväčšími kategóriami.

Obchod eurozóny je zasiahnutý výrazne nepriaznivým vývojom v sektoroch služieb, v ktorých v roku 2019 dosiahol prebytok. Geografické rozdelenie bilancie služieb (graf A) zobrazuje kategórie služieb v eurozóne rozdelené podľa jej hlavných obchodných partnerov. Eurozóna dosahovala v obchode so službami v cestovnom ruchu celkový prebytok. Tento sektor patrí k obzvlášť exponovaným, keďže cestovný ruch je jeden zo sektorov najviac zasiahnutých krízou. Najväčšie príspevky k obchodnému prebytku v oblasti služieb v cestovnom ruchu v roku 2019 pochádzali zo Spojeného kráľovstva, Švajčiarska a Spojených štátov. Obchod v ostatných sektoroch, ako sú služby v poisťovníctve, dôchodkové a finančné služby, ako aj telekomunikačné služby a služby v oblasti počítačovej a výpočtovej techniky, bol zasiahnutý menej.²²

Graf A

Geografické členenie bilancie služieb eurozóny v roku 2019

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Ostatné podnikateľské služby predstavujú služby výskumu a vývoja, služby odborného a manažérskeho poradenstva, technické služby, služby súvisiace s obchodom a ostatné podnikateľské služby, ktoré nie sú zahrnuté v predchádzajúcich kategóriách. Ostatné služby predstavujú výrobné služby týkajúce sa fyzických vstupov vo vlastníctve tretích osôb, služby údržby a opravy, stavebníctvo, poplatky za používanie duševného vlastníctva, tovary a služby verejnej správy, osobné, kultúrne a rekreačné služby a kategóriu „nepridelené služby“.

²² Prebytok v telekomunikačných, počítačových a IT službách sa dosiahol hlavne v prípade Spojeného kráľovstva, ostatných členských štátov EÚ a ostatných krajín. Naopak eurozóna zaznamenala obchodný deficit v rámci iných podnikateľských služieb, a to najmä vo vzťahu k off-shore centrá a Spojeným štátom. Eurozóna je čistým dovozcom „iných služieb“, teda kategórie, ktorá zahŕňa poplatky za použitie práv duševného vlastníctva a ktorú vo veľkej miere ovplyvňujú vnútorné transakcie nadnárodných podnikov. Viac podrobností je v článku [Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#), *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2020.

Kríza v sektore osobnej dopravy

Vzhľadom na to, že globálny cestovný ruch ťažko zasiahli opatrenia proti šíreniu COVID-19, značným problémom začal čeliť aj letecký priemysel.

Obzvlášť postihnutá je letecká doprava, ktorá predstavuje ďaleko najväčší podiel na hodnote dovozu a vývozu osobnej dopravy²³. Najhlavnejšie letiská v eurozóne (najmä Paríž, Amsterdam a Frankfurt) slúžia ako križovatka medzinárodných dopravných spojení. Lodná, cestná a železničná doprava sú zasiahnuté v menšom rozsahu.²⁴

Od vypuknutia COVID-19 sa letecké kapacity značne zredukovali (graf B).

Plánovaná letecká kapacita²⁵ sa globálne znížila o 65 %. V Spojených štátoch klesla o 72 % a v Japonsku o 48 %. V Číne sa letecká kapacita znížila o 71 %, no medzičasom sa zotavila na 20 % pod úrovňou z roku 2019. V Taliansku, Španielsku, Francúzsku a Nemecku sa prepadla o viac ako 90 % v porovnaní s rovnakým obdobím v roku 2019 (podľa údajov zverejnených 1. júna 2020).

Kolaps leteckej kapacity naprieč regiónmi je v histórii letectva bezprecedentný.

Po teroristických útokoch v septembri 2001 klesli výnosy z predaja leteniek približne o 15 % a kým sa v Spojených štátoch a Európe opätovne obnovili, prešli ďalšie dva až tri roky.²⁶ Po vypuknutí ochorenia SARS v rokoch 2002 a 2003 sa výnosy z predaja leteniek znížili zhruba o dve tretiny a obnovili sa až po roku.²⁷ Pokles medzinárodnej leteckej aktivity v dôsledku ochorenia COVID-19 je však oveľa rozsiahlejší a hlbší a dá sa predpokladať, že jeho dôsledky budú dlhodobejšie, ako v prípade predchádzajúcich udalostí.

²³ Na základe štatistiky medzinárodného obchodu so službami (ITS).

²⁴ Osobná lodná doprava, ktorá bola tiež významne postihnutá opatreniami na zabránenie šírenia vírusu, je v rámci štatistiky ITS zahrnutá v kategórii „cestovný ruch“.

²⁵ Globálna plánovaná letecká kapacita zahŕňa domácu aj medzinárodnú leteckú kapacitu. Vzhľadom na prijaté cestovné obmedzenia je však medzinárodná letecká doprava postihnutá závažnejšie ako domáca.

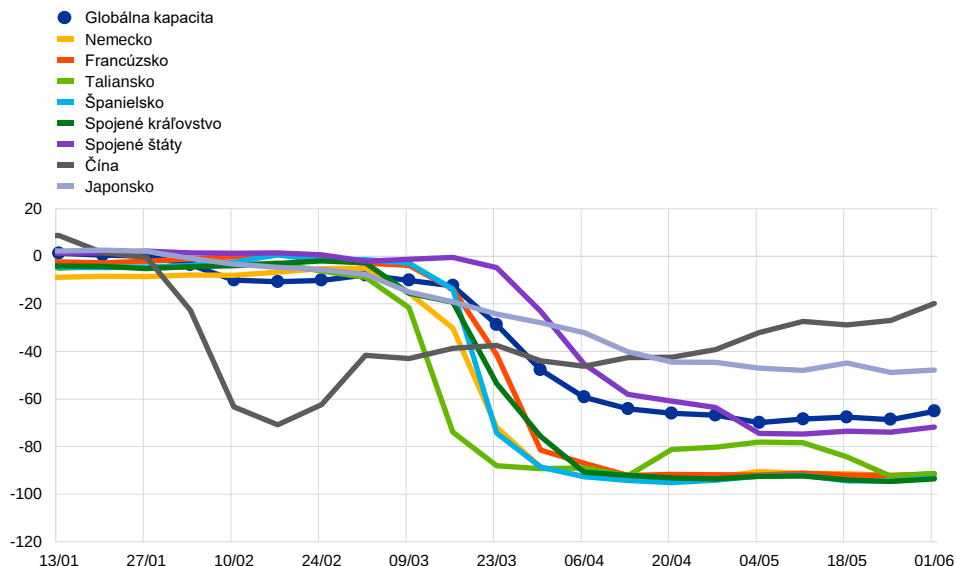
²⁶ Hodnotenie je založené na údajoch o výnosoch z nalietaných míľ resp. kilometrov v osobnej leteckej doprave pochádzajúcich z amerického ministerstva dopravy a Asociácie európskych leteckých spoločností. Výnosy z nalietaných míľ resp. kilometrov v osobnej leteckej doprave sa vypočítajú ako súčin počtu platiacich pasažierov a nalietanej vzdialenosti.

²⁷ Hodnotenie je založené na údajoch poskytnutých Medzinárodným združením leteckých prepravcov a Medzinárodnou organizáciou civilného letectva.

Graf B

Globálna plánovaná letecká kapacita v roku 2020

(percentuálna zmena v porovnaní s rovnakým obdobím 2019)



Zdroj: OAG Schedules Analyser.

Poznámka: Údaje za každý týždeň sa porovnávajú s rovnakým týždňom v roku 2019. Posledné údaje sú z 1. júna 2020.

Vplyv na sektor cestovného ruchu v jednotlivých krajinách eurozóny

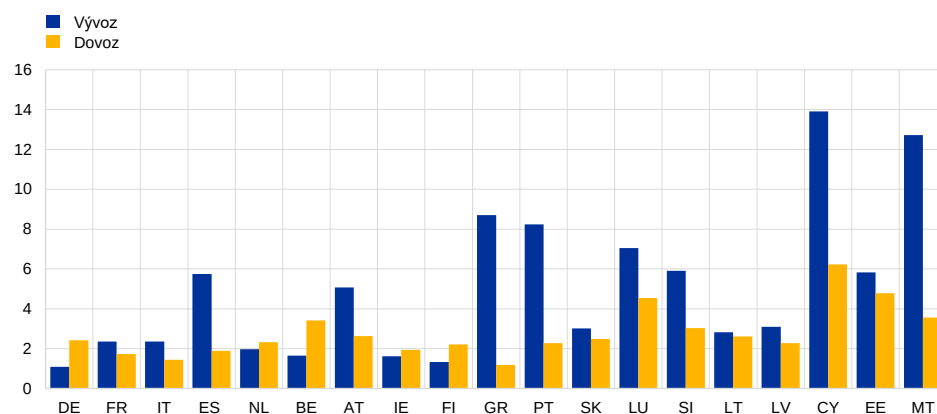
Vývoz služieb v cestovnom ruchu zohráva v niektorých krajinách eurozóny dôležitú úlohu (graf C).

Tento vývoz zahŕňa najmä služby v oblasti ubytovania a stravovania poskytované turistom. Najväčšími vývozcami, pokiaľ ide o výnosy, sú Španielsko, Francúzsko, Taliansko a Nemecko, keď viac ako polovicu ich vývozov služieb v cestovnom ruchu tvoria krajiny mimo eurozóny. Podobne Rakúsko, Holandsko, Grécko a Portugalsko sú dôležité destinácie v cestovnom ruchu eurozóny, pričom Rakúsko a Holandsko majú vyšší podiel vývozu vnútri eurozóny. V relatívnom vyjadrení je vývoz služieb v cestovnom ruchu dôležitý aj pre Cyprus, Maltu, Grécko a Portugalsko.

Graf C

Vývoz a dovoz služieb v cestovnom ruchu krajín eurozóny ako podiel na HDP v roku 2018

(v % HDP)



Zdroj: Eurostat a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Vývoz a dovoz zahŕňa obchod vnútri a mimo eurozóny.

Väčšina krajín eurozóny spotrebuje 2 % až 4 % HDP v zahraničí, čo sa vykazuje ako dovoz služieb v cestovnom ruchu. Nemecko je v absolútnom vyjadrení ďaleko najväčším dovozcom služieb v cestovnom ruchu. Vzhľadom na vzájomné prepojenie so susednými krajinami sú relatívne veľkými dovozcami služieb v cestovnom ruchu v pomere k HDP aj Belgicko, Luxembursko a Cyprus.

Krajiny eurozóny, ktoré sú z hľadiska čistého vývozu služieb v cestovnom ruchu podľa odhadov viac vystavené vplyvu pandémie, sú Cyprus, Malta, Grécko a Portugalsko. Predpokladá sa, že dosah na čistý vývoz služieb v cestovnom ruchu bude v konečnom dôsledku značný aj v Španielsku, Rakúsku, Luxembursku a Slovinsku. Naopak Nemecko a Belgicko by mohli z hľadiska čistého vývozu mierne získať, keďže sú hlavnými dovozcami služieb v cestovnom ruchu.

Pandémia COVID-19 má závažný a dlhotrvajúci vplyv na celkové hospodárstvo v tých krajinách, ktoré sú závislé od cestovného ruchu a turizmu. Priamy prínos cestovného ruchu sa viaže na komerčné aktivity v rámci jeho hodnotového reťazca (teda na plánovanie, dopravu, ubytovanie, stravovanie, nakupovanie, miestny cestovný ruch a turistické lokality). Jeho nepriamy prínos sa odzrkadľuje v dopyte a raste, ktorý vyvoláva v mnohých iných odvetviach. Opatrenia prijaté na zamedzenie šírenia pandémie a jej vplyv na dôveru majú značný dosah na firmy a zamestnancov v cestovnom ruchu, ktorý predstavuje odvetvie s vysokým podielom ľudskej práce.

Miguel Ampudia, Ursel Baumann a Fabio Fornari

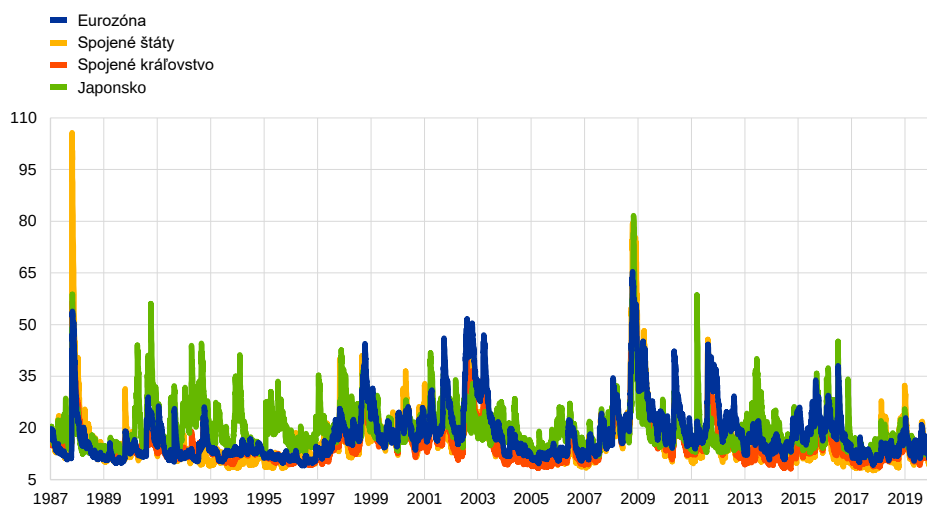
Úvod

Akciové trhy po celom svete sa prepadávali od konca februára, keď šírenie koronavírusu mimo Číny a jeho možný vplyv na globálne hospodárstvo začali u medzinárodných investorov vyvolávať obavy. Aj keď sa situácia na akciových trhoch medzičasom čiastočne zlepšila, v týždni končiacom sa 28. februára zaznamenal index Euro Stoxx 50 najväčšiu týždennú stratu od svetovej finančnej krízy v roku 2008 na úrovni 12,3 %. Pre index S&P 500 bol daný týždeň rovnako zničujúci, keď sa prepadol o viac ako 11 %. V období od 19. februára do 23. marca, keď akciové trhy v eurozóne a Spojených štátoch zaznamenali najvyššie, resp. najnižšie stavy, sa ich hodnota znížila celkovo o približne 35 %.

Graf A

Štandardná odchýlka výnosov z akcií

(anualizované hodnoty v %)



Zdroj: Výpočty autorov a Refinitiv.

Poznámka: Modelové odhady štandardnej odchýlky denných výnosov z akcií za štyri indexy: Euro Stoxx 50, S&P 500, FTSE 100 a Nikkei 225. Denné údaje. Posledné údaje sú z 13. apríla 2020.

Pokles cien akcií spôsobil výrazné zväčšenie rozptylu ich výnosov. Štandardná odchýlka denných výnosov z akcií hlavných indexov v eurozóne, Spojených štátoch, Spojenom kráľovstve a Japonsku dosahuje úrovne porovnateľné s rekordnými hodnotami súvisiacimi s krachom akciových trhov v októbri 1987 a so zlyhaním Lehman Brothers v septembri 2008 (graf A). Výrazný nárast štandardnej odchýlky v prípade všetkých indexov jednoznačne ukazuje, že nedávne turbulencie majú globálny charakter. Odráža to aj prudký nárast na úroveň blížiacu sa jednote v prípade bilaterálnych korelácií výnosov z akcií v rámci štyroch hlavných akciových indexov, čo zvyrazňuje existenciu spoločného faktora medzi týmito výnosmi. Výsledný nedostatok

príležitostí na diverzifikáciu tiež zvyšuje možné straty hroziace medzinárodným investorom.

Zvýšená averzia voči riziku v dôsledku zvýšenej miery rizika mohla prispieť k výpredajom na akciových trhoch a vo všeobecnosti aj v prípade celého radu iných aktív. V nadväznosti na počiatočný veľký výpredaj na finančných trhoch je dôležité, aby zákonodarcovia pri posudzovaní spôsobov reagovania na krízu zohľadňovali aj dĺžku pôsobenia vplyvu reštriktívnych opatrení prijatých v súvislosti so šírením koronavírusu na finančné riziko, na finančné podmienky a v konečnom dôsledku aj na reálnu hospodársku aktivitu. Tento šok sa šíril hlavne cez prepojenia na finančných trhoch a predovšetkým cez synchronný pokles na globálnych akciových trhoch. K výpredaju mohlo prispieť zvýšenie vnímanej úrovne rizika na trhoch a nárast nevôle investorov podstupovať riziko, prípadne kombinácia oboch faktorov. Identifikácia hlavného dôvodu poklesu cien akcií (a finančných aktív ako takých) môže zákonodarcom pomôcť pri posudzovaní dĺžky jeho pôsobenia a pri rozhodovaní o spôsobe politickej reakcie na vzniknutú situáciu. Cieľom tohto boxu je zhodnotiť zmeny v rozsahu a cene rizík (krajných udalostí) pomocou odhadu averzie voči riziku krajných udalostí na základe ceny akciových opcií.

Rizikovo neutrálne hustoty

Rizikovo neutrálna hustota ceny akcií predstavuje odhad trhu, pokiaľ ide o rozdelenie pravdepodobnosti budúcej úrovne tejto ceny akcií, upravený o existenciu averzie investorov voči riziku. Rizikovo neutrálna hustota preto odráža postoje investorov voči riziku a ich cenové očakávania. Rizikovo neutrálne hustoty si možno predstaviť ako fyzické hustoty, ktorých tvar bol upravený tak, aby zvýrazňovali tie stavy sveta, ktoré súvisia s mimoriadne nepriaznivými výsledkami a ktoré, ako také, vedú k nižšej hraničnej prospešnosti pre investorov.²⁸ Rizikovo neutrálnu hustotu budúcich výnosov odvodzujeme z denných cien call a put opcií obchodovaných v rámci indexu Euro Stoxx 50.²⁹ V ktorýkoľvek deň sú tieto opcie v ponuke s viac ako jednou splatnosťou, čo umožňuje odhadnúť rizikovo neutrálnu hustotu pre dostupné rozpätie splatností.

Obavy z hroziaceho kolapsu trhu sa objavili už v počiatočných fázach vírusovej epidémie v Európe, po oznámení významných politických opatrení sa však očakávaný rastový potenciál cien akcií zvýšil, a to aj napriek pretrvávajúcemu zvýšenému trhovému riziku. Graf B zobrazuje rizikovo neutrálnu hustotu výnosov z akcií indexu Euro Stoxx 50 (odvodenú z opcií a pokrývajúcu obdobie až jedného roka) pre tri dátumy: i) 21. február, tesne pred tým, ako epidémia vírusu v Európe dosiahla plnú silu, ii) o týždeň neskôr (28. február) a iii) 20. marec, po oznámení

²⁸ Riziková neutralita investorov v dôsledku týchto úprav znamená, že všetky budúce hotovostné toky z ktoréhokoľvek aktíva môžu diskontovať pomocou bezrizikových sadzieb.

²⁹ Viac v Breeden, D. a Litzenberger, R.: Prices of State-contingent Claims Implicit in Option Prices, *The Journal of Business*, Vol. 51, No 4, 1978, pp. 621-651, kde autori ukazujú, že druhý derivát funkcie call/put ceny vo vzťahu k realizačnej cene zodpovedá funkcii rizikovo neutrálnej hustoty. Podrobné vysvetlenie metódy použitej pri tomto výpočte sa nachádza vo Figuelewski, S.: Estimating the Implied Risk-Neutral Density for the US Market Portfolio, in Bollerslev, T., Russell, J. a Watson, M. (eds.): *Volatility and Time Series Econometrics: Essays in Honor of Robert F. Engle*, Oxford University Press, Oxford, United Kingdom, 2010.

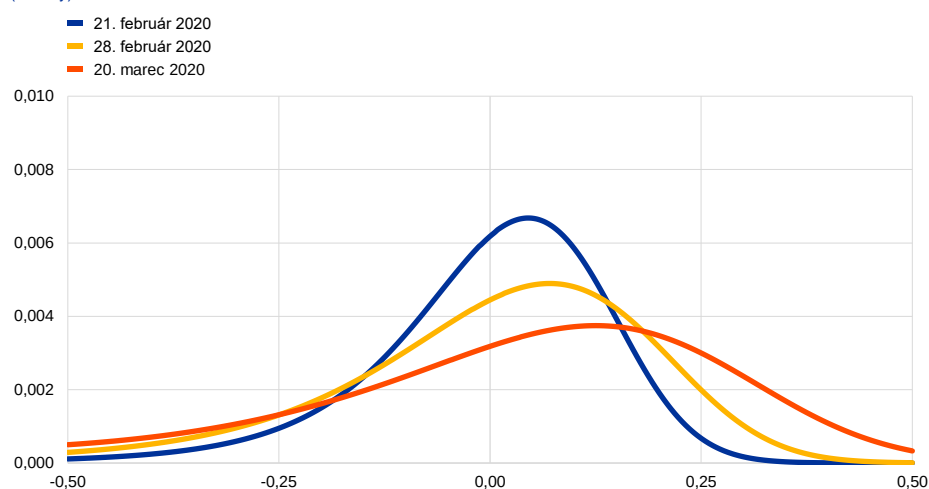
významných politických stimulov v eurozóne a Spojených štátoch. Už v týždni končiacom sa 28. februára možno pozorovať výrazné zväčšenie rozptylu rozdelenia, ako aj vyrovnanie ľavého chvostu, čo naznačuje rastúce obavy týkajúce sa pádu trhu.³⁰ Do 20. marca, keď boli oznámené významné opatrenia menovej a fiškálnej politiky a ceny na akciových trhoch už zaznamenali prudký pokles, zostal nižší chvost rizikovo neutrálnej hustoty takmer bez zmeny, šikmosť rozdelenia sa však zväčšila, čo naznačuje zvýšené očakávania, pokiaľ ide o oživenie výnosov z akcií.³¹

Graf B

Rizikovo neutrálne hustoty na základe opcií v rámci indexu Euro Stoxx 50

Opcie s horizontom približne jedného roka

(hustoty)



Zdroj: Výpočty autorov a Refinitiv.

Poznámka: Rizikovo neutrálne hustoty budúcich výnosov odvodené z denných cien call a put opcií obchodovaných v rámci indexu Euro Stoxx 50.

Ukazovateľ averzie voči riziku krajných udalostí

Ukazovateľ rizikových preferencií investorov alebo ich averzie voči riziku možno odvodiť porovnaním rizikovo neutrálnej hustoty s odhadom fyzickej hustoty výnosov z akcií. Rizikovo neutrálna hustota a fyzická hustota sú navzájom previazané prostredníctvom oceňovacieho jadra, ktoré zahŕňa rizikové preferencie investorov. Fyzická hustota predstavuje najlepší úsudok investorov, pokiaľ ide o pravdepodobný budúci vývoj cien. Očakávania týkajúce sa fyzických hustôt nie je možné určiť na základe trhových cien, keďže aj tie zahŕňajú rizikové preferencie investorov. Pri odhadovaní fyzických hustôt preto výskumníci využívajú štatistické metódy.³² Na daný účel používame model dennej multivariantnej generalizovanej

³⁰ Výrazné zväčšenie rozptylu v dôsledku zohľadňovania vyššej pravdepodobnosti oboch krajných udalostí do cien zo strany investorov zatienilo nárast šikmosti.

³¹ Podobný obraz prinášajú aj výnosy z akcií odvodené z opcií splatných v krátkych časových horizontoch, t. j. so zvyškovou životnosťou 10 až 20 dní.

³² Napríklad Barone-Adesi, G., Engle, R.F. a Mancini, L.: A GARCH Option Pricing Model with Filtered Historical Simulation, *The Review of Financial Studies*, Vol. 21, No 3, 2008, pp. 1223-1258.

autoregresívnej podmienenej heteroskedasticity (generalised autoregressive conditional heteroscedasticity – GARCH).³³

Ukazovateľ averzie voči riziku krajných udalostí vzniká porovnaním ľavých chvostov rizikovo neutrálneho a fyzického rozdelenia. Investori majú averziu voči riziku, ak nepriaznivým udalostiam pripisujú vyššiu rizikovo neutrálnu pravdepodobnosť v porovnaní s fyzickou hustotou. Keďže investori s averziou voči riziku krajných udalostí sú ochotní zaplatiť viac, aby sa poistili proti škodám súvisiacim s nepriaznivými výsledkami, rizikovo neutrálne pravdepodobnosti v prípade záporných krajných udalostí nadhodnotia zodpovedajúce fyzické pravdepodobnosti. Sledujeme vývoj ľavých chvostov rizikovo neutrálnej aj fyzickej hustoty výnosov z akcií za obdobie troch mesiacov. Index averzie investorov voči zápornému riziku krajných udalostí sa vypočítava ako plocha naľavo od bodu v rámci rizikovo neutrálnej hustoty, ktorý predstavuje najnižší desiaty percentil fyzického rozdelenia výnosov (normalizovaný hodnotou 0,1, teda zodpovedajúcou plochou fyzickej hustoty).³⁴ Index averzie voči riziku krajných udalostí väčší ako jeden naznačuje, že investori sa obávajú vzniku záporných krajných udalostí, a preto sú ochotní sa proti tomu poistiť zaplatením vyššej ceny, než aká by bola opodstatnená na základe historickej pravdepodobnosti.³⁵ Hodnota indexu v rozpätí nula až jeden by naopak mohla zodpovedať situácii charakterizovanej vysokou ochotou podstupovať riziko.

³³ Modely GARCH zohľadňujú zoskupovanie volatility bežne zaznamenávané v radoch výnosov finančných aktív, predovšetkým v časoch zvýšeného napätia. Pri každom dátume simulujeme pomocou tohto modelu niekoľko možných scenárov vývoja výnosov z akcií, a to až do splatnosti najdlhšej opcie obchodovanej v daný deň na trhu. Výnosy pre jednotlivé splatnosti tvoria základ pri výpočte ich budúcej fyzickej hustoty prostredníctvom jadrového odhadu. Očakávanú fyzickú hustotu výnosov z akcií odhadujeme simuláciou ich prvého a druhého momentu pomocou kompletnej histórie chýb štandardizovaných rezíduí získaných škálovaním mier zmeny akciového indexu s ich podmienenou štandardnou odchýlkou na základe GARCH modelu. Keďže vzhľadom na existenciu politických stimulov môže v tomto prípade dôjsť k nadhodnoteniu rozptylu chýb, alternatívou by bolo zvýšenie váhy chýb zaznamenaných v úvodnej fáze programu nákupu aktív v roku 2015 alebo zníženie rozptylu chýb s cieľom imitovať pokles očakávaných rizík.

³⁴ Postup je nasledovný: i) určiť výnos zodpovedajúci najnižšiemu desiatemu percentilu v rámci fyzického rozdelenia, ii) vyhľadať tento výnos v rizikovo neutrálnom rozdelení a vypočítať plochu naľavo od neho a iii) vydeliť túto plochu hodnotou 0,1 (plocha naľavo od desiateho percentilu v rámci fyzického rozdelenia).

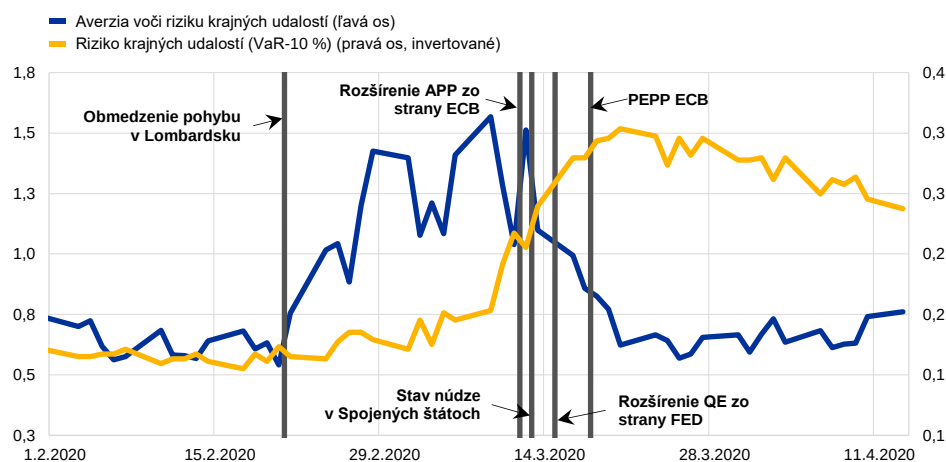
³⁵ Ak je hodnota ukazovateľa nižšia ako jeden, investori sú naďalej ochotní poistiť sa proti vzniku záporných krajných udalostí, avšak iba za nižšiu cenu, než aká vychádza z historickej pravdepodobnosti. Ukazovateľ s hodnotou jeden zodpovedá rizikovo neutrálnemu investorovi.

Graf C

Ukazovateľ averzie voči riziku krajných udalostí a riziko krajných udalostí v rámci indexu Euro Stoxx 50

Opcie s horizontom 10 až 20 dní

(index)



Zdroj: Výpočty autorov a Refinitiv.

Poznámka: APP označuje program nákupu aktív (asset purchase programme), rozšírenie APP odkazuje na opatrenia ECB oznámené 12. marca 2020, PEPP označuje núdzový pandemický program nákupu (pandemic emergency purchase programme) oznámený 18. marca 2020, QE predstavuje kvantitatívne uvoľňovanie (quantitative easing) a VaR znamená hodnota v riziku (value at risk) (desiaty percentil). Posledné údaje sú z 13. apríla 2020.

Odhadovaná miera averzie voči riziku krajných udalostí od druhej polovice februára výrazne vzrástla. V polovici marca, keď boli na oboch stranách Atlantiku zavedené politické opatrenia, sa vývoj tohto ukazovateľa otočil a ukazovateľ sa vrátil na úroveň zo začiatku februára. Graf C zobrazuje

ukazovateľ odhadovaného rizika krajných udalostí a ukazovateľ rizika krajných udalostí, ktoré je definované ako (invertovaný) desiaty percentil fyzického rozdelenia výnosov v rámci indexu Euro Stoxx 50. Zo začiatku, keď sa koronavírus šíril takmer výlučne iba v niektorých regiónoch Číny, bola situácia na trhoch viac-menej pokojná a ukazovateľ averzie voči riziku krajných udalostí bol v podstate bez zmeny. Po vypuknutí pandémie v Európe sa však ochota investorov podstupovať riziko výrazne znížila, čo odráža aj rast indexu averzie voči riziku krajných udalostí od 21. februára, keď bolo v niektorých častiach talianskeho regiónu Lombardsko zavedené obmedzenie pohybu. Približne v polovici marca začala cena rizika ľavého chvosta opäť klesať, a to v dôsledku celého radu opatrení fiškálnej a menovej politiky prijatých na oboch stranách Atlantického oceánu. Pre porovnanie, samotné riziko krajných udalostí bolo v podstate stabilné až do začiatku marca, následne sa začalo výrazne zvyšovať a na zvýšenej úrovni zostalo aj po prijatí politických stimulov. Jedným z možných vysvetlení tohto vývoja je, že opatrenia zavedené centrálnymi bankami a vládami dokázali podporiť ochotu investorov podstupovať riziko, čo obmedzilo počiatkový nárast ceny rizika a pomohlo ju vrátiť na úroveň približne z polovice februára. K poklesu ceny rizika došlo aj napriek rastúcej úrovni rizika, čo významne pomohlo minimalizovať dosah šoku na finančné trhy.

Pandémia COVID-19 a prístup k financovaniu malých a stredných podnikov: výsledky prieskumu

Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando a Juan Angel García

Vypuknutie pandémie koronavírusu (COVID-19) výrazne ovplyvnilo globálnu hospodársku aktivitu. V snahe spomaliť šírenie nákazy COVID-19 vlády na celom svete zaviedli opatrenia na obmedzenie kontaktu a pohybu ľudí a zrušili verejné podujatia. Hranice sa uzavreli, dokonca aj v rámci Európy. K posilneniu vplyvu kombinovaného šoku na strane dopytu a ponuky mohla okrem toho prispieť aj neistota spojená s budúcim vývojom pandémie a narušenie dodávateľských reťazcov. Obchodné aktivity mnohých spoločností sa výrazne narušili, čo malo mimoriadne nepriaznivý vplyv na globálny hospodársky rast.

Posledný prieskum o prístupe k financovaniu podnikov (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE) poukazuje na zhoršenie obchodnej činnosti malých a stredných podnikov v sledovanom období od októbra 2019 do marca 2020.³⁶ Keďže tento prieskum sa uskutočnil v období od 2. marca do 8. apríla, oslovené podniky boli do určitej miery schopné zahrnúť vplyv prebiehajúcej krízy. Výsledky prieskumu však môžu vzhľadom na otázky týkajúce sa predchádzajúceho obdobia poukazovať iba na určitý čiastočný vplyv krízy, pretože sledované obdobie sa skončilo tesne pred dosiahnutím jej vrcholu.

Pri spätnom pohľade vykazovali malé a stredné podniky v eurozóne pokles obratu po prvýkrát od začiatku roka 2014. V čistom percentuálnom vyjadrení³⁷ išlo o zmenu obratu o –2 % (v porovnaní s 20 % v predchádzajúcom prieskume) za eurozónu ako celok (graf A). Napriek určitým rozdielom medzi jednotlivými krajinami išlo o rozsiahle zhoršenie. Najvýraznejší pokles zaznamenalo Taliansko, po ktorom nasledovalo Slovensko, Grécko a Španielsko, pričom v Nemecku a vo Francúzsku vykazoval naopak nárast obratu oveľa menší percentuálny podiel malých a stredných podnikov.

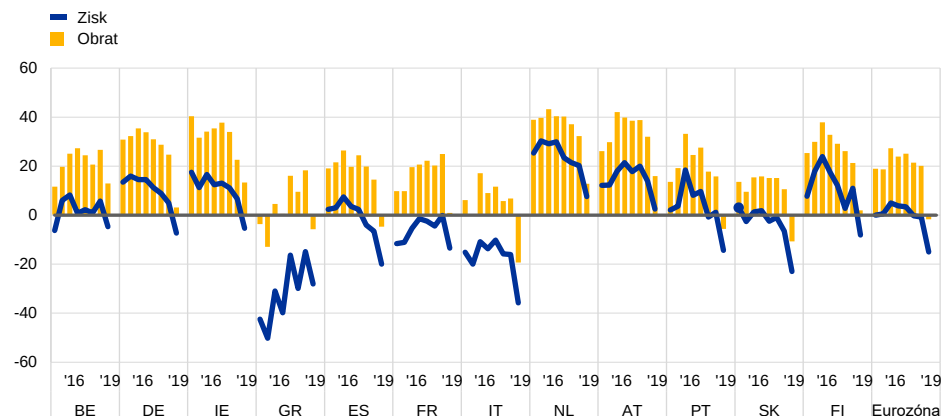
³⁶ Dvadsiaty druhý prieskum SAFE v poradí sa uskutočnil od 2. marca do 8. apríla 2020 a týkal sa obdobia od októbra 2019 do marca 2020. Celková vzorka za eurozónu predstavovala 11 236 podnikov, z toho 10 287 (92 %) malo menej ako 250 zamestnancov. Podrobnejší prehľad posledných výsledkov je uvedený v dokumente [Survey on the Access to Finance of Enterprises](#), ECB, máj 2020. Sprievodný článok s názvom „Prístup k financovaniu malých a stredných podnikov od finančnej krízy: výsledky prieskumu“ v tomto vydaní Ekonomického bulletinu okrem toho prináša ďalšie výsledky prieskumu za posledných desať rokov.

³⁷ Čisté vyjadrenie alebo čistý percentuálny podiel sa určuje ako rozdiel medzi percentuálnym podielom podnikov, ktoré vykazujú nárast určitého faktora, a percentuálnym podielom podnikov, ktoré vykazujú pokles.

Graf A

Zmena obratu a zisku malých a stredných podnikov v krajinách eurozóny

(za posledných šesť mesiacov; čistý percentuálny podiel respondentov)



Zdroj: ECB a Európska komisia, SAFE.

Poznámka: Základná hodnota predstavuje všetky malé a stredné podniky. Údaje zodpovedajú pätnástemu (apríl – september 2016) až dvadsiatemu druhému (október 2019 – marec 2020) prieskumu v poradí. Čistý percentuálny podiel predstavuje rozdiel medzi percentuálnym podielom podnikov, ktoré vykazujú nárast určitého faktora, a percentuálnym podielom podnikov, ktoré vykazujú pokles.

Ziskovosť malých a stredných podnikov sa takisto oslabilila vo všetkých krajinách a hospodárskych odvetviach.

Okrem zhoršenia obratu sa na ziskoch malých a stredných podnikov v eurozóne (–15 % v porovnaní s –1 %) podpísali aj vysoké mzdové náklady (v čistom vyjadrení ich vykázalo 46 % podnikov) a iné vstupné náklady (45 %), a to aj napriek akomodačným podmienkam financovania. Najvýraznejší pokles ziskov zaznamenali grécke, španielske, talianske a slovenské malé a stredné podniky. Pokiaľ ide o jednotlivé sektory, zdá sa, že zhoršenie ziskov najviac postihlo priemyselný sektor (–20 % v porovnaní s –7 %), a to najmä v Taliansku. V sektore obchodu takisto vykázalo pokles ziskov v čistom percentuálnom vyjadrení 19 % malých a stredných podnikov eurozóny, pričom tento percentuálny podiel dosiahol 37 % v Taliansku a 30 % v Španielsku.

Oslabenie finančnej pozície a zhoršenie makroekonomického prostredia vyvolali obavy o prístup malých a stredných podnikov k financovaniu.

Zhoršenie obratu a ziskov považovali malé a stredné podniky eurozóny za prekážku pri získavaní externého financovania (–18 % v porovnaní s 5 %) prvýkrát od septembra 2014, a to najmä španielske, talianske a portugalské malé a stredné podniky. Malé a stredné podniky okrem toho považovali za prekážku v prístupe k financovaniu aj vývoj celkového hospodárskeho výhľadu (–30 % v porovnaní s –13 %), pričom takýto percentuálny podiel sa objavil prvýkrát od marca 2013. Toto zhoršenie nastalo vo všetkých krajinách – najmä v Nemecku, Taliansku a vo Fínsku – a vo všetkých sektoroch, pričom v priemyselnom sektore dosiahol úroveň –31 %, v sektore stavebníctva –21 %, v sektore služieb –31 % a v sektore obchodu –30 %. Okrem toho sa zdá, že v porovnaní s väčšími podnikmi majú malé a stredné podniky, a najmä mikropodniky, väčšie obavy z možného nepriaznivého vplyvu vlastného výhľadu predaja a zisku na ich prístup k externému financovaniu.

Očakávania podnikov, pokiaľ ide o prístup k financovaniu v blízkej budúcnosti, objasnili závažnosť krízy COVID-19.

Vyhlásenie pandémie Svetovou zdravotníckou

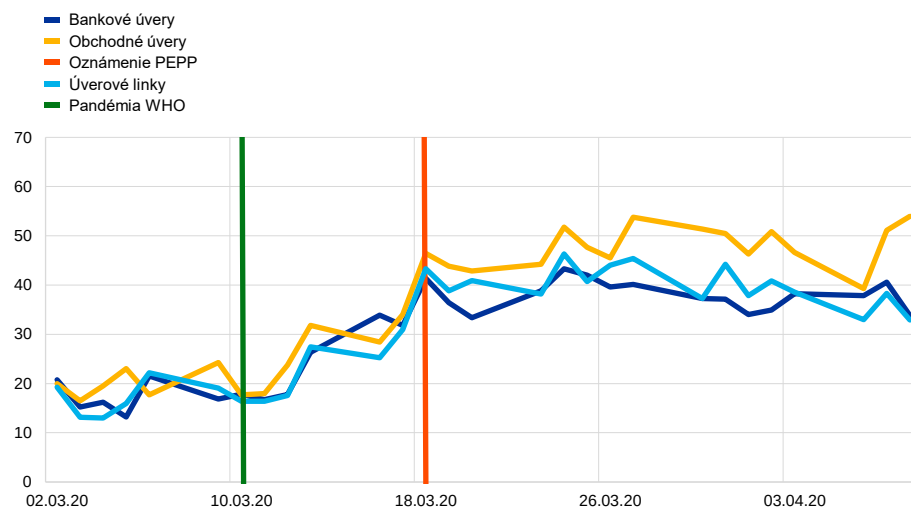
organizáciou (World Health Organization – WHO) 11. marca a následné zintenzívnenie reštriktívnych opatrení v eurozóne sa do veľkej miery časovo zhodovalo s realizáciou posledného prieskumu SAFE. Odpovede na otázky týkajúce sa predchádzajúceho obdobia môžu preto odrážať narušenia obchodnej činnosti iba čiastočne. Výhľadová časť prieskumu však zachytila prebiehajúce a očakávané zhoršenie ekonomických podmienok.

Pokiaľ ide o denné reakcie, očakávania v eurozóne sa začali rýchlo zhoršovať krátko po vyhlásení pandémie Svetovou zdravotníckou organizáciou, po ktorom nasledovali opatrenia na obmedzenie pohybu a hraničné kontroly v celej Európe. Na analýzu zmien v očakávaniach podnikov od vypuknutia pandémie sa použili dátumy vykazovania oslovených podnikov počas realizácie prieskumu.³⁸ V deň oznámenia pandémie Svetovou zdravotníckou organizáciou očakávalo zhoršenie dostupnosti bankových úverov a úverových liniek v priemere 17 % podnikov, pričom v prípade obchodných úverov to bolo 20 % podnikov (graf B). Keď ECB 18. marca oznámila núdzový pandemický program nákupu (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP), príslušné percentuálne podiely už predstavovali 41 % v prípade bankových úverov, 43 % v prípade úverových liniek a 46 % v prípade obchodných úverov.

Graf B

Podniky, ktoré počas realizácie prieskumu očakávali zhoršenie dostupnosti externého financovania v priebehu nasledujúcich šiestich mesiacov

(odhadované percentuálne podiely)



Zdroj: ECB a Európska komisia, SAFE.

Poznámka: Odhadované percentuálne podiely zodpovedajú časovo ohraničenému vplyvu váženej logistickej regresie najmenších štvorcov, pričom sa zohľadňuje časovo ohraničený vplyv, ktorý sa týka jednotlivých krajín. Posledné tri záznamy (6. až 8. apríl) zodpovedajú len čiastočnej vzorke krajín (Nemecko, Grécko, Španielsko, Francúzsko a Slovensko), pretože rozhovory v ostatných krajinách sa skončili do 3. apríla.

Zdá sa, že zhoršenie očakávaného prístupu k financovaniu sa po oznámení PEPP stabilizovalo, aspoň pokiaľ ide o bankové úvery a úverové linky. Hoci nie je možné preukázať priamy vplyv oznámenia PEPP na očakávania podnikov, zdá sa,

^{38.} Tieto percentuálne podiely uvedené v grafe sú podmienené vplyvom jednej krajiny s cieľom zohľadniť rôzne stupne núdze v jednotlivých krajinách.

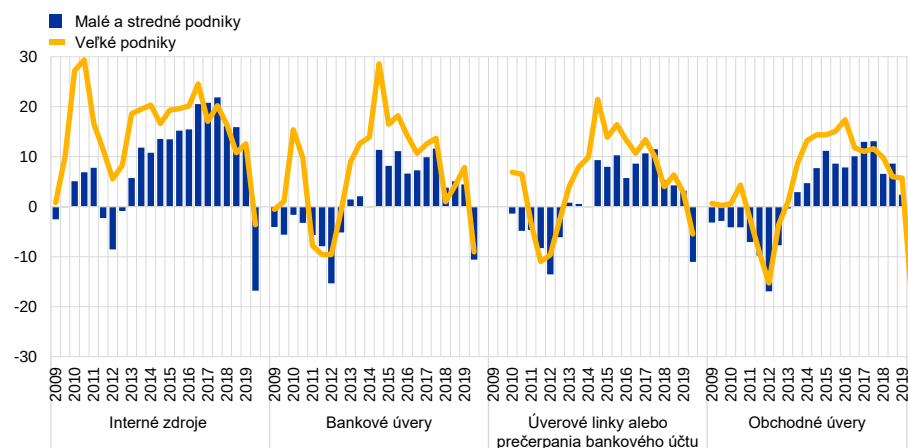
že od tohto dátumu nastalo určité zmiernenie ich pesimistického pohľadu na bankové produkty. Zhoršenie očakávaní, pokiaľ ide o dostupnosť obchodných úverov, trvalo naopak trochu dlhšie, pričom odrážalo najmä napätie v rámci dodávateľských vzťahov spolu s očakávanými oneskoreniami pri vyrovnávaní záväzkov v dôsledku krízy.

Očakávania podnikov, pokiaľ ide o dostupnosť financovania v nasledujúcich šiestich mesiacoch, vykázali veľmi prudké zhoršenie v porovnaní s pozitívnym trendom zaznamenaným od konca dlhovej krízy (graf C). Hoci je zhoršenie evidentné pre interné aj pre externé zdroje financovania, existujú medzi nimi rozdiely.³⁹

Graf C

Zmena očakávanej dostupnosti financovania pre podniky eurozóny

(za nasledujúcich šesť mesiacov; čistý percentuálny podiel respondentov)



Zdroj: ECB a Európska komisia, SAFE.

Poznámka: Základná hodnota predstavuje podniky, pre ktoré je príslušný nástroj relevantný. Údaje zodpovedajú prvému (apríl – september 2009) až dvadsiatemu druhému (október 2019 – marec 2020) prieskumu v poradí.

Pokiaľ ide o interné zdroje financovania, malé a stredné podniky vykázali výrazný čistý pokles očakávanej dostupnosti zdrojov (–17 % v porovnaní s 12 %). Táto skutočnosť pravdepodobne odráža očakávaný nepriaznivý vplyv na hospodársku aktivitu, ktorá má výrazný vplyv na ziskovosť podnikov. Toto zhoršenie je prítomné vo všetkých krajinách okrem Holandska, pričom najvyššie percentuálne podiely sa zaznamenali v Portugalsku (–26 %), vo Francúzsku (–23 %) a v Taliansku (–21 %). Celkovo je zhoršenie dostupnosti interných zdrojov výraznejšie ako najnižšia úroveň zaznamenaná počas dlhovej krízy (apríl až september 2012), keď pokles dostupnosti vykázalo 9 % malých a stredných podnikov.

Očakávaná dostupnosť externých finančných zdrojov takisto vykázala zhoršenie, hoci menšie ako v prípade interného financovania. Malé a stredné podniky eurozóny vykázali v súvislosti s bankovými produktmi čistý pokles (–11 %), najmä pokiaľ ide o bankové úvery, úverové linky a prečerpania bankového účtu. Toto relatívne menšie zhoršenie v porovnaní s internými zdrojmi môže odrážať pozitívny

³⁹ Podniky v sektore služieb sa zdajú byť najpesimistickejšie, čo pravdepodobne odráža mimoriadne nepriaznivý vplyv opatrení na obmedzenie pohybu na tieto podniky. Pokiaľ ide o veľkosť subjektov, podľa prieskumu sú najviac zasiahnuté mikropodniky, zatiaľ čo veľké podniky vykazujú zhoršenie v menšom rozsahu.

vplyv akomodačných opatrení menovej politiky a rôznych vládnych programov, ktoré sa oznámili od začiatku pandémie. Pokiaľ ide o obchodné úvery, malé a stredné podniky očakávajú naopak výrazné zníženie (–20 %), čo môže poukazovať na očakávané prerušenia bežných obchodných operácií, ktoré následne ovplyvňujú vzťahy medzi podnikmi. Najvýraznejšie poklesy očakávanej dostupnosti externého financovania vykázali malé a stredné podniky v Španielsku, Taliansku, Portugalsku a na Slovensku. Pokles, pokiaľ ide o budúci prístup k bankovým úverom, bol stále miernejší ako v roku 2012, keď zhoršenie očakávanej dostupnosti vykázalo v čistom vyjadrení 15 % malých a stredných podnikov. V prípade obchodných úverov je však zhoršenie už o niečo výraznejšie ako v predchádzajúcej kríze v roku 2012, keď zníženie dostupnosti očakávalo v čistom vyjadrení 17 % podnikov.

Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 29. januára do 5. mája 2020

Svetla Daskalova a Marco Weißler

V tomto boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB počas prvých dvoch období udržiavania povinných minimálnych rezerv, ktoré trvali od 29. januára do 5. mája. V rámci reakcie na krízu spôsobenú koronavírusom (COVID-19) a vzhľadom na zvýšenú volatilitu finančného trhu Eurosystem rozhodol o súbore opatrení zameraných na zjednodušenie podmienok financovania a dostupnosti likvidity v rámci rôznych sektorov a jurisdikcií počas dvoch sledovaných udržiavacích období.

Ako súčasť opatrení politiky v súvislosti s COVID-19 v oblasti poskytovania likvidity Eurosystem oznámil zmeny v rámci existujúcich cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) a zaviedol sériu dodatočných tendrov, ako aj širokú škálu opatrení zameraných na uvoľňovanie podmienok pre kolaterál pre zmluvné strany Eurosystemu. Dňa 12. marca sa zaviedlo uvoľňovanie podmienok pre TLTRO III a nová séria dodatočných dlhodobějších refinančných operácií (dodatočné LTRO) s cieľom poskytnúť bankám okamžitú likviditnú podporu a zachovať podmienky na peňažnom trhu. Tieto opatrenia mali slúžiť ako zabezpečovací mechanizmus počas nedávnych turbulencií. Dodatočné LTRO sa uskutočňujú týždenne a budú splatné 24. júna 2020, čím sa účinne preklenie obdobie do vyrovnaní štvrtej operácie TLTRO III.⁴⁰

Pokiaľ ide o nákup aktív, okrem dočasného rámca čistých nákupov aktív vo výške 120 mld. € v rámci programu nákupu aktív (APP) schváleného 12. marca, ECB 18. marca oznámila nový núdzový pandemický program nákupu (PEPP) vo výške 750 mld. € na obdobie najmenej do konca roka 2020. Účelom týchto dodatočných nákupov je čeliť rizikám ohrozujúcim transmisný mechanizmus menovej politiky v eurozóne v dôsledku krízy COVID-19. Tieto nákupy sa budú uskutočňovať flexibilne a ak krízové obdobie presiahne koniec roka, môžu sa zväčšovať.⁴¹

S cieľom ďalej zlepšovať podmienky financovania na globálnom trhu s financovaním v amerických dolároch Eurosystem zvýšil poskytovanie likvidity v amerických dolároch prostredníctvom existujúcich swapových liniek v amerických dolároch, a to v rámci koordinácie s Federálnym rezervným systémom, Bank of England, Bank of Japan, Bank of Canada a Swiss National Bank. ECB okrem toho vytvorila swapové linky poskytujúce eurá s mnohými centrálnymi bankami EÚ. Koordinovaná akcia na posilnenie existujúceho poskytovania likvidity v amerických dolároch sa oznámila 15. marca, čím sa znížilo oceňovanie likvidity v amerických dolároch a zaviedla sa dodatočná operácia v amerických dolároch so splatnosťou 84 dní. Okrem toho sa od 20. marca zvýšila

⁴⁰ Dňa 30. apríla sa následne zaviedli dodatočné rekalibrácie cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) a nové núdzové pandemické dlhodobější refinančné operácie (PELTRO) s cieľom ďalej podporovať reálnu ekonomiku a vyrovnané podmienky na peňažnom trhu. Obe opatrenia ovplyvnia poskytovanie likvidity až od tretieho udržiavacieho obdobia roku 2020.

⁴¹ Rada guvernérov ECB sa 4. júna rozhodla zväčšiť objem programu PEPP o 600 mld. € a predĺžiť jeho platnosť najmenej do konca júna 2021.

frekvencia sedemdňových operácií poskytujúcich americké doláre z týždennej na dennú. Tieto opatrenia pomohli výrazným spôsobom uvoľniť podmienky financovania na trhoch s financovaním v amerických dolároch.

Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a povinných minimálnych rezerv, dosiahla počas sledovaného obdobia 1 613,4 mld. € (časť tabuľky A s názvom Ostatné informácie o likvidite). V porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím (posledné dve udržiavacie obdobia roku 2019) to predstavuje nárast o 107,7 mld. €. Čisté autonómne faktory sa zvýšili o 106,3 mld. € na 1 477,8 mld. €, zatiaľ čo povinné minimálne rezervy sa zvýšili o 1,4 mld. € na 135,7 mld. €.

Hlavnými faktormi likvidity počas prvých dvoch udržiavacích období roku 2020 boli zvyšovanie vkladov verejnej správy, dopyt po bankovkách, nákupy aktív a nová séria dodatočných LTRO. Absorpcia likvidity autonómnymi faktormi sa zvýšila v priemere o 106,3 mld. €, najmä z dôvodu výnimočného zvyšovania vkladov verejnej správy vo výške 101,7 mld. € v dôsledku obozretného riadenia hotovosti verejnej správy v súvislosti s COVID-19. Za rovnakých okolností prispel vyšší dopyt po bankovkách k ďalšej absorpcii likvidity vo výške 27,7 mld. €, keďže sezónny pokles držby bankoviek na začiatku roka počas prvého udržiavacieho obdobia sa vyvážil nárastom počas druhého obdobia. Vývoj autonómnych faktorov v oblasti aktív s čistým nárastom vo výške 23,7 mld. € však mal mierne protichodný účinok. Čisté aktíva v eurách klesli o 51,9 mld. €, zatiaľ čo čisté zahraničné aktíva sa zvýšili o 75,6 mld. € a čiastočne kompenzovali absorpciu likvidity spôsobenú vkladmi verejnej správy a bankovkami. Dôvodom dynamiky na strane aktív počas druhého udržiavacieho obdobia bol najmä vyšší dopyt po operáciách poskytujúcich americké doláre, pričom ku koncu druhého udržiavacieho obdobia roku 2020 predstavovala celková nesplatená suma 142 mld. €.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosystéme

Pasíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 29. január – 5. máj 2020				Predchádzajúce sledované obdobie: 30. október 2019 – 28. január 2020	
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie	Prvé udržiavacie obdobie: 29. január – 17. marec	Druhé udržiavacie obdobie: 18. marec – 5. máj	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		
Autonómne faktory likvidity	2 510,3 (+130,0)	2 421,8 (+46,9)	2 598,7 (+176,9)	2 380,2 (-0,4)		
Bankovky v obehu	1 299,5 (+27,7)	1 277,1 (-5,1)	1 321,9 (+44,7)	1 271,8 (+20,0)		
Vládne vklady	321,5 (+101,7)	268,6 (+56,7)	374,4 (+105,8)	219,8 (-62,7)		
Ostatné autonómne faktory ¹	889,3 (+0,6)	876,1 (-4,8)	902,5 (+26,3)	888,7 (+42,3)		
Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy	1 595,6 (+85,5)	1 506,7 (+17,5)	1 684,5 (+177,8)	1 510,1 (+284,9)		
Požiadavky na povinné minimálne rezervy	135,7 (+1,4)	135,7 (+1,2)	135,7 (+0,1)	134,3 (+1,7)		
Jednodňové sterilizačné operácie	258,2 (+1,8)	244,6 (-10,0)	271,8 (+27,2)	256,4 (-253,6)		
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 udržiavaciemu obdobiu.

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

Aktíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 29. január – 5. máj 2020						Predchádzajúce sledované obdobie: 30. október 2019 – 28. január 2020
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie		Prvé udržiavacie obdobie: 29. január – 17. marec		Druhé udržiavacie obdobie: 18. marec – 5. máj		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie
Autonómne faktory likvidity	1 032,8	(+23,7)	1 025,1	(+29,7)	1 040,5	(+15,5)	1 009,1 (+55,1)
Čisté zahraničné aktíva	846,7	(+75,6)	767,1	(-1,4)	926,3	(+159,2)	771,1 (+33,2)
Čisté aktíva v eurách	186,1	(-51,9)	257,9	(+31,1)	114,2	(-143,7)	238,0 (+21,9)
Nástroje menovej politiky	3 467,2	(+195,0)	3 284,0	(+25,9)	3 650,5	(+366,5)	3 272,2 (-22,4)
Operácie na voľnom trhu	3 467,2	(+195,0)	3 284,0	(+25,9)	3 650,5	(+366,5)	3 272,2 (-22,4)
Tendre	741,8	(+97,7)	617,3	(-1,8)	866,3	(+249,0)	644,0 (-39,9)
Hlavné refinančné operácie	1,0	(-1,3)	1,4	(-1,5)	0,6	(-0,8)	2,3 (-0,2)
3-mesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO)	3,1	(-0,3)	4,0	(-0,3)	2,3	(-1,7)	3,4 (+0,5)
Operácie TLTRO II	471,1	(-118,8)	510,8	(-0,0)	431,4	(-79,4)	589,8 (-87,3)
Operácie TLTRO III	150,4	(+101,9)	101,1	(+0,0)	199,7	(+98,6)	48,5 (+47,2)
Dodatočné LTRO	116,2	(+116,2)	0,0	(+0,0)	232,4	(+232,4)	0,0 (+0,0)
Portfóliá priamych nákupov	2 725,4	(+97,3)	2 666,7	(+27,6)	2 784,2	(+117,6)	2 628,2 (+17,5)
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	1,1	(-0,9)	1,3	(-0,4)	0,9	(-0,5)	2,0 (-0,8)
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	2,9	(-0,0)	2,9	(+0,0)	2,9	(-0,0)	2,9 (-0,3)
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	273,0	(+9,2)	269,9	(+5,1)	276,1	(+6,3)	263,8 (+2,8)
Program pre trhy s cennými papiermi	42,2	(-5,6)	43,9	(-4,0)	40,6	(-3,3)	47,9 (-4,9)
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	29,9	(+1,7)	28,5	(-0,0)	31,2	(+2,7)	28,2 (+2,1)
Program nákupu aktív verejného sektora	2 150,7	(+50,8)	2 126,5	(+18,9)	2 174,9	(+48,4)	2 099,9 (+12,3)
Program nákupu aktív podnikového sektora	199,0	(+15,6)	193,7	(+8,0)	204,4	(+10,7)	183,5 (+6,2)
Núdzový pandemický program nákupu	26,6	(+26,6)	0,0	(+0,0)	53,2	(+53,2)	0,0 (+0,0)
Jednodňové refinančné operácie	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0 (-0,0)

Zdroj: ECB.

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

Ostatné informácie o likvidite

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 29. január – 5. máj 2020			Predchádzajúce sledované obdobie: 30. október 2019 – 28. január 2020
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie	Prvé udržiavacie obdobie: 29. január – 17. marec	Druhé udržiavacie obdobie: 18. marec – 5. máj	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie
Celková spotreba likvidity ¹	1 613,4 (+107,7)	1 532,6 (+18,3)	1 694,2 (+161,6)	1 505,7 (-53,7)
Čisté autonómne faktory ²	1 477,8 (+106,3)	1 397,0 (+17,2)	1 558,5 (+161,6)	1 371,4 (-55,4)
Nadbytočná likvidita ³	853,8 (+87,3)	1 751,3 (+7,5)	1 956,3 (+205,0)	1 766,5 (+31,3)

Zdroj: ECB.

Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokrúhlené na najbližších 0,1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcej revízii alebo 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 jednoduchovej sterilizačnej operácie mínus vklady v rámci jednoduchých sterilizačných operácií.

Vývoj úrokových sadzieb

(priemer; v percentách)

	Aktuálne sledované obdobie: 29. január – 5. máj 2020			Predchádzajúce sledované obdobie: 30. október 2019 – 28. január 2020
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie	Prvé udržiavacie obdobie: 29. január – 17. marec	Druhé udržiavacie obdobie: 18. marec – 5. máj	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie
Hlavné refinančné operácie	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)
Jednoduché refinančné operácie	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)
Jednoduché sterilizačné operácie	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (-0,05)
EONIA ¹	-0,451 (+0,00)	-0,454 (-0,00)	-0,449 (+0,01)	-0,454 (-0,05)
€STR	-0,536 (+0,00)	-0,539 (+0,00)	-0,533 (+0,01)	-0,539 (-0,04)

Zdroj: ECB.

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

1) Od 1. októbra 2019 sa vypočítava ako €STR plus 8,5 bázického bodu. Uvedené rozdiely v zmenách jednoduchovej úrokovej sadzby EONIA a sadzby €STR sú spôsobené zaokrúhľaním.

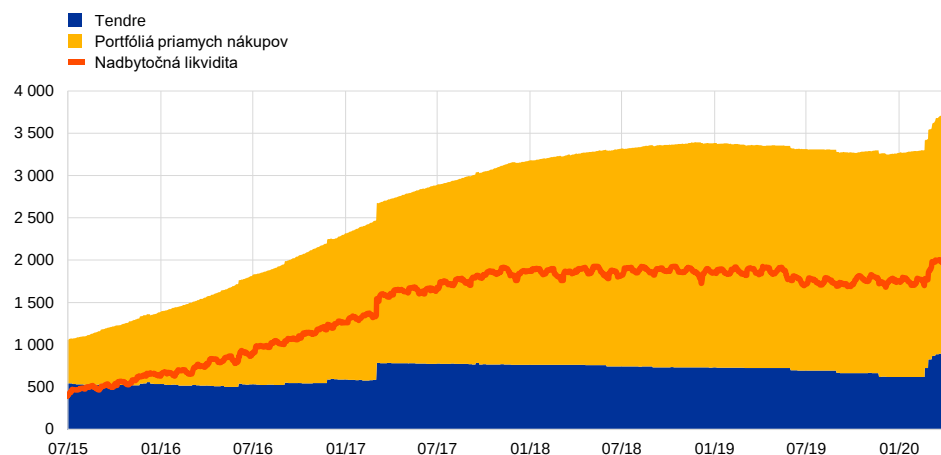
Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom operácií na voľnom trhu – vrátane tendrov a menovopolitických portfólií – sa zvýšil o 195 mld. € na úroveň 3 467,2 mld. € (graf A). Celkové vykázané zvýšenie nadbytočnej likvidity počas prvých dvoch udržiavacích období roku 2020 bolo vyvolané tendrami a priamymi nákupmi Eurosystému v podobnom objeme. Hlavnými zdrojmi tejto dodatočnej likvidity boli dodatočné LTRO, ako aj nákupy aktív v rámci programu nákupu aktív verejného sektora (PSPP) a nového programu PEPP.

Graf A

Vývoj likvidity poskytovanej prostredníctvom operácií na voľnom trhu a nadbytočnej likvidity

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 5. mája 2020.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom tendrov sa v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím zvýšil o 97,7 mld. €. Aj keď sa tento objem počas prvého udržiavacieho obdobia roku 2020 takmer nezmenil (–1,8 mld. €), počas druhého udržiavacieho obdobia sa zvýšil o 249,0 mld. €. Dôvodom bolo najmä čerpanie v objeme 232,4 mld. € v rámci novozavedených LTRO. Dňa 25. marca sa okrem toho zúčtovali splátky TLTRO II v objeme 93 mld. € a čerpanie TLTRO III v objeme 115 mld. €, čo viedlo k dodanej čistej likvidite počas druhého udržiavacieho obdobia v priemernej výške 19,2 mld. €. Poskytovanie likvidity prostredníctvom hlavných refinančných operácií (MRO) sa v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím znížilo o 1,3 mld. €. Dôvodom je najmä zvýšený objem MRO počas predchádzajúceho udržiavacieho obdobia, ktoré sa vzťahovalo na koniec roka, čo je zhruba v súlade s minuloročnými zmenami. Nesplatená suma trojmesačných LTRO sa mierne znížila o 0,3 mld. €.

Portfóliá priamych nákupov sa zároveň zvýšili o 97,3 mld. € z 2 628,2 mld. € na 2 725,4 mld. €, a to v dôsledku obnovenia zvýšených čistých nákupov v rámci APP po schválení dodatočného rámca vo výške 120 mld. € do konca roka 2020 a po spustení nákupov v rámci nového PEPP. Priemerné držby sa zvýšili o 50,8 mld. € na 2 150,7 mld. € v rámci programu nákupu aktív verejného sektora (PSPP) a o 15,6 mld. € na 199,0 mld. € v rámci programu nákupu aktív podnikového sektora (CSPP), čo je v súlade s oznámeným objemom nákupov. Eurosystem začal okrem toho 26. marca uskutočňovať nákupy v rámci nového programu PEPP. Na konci druhého udržiavacieho obdobia predstavovala likvidita poskytnutá v rámci programu PEPP počas udržiavacieho obdobia v priemere 53,2 mld. €, čo zodpovedá týždenným nákupom vo výške takmer 18 mld. €.

Nadbytočná likvidita

Priemerný objem nadbytočnej likvidity sa zvýšil o 87,3 mld. € z 1 766,5 mld. € na 1 853,8 mld. € (graf A). Ide o dôsledok zvýšenia objemu poskytovania likvidity prostredníctvom operácií menovej politiky vrátane portfólií priamych nákupov (195,0 mld. €), pričom likviditu v eurozóne absorbovali autonómne faktory (106,3 mld. €).

Okrem toho, hoci sa nadbytočná likvidita v rámci jednodňových sterilizačných operácií Eurosystemu zvýšila, jej relatívny podiel sa ďalej znížil v dôsledku dvojstupňového systému úročenia nadbytočnej likvidity. Keďže od záporného úročenia podľa sadzby uplatniteľnej na jednodňové sterilizačné operácie sú oslobodené len zostatky vedené na bežných účtoch finančných inštitúcií do maximálnej povolenej výšky, finančné inštitúcie naďalej vkladajú prostriedky na svoje bežné účty, ktorých objem sa zvýšil o 85,5 mld. €, namiesto jednodňových vkladov, ktorých objem sa zvýšil len mierne, a to o 1,8 mld. €.

Vývoj úrokových sadzieb

Sadzba €STR sa počas prvých dvoch udržiavacích období takmer nezmenila.

Rada guvernérov počas tohto obdobia ponechala nezmenené sadzby pre jednodňové sterilizačné operácie ECB, hlavné refinančné operácie a jednodňové refinančné obchody. V dôsledku toho zostala sadzba €STR stabilná na úrovni –53,6 bázických bodov (+0,3 bázického bodu v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím). Sadzba EONIA, ktorá sa od októbra 2019 vypočítava ako €STR plus pevný spread, sa vyvíjala súbežne so sadzbou €STR.

Vývoj na regionálnych trhoch práce počas veľkej finančnej krízy a následného oživenia

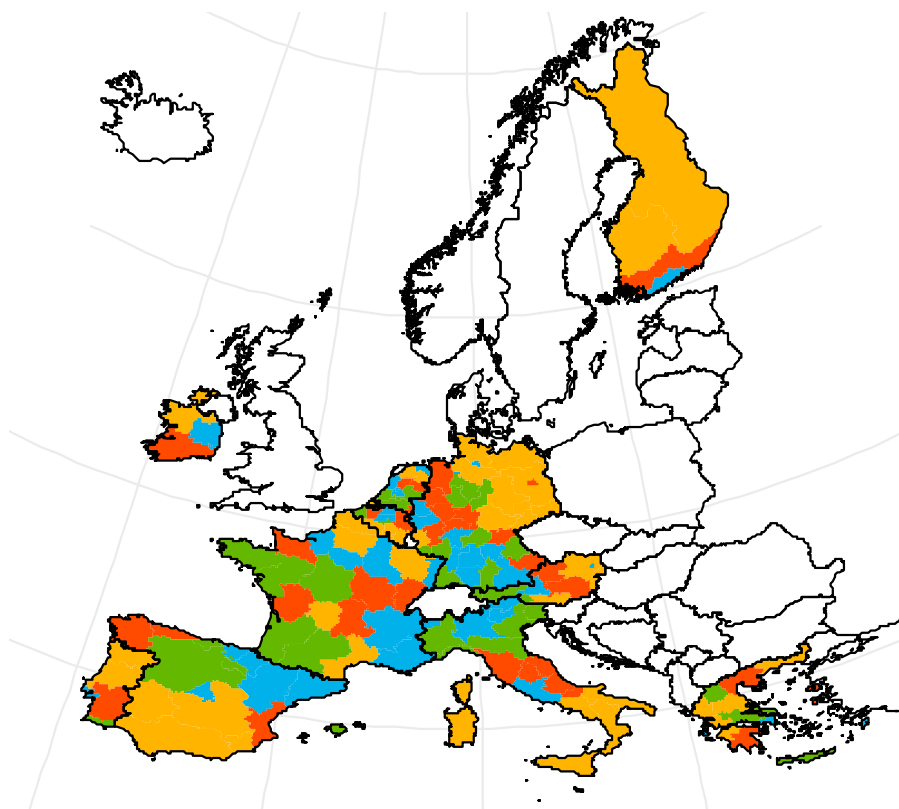
Vasco Botelho, Claudia Foroni a Lara Vivian

V tomto boxe sa hodnotí regionálny vývoj vo využívaní pracovnej sily v eurozóne od roku 2007, v čase vrcholiacej hospodárskej aktivity pred svetovou finančnou krízou, do roku 2018. Využívajú sa v ňom ukazovatele regionálnych trhov práce dostupné v ročnej regionálnej databáze Európskej komisie (ARDECO).⁴² Kvôli porovnaniu sme regióny rozdelili do štyroch samostatných skupín (alebo kvartilov) podľa úrovne HDP na obyvateľa v jednotlivých krajinách v roku 2007 (obrázok A). Tieto skupiny sú po celý čas stabilné.

Obrázok A

Eurozóna – regionálne rozdelenie podľa úrovne HDP na obyvateľa v roku 2007

- Dolný kvartil
- Od 25 % do 50 %
- Od 50 % do 75 %
- Horný kvartil



Zdroj: ARDECO a výpočty zamestnancov ECB.

Poznámka: Regióny sú zoskupené podľa úrovne HDP na obyvateľa v jednotlivých krajinách v roku 2007.

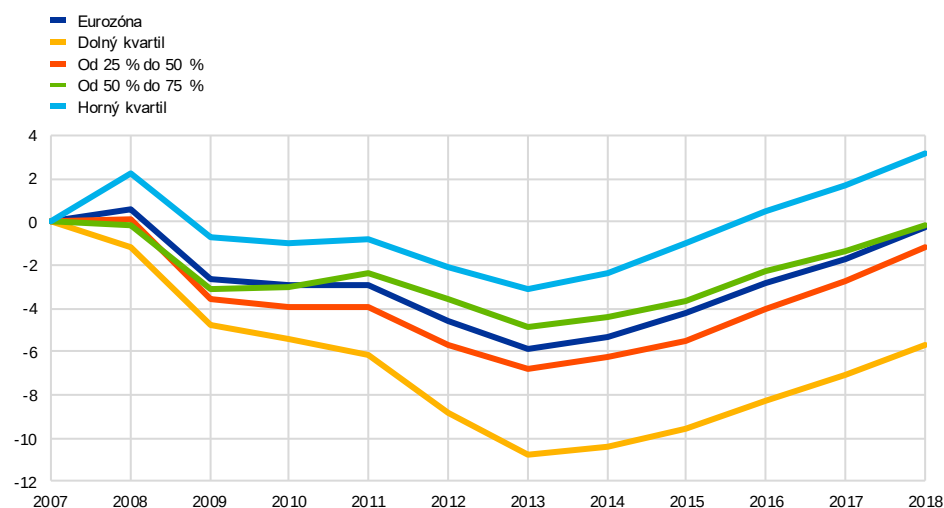
⁴² Súbor údajov ARDECO vytvorilo Generálne riaditeľstvo Európskej komisie pre regionálnu a mestskú politiku a v súčasnosti ho udržiava a aktualizuje Spoločné výskumné centrum. V tomto boxe sa používajú údaje aktualizované k 7. aprílu 2020 a zameriava sa na nevzdialené regióny uvedené v úrovni 2 nomenklatúry územných jednotiek pre štatistické účely (NUTS2) z roku 2016. Krajiny zahrnuté v analýze sú Belgicko, Nemecko, Írsko, Grécko, Španielsko, Francúzsko, Taliansko, Holandsko, Rakúsko, Portugalsko a Fínsko. Údaje za eurozónu ako celok zahŕňajú agregáciu regiónov v týchto 11 krajinách (eurozóna 11), ktoré predstavujú eurozónu v roku 2007 bez Luxemburska a Slovenska.

Celkový počet odpracovaných hodín sa do roku 2018 oživil na predkrízovú úroveň len v tých regiónoch, ktoré boli v rozdelení podľa úrovne HDP na obyvateľa na najvyšších miestach, zatiaľ čo v ostatných regiónoch zostával pod hodnotami z roku 2007.⁴³ Reakcia celkového počtu odpracovaných hodín bola v období rokov 2007 až 2018 asymetrická, pričom zamestnanosť v regiónoch v dolnom kvartile vykazovala počas recesie výraznejšie straty ako boli prírastky zaznamenané počas následného oživenia (graf A).⁴⁴ Od roku 2007 do roku 2018 klesol celkový počet odpracovaných hodín v regiónoch v dolnom kvartile o 5,6 % a v regiónoch v hornom kvartile vzrástol o 3,2 %. Vo dvoch stredných kvartiloch má celkový počet odpracovaných hodín podobný profil ako agregát za eurozónu a do roku 2018 sa vrátil blízko k úrovniam zaznamenaným v roku 2007. Podiel celkového počtu odpracovaných hodín v regiónoch v hornom kvartile vzrástol o 1,4 percentuálneho bodu (z 38,7 % v roku 2007 na 40,1 % v roku 2018), zatiaľ čo tento podiel v regiónoch v dolnom kvartile klesol o 1,2 percentuálneho bodu (z 23,2 % v roku 2007 na 22 % v roku 2018).

Graf A

Regionálny vývoj celkového počtu odpracovaných hodín v rokoch 2007 až 2018

(os y: logaritmus tempa rastu vo vzťahu k úrovniam zaznamenaným v roku 2007)



Zdroj: ARDECO a výpočty zamestnancov ECB.

Poznámka: Regióny sú zoskupené podľa úrovne HDP na obyvateľa v jednotlivých krajinách v roku 2007. Údaje za eurozónu sú agregované pomocou údajov z 11 krajín eurozóny uvedených v poznámke pod čiarou č. 1.

Menší pokles celkového počtu odpracovaných hodín v bohatších regiónoch počas spomalenia, ako aj pomerne homogénny vývoj v jednotlivých regiónoch počas oživenia, možno pripísať zmenám miery zamestnanosti, poklesu priemerného počtu odpracovaných hodín v období recesie a regionálnym

⁴³ Pre tieto výsledky nie je rozhodujúce zaradenie regiónov do jednotlivých kvartilov ich rozdelenia podľa úrovne vnútroštátneho HDP na obyvateľa v roku 2007, pretože výsledky analýzy opísané v tomto boxe platia, aj keď sú regióny zoskupené podľa úrovne HDP eurozóny na obyvateľa v roku 2007 alebo keď sa z analýzy vylúči jedna krajina.

⁴⁴ Priemerné ročné tempo rastu celkového počtu odpracovaných hodín dosiahlo vo fáze spomalenia (2007 – 2013) pri regiónoch v hornom kvartile $-0,5\%$, pri regiónoch v skupine nad mediánom $-0,8\%$, v prípade regiónov pod mediánom $-1,1\%$ a $-1,8\%$ pri regiónoch v skupine dolného kvartilu. Priemerný ročný pokles celkového počtu odpracovaných hodín za eurozónu ako celok od roku 2007 do roku 2013 dosiahol $-0,97\%$. Tempo rastu celkového počtu odpracovaných hodín v období oživenia bolo rýchlejšie v regiónoch v skupine horného kvartilu ($1,2\%$) ako v ostatných regiónoch (okolo 1% ročne).

rozdielom v raste obyvateľstva v obidvoch obdobiach v súlade s migráciou pracovnej sily z chudobnejších regiónov do bohatších.

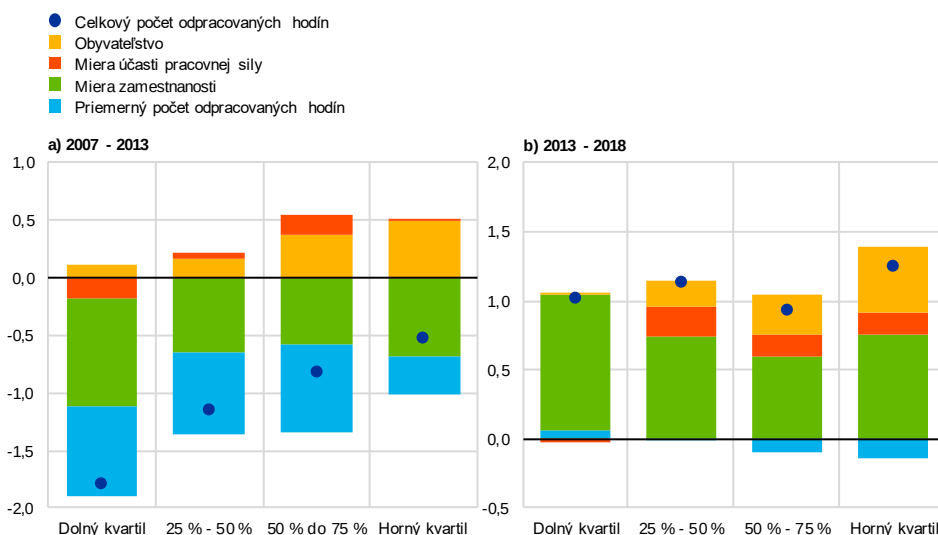
Graf B znázorňuje, ako jednotlivé faktory prispeli k dynamike celkového počtu odpracovaných hodín v štyroch skupinách regiónov.⁴⁵ Kvantitatívne najvýznamnejšou hybnou silou zmien celkového počtu odpracovaných hodín je miera zamestnanosti, ktorá spôsobuje vo všetkých skupinách regiónov viac ako 50 % poklesu celkového počtu odpracovaných hodín počas recesie aj rastu celkového počtu odpracovaných hodín počas oživenia. Najvyšší príspevok sa zaznamenal počas oživenia v regiónoch v dolnom kvartile. Významnou hybnou silou poklesu celkového počtu odpracovaných hodín bol vo všetkých regiónoch aj pokles priemerného počtu odpracovaných hodín počas recesie, zatiaľ čo jeho stabilizácia vo všetkých regiónoch po roku 2013 obmedzila jeho vplyv v období oživenia. Miera zamestnanosti a priemerný počet odpracovaných hodín sa pohybovali z kvantitatívneho hľadiska podobným spôsobom vo všetkých skupinách regiónov. Vývoj účasti pracovnej sily na trhu práce a vývoj rastu počtu obyvateľov prispeli významnejšie k rastu celkového počtu odpracovaných hodín v bohatších regiónoch ako v chudobnejších. Rast počtu obyvateľov sa zvyšoval jednotvárne s rozdelením podľa úrovne HDP na obyvateľa, pričom priemerné analizované miery rastu boli v rozpätí od 0,1 % pri regiónoch v dolnom kvartile do 0,5 % v prípade regiónov v hornom kvartile; rozdiely v raste počtu obyvateľov v jednotlivých regiónoch sa vystupňovali vo fáze oživenia. V zmenách miery účasti pracovnej sily na trhu práce sa odrážali zmeny rastu počtu obyvateľov, hoci ich príspevok bol kvantitatívne menší v obidvoch obdobiach. Tieto modely sú v súlade s existenciou migračných tokov z chudobnejších regiónov do bohatších, s rastom obyvateľstva aj so zvyšujúcou sa účasťou pracovnej sily na trhu práce v bohatších regiónoch na úkor chudobnejších. Na druhej strane migračné toky prispievajú k počiatočnému zvyšovaniu miery zamestnanosti a priemerného počtu odpracovaných hodín v chudobnejších regiónoch, avšak vplyv migrácie na zamestnanosť a počet odpracovaných hodín v bohatších regiónoch môžu zmierniť alebo podnietiť faktory na strane dopytu.

⁴⁵ Dlhodobé zmeny celkového počtu odpracovaných hodín za konkrétne obdobie sa môžu vyjadriť ako súčet miery rastu obyvateľstva za dané obdobie, zmien miery účasti pracovnej sily na trhu práce, zmien miery zamestnanosti a miery rastu priemerného počtu odpracovaných hodín na zamestnanca.

Graf B

Faktory vplývajúce na dlhodobé zmeny celkového počtu odpracovaných hodín v regiónoch

(os y: príspevok k tempu rastu celkového počtu odpracovaných hodín, v %; os x: skupiny regiónov)



Zdroj: ARDECO a výpočty zamestnancov ECB.

Poznámka: Regióny sú zoskupené podľa úrovne HDP na obyvateľa v jednotlivých krajinách v roku 2007. Údaje za eurozónu sú agregované pomocou údajov z 11 krajín eurozóny uvedených v poznámke pod čiarou č. 1.

Zväčšujúci sa rozdiel v kompenzácii zamestnancov medzi regiónmi je spôsobený najmä regionálnym rozptylom dlhodobých zmien celkového počtu odpracovaných hodín, pričom miery rastu kompenzácie za odpracovanú hodinu sú vo všetkých regiónoch celkovo porovnateľné (tabuľka A). Podiel

kompenzácie zamestnancov v regiónoch v hornom kvartile sa zvýšil v období od roku 2007 do roku 2018 o 0,7 percentuálneho bodu z 45,2 % v roku 2007 na 45,9 % v roku 2018. V regiónoch v dolnom kvartile sa tento podiel znížil za rovnaké obdobie zhruba o 0,9 percentuálneho bodu z 18,1 % v roku 2007 na 17,2 % v roku 2018. Zväčšujúci sa rozdiel v kompenzácii zamestnancov v jednotlivých regiónoch vyplýva najmä z regionálneho vývoja v oblasti využívania pracovnej sily. Tempo rastu kompenzácie za odpracovanú hodinu je v jednotlivých regiónoch v podstate porovnateľné a v období spomalenia bolo v regiónoch v najbohatšom kvartile dokonca nižšie ako v ostatných regiónoch. Takýto vývoj sa vysvetľuje skutočnosťou, že v bohatých regiónoch sa zvýšila ponuka pracovnej sily v dôsledku migračných tokov z chudobnejších regiónov a z oblastí mimo eurozóny. Podobné tempo rastu kompenzácie za odpracovanú hodinu v jednotlivých regiónoch môže súvisieť s výrazným nárastom ponuky pracovnej sily v bohatších regiónoch a s miernejším poklesom priemerného počtu odpracovaných hodín v ostatných regiónoch v období spomalenia. Vývoj v oblasti kompenzácie za odpracovanú hodinu môže súvisieť aj s krajinou a so zložením priemyslu danej skupiny regiónov, a teda aj s vplyvom politík

trhu práce uplatňovaných počas veľkej finančnej krízy a následného oživenia, ako sú systémy skráteného pracovného času a dohody o vyjednávaní miezd.⁴⁶

Tabuľka A

Rast celkového počtu odpracovaných hodín a kompenzácií zamestnancov v eurozóne

	2007 – 2013 (ročný logaritmus tempa rastu, v %)			2013 – 2018 (ročný logaritmus tempa rastu, v %)		
	Kompenzácie zamestnancov (spolu)	Celkový počet odpracovaných hodín	Kompenzácia za odpracovanú hodinu (priemer)	Kompenzácie zamestnancov (spolu)	Celkový počet odpracovaných hodín	Kompenzácia za odpracovanú hodinu (priemer)
Spolu	0,47	-0,97	1,44	1,88	1,12	0,77
Horný kvartil	0,66	-0,51	1,17	1,98	1,25	0,73
Nad mediánom	0,72	-0,81	1,53	1,74	0,94	0,80
Pod mediánom	0,39	-1,14	1,53	2,02	1,13	0,88
Dolný kvartil	-0,24	-1,79	1,55	1,66	1,02	0,64

Zdroj: ARDECO a výpočty zamestnancov ECB.

Poznámka: Regióny sú zoskupené podľa úrovne HDP na obyvateľa v jednotlivých krajinách v roku 2007. Údaje za eurozónu sú agregované pomocou údajov z 11 krajín eurozóny uvedených v poznámke pod čiarou č. 1.

Vývoj celkového počtu odpracovaných hodín v eurozóne od roku 2007 do roku 2018 bol v jednotlivých regiónoch veľmi rôznorodý, pričom v bohatších regiónoch bol v období recesie viac izolovaný, a chudobnejšie regióny v období oživenia mierne zaostávali. Tieto odlišné modely v jednotlivých regiónoch sa dajú pripísať zmenám miery zamestnanosti, klesajúcemu priemernému počtu odpracovaných hodín počas recesie a stabilite regionálnych rozdielov v raste počtu obyvateľov počas recesie aj počas oživenia. Hybnou silou týchto trendov je pravdepodobne migrácia v rámci eurozóny z chudobnejších regiónov do bohatších, ktorá zasa pravdepodobne prispela k väčším regionálnym rozdielom v kompenzáciách zamestnancov od roku 2007 do roku 2018. Okrem rôznorodosti modelov trhu práce v jednotlivých krajinách v období rokov 2007 – 2018 sa vo viacerých krajinách zväčšil aj rozdiel medzi bohatšími a chudobnejšími regiónmi, pokiaľ ide o kumulatívny rast celkového počtu odpracovaných hodín, zamestnanosť a kompenzácie zamestnancov. Tento rôznorodý vplyv na celkový počet odpracovaných hodín, zamestnanosť a kompenzácie by mohol súvisieť aj so zaznamenanými rozdielmi sektorovej štruktúry jednotlivých skupín regiónov so sektormi, ktoré zaznamenali najväčší pokles zamestnanosti a kumulatívnych miezd a nachádzajú sa skôr v regiónoch s nižším HDP na obyvateľa, zatiaľ čo prosperujúce odvetvia sa nachádzajú hlavne v bohatších regiónoch.

⁴⁶ Systémy skráteného pracovného času mohli ovplyvniť rast kompenzácie za odpracovanú hodinu tým, že umožňujú väčšiu flexibilitu pri znižovaní priemerného počtu hodín, ktoré zamestnanci odpracujú v období spomalenia, pričom sa v tomto období zároveň chráni plat pracovníkov. Vnútroštátnymi dohodami o vyjednávaní miezd sa môže čiastočne vysvetliť aj vyšší rast hodinových miezd, ktorý sa zaznamenal vo dvoch dolných kvartiloch v porovnaní s regiónmi vo dvoch horných kvartiloch.

Systémy skráteného pracovného času a ich vplyv na mzdy a disponibilný príjem

António Dias da Silva, Maarten Dossche, Ferdinand Dreher, Claudia Foroni a Gerrit Koester

Skrátený pracovný čas a dočasné uvoľnenie z pracovného pomeru sú kľúčovými nástrojmi na tlmenie hospodárskeho vplyvu pandémie koronavírusu (COVID-19). Krajiny eurozóny zaviedli alebo zrevidovali svoje systémy skráteného pracovného času alebo dočasného uvoľnenia z pracovného pomeru⁴⁷ s cieľom obmedziť stratu príjmu domácností a mzdové náklady firiem.⁴⁸ Tieto systémy podporujú aj hospodárske oživenie: zachovávajú zamestnanecké vzťahy, aby boli pracovníci k dispozícii a firmy pripravené pokračovať v činnosti po zrušení opatrení na obmedzenie pohybu (lockdown). Existujú jednoznačné dôkazy o tom, že uvedené systémy podpory výrazne tlmia pokles zamestnanosti v eurozóne v porovnaní s krajinami, v ktorých sú takéto systémy buď nedostatočné (napr. USA) alebo neexistujú.⁴⁹ Takéto systémy sú určené na preklenutie dočasných výpadkov činnosti firiem a dopytu a musia byť vyvážené potrebou hospodárskej reštrukturalizácie a prerozdelenia zamestnanosti v rámci sektorov a medzi nimi.

V tomto boxe sa odhadujú miery využívania týchto systémov a vypočítavajú sa miery náhrady miezd v rámci týchto systémov v piatich najväčších krajinách eurozóny. Tieto ekonomiky vytvárajú viac ako 80 % kompenzácií na zamestnancov v celej eurozóne. Kombinácia mier náhrady miezd a počtu účastníkov umožňuje vypočítať vplyv skráteného pracovného času na disponibilný príjem domácností počas pandémie. Na vypracovanie makroekonomických prognóz je dôležité pochopenie vplyvu súčasných a plánovaných systémov skráteného pracovného času a dočasného uvoľnenia z pracovného pomeru. Vplyv týchto systémov je preto potrebné monitorovať, keď bude k dispozícii viac informácií o ich skutočnom využívaní.

Vplyv systémov skráteného pracovného času na straty príjmu sa líši v závislosti od skrátenia pracovného času. Graf A znázorňuje, že priemerný zamestnanec, na ktorého sa vzťahuje systém skráteného pracovného času, napr. v Nemecku⁵⁰, Taliansku alebo Španielsku, bude pravdepodobne čeliť strate čistého príjmu približne vo výške 25 %, keď odpracuje 50 % svojho obvyklého pracovného času, a strate približne vo výške 50 %, keď nebude pracovať (zhrnuté z ďalších právnych predpisov týkajúcich sa konkrétnych sektorov alebo firiem).

⁴⁷ Zmeny existujúcich programov skráteného pracovného času sa vo všeobecnosti zameriavajú na rýchlejšie spracovanie žiadostí, širšiu oprávnenosť, kompenzáciu príspevkov sociálneho zabezpečenia, rozšírenie na dočasných agentúrnych pracovníkov alebo na zmenu trvania týchto systémov.

⁴⁸ Európska komisia po rozšírení pandémie koronavírusu do Európy navrhla Rade prijať nariadenie, ktorým sa vytvára „nástroj dočasnej podpory na zmiernenie rizík nezamestnanosti v núdzovej situácii“ (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency – SURE).

⁴⁹ Skrátený pracovný čas v súčasnej kríze rozoberajú napríklad Giupponi, G. a Landais, C. v článku Building effective short-time work schemes for the COVID-19 crisis, *VOX-EU*, 1. apríl 2020; alebo Adams-Prassl, A., Boneva, T., Golin, M. a Rauh, C. v článku Inequality in the Impact of the Coronavirus Shock: Evidence from Real Time Surveys, *IZA Discussion Paper Series*, No 13183, 2020.

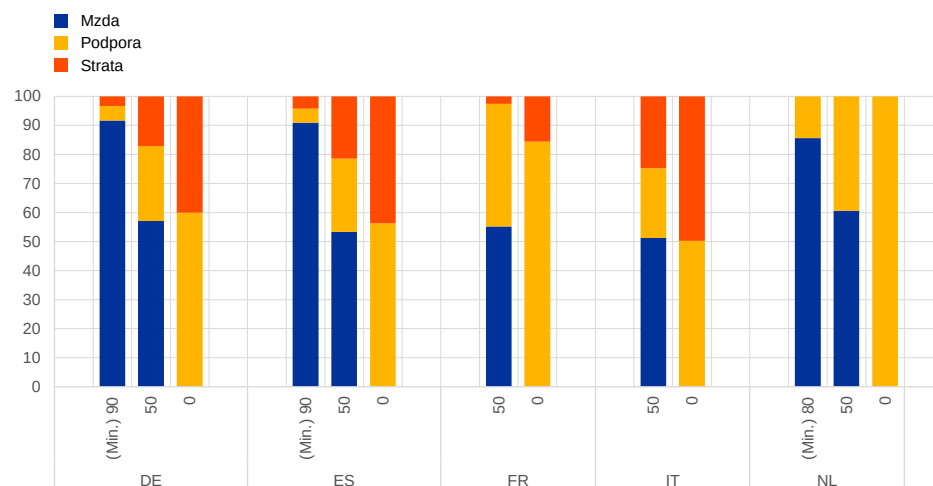
⁵⁰ V Nemecku sa v roku 2020 počíta s osobitnou právnou úpravou: od štvrtého mesiaca skráteného pracovného času sa podiel straty príjmu kompenzovaný systémom zvyšuje na 70 % v prípade príjemcov bez detí, ktorí utrpeli stratu, keď odpracovali najmenej 50 % pracovného času.

Maximálna dĺžka trvania týchto systémov sa výrazne líši v závislosti od jednotlivých krajín.

Graf A

Miery náhrady miezd v prípade zárobkovo činných osôb s priemerným príjmom

(percentuálny podiel čistých miezd a plátov na zamestnanca vo vzťahu k percentuálnemu podielu obvyklého pracovného času v rámci plného úväzku)



Zdroje: Odhady zamestnancov ECB na základe vnútroštátnych právnych predpisov a údajov od národných centrálnych bánk. Poznámky: Výpočty znázorňujú čistý príjem jednotlivých domácností bez detí v prvých mesiacoch poberania dávky. Skratka min. predstavuje minimálne skrátenie pracovného času potrebné na získanie dávky.

Vplyv vnútroštátnych systémov na kompenzačné opatrenia na zamestnanca a na kompenzáciu za hodinu sa medzi krajinami eurozóny môže v závislosti od ich koncepcie výrazne líšiť. Kým v Nemecku a Španielsku sa dávky vyplácajú priamo zamestnancom, v Holandsku, vo Francúzsku a v Taliansku dostávajú zamestnávateľia dotáciu na financovanie ich platieb pre zamestnancov. Tieto systémy sa môžu v rôznych krajinách odrážať v štatistikách rôznymi spôsobmi, a to v závislosti od klasifikácie, o ktorej rozhoduje Eurostat. Ak sa dávky vyplácajú priamo zamestnancom a sú evidované ako sociálne transfery, zatiaľ čo mzdy a platy v závislosti od počtu odpracovaných hodín klesajú, tieto systémy sa môžu prejavovať ako výrazný pokles v rámci kompenzácií na zamestnanca. Naopak, v krajinách, kde je systém založený na dotácii vyplácanej zamestnávateľom, ktorí naďalej platia plné mzdy za znížený počet odpracovaných hodín, sa môžu tieto systémy prejavovať vo forme vyššej kompenzácie za hodinu.

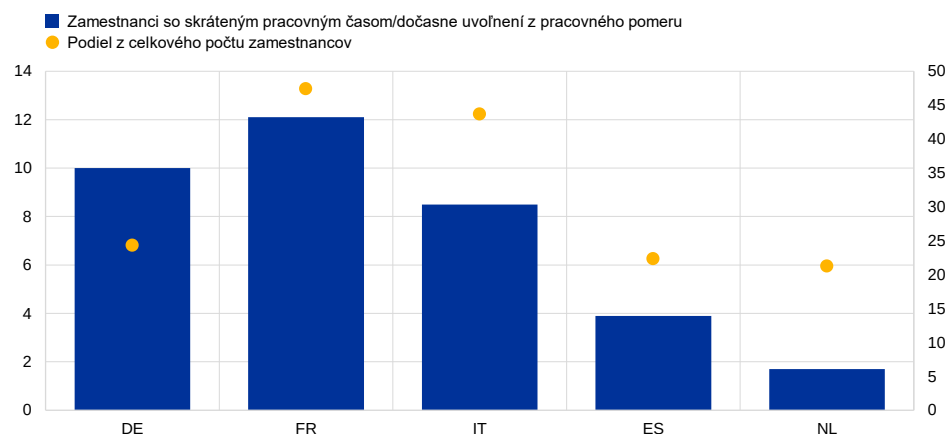
Vo všetkých piatich najväčších krajinách eurozóny má značný podiel zamestnancov pravdepodobne skrátený pracovný čas alebo sú dočasne uvoľnení z pracovného pomeru. Predbežné odhady (graf B) na základe rôznych zdrojov naznačujú, že v Nemecku sa tieto systémy môžu vzťahovať približne na 10 miliónov zamestnancov (24 % zamestnancov) a vo Francúzsku približne na 12 miliónov zamestnancov (47 % zamestnancov). Odhaduje sa, že podobné údaje platia aj pre Taliansko: 8,5 milióna zamestnancov (44 % zamestnancov), Španielsko: 3,9 milióna zamestnancov (23 % zamestnancov) a Holandsko: 1,7 milióna zamestnancov (21 % zamestnancov). Keďže oficiálne údaje v prípade niektorých z týchto krajín sa ešte nezverejnili, tieto údaje je potrebné vnímať s rezervou. V tomto prípade sa využívajú na ilustračné účely na meranie nepriaznivého vplyvu týchto

opatrení na príjmy. Okrem toho je pravdepodobné, že tieto údaje predstavujú hornú hranicu a odrážajú mieru využívania počas trvania opatrení na obmedzenie pohybu. V tomto boxe sa neanalyzujú ďalšie vládne opatrenia určené na podporu samostatne zárobkovo činných osôb.

Graf B

Odhady počtu zamestnancov, ktorí majú skrátený pracovný čas alebo sú dočasne uvoľnení z pracovného pomeru

(ľavá os: v miliónoch zamestnancov; pravá os: percentuálny podiel zamestnancov)



Zdroje: Odhady zamestnancov ECB na základe informácií od IAB (Nemecko), Dares (Francúzsko), INPS (Taliansko), Factiva (Španielsko) a UWV (Holandsko).

Poznámka: Na základe údajov získaných do polovice mája 2020.

Presný vplyv skráteného pracovného času na disponibilný príjem domácností je zatiaľ neistý.

Rýchlo sa mení nielen počet príjemcov, neznáme je zatiaľ aj presné zníženie počtu odpracovaných hodín na príjemcu. Na posúdenie významu systémov skráteného pracovného času pre disponibilný príjem domácností sa v grafe C uvádzajú dva príklady zobrazujúce obdobie s vysokou mierou vplyvu (uplatniteľné počas obmedzenia pohybu) a obdobie s nízkou mierou vplyvu (s relatívne menej prísnymi opatreniami proti šíreniu nákazy uplatniteľné po ukončení opatrení na obmedzenie pohybu) na základe výpočtov v prípade piatich najväčších krajín eurozóny. Celkovo sú charakteristiky týchto dvoch období v súlade so *stredným* scenárom hospodárskej aktivity eurozóny v druhom štvrťroku 2020, pri ukončení prísneho obmedzenia pohybu v priebehu mája 2020.⁵¹

Dávky kompenzujúce skrátenie pracovného času výrazne tlmia vplyv pandémie COVID-19 na disponibilný príjem domácností.

Keby tieto dávky neexistovali, pokles pracovných príjmov domácností v eurozóne v dôsledku zníženého počtu odpracovaných hodín by mohol počas trvania opatrení na obmedzenie pohybu klesnúť na -22 % (graf C, obdobie s vysokou mierou vplyvu).⁵² Vďaka dávкам kompenzujúcim skrátenie pracovného času by však pokles čistého pracovného príjmu

⁵¹ Viac informácií o strednom scenári sa uvádza v boxe s názvom Alternative scenarios for the impact of the COVID-19 pandemic on economic activity in the euro area, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2020.

⁵² Predpokladá sa, že pracovný čas každého príjemcu sa skracuje v priemere o 75 %. Toto predpokladané skrátenie počtu odpracovaných hodín je napríklad väčšie ako skutočné skrátenie počtu odpracovaných hodín príjemcov dávok kompenzujúcich skrátenie pracovného času v Nemecku počas finančnej krízy. Vzhľadom na výrazné zníženie počtu odpracovaných hodín vo viacerých sektoroch počas trvania opatrení na obmedzenie pohybu sa však zdá byť odôvodnené.

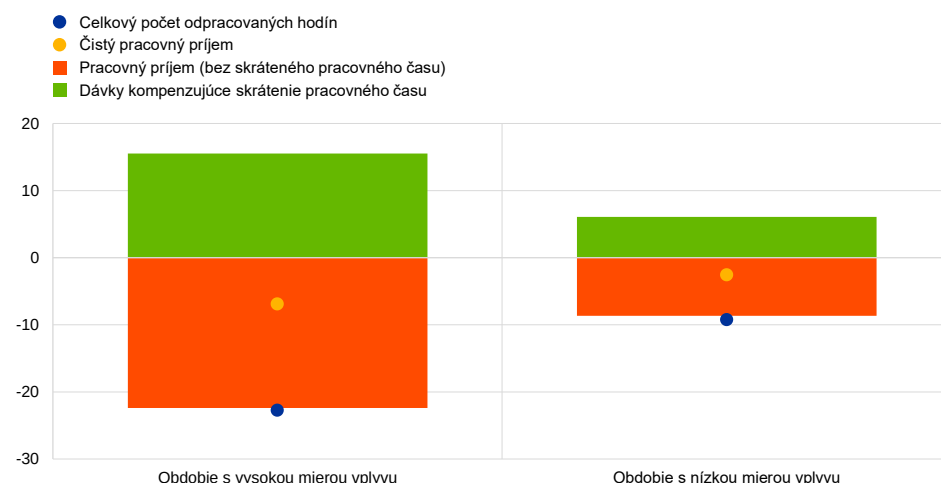
mal predstavovať iba -7 %, aj keď je potrebné zdôrazniť, že medzi jednotlivcami a jednotlivými krajinami existujú významné rozdiely. Keďže pracovný príjem predstavuje približne dve tretiny disponibilného príjmu domácností, možno očakávať, že systémy skráteného pracovného času poskytujú rezervu približne vo výške 10 % disponibilného príjmu domácností (po odpočítaní od zmiešaných a majetkových príjmov). Počas obdobia s nízkou mierou vplyvu po ukončení opatrení na obmedzenie pohybu by sa strata čistého pracovného príjmu mohla znížiť na úroveň -3 %, pričom dávky kompenzujúce skrátenie pracovného času by sa rýchlo znížovali.

Keďže systémy skráteného pracovného času pomáhajú udržiavať pracovné miesta počas krízy, zmierňujú aj nárast neistoty v oblasti príjmov. Systémy skráteného pracovného času pomáhajú nielen domácnostiam udržať si príjem, ale aj spoločnostiam zachovať si peňažný tok. V dôsledku toho by malo byť ohrozených menej pracovných miest, kým nenastane hospodárske oživenie. Znižovanie neistoty v oblasti príjmov domácností je ďalším prostriedkom, ktorým môže verejná politika pomôcť zmierniť nepriaznivý vplyv pandémie koronavírusu na výdavky domácností.

Graf C

Skrátený pracovný čas a pracovný príjem v eurozóne

(percentuálne zmeny, príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroje: Odhady zamestnancov ECB v prípade (piatich najväčších krajín) eurozóny na základe predbežných údajov o počte zamestnancov so skráteným pracovným časom od IAB (Nemecko), Dares (Francúzsko), INPS (Taliansko), Factiva (Španielsko) a UWV (Holandsko).

Poznámky: V prípade obdobia s vysokou mierou vplyvu sa využíva odhadovaný počet zamestnancov so skráteným pracovným časom v grafe B a predpokladá sa zníženie počtu odpracovaných hodín na príjemcu v priemere o 75 %. V prípade obdobia s nízkou mierou vplyvu sa predpokladá iba polovica počtu dotknutých zamestnancov v rámci scenára s vysokou mierou vplyvu. Predpokladá sa menšie skrátenie počtu odpracovaných hodín na príjemcu, v priemere o 60 %.

Kríza vyvolaná ochorením COVID-19 a jej dôsledky pre fiškálne politiky

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier a Nadine Leiner-Killinger

Pandémia koronavírusu (COVID-19) spôsobila bezprecedentnú záťaž pre hospodárstva a verejné financie krajín eurozóny, čo si okrem opatrení na vnútroštátnej úrovni vyžiada aj rásnu reakciu zo strany EÚ. Dňa 20. mája

Európska komisia zverejnila odporúčania pre jednotlivé krajiny týkajúce sa hospodárskej a fiškálnej politiky v rámci európskeho semestra 2020.⁵³ Dňa 27. mája zverejnila návrh fondu obnovy, ktorého cieľom bude podpora obnovy s budúcimi investíciami a štrukturálnymi reformami.⁵⁴ Tento box sa venuje koordinácii fiškálnych politík v rámci tohtoročného európskeho semestra a vysvetľuje, že zabezpečenie rovnomernej obnovy v krajinách eurozóny a boj proti fragmentácii si okrem opatrení prijatých na vnútroštátnej úrovni vyžadujú aj ďalšiu výraznú podporu.

Všetky krajiny eurozóny prijali v reakcii na dramatický šok spojený s ochorením COVID-19 balíky fiškálnych opatrení. Tie pozostávali z diskrečných fiškálnych stimulov, zo štátnych záruk za podnikové úvery a z ďalších opatrení na podporu likvidity. Dôležitou súčasťou diskrečných opatrení bola podpora pre podniky, predovšetkým s cieľom zachovať zamestnanosť.⁵⁵ Krajiny sa tiež zameriavali na výdavky v zdravotníctve a na podporu nezamestnaných a ďalších zraniteľných skupín prostredníctvom rôznych sociálnych transferov. Pokiaľ ide o príjmy, odklad platenia daní a príspevkov na sociálne zabezpečenie mal za cieľ najmä podporiť likviditu domácností a podnikov. Podľa [hospodárskej prognózy Európskej komisie z jari 2020](#) dosiahli diskrečné fiškálne opatrenia v eurozóne celkový objem 3,25 % HDP. Podľa rozpočtových plánov vlád, ktoré boli súčasťou programov stability zverejnených na konci apríla,⁵⁶ štátne záruky za podnikové úvery a ďalšie opatrenia na podporu likvidity predstavujú ďalších približne 20 % HDP eurozóny. Tieto plány však odhaľujú výrazné rozdiely vo veľkosti balíkov prijatých v jednotlivých krajinách, najmä pokiaľ ide o objem poskytnutých štátnych záruk. Uvedené rozdiely zvyšujú riziko nerovnomernej obnovy v eurozóne a fragmentácie medzi ekonomikami eurozóny.

S cieľom uľahčiť dostatočnú okamžitú reakciu na mimoriadnu krízu Rada ECOFIN dňa 23. mája aktivovala všeobecnú únikovú doložku v rámci Paktu stability a rastu. Aktivácia doložky umožňuje, aby krajiny v prípade výrazného zhoršenia hospodárskej situácie v eurozóne alebo v EÚ ako celku upustili od plnenia požiadavky rozpočtovej konsolidácie platnej podľa fiškálnych pravidiel EÚ, ale len za predpokladu, že sa tým neohrozí udržateľnosť dlhu.⁵⁷ Rada ECOFIN zdôraznila, že

⁵³ Podrobnosti sa nachádzajú na internetovej stránke [2020 European Semester: Country Specific Recommendations / Commission Recommendations](#). Rada ECOFIN schválila tieto odporúčania 12. júna.

⁵⁴ Viac v tlačovej správe [Správny čas pre Európu: náprava škôd a príprava budúcnosti pre ďalšie generácie](#).

⁵⁵ Viac v boxe s názvom Systémy skráteného pracovného času a ich vplyv na mzdy a disponibilný príjem v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

⁵⁶ Viac na internetovej stránke [2020 European Semester: National Reform Programmes and Stability/Convergence Programmes](#).

⁵⁷ Viac vo [vyhlásení ministrov financií EÚ k Paktu stability a rastu vzhľadom na krízu vyvolanú ochorením COVID-19](#) z 23. marca 2020.

výsledná podpora má byť „navrhnutá podľa potreby s cieľom zabezpečiť včasnú, dočasnú a cielenú reakciu“.

Veľkosť šoku spojeného s ochorením COVID-19 a rozsah fiškálnych protiopatrení viedli k drastickému zhoršeniu a divergencii fiškálnych pozícií.

Podľa hospodárskej prognózy Európskej komisie z jari 2020 by sa mal deficit rozpočtu eurozóny v roku 2020 zvýšiť na 8,5 % HDP, v porovnaní s 0,6 % HDP v predchádzajúcom roku. Zatiaľ čo v roku 2019 jedenásť krajín zaznamenalo prebytkový rozpočet, v tomto roku sa očakáva, že deficit rozpočtu všetkých krajín eurozóny prekročí referenčnú hodnotu 3 % HDP. Najväčšie deficity sa očakávajú v prípade Belgicka, Španielska, Francúzska a Talianska, teda krajín, ktoré mali na začiatku krízy vysoký pomer dlhu verejnej správy k HDP (grafy A a B). Celkový pomer dlhu k HDP eurozóny by mal v roku 2020 prudko stúpnúť o 16,7 percentuálneho bodu na 102,7 % HDP, pričom situácia v jednotlivých krajinách bude výrazne odlišná. Najvýraznejší rast zadlženosti zaznamenajú krajiny, ktoré do krízy vstupovali s pomerom dlhu okolo úrovne 100 %. Pomer dlhu pod referenčnou hodnotou 60 % HDP by si malo udržať iba šesť krajín eurozóny (Estónsko, Luxembursko, Lotyšsko, Litva, Malta a Slovensko). Pri nezmenených politikách by mali deficit verejných financií a pomer dlhu k HDP v roku 2021 klesnúť, hoci naďalej zotrvajú vysoko nad úrovňou pred krízy.

Komisia konštatovala, že žiadna z členských krajín eurozóny v súčasnosti nespĺňa kritérium deficitu verejných financií stanovené v Zmluve o fungovaní Európskej únie, pričom niektoré z nich nespĺňajú ani kritérium dlhu.⁵⁸ Vzhľadom na mimoriadne vysokú mieru neistoty v súvislosti s hospodárskym vývojom, „a to aj pokiaľ ide o navrhnutie dôveryhodného smerovania fiškálnej politiky“,“⁵⁹ Komisia v súčasnosti neodporúča začať postupy pri nadmernom deficite. Neskôr počas roka Komisia opätovne zhodnotí rozpočtovú situáciu členských štátov na základe hospodárskej prognózy z jesene 2020 a návrhov rozpočtových plánov krajín eurozóny na rok 2021.

Na prekonanie výrazného šoku budú musieť všetky krajiny aj naďalej podporovať svoje hospodárstva a popritom zabezpečovať strednodobú fiškálnu udržateľnosť. V odporúčaniach Komisie týkajúcich sa fiškálnej politiky na roky 2020 a 2021 sa uvádza, že krajiny by mali „v súlade so všeobecnou únikovou doložkou prijať všetky opatrenia nevyhnutné na účinný boj proti pandémie, udržanie hospodárstva a následnú podporu oživenia“. Následne, „keď to hospodárske podmienky umožňujú,“ by krajiny mali „uplatňovať fiškálne politiky zamerané na dosiahnutie obozretných strednodobých fiškálnych pozícií a zabezpečenie udržateľnosti dlhu a zároveň aj na zvyšovanie investícií“. Po odznení výrazného

⁵⁸ Európska komisia vypracovala správy podľa článku 126 ods. 3 Zmluvy o fungovaní Európskej únie pre všetky členské štáty s výnimkou Rumunska ([Excessive deficit procedures – overview](#)). Správy hodnotia súlad členských štátov s kritériom deficitu v roku 2020 na základe ich plánov alebo na základe hospodárskej prognózy Európskej komisie z jari 2020. Pri všetkých krajinách s výnimkou Bulharska Európska komisia konštatuje, že kritérium deficitu nebolo splnené. Pokiaľ ide o Belgicko, Cyprus, Francúzsko, Grécko, Taliansko a Španielsko, v rámci týchto správ sa hodnotí aj súlad s kritériom dlhu v roku 2019 na základe reálnych údajov. V prípade Belgicka, Francúzska a Španielska Komisia zhodnotila, že kritérium dlhu nespĺnili, zatiaľ čo Cyprus a Grécko toto kritérium splnili. Pri Taliansku Európska komisia konštatuje, že neexistuje „dostatočné množstvo údajov dokazujúcich, či kritérium dlhu ... bolo alebo nebolo splnené“.

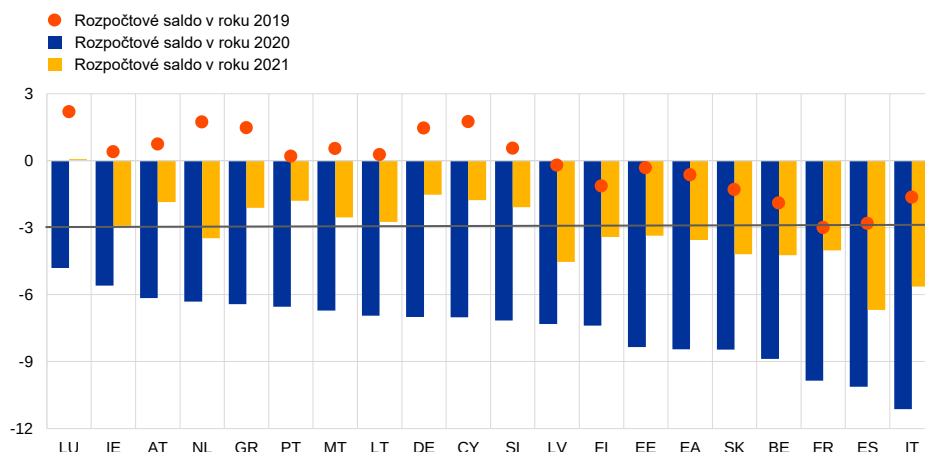
⁵⁹ Viac v [oznámení Komisie: Európsky semester 2020: odporúčania pre jednotlivé krajiny](#).

hospodárskeho poklesu a pred nástupom pochybností týkajúcich sa udržateľnosti dlhu v strednodobom horizonte bude potrebné všeobecnú únikovú doložku odvolať. Fiškálne politiky sa následne budú musieť vrátiť ku konsolidácii stanovenej v pakte.

Graf A

Rozpočtové saldá verejných financií, 2019 – 2021

(v % HDP)

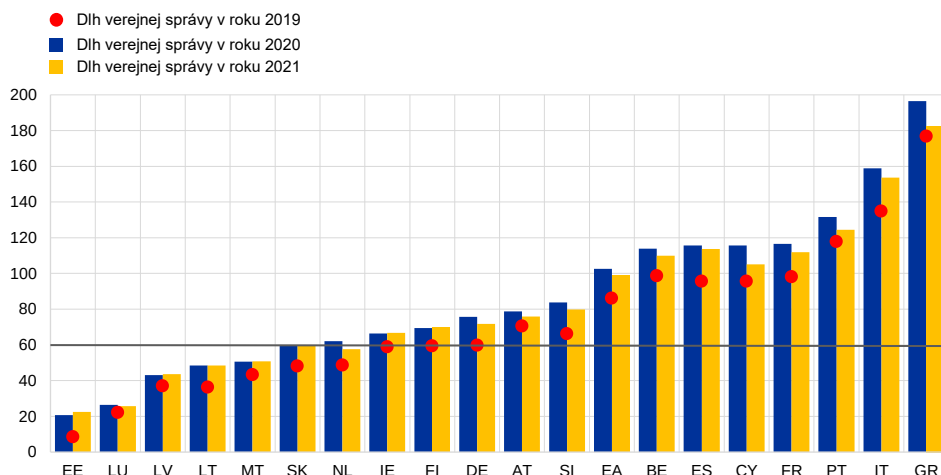


Zdroj: Európska komisia (databáza AMECO) a výpočty odborníkov ECB.

Graf B

Hrubý dlh verejnej správy, 2019 – 2021

(v % HDP)



Zdroj: Európska komisia (databáza AMECO) a výpočty odborníkov ECB.

Na podporu oživenia a predchádzanie hospodárskej fragmentácie v eurozóne je potrebná rózna európska reakcia, pričom prvé opatrenia v rámci nej už boli prijaté. Na ochranu pracovníkov, podnikov a členských štátov boli zavedené záchranné siete v celkovej hodnote 540 mld. €. Po prvé, európsky nástroj dočasnej podpory na zmiernenie rizík nezamestnanosti v núdzovej situácii (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency – SURE) poskytne úvery členským štátom a mal by sprístupniť prostriedky potrebné na financovanie vnútroštátnych systémov skráteného pracovného času, ako aj niektorých výdavkov súvisiacich so zdravím

počas trvania núdzovej situácie. Členské štáty budú môcť za výhodných podmienok čerpať z rozpočtu EÚ úvery vo výške až 100 mld. €, ktoré budú zabezpečené zárukami poskytnutými členskými štátmi.⁶⁰ Po druhé, vytvorí sa celoeurópsky záručný fond vo výške 25 mld. €, ktorý posilní aktivity Európskej investičnej banky (EIB). Týmto krokom bude možné podporiť financovanie podnikov v objeme 200 mld. €, a to aj prostredníctvom vnútroštátnych rozvojových bánk.⁶¹ Po tretie, v rámci ochrany členských krajín eurozóny bol vytvorený nástroj na podporu v súvislosti s pandemickou krízou, ktorý vychádza z existujúcej preventívnej úverovej linky Európskeho mechanizmu pre stabilitu – úverovej linky s dodatočnými podmienkami (Enhanced Conditions Credit Line – ECCL). Tento nástroj bude k dispozícii všetkým členským štátom eurozóny vo výške 2 % HDP príslušného členského štátu za rok 2019 a jeho celkový objem predstavuje 240 mld. €. Jedinou podmienkou využitia tejto úverovej linky je, aby sa členský štát žiadajúci o podporu „zaviazal použiť prostriedky z úverovej linky na podporu domáceho financovania zdravotníckych, liečebných a preventívnych nákladov priamo alebo nepriamo súvisiacich s krízou spojenou s ochorením COVID-19.“⁶²

Pri príprave a podpore obnovy na úrovni EÚ je aj napriek tomu potrebné vynaložiť ďalšie úsilie. Dňa 27. mája Európska komisia predstavila návrh plánu obnovy vrátane nového nástroja obnovy s názvom Next Generation EU (EÚ pre ďalšie generácie) a celkovým objemom 750 mld. €, ktorý tvorí súčasť posilneného viacročného finančného rámca. Nástroj Next Generation EU by sa mal skladať z 500 mld. € vo forme grantov a 250 mld. € vo forme pôžičiek členským štátom určených predovšetkým na podporu investícií a štrukturálnych reforiem. Prioritne budú posudzované dlhodobé strategické investície na podporu zelenej a digitálnej transformácie. Z hľadiska budúceho vývoja je dôležité, aby členské štáty EÚ dosiahli rýchlu dohodu na výraznom úsilí pri podpore svojich ekonomík.

⁶⁰ Nariadenie Rady (EÚ) 2020/672 z 19. mája 2020 o zriadení európskeho nástroja dočasnej podpory na zmiernenie rizík nezamestnanosti v núdzovej situácii (SURE) v dôsledku výskytu ochorenia COVID-19 (ÚV L 159, 20.5.2020, s. 1).

⁶¹ Viac v tlačovej správe [EIB Board approves €25 billion Pan-European Guarantee Fund in response to COVID-19 crisis](#).

⁶² Viac na internetovej stránke [ESM Pandemic Crisis Support](#).

© 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. Reprodukované na vzdelávacie a nekomerčné účely je povolené s uvedením zdroja.

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

Redakčná uzávierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 3. júna 2020.

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

PDF ISSN 2363-3549 QB-BP-20-004-SK-N