



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 8/2020



Obsah

Hospodársky a menový vývoj	2
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	8
2 Finančný vývoj	16
3 Hospodárska aktivita	23
4 Ceny a náklady	29
5 Peňažná zásoba a úvery	34
6 Fiškálny vývoj	42
Boxy	46
1 Dlhodobé nepriaznivé účinky minulých kríz na globálnu ekonomiku	46
2 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 22. júla do 3. novembra 2020	53
3 Hodnotenie krátkodobého hospodárskeho vývoja v čase pandémie COVID-19	59
4 Bližší pohľad na dosah pandémie COVID-19 cez štruktúru agregátneho dopytu eurozóny očistenú od dovozu	64
5 Vývoj v sektore turizmu počas pandémie COVID-19	68
6 Dlhodobé dosahy pandémie: výsledky prieskumu medzi poprednými spoločnosťami	72
7 Hodnotenie dynamiky miezd počas pandémie COVID-19: pomôžu údaje o dojednaných mzdách?	76
8 Návrhy rozpočtových plánov na rok 2021: preskúmanie v čase koronakrízy	80

Hospodársky a menový vývoj

Prehľad

Rada guvernérov na menovopolitickom zasadaní 10. decembra 2020 rozhodla o rekalibrácii svojich nástrojov menovej politiky. Napriek výraznejšiemu než očakávanému zotaveniu hospodárskej aktivity v treťom štvrťroku a povzbudivým vyhladkam sprístupnenia očkovacích látok je pandémia koronavírusu (COVID-19) aj naďalej spojená so závažnými rizikami, ktoré ohrozujú verejné zdravie a ekonomiku v eurozóne i vo svete. Opätovný nárast počtu infikovaných COVID-19 a súvisiace opatrenia proti šíreniu nákazy podstatne brzdia hospodársku aktivitu v eurozóne, ktorá má v poslednom štvrťroku 2020 zaznamenať pokles. Zatiaľ čo aktivita vo výrobnom sektore je naďalej stabilná, aktivitu v sektore služieb zásadným spôsobom tlmi nárast počtu prípadov a nové obmedzenia sociálnych kontaktov a mobility. V prostredí nízkeho dopytu a výraznej miery nevyužitých kapacít na trhu práce a trhu tovarov a služieb je inflácia naďalej veľmi nízka. Z aktuálnych údajov a makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2020 celkovo vyplýva citeľnejší krátkodobý dosah pandémie na hospodársku aktivitu a dlhšie trvajúci slabý vývoj inflácie, než sa predpokladalo doteraz. Rada guvernérov sa preto na svojom zasadaní 10. decembra 2020 rozhodla rekalibrovať nástroje menovej politiky.

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

V treťom štvrťroku 2020 svetové hospodárstvo zaznamenalo výrazné zotavenie, pričom v dynamickom raste pokračovalo i začiatkom posledného štvrťroka. V súčasnosti však krátkodobý výhľad hospodárskeho vývoja zatienujú určité negatívne faktory. Napriek tomu, že aktuálne správy o vývoji účinných očkovacích látok proti koronavírusu vyvolávajú optimizmus na finančnom trhu, krátkodobý výhľad hospodárskeho vývoja vo svete zostáva zatienený pandemiou. Podstatný nárast počtu nových infekcií COVID-19, najmä vo vyspelých ekonomikách, vedie k opätovnému zavádzaniu opatrení proti šíreniu nákazy, aj keď v porovnaní s opatreniami z prvej vlny pandémie sa ich negatívny vplyv na hospodársku aktivitu považuje za menší. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2020 má svetový reálny HDP (bez eurozóny) tento rok klesnúť o 3,0 %, v roku 2021 má vzrásť o 5,8 %, v roku 2022 o 3,9 % a v roku 2023 o 3,6 %. Svetový obchod (bez eurozóny) v roku 2020 v porovnaní s reálnym HDP klesol prudšie, v roku 2021 však má zaznamenať rýchlejšie oživenie. Príčinou je predovšetkým výraznejšia procyklickosť obchodu, najmä v čase hospodárskeho útlmu. Tieto nepriaznivé účinky majú byť vzhľadom na nedávny opätovný nárast počtu infikovaných menej vážne. Bilancia rizík ohrozujúcich výhľad hospodárskeho rastu sa v porovnaní s predchádzajúcimi očakávaniami považuje za

menej zápornú, keďže pravdepodobnosť naplnenia závažného scenára vývoja je vďaka správam o účinnosti viacerých vakcín nižšia.

Celkovo možno konštatovať čiastočné uvoľnenie podmienok financovania v eurozóne od septembrového zasadania Rady guvernérov v prostredí lepšej rizikovej atmosféry vďaka pozitívnym správam o očkovacích látkach. Počas sledovaného obdobia (od 10. septembra do 9. decembra 2020) forwardová krivka jednotňovej eurovej úrokovej sadzby EONIA mierne kolísala, aj keď v konečnom dôsledku zostala v podstate nezmenená. Jej fluktuácia je prejavom obáv z rýchlejšieho šírenia vírusu COVID-19 v Európe na jednej strane a pozitívnych správ o očkovacích látkach na strane druhej. V krátkodobej časti spektra krivka naďalej zostáva len mierne invertovaná. Výnosy a spready dlhodobých štátnych dlhopisov v eurozóne počas sledovaného obdobia výrazne klesli vzhľadom na očakávané pokračovanie menovej a rozpočtovej podpory a celosvetové zlepšovanie rizikovej nálady, ktoré pramení najmä zo správ o úspešnom testovaní očkovacích látok. Ceny rizikových aktív zodpovedajúcim spôsobom rástli. Na devízových trhoch došlo len k miernemu oslabeniu eura v obchodne váženom vyjadrení.

Po prudkom poklese v prvej polovici roka 2020 sa v treťom štvrtroku reálny HDP eurozóny výrazne zotavil a medzištvrtročne vzrástol o 12,5 %, hoci bol aj naďalej výrazne nižší ako pred pandémiou. Druhá vlna pandémie a s ňou spojené zintenzívnenie opatrení proti šíreniu nákazy od polovice októbra majú v poslednom štvrtroku podľa očakávaní viesť k opätovnému výraznému poklesu aktivity, hoci v oveľa menšom rozsahu než v druhom štvrtroku tohto roka. Hospodársky vývoj v jednotlivých sektoroch prebieha naďalej nerovnomerne: aktivita v sektore služieb je novými obmedzeniami sociálnych kontaktov a mobility zasiahnutá výraznejšie než aktivita v priemyselnom sektore. Napriek rozpočtovým opatreniam na podporu domácností a podnikov sa v správaní spotrebiteľov naďalej prejavuje opatrnosť, ktorá pramení z pandémie a jej následkov na zamestnanosť a príjmy. Zhoršený stav súvah a neistota v spojitosti s výhľadom hospodárskeho vývoja navyše tlmí podnikové investície. Čo sa týka budúceho vývoja, najnovší pokrok vo vývoji očkovacích látok proti ochoreniu COVID-19 zvyšuje dôveru v predpoklad postupného riešenia zdravotnej krízy. Dosiachnutie plošnej imunity však určitý čas potrvá, pričom nemožno vylúčiť, že dôjde k opätovnému nárastu počtu infikovaných s následkami na verejné zdravie a ekonomické vyhliadky. V strednodobom horizonte by mali oživenie ekonomiky eurozóny podporovať priaznivé podmienky financovania, expanzívna rozpočtová politika a oživenie dopytu v dôsledku uvoľňovania opatrení proti šíreniu nákazy a rozptyľovania neistoty.

Toto hodnotenie sa v zásade odráža aj v základnom scenári makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2020, podľa ktorých by malo ročné tempo rastu reálneho HDP predstavovať $-7,3\%$ v roku 2020, $3,9\%$ v roku 2021, $4,2\%$ v roku 2022 a $2,1\%$ v roku 2023. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2020 bol výhľad vývoja hospodárskej aktivity v krátkodobom horizonte upravený nadol, no v strednodobom horizonte by sa mal celkovo zotaviť na úroveň projektovanú v septembrovom základnom scenári. Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne celkovo zostávajú na strane pomalšieho rastu,

v súčasnosti sú však menej výrazné. Správy o očakávanom sprístupnení očkovacích látok sú síce povzbudivé, no aj naďalej pretrvávajú riziká pomalšieho rastu spojené s následkami pandémie na ekonomické a finančné podmienky.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu zostala ročná miera inflácie v eurozóne v novembri nezmenená na úrovni –0,3 %. Na základe dynamiky cien ropy a dočasného zníženia dane z pridanej hodnoty v Nemecku je pravdepodobné, že celková inflácia zostane až do začiatku roka 2021 záporná. Následne by sa mala vzhľadom na ukončenie dočasného zníženia dane z pridanej hodnoty v Nemecku a kladné bazické efekty inflácie cien energií zvyšovať. Základné cenové tlaky zároveň podľa očakávaní zostanú obmedzené v dôsledku nízkeho dopytu, predovšetkým v oblasti cestovného ruchu a súvisiacich služieb, ako aj v dôsledku nízkych mzdových tlakov a historicky vysokej úrovne efektívneho výmenného kurzu eura. Po odznení následkov pandémie má oživenie dopytu, podporované akomodáčnou rozpočtovou a menovou politikou, vyvolať tlak na rast inflácie v strednodobom horizonte. Trhové ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní i ukazovatele odvodené z výsledkov prieskumov zostávajú na nízkej úrovni.

Toto hodnotenie sa celkovo odráža aj v základnom scenári makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2020, podľa ktorých by mala ročná miera inflácie HICP dosiahnuť 0,2 % v roku 2020, 1,0 % v roku 2021, 1,1% v roku 2022 a 1,4 % v roku 2023.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2020 bol výhľad vývoja inflácie na roky 2020 a 2022 upravený nadol. Inflácia HICP bez energií a potravín by mala v roku 2020 predstavovať 0,7 %, v roku 2021 0,8 %, v roku 2022 1,0 % a v roku 2023 by mala vzrásť na 1,2 %.

Pandémia koronavírusu i naďalej ovplyvňuje dynamiku menového vývoja v eurozóne. Tempo rastu menového agregátu M3 v októbri 2020 zostalo zhruba nezmenené na úrovni 10,5 %. K výraznému rastu peňažnej zásoby prispievajú prebiehajúce nákupy aktív uskutočňované Eurosystemom, ktoré sa stali najväčším zdrojom tvorby peňazí. V prostredí stále zvýšeného záujmu o likviditu v sektore držby peňazí a nízkych oportunitných nákladov držby najlikvidnejších foriem peňazí k rastu peňažnej zásoby naďalej najviac prispieva menový agregát M1. Rast úverov súkromnému sektoru sa stabilizoval, no aj naďalej vykazuje vyššiu mieru rastu než pred pandémiou COVID-19. Ročná miera rastu úverov nefinančným spoločnostiam v októbri 2019 klesla zo septembrových 7,1 % na 6,8 %. K jej spomaleniu dochádza v prostredí klesajúcich potrieb núdzovej likvidity, nízkej investičnej aktivity a prísnejších podmienok podnikových úverov. Ročná miera rastu úverov domácnostiam v októbri, rovnako ako v septembri, predstavovala 3,1 %. Menovopolitické opatrenia Rady guvernérov spolu s opatreniami, ktoré prijali vlády jednotlivých krajín a európske inštitúcie, zostávajú nevyhnutné na podporu podmienok poskytovania bankových úverov a prístupu k financovaniu, predovšetkým pre subjekty najviac postihnuté následkami pandémie.

Rozsiahla rozpočtová podpora zmierňuje výrazné negatívne následky pandémie koronavírusu na reálne hospodárstvo. Hoci sú rozpočtové náklady tejto podpory značne vysoké pre všetky krajiny eurozóny, ich úroveň sa v jednotlivých krajinách výrazne líši. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu

z decembra 2020 má v dôsledku hospodárskeho útlmu a rozpočtovej podpory dôjsť k podstatnému nárastu deficitu rozpočtu verejnej správy v eurozóne – z 0,6 % HDP v roku 2019 na 8,0 % v roku 2020. Neskôr sa má pomer deficitu znížiť na 6,1 % HDP v roku 2021, 3,9 % v roku 2022 a 3,0 % v roku 2023. K jeho zlepšovaniu má dochádzať v prvom rade vďaka postupnému odvolávaniu núdzových opatrení proti šíreniu nákazy, pričom cyklická zložka sa má podstatne zlepšovať až od roku 2022. Ambiciózne a koordinované nastavenie rozpočtovej politiky hrá vzhľadom na prudkú kontrakciu hospodárstva eurozóny naďalej zásadnú úlohu, hoci rozpočtové opatrenia by mali byť cieleňé a dočasné. Vzhľadom na nízky dopyt zo strany podnikov a domácností a zvýšené riziko oneskorenia oživenia v dôsledku nových opatrení na obmedzenie pohybu počas druhej vlny pandémie je však rozpočtová podpora na národnej úrovni naďalej potrebná. Fond Next Generation EU, ktorý je doplnkom rozpočtových opatrení zavedených na národnej úrovni, prispeje k rýchlejšiemu, silnejšiemu a rovnomernejšiemu oživeniu a zvýši hospodársku odolnosť a rastový potenciál ekonomík členských štátov EÚ, najmä ak budú jeho prostriedky vynaložené na produktívne verejné výdavky v spojení so štrukturálnymi opatreniami na zvyšovanie produktivity.

Súbor opatrení menovej politiky

Vzhľadom na hospodárske následky opätovného šírenia pandémie a výsledný dlhodobejšie nevýrazný vývoj inflácie Rada guvernérov 10. decembra 2020 rekalibrovala svoje nástroje menovej politiky s cieľom zachovať priaznivé podmienky financovania počas trvania pandémie a podporovať tak hospodársku aktivitu a jednoznačný vývoj inflácie smerom k úrovni nižšej, ale blízkej 2 % v strednodobom horizonte.

1. Rada guvernérov sa rozhodla ponechať kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Na súčasnej alebo nižšej úrovni majú podľa očakávaní zostať, až kým sa výhľad vývoja inflácie počas horizontu projekcií nebude výrazne približovať k úrovni dostatočnej blízkej, ale nižšej ako 2 %, a kým sa tento vývoj inflácie nebude konzistentne odrážať v dynamike základnej inflácie.
2. Rada guvernérov sa rozhodla navýšiť rámec núdzového pandemického programu nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP) o 500 mld. € na spolu 1 850 mld. €. Predĺžila tiež horizont čistých nákupov v rámci programu PEPP minimálne do konca marca 2022. Eurosystem bude v čistom nákupe v každom prípade pokračovať dovtedy, kým podľa Rady guvernérov nepominie kríza spôsobená epidémiou koronavírusu. Eurosystem bude nákupy v rámci programu PEPP počas tohto predĺženého horizontu uskutočňovať v záujme zachovania priaznivých podmienok financovania. Nákupy bude realizovať flexibilne podľa trhových podmienok, s cieľom predísť sprísneniu finančných podmienok, ktoré by nebolo v súlade s neutralizovaním tlmiaceho účinku pandémie na projektovaný vývoj inflácie. Flexibilný priebeh nákupov z hľadiska času, jednotlivých tried aktív a jurisdikcií bude navyše aj naďalej podporovať plynulú transmisiu menovej politiky. Ak bude možné zachovať priaznivé podmienky financovania i pri objeme nákupov, ktorý počas

horizontu čistých nákupov v rámci programu PEPP nevyčerpá stanovený rámec, potom tento rámec nemusí byť využitý v plnom rozsahu. Rámec programu môže byť znova prekalibrovaný, ak to bude potrebné na zachovanie priaznivých podmienok financovania, ktoré prispievajú k zmierňovaniu negatívneho šoku pandémie ohrozujúceho vývoj inflácie. Predĺženie horizontu nákupov PEPP je reakciou na dlhšie trvajúce následky pandémie na hospodárstvo a infláciu. Umožňuje zabezpečiť nepretržitú prítomnosť na trhu a trvalejšiu podporu prostredníctvom menových stimulov Rady guvernérov. Zachovanie priaznivých podmienok financovania počas trvania pandémie pomôže znížiť neistotu a zvýšiť dôveru, čo podporí spotrebné výdavky a podnikové investície a v konečnom dôsledku prispeje k hospodárskemu oživeniu a pomôže kompenzovať tlmiaci účinok pandémie na projektovaný vývoj inflácie. Rada guvernérov sa tiež rozhodla predĺžiť dobu reinvestovania splatenej istiny z cenných papierov nakúpených v rámci programu PEPP minimálne do konca roka 2023. Redukcia portfólia PEPP v budúcnosti bude v každom prípade prebiehať riadeným spôsobom, aby nenarušila primerané nastavenie menovej politiky.

3. Rada guvernérov rozhodla o ďalšej rekalibrácii podmienok tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III). Konkrétne sa rozhodla predĺžiť dobu uplatňovania výrazne výhodnejších podmienok o dvanásť mesiacov do júna 2022. V období od júna do decembra 2021 Rada guvernérov tiež uskutoční tri dodatočné operácie. Rada guvernérov sa zároveň rozhodla zvýšiť celkovú sumu úverových prostriedkov, ktoré budú protistrany v operáciách TLTRO III oprávnené získať, z 50 % na 55 % ich celkového objemu akceptovateľných úverov. V snahe motivovať banky zachovať súčasnú hladinu poskytovania bankových úverov budú upravené podmienky úverovania prostredníctvom operácií TLTRO III k dispozícii len bankám, ktoré dosiahnu nové úverové ciele. Predĺženie doby uplatňovania nízkych úrokových sadzieb TLTRO III v súvislosti s pandemiou, prídanie ďalších operácií a zvýšenie úverového limitu zachová veľmi atraktívne podmienky financovania bánk. To pomôže zabezpečiť, že banky budú môcť aj naďalej ponúkať priaznivé úverové podmienky a že budú mať dostatok likvidity na poskytovanie úverov domácnostiam a podnikom.
4. Rada guvernérov sa rozhodla predĺžiť platnosť súboru opatrení na uvoľnenie kolaterálnych požiadaviek, ktoré prijala 7. a 22. apríla 2020, do júna 2022. Predĺženie platnosti týchto opatrení bankám umožní naďalej využívať likviditné operácie Eurosystemu, najmä rekalibrované operácie TLTRO, v plnej miere. Rada guvernérov opatrenia na uvoľnenie kolaterálnych požiadaviek znova prehodnotí pred júnom 2022, pričom zabezpečí, aby nebola nepriaznivo ovplyvnená účasť protistrán Eurosystemu na operáciách TLTRO III.
5. Rada guvernérov sa tiež rozhodla poskytnúť v roku 2021 štyri dodatočné núdzové pandemické dlhodobějšíe refinančné operácie (PELTRO), ktoré budú naďalej plniť funkciu účinného likviditného zabezpečovacieho mechanizmu.
6. Čistý nákup v rámci programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP) bude pokračovať tempom 20 mld. € za mesiac. Rada guvernérov naďalej očakáva, že mesačný čistý nákup aktív v rámci programu APP bude prebiehať

dovtedy, kým to bude potrebné na posilnenie akomodačného vplyvu menovopolitických sadzieb ECB, a že sa skončí krátko predtým, ako Rada guvernérov začne zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB. Rada guvernérov má tiež v úmysle pokračovať v reinvestovaní plnej výšky istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív ešte po dlhšiu dobu od chvíle, keď začne zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB, v každom prípade však dovtedy, kým to bude potrebné na zachovanie priaznivého stavu likvidity a výraznej miery menovej akomodácie.

7. Repo operácie Eurosystemu pre centrálné banky (EUREP) a všetky dočasné swapové linky a repo linky s centrálnymi bankami krajín nepatriacich do eurozóny budú predĺžené do marca 2022.
8. A napokon Rada guvernérov rozhodla o pokračovaní realizácie svojich pravidelných refinančných operácií formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov za súčasných podmienok, kým to bude potrebné.

Prijaté opatrenia menovej politiky prispievajú k zachovaniu priaznivých podmienok financovania počas trvania pandémie, čím budú podporovať tok úverov do všetkých sektorov hospodárstva a hospodársku aktivitu a ochraňovať strednodobú cenovú stabilitu. Miera neistoty však zostáva vysoká, aj pokiaľ ide o dynamiku vývoja pandémie a načasovanie sprístupnenia očkovacích látok. Rada guvernérov bude okrem toho naďalej sledovať vývoj výmenných kurzov a jeho potenciálne účinky na strednodobý inflačný výhľad. Rada guvernérov je naďalej pripravená podľa potreby upraviť všetky svoje nástroje, aby zabezpečila trvalý vývoj inflácie smerom k svojmu inflačnému cieľu, v súlade so svojou snahou o symetriu.

1 Vonkajšie prostredie

Hoci vyvinutie vakcín proti koronavírusu (COVID-19) vyvolalo optimizmus na finančných trhoch, krátkodobý globálny hospodársky výhľad zostáva poznačený pandemiou. Výrazný nárast počtu nových prípadov nákazy najmä vo vyspelých ekonomikách sa spája s opätovným zavádzaním opatrení proti šíreniu vírusu, pokladajú sa však za menej škodlivé pre hospodársku aktivitu ako opatrenia zavedené počas prvej vlny pandémie. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2020 sa globálny reálny HDP (bez eurozóny) v tomto roku zníži o 3,0 %, v roku 2021 sa zvýši o 5,8 % a následne v rokoch 2022 a 2023 bude rásť o 3,9 % a 3,6 %. Globálny obchod (bez eurozóny) v roku 2020 zaznamenal prudšiu kontrakciu ako reálny HDP, no jeho obnovenie v roku 2021 by malo byť taktiež výraznejšie. V uvedenom vývoji sa odráža hlavne väčšia procyklickosť obchodu, a to najmä počas ekonomického poklesu. Okrem toho, opatrenia proti šíreniu nákazy zavedené v súvislosti s opätovným zvýšeným šírením nákazy by podľa očakávaní mali byť menej škodlivé pre obchod ako opatrenia uplatňované počas prvej vlny nákazy. Rozloženie rizík spojených s globálnym výhľadom sa javí menej nepriaznivé, keďže správy o použiteľnosti niekoľkých vakcín naznačujú menšiu pravdepodobnosť naplnenia závažného scenára zvažovaného v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu v decembri 2020. Vzhľadom na to, že výsledok pobrexítových rokovaní bol v čase, keď sa projekcie finalizovali stále neistý, makroekonomické projekcie vychádzajú z technického predpokladu, že od 1. januára 2021 sa bude obchod medzi Európskou úniou (EÚ) a Spojeným kráľovstvom riadiť pravidlami Svetovej obchodnej organizácie s doložkou najvyšších výhod. Ďalšie riziká sa spájajú s možnosťou, že v snahe znížiť závislosť od externých dodávateľov začnú krajiny diverzifikovať globálnych dodávateľov (čím potenciálne zvýšia svoju odolnosť) a/alebo repatriovať produkciu (čo negatívne zasiahne komplexné globálne hodnotové reťazce).

Globálna hospodárska aktivita a obchod

V treťom štvrtroku 2020 globálna ekonomika zaznamenala prudkú obnovu, ktorá bola výraznejšia, ako sa očakávalo. Po tom, ako začal počet prípadov nákazy klesať a opatrenia proti jej šíreniu sa rušili, začala globálna ekonomika výrazne silnieť. Hospodárske oživenie najmä vo vyspelých ekonomikách ťahala hlavne súkromná spotreba, ktorú pozdvihla aj štedrá politická podpora zavedená v čase najväčšej krízy. V prípade rozvíjajúcich sa trhových ekonomík priaznivo prispel aj čistý vývoz po oživení zahraničného dopytu. V Číne zostali hlavným zdrojom oživenia súkromné investície, pričom súkromná spotreba pozitívne prispela k rastu HDP prvý raz v tomto roku. Globálny reálny HDP (bez eurozóny) rástol rýchlejšie, ako sa predpokladalo v septembrových makroekonomických projekciách odborníkov ECB.

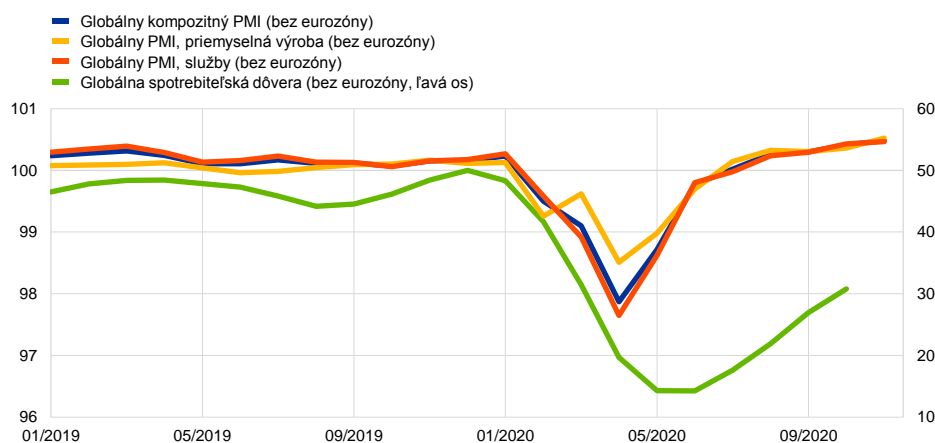
Najnovšie údaje z prieskumov poukazujú na zotrvačnosť rastu na začiatku posledného štvrtroka, hoci spotrebiteľská dôvera zostáva slabá. Globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre výrobu (bez eurozóny) ďalej stúpal na 54,8 (z októbrových 54,1) vďaka zlepšujúcej sa situácii v sektore služieb aj v priemyselnej výrobe, čo naznačuje rozširujúce sa hospodárske oživenie (graf 1).

Vývoj v jednotlivých krajinách je rôznorodý, keď kompozitný PMI pre výrobu ďalej rástol v Spojených štátoch, naopak v Spojenom kráľovstve klesol do pásma kontrakcie, zatiaľ čo v Japonsku zostal nezmenený a stále je v pásme kontrakcie. Pokiaľ ide o rozvíjajúce sa trhové ekonomiky, kompozitný PMI ďalej stúpala v Číne signalizujúcej pevný nárast aktivity, no klesol v Indii a Brazílii (hoci z veľmi vysokých úrovní), čo stále poukazuje na pretrvávanie expanzie v hospodárskej aktivite. Zároveň však globálna spotrebiteľská dôvera zostáva napriek odrazeniu sa odo dna, na ktoré sa prepadla v druhom štvrtroku 2020, pod predkrízovými úrovňami, a naznačuje tak veľmi mierne oživovanie spotreby.

Graf 1

Globálny kompozitný index PMI pre výrobu a spotrebiteľská dôvera

(difúzný index)



Zdroj: Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje o PMI sú z novembra 2020 a o spotrebiteľskej dôvere zo septembra 2020.

Krátkodobý ekonomický výhľad zhoršuje množstvo problémov, nielen opätovné prijatie opatrení proti šíreniu nákazy vzhľadom na narastajúci počet prípadov ochorenia COVID-19. Na globálne ekonomické oživenie nepriaznivo pôsobí ďalšie zvýšené šírenie infekcie. V porovnaní s reakciami vlád na ochorenie COVID-19 na jar sa opatrenia proti šíreniu nákazy v druhej vlně, hoci sú v jednotlivých krajinách rozdielne, javia ako cielenejšie a menej škodlivé pre hospodársku aktivitu. Očakáva sa však, že opätovné šírenie vírusu bude nepriaznivo vplyvať na správanie najmä v sektoroch, pre ktoré je charakteristická väčšia miera vzájomných kontaktov. Okrem toho, zmiernenie dočasnej podpory, ktorú štáty poskytovali počas roka 2020, môže v roku 2021 viesť k tzv. fiškálnemu útesu najmä vo vyspelých ekonomikách, ak do ich rozpočtových plánov na rok 2021 nebudú zahrnuté dodatočné fiškálne stimuly. Výhľad rastu bude zhoršovať aj zvýšená neistota v súvislosti s povahou obchodných vzťahov medzi EÚ a Spojeným kráľovstvom vrátane služieb po ukončení prechodného obdobia.

V posledných mesiacoch v prostredí miernej volatility pokračovalo uvoľňovanie globálnych podmienok financovania. Ozdravovanie rizikových aktív, ktoré začalo na konci marca, sa v septembri dočasne pozastavilo z dôvodu rastúceho výskytu nových prípadov ochorenia COVID-19 na celom svete, zvýšenej neistoty v súvislosti s prezidentskými voľbami v Spojených štátoch, ktoré sa konali

3. novembra, a zhoršujúcej sa šance na dosiahnutie fiškálnej dohody pred týmito voľbami. Následne správy o čoskoro dostupnej vakcíne vyvolali prudké zvýšenie cien akcií na celom svete, zatiaľ čo spready korporátnych a štátnych dlhopisov klesali a investori stratili záujem o bezpečné aktíva ako zlato a aktíva denominované v dolároch, čo viedlo k poklesu výmenného kurzu amerického dolára. Výsledok amerických prezidentských volieb pomohol znížiť neistotu a podporil rizikový apetít investorov. Tento optimizmus sa oslaboval s rastúcim počtom prípadov ochorenia COVID-19 a opätovným zavedením opatrení proti šíreniu nákazy. Globálne podmienky financovania sú v súčasnosti veľmi priaznivé vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. Vo veľkej miere však závisia od menovopolitickej podpory a sú citlivé na globálne riziká.

Projekcie predpokladajú, že globálny reálny HDP (bez eurozóny) po kontrakcii 3,0 % v roku 2020 následne v roku 2021 začne stúpať a v rokoch 2022 a 2023 sa spomalí. Rast globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) v roku 2020 bol v porovnaní so septembrovými makroekonomickými projekciami odborníkov ECB upravený nahor (+0,7 percentuálneho bodu) vzhľadom na oživenie v treťom štvrtroku, ktoré bolo silnejšie, ako sa predpokladalo. Prognóza na rok 2021 predpokladá postupné uvoľňovanie opatrení proti šíreniu nákazy, keď bude dostupné medicínske riešenie ako účinná vakcína a začne sa aplikovať v populácii. Tempo oživenia sa však bude v jednotlivých regiónoch líšiť, pričom rozvíjajúce sa trhové ekonomiky by sa na oživení globálneho HDP v horizonte prognózy mali podieľať väčšou mierou. Približne polovičný podiel na oživení po pandémie bude patriť Číne. Podarilo sa jej účinne zamedziť šírenie vírusu a zabezpečila značné politické stimuly, takže sa jej rast už v polovici roka 2020 vrátil na predpandemické úrovne. Čína je jediná veľká ekonomika, v prípade ktorej sa v roku 2020 očakáva pozitívny rast. V porovnaní so septembrovými makroekonomickými projekciami odborníkov ECB sa odhaduje, že globálny reálny HDP (bez eurozóny) bude rásť v roku 2021 o 5,8 % a v roku 2022 o 3,9 % (to znamená revíziu na úrovni -0,4 a +0,1 percentuálneho bodu). Vzhľadom na komplikovaný charakter koronašoku zostáva jeho dlhodobý vplyv na globálnu ekonomiku otáznym. Keďže pandémia výraznejšie zasiahla sektory s vysokým podielom ľudskej práce, dlhodobé následky sa spočiatku môžu prejavovať v nižšej ponuke práce, prípadne aj na stave kapitálu, ako tomu bolo v čase minulých finančných kríz (box 1).

V Spojených štátoch sa krátkodobý výhľad zhoršuje pre opätovný nárast nákazy koronavírusom a slabnúce fiškálne stimuly. Až do tretieho štvrtroka stúpol o 33,1 % (medzištvrtročne o 7,4 %) vďaka výraznému oživeniu spotreby a investícií, čo sa následne premietlo do prudkého oživenia reálneho dovozu. Napriek výnimočne silnému rastu zostáva hospodárska aktivita v Spojených štátoch pod predpandemickou úrovňou. Z dôvodu nárastu nových prípadov nákazy a počtu hospitalizácií nad predchádzajúce maximum sa v štátoch zaviedli nové reštrikcie obmedzujúce mobilitu. Slabnúce účinky fiškálnych stimulov na príjem domácností vzhľadom na nedosiahnutie dohody o novom balíku stimulov boli len čiastočne vykompenzované uvoľnením úspor nahromadených v predchádzajúcich štvrtrokoch. Preto sa v aktuálnom štvrtroku očakáva spomalenie spotreby, čo naznačujú aj vysokofrekvenčné ukazovatele o použití kreditných a debetných kariet. Podmienky na trhu práce sa zlepšili, oživenie však nie je úplné. Miera nezamestnanosti klesla vďaka spomaleniu prechodného prepúšťania, no počet

nových pracovných ponúk je stále nižší, čo naznačuje, že v krátkodobom horizonte bude rast zamestnanosti slabý. Ročná celková inflácia meraná indexom spotrebiteľských cien (CPI) sa v októbri znížila na 1,2 % zo septembrových 1,4 %, pričom odrážala klesajúce ceny energií, zatiaľ čo ceny potravín zostali nezmenené. Jadrová inflácia mierne klesla na 1,6 % z 1,7 % zaznamenaných v septembri, keď bol ďalší nárast cien základných tovarov, hlavne jazdených osobných a nákladných áut, prekonaný poklesom cien základných služieb, najmä v zdravotníctve.

Hospodárske oživenie v Číne bolo rýchle a rozšírilo sa aj v sektore služieb. Po prudkom oživení v druhom štvrtroku (medzištvrtročne +11,7 %) HDP Číny ďalej expandoval aj v treťom štvrtroku, hoci pomalším tempom (medzištvrtročne +2,7 %). K rastu pozitívne prispela konečná spotreba a silnejšie investície (aj vďaka štátnej podpore v oblasti výdavkov na infraštruktúru), čo po prudkej kontrakcii pomohlo znova rozbehnúť oživenie. Pozitívny príspevok k rastu mal aj čistý vývoz, v ktorom sa čiastočne odzrkadľovala úloha krajiny v dodávkach zdravotníckeho materiálu a technológií do celého sveta. Mesačné údaje naznačujú robustný rast aj v poslednom štvrtroku. PMI pre výrobný sektor aj sektor služieb signalizuje ďalšie zlepšovanie aktivity aj v novembri. V októbri zaznamenala značné oživenie priemyselná výroba a maloobchodný predaj. Celková ročná miera inflácie sa v októbri znížila na 0,5 % zo septembrových 1,7 % hlavne z dôvodu klesajúcich cien potravín.

V Japonsku k hospodárskemu oživeniu prispel domáci aj zahraničný dopyt, no miera expanzie sa bude vzhľadom na nárast prípadov ochorenia COVID-19 spomaľovať. Reálny HDP sa v treťom štvrtroku (medzištvrtročne) zvýšil o 5,3 %. Uvoľnenie domácich opatrení proti šíreniu nákazy, razantná politická reakcia a oživenie zahraničného dopytu podporili súkromnú spotrebu a vývoz, kým investičná aktivita zostala v prostredí stále značnej neistoty tlmená. Očakáva sa, že toto oživenie bude pokračovať, hoci pomalším tempom, v ktorom sa do istej miery prejavujú silnejšie obavy v súvislosti s aktuálnym nárastom nových prípadov nákazy. Bank of Japan oznámila spustenie osobitných jednodňových sterilizačných operácií na zvýšenie odolnosti regionálneho finančného systému a vláda signalizovala tretí doplnkový rozpočet na fiškálny rok 2020, čo by malo zabezpečiť určitú podporu aktivity v nadchádzajúcich štvrtrokoch. Ročná miera celkovej inflácie meranej CPI v októbri ďalej klesala na -0,4 % (z 0 % zaznamenaných v septembri), pričom odrážala hlavne idiosynkratické faktory ako slabnúci vplyv zvýšenia DPH v októbri 2019.

V Spojenom kráľovstve ekonomické oživenie stagnuje v prostredí obnovených opatrení na zamedzenie pohybu. V treťom štvrtroku došlo k ekonomickému oživeniu (medzištvrtročne +15,5 %), k čomu prispel značný nárast spotreby, zatiaľ čo príspevok čistého vývozu bol negatívny. Rastový trend sa však podľa predpokladov obráti. Aktuálne údaje z prieskumov naznačujú výrazné spomalenie miery rastu od augusta, dokonca už pred novembrovými mesačnými opatreniami na obmedzenie pohybu zavedenými v sektoroch životne nedôležitého maloobchodného tovaru, potravín, ubytovania a voľnočasových aktivít (predstavujúcich približne 12 % pridanej hodnoty ekonomiky). Hoci tieto opatrenia aktivitu obmedzili menej ako prísne opatrenia zavedené na jar, kompozitný PMI sa v novembri znova prepadol do pásma kontrakcie. Nevýrazné vyhliadky trhu práce nepriaznivo pôsobili na spotrebu

a neistota súvisiaca s obchodnými dohodami vrátane služieb po prechodnom období naďalej tlmí súkromné investície. Keďže makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému z decembra 2020 boli finalizované pred nedávnym uzavretím brexitovej dohody, projekcie pre Spojené kráľovstvo zotrvávajú na technickom predpoklade, že obchodné vzťahy medzi touto krajinou a EÚ sa od 1. januára 2021 budú štandardne riadiť pravidlami Svetovej obchodnej organizácie s doložkou najvyšších výhod. V Spojenom kráľovstve sa tak v poslednom štvrtroku 2020 očakáva isté hromadenie zásob dovozového tovaru, ktoré by sa mohlo uvoľniť začiatkom roka 2021. V októbri sa oproti očakávaniam mierne zvýšila inflácia, pričom ročná miera celkovej inflácie spotrebiteľských cien stúpla zo septembrových 0,5 % na 0,7 %. Tento nárast bol spôsobený posunom cien tovarov zo záporného pásma, kým ročná miera inflácie služieb zostala nezmenená na úrovni 1,4 %. Jadrová inflácia meraná CPI taktiež mierne vzrástla, na 1,5 %.

V krajinách strednej a východnej Európy sa očakáva prechodné pozastavenie hospodárskeho oživenia v dôsledku zhoršenia pandemickej situácie.

Rast reálneho HDP v regióne sa prudko obnovil v treťom štvrtroku, keď sa po uvoľnení opatrení proti šíreniu nákazy normalizovala produkcia. Pandémia sa však zintenzívnila v celom regióne a denný nárast nových prípadov nákazy prekonal úrovne zaznamenané počas prvej vlny. Ukazovatele reštrikčných opatrení sa vo väčšine krajín strednej a východnej Európy zhoršili, čo znamená, že oživenie sa zrejme presunie na začiatok roka 2021. Následne, po uvoľnení obmedzení a zdravotných opatrení sa očakáva oživenie rastu, ktoré podporia aj robustné fiškálne a menové opatrenia. Očakáva sa, že aktivita až do začiatku roka 2022 zostane pod úrovňami z konca roka 2019.

Tempo oživenia veľkých vývozcov komodít sa spomalí pre stále vysoký počet prípadov nákazy a obmedzené možnosti ďalšej fiškálnej podpory.

V Rusku by sa malo hospodárstvo oživiť v treťom štvrtroku vďaka politickej podpore a lepšiemu zvládaniu infekcie. Okrem toho prechodné uvoľnenie produkčných obmedzení krajín OPEC+¹ pozdvihlo aktuálnu produkciu ropy a oživenie rastu kľúčových obchodných partnerov viedlo k ďalšej podpore vývozu energií. Z dôvodu opätovného zvýšeného šírenia infekcie by sa mal rast v poslednom štvrtroku znova spomaliť. V Brazílii sa ekonomika znova rozbehla vďaka silným podporným menovým a fiškálnym opatreniam, ktoré patrili medzi najväčšie v Latinskej Amerike. Počet prípadov nákazy koronavírusom však zostáva vysoký. Hoci obmedzené prijímanie opatrení proti šíreniu nákazy zmierňuje ekonomické dôsledky prvotného šoku, zároveň dochádza k zhoršovaniu samotnej pandémie. Nárast počtu nakazených a obmedzený fiškálny priestor v budúcnosti budú brzdiť investície a spotrebu a následne aj rozbehnuté ekonomické oživenie, čo povedie k predpokladaným nízkym mieram rastu v krátkodobom a strednodobom horizonte.

V Turecku bol vplyv ochorenia COVID-19 prudký ale krátkotrvajúci, pričom obnovenie výrobnéj aktivity podporuje následné ekonomické oživenie. Prudký obrat v treťom štvrtroku (medzištvrtročne +15,6 %) odráža silnú súkromnú spotrebu a investície vyvolané veľmi priaznivými podmienkami financovania. Výrobný sektor

¹ OPEC+ je zoskupenie producentov ropy vedené Organizáciou krajín vyvážajúcich ropu (OPEC) a Ruskom.

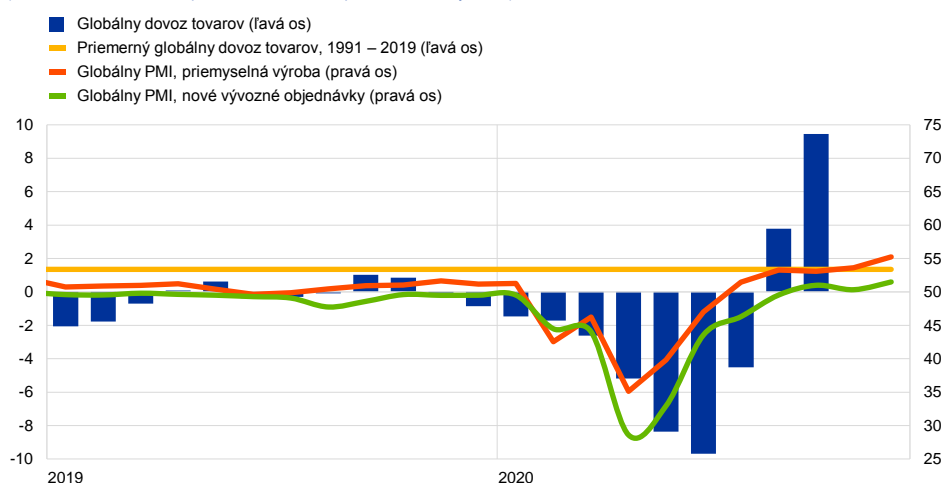
napomáha oživenie, došlo však tiež k výraznému rastu v sektore služieb po prepade zaznamenanom na vrchole krízy. Hospodárska aktivita v Turecku sa celkovo oživila na predpandemické úrovne. No s postupným znižovaním politických stimulov sa očakáva aj spomalenie rastu, a to najmä osobnej spotreby závislej od úverov.

Globálny obchod (bez eurozóny) sa v treťom štvrtroku výrazne obnovil, kým v poslednom štvrtroku sa očakáva jeho spomalenie. Svetový dovoz tovarov (bez eurozóny) zaznamenal v auguste nárast o 1,9 % a v septembri pokračoval v ďalšej expanzii (medzimesačne 3,4 %). Tieto údaje celkovo potvrdzujú silné oživenie svetového obchodu v treťom štvrtroku (medzištvrtročne +9,4 %), potom ako v druhom štvrtroku došlo k jeho výraznej kontrakcii (medzištvrtročne –9,7 %) (graf 2). Toto oživenie v treťom štvrtroku odráža štruktúru ekonomického oživenia a normálnejšie fungovanie globálnych hodnotových reťazcov. Na globálny obchod však stále nepriaznivo pôsobí obchod so službami, keďže niektoré odvetvia tohto sektora (napríklad cestovný ruch) v dôsledku koronašoku skolabovali. Údaje z prieskumov signalizujú pokračujúce, ale spomaľujúce sa, tempo rastu v poslednom štvrtroku 2020. Globálny PMI (bez eurozóny) pre nové vývozné objednávky, ktorý koreluje s globálnym obchodom, v novembri stúpol na 51,5 z októbrových 50,3.

Graf 2

Svetový obchod s tovarom a prieskumy (bez eurozóny)

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



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

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

Globálny obchod (bez eurozóny) by sa po 9,2-percentnej kontrakcii v roku 2020 mal v roku 2021 obnoviť a následne v rokoch 2022 a 2023 pomalším tempom expandovať. Prudký pokles globálneho dovozu (bez eurozóny) v roku 2020 v porovnaní s hospodárskou aktivitou odzrkadľuje jeho výrazne procyklický charakter, a to najmä počas hospodárskeho poklesu. Prechodné výpadky v globálnych ponukových reťazcoch a zvýšené obchodné náklady v dôsledku opatrení proti šíreniu nákazy nepriaznivo poznačili aj globálny obchod v prvom polroku 2020. V porovnaní so septembrovými projekciami odborníkov ECB sa miera rastu globálneho obchodu (bez eurozóny) v roku 2020 upravila nahor (+4,5 percentuálneho bodu), pričom sa zohľadnilo jeho výrazné obnovenie v treťom štvrtroku. Tým sa zvýšila úroveň

globálneho dovozu oproti trajektórii predpokladanej v makroekonomických projekciách odborníkov ECB v septembri 2020, čo znamená menší rozdiel oproti základnému scenáru pred pandemiou. Toto oživenie však stále nie je úplné. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2020 sa globálny obchod v roku 2021 zvýši o 7,1 %, v roku 2022 o 3,9 % a v roku 2023 o 3,4 %. Zahraničný dopyt eurozóny by sa mal v roku 2020 znížiť o 10,7 % a následne v rokoch 2021, 2022 a 2023 rásť o 6,6 %, 4,1 % a 3,4 %.

Globálny hospodársky výhľad sa naďalej spája s mnohými rizikami, ich rozloženie sa však hodnotí ako priaznivejšie. Keďže je stále neisté, aký čas bude potrebný na úplné vyriešenie aktuálnej zdravotnej krízy pôsobiacej na globálne hospodárstvo, základný scenár decembrových makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu bol doplnený o alternatívne scenáre² – mierny a závažný. Tieto dva scenáre možno vnímať ako názornú ukážku vývoja okolo základnej projekcie. Správy o vývoji účinných vakcín podporili dôveru, že pandémiu možno úspešne potlačiť, v dôsledku čoho sa naplnenie závažného scenára javí ako menej pravdepodobné. Okrem toho, pandémia COVID-19 poukázala na závislosť niektorých krajín od externých dodávateľov. To môže viesť k snahe o diverzifikovanie globálnych dodávateľov (čo môže zvýšiť odolnosť) a/alebo o repatriáciu výroby (čo môže negatívne ovplyvniť komplexné globálne hodnotové reťazce).

Vývoj globálnych cien

Ceny ropy od polovice septembra stúpili takmer o 25 %. Po prudkom náraste počas leta ceny ropy v septembri a októbri stagnovali. Od začiatku novembra znova stúpali, pričom kopírovali pozitívny trend na globálnych finančných trhoch, keď zlepšujúce sa vyhliadky na dodanie niekoľkých vakcín zvyšovali šance na návrat do normálu v roku 2021. V každom prípade, ani Medzinárodná agentúra pre energetiku (IEA) ani OPEC nepredpokladajú výrazný nárast dopytu po rope pred koncom roka 2021. Naopak, IEA očakáva, že sa oživenie dopytu po rope v poslednom štvrtroku 2020 spomalí v súvislosti s narastajúcim počtom nových prípadov ochorenia COVID-19 na celom svete. Krivka ropných futures po tom, ako od marca zotrvala v contangu (t. j. v stave, keď sú aktuálne ceny budúcich dodávok vyššie), sa začiatkom decembra vrátila do backwardácie (teda keď sú aktuálne ceny budúcich dodávok nižšie).

Globálna inflácia zostáva v prostredí slabého globálneho dopytu tlmená. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien členských štátov Organizácie pre ekonomickú spoluprácu a rozvoj (OECD) sa v októbri mierne znížila na 1,2 %. Inflácia cien potravín zostala na úrovni 3,6 %, opätovne sa však zvýšil záporný príspevok cien energií k celkovej inflácii. Ročná inflácia meraná CPI v krajinách OECD bez cien potravín a energií v októbri klesla o 0,1 percentuálneho bodu na 1,6 %. Spomedzi vyspelých ekonomík sa ročná miera celkovej inflácie spotrebiteľských cien znížila v Spojených štátoch. V Japonsku sa v októbri dostala do záporného pásma (-0,4 %) a v Spojenom kráľovstve a Kanade sa zvýšila. Pokiaľ ide o významné rozvíjajúce sa trhov

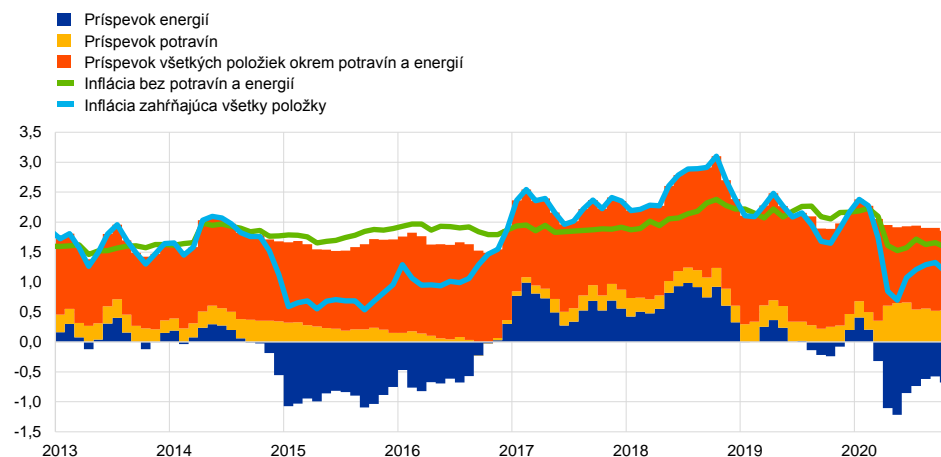
² Ďalšie podrobnosti sú v boxe Alternatívne scenáre hospodárskeho výhľadu eurozóny v [Makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2020](#).

ekonomiky nepatriace do OECD, ročná miera celkovej inflácie v októbri rástla v Rusku, Indii a výraznejšie aj v Brazílii, kým v Číne klesla.

Graf 3

Inflácia spotrebiteľských cien v OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z októbra 2020.

Očakáva sa, že výhľad globálnej inflácie zostane tlmený, avšak oživenie dopytu môže podporiť opätovný rast cien. Výhľad globálnej inflácie bude závisieť predovšetkým od štruktúry oživenia. Kým potlačovaný dopyt môže podporiť oživenie a pôsobiť na rast inflácie, výpadky na strane ponuky by sa mohli rýchlo odstrániť, čo vyvolá deflacioné tlaky. Očakáva sa, že vývozná cena konkurentov eurozóny (v národných menách) na začiatku roka 2021 začnú znova rásť. Predpokladá sa, že tento vývoj bude podporený zlepšením globálneho prostredia a rastom cien komodít z nízkych úrovní zaznamenaných v apríli 2020, no príspevok inflácie výrobných cien zrejme bude negatívny v dôsledku pokračujúcej stagnácie globálnej ekonomiky. Inflácia vývozných cien konkurentov eurozóny by sa na úroveň svojho dlhodobého priemeru mala dostať do začiatku roka 2022.

2 Finančný vývoj

Krivka jednoduchovej sadzby EONIA počas sledovaného obdobia (od 10. septembra do 9. decembra 2020) trochu kolísala, ale napokon zostala v zásade nezmenená. Je to odrazom obáv z rýchleho šírenia koronavírusu (COVID-19) v Európe na jednej strane a pozitívnych správ o vakcínach na druhej strane. Keďže krivka zostáva na krátkom konci len mierne inverzná, nesignalizuje pevné očakávania zníženia sadzieb vo veľmi blízkej budúcnosti. Spready dlhodobých štátnych dlhopisov v eurozóne výrazne poklesli v dôsledku očakávaní pokračujúcej menovej a fiškálnej podpory aj vďaka globálnemu zlepšeniu vnímania rizika, ktoré vyvolali najmä správy o úspešných pokusoch s vakcínami. Ceny rizikových aktív sa zodpovedajúco zvýšili. Na devízových trhoch sa euro vážené zahraničným obchodom mierne oslabilo.

Sadzba EONIA dosahovala počas sledovaného obdobia v priemere –46 základných bodov a nová referenčná krátkodobá úroková sadzba v eurách (€STR) –55 základných bodov.³ Nadbytočná likvidita sa zvýšila o 475 mld. € na

približne 3 456 mld. €. Táto zmena odráža najmä nákupy aktív v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP) a programu nákupu aktív (APP), ako aj vyrovnanie cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) v septembri.

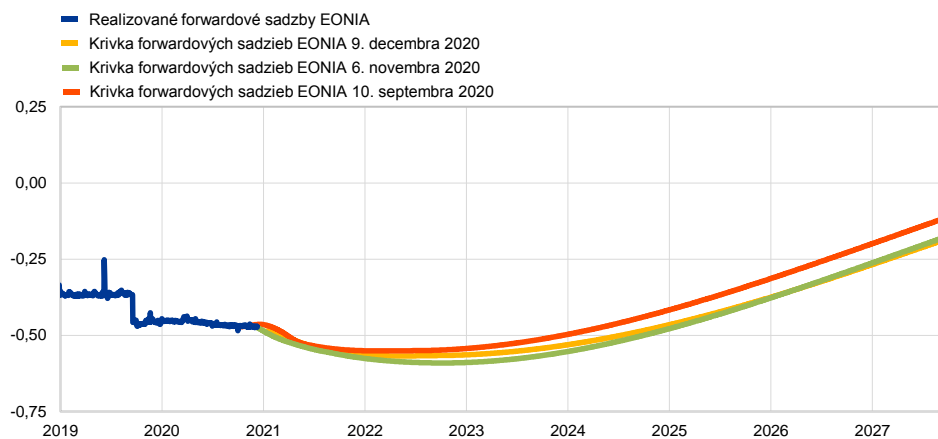
Krivka forwardových sadzieb EONIA sa v porovnaní so začiatkom sledovaného obdobia v podstate nezmenila (graf 4). Na krivke forwardových sadzieb zároveň vidno zreteľné fluktuácie v rámci sledovaného obdobia. Inverzia krivky v prvej časti sledovaného obdobia odrážala obavy z rýchleho šírenia vírusu COVID-19 v Európe, ale 9. novembra, keď sa objavili prvé zo série pozitívnych oznámení o vakcínach, sa krivka vyrovnala. Odvtedy zostala krivka v podstate nezmenená. Najnižší bod krivky, ktorý je 10 základných bodov pod súčasnou úrovňou sadzby EONIA –47 základných bodov, zodpovedá stavu z apríla 2022. Krivka tak naznačuje, že finančné trhy neočakávajú bezprostredné zníženie sadzieb. Z prieskumov a dôkazov založených na modeloch navyše vyplýva, že v nasledujúcich mesiacoch sa očakáva stabilný vývoj krátkodobých bezrizikových sadzieb.

³ Metodika výpočtu sadzby EONIA sa zmenila 2. októbra 2019; teraz je to €STR plus fixné rozpätie 8,5 základného bodu. Viac v boxe s názvom [Goodbye EONIA, welcome €STR!](#) (Zbohom EONIA, vitaj €STR) v *Ekonomickom bulletin* číslo 7, ECB, 2019.

Graf 4

Forwardové sadzby EONIA

(v % za rok)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

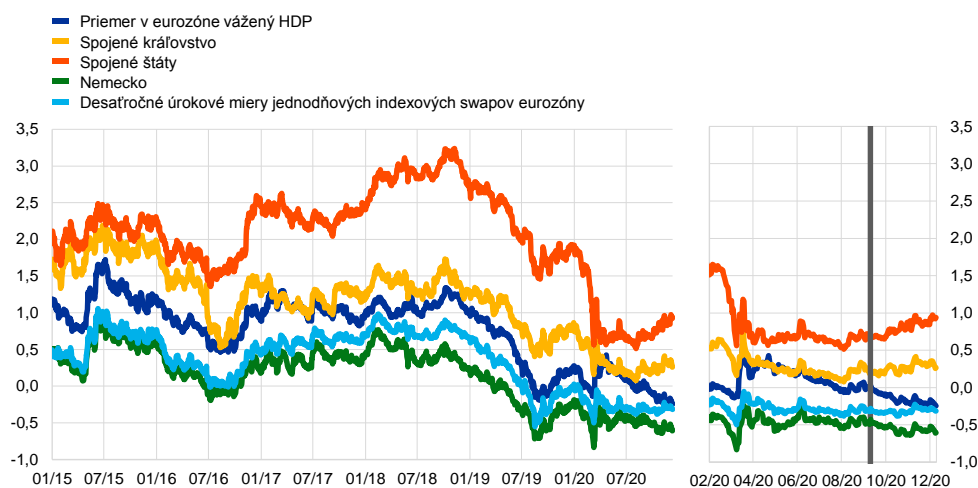
Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov v eurozóne výrazne poklesli, zatiaľ čo v Spojených štátoch sa výrazne zvýšili (graf 5). Konkrétne, výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP sa dostali do záporných hodnôt, keď poklesli o 27 bázických bodov a dosiahli $-0,25\%$. Naopak, v Spojených štátoch sa výnosy desaťročných štátnych dlhopisov zvýšili o 26 bázických bodov na $0,94\%$. Rozdielny vývoj v rôznych jurisdikciách odráža zvýšené očakávania, že ECB zintenzívni svoje nákupy aktív v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív. Okrem toho, program Next Generation EU (NGEU) a program podpory na zmiernenie rizík nezamestnanosti v núdzovej situácii (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency – SURE) pravdepodobne prispeli k poklesu výnosov štátnych dlhopisov eurozóny stlačením spreadov prostredníctvom zlepšenia rastu a fiškálnych vyhládok členských štátov, ako aj zlepšením vnímania rizika.⁴

⁴ Počas sledovaného obdobia sa uskutočnilo prvých päť emisií Európskej komisie v rámci programu SURE v hodnote 39,5 mld. € so splatnosťou od päť do 30 rokov. Tieto emisie sa stretli s historicky vysokým dopytom, ktorý podľa knihy objednávok viac ako desaťnásobne prevýšil ponuku.

Graf 5

Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov

(v % za rok)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

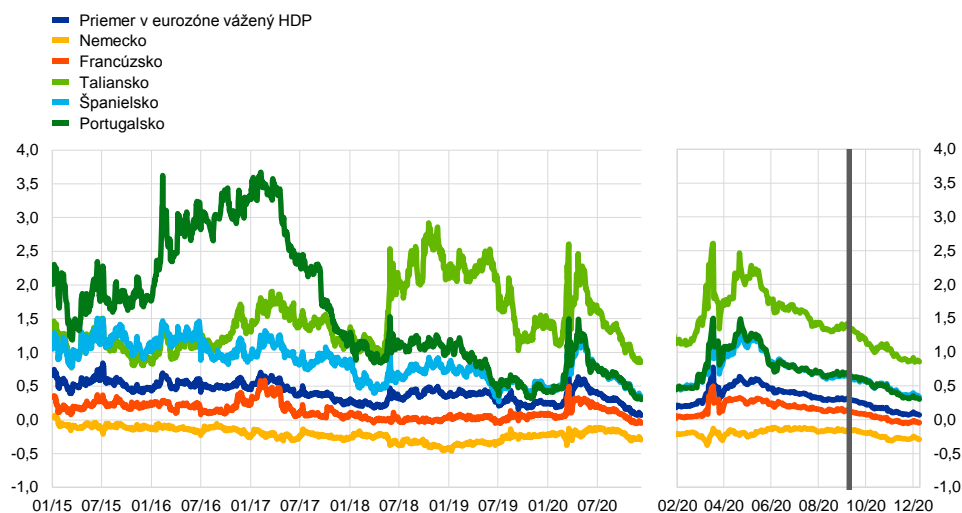
Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 10. septembra 2020. Posledné údaje sú z 9. decembra 2020.

Dlhodobé spready štátnych dlhopisov eurozóny a úrokových mier jednodňových indexových swapov sa ďalej zúžili v dôsledku očakávania pokračovania podpory zo strany fiškálnej a menovej politiky, ako aj globálneho zlepšovania vnímania rizika (graf 6). Spready desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP poklesli o 24 bázických bodov na 0,07 %, čím sa dostali pod svoju úroveň z obdobia pred pandémiou. Tento pokles bol zvlášť výrazný v Taliansku, Portugalsku a Španielsku, kde sa spready desaťročných štátnych dlhopisov zúžili o 50, 36 a 30 bázických bodov na 0,86 %, 0,30 % a 0,34 %. Spready francúzskych a nemeckých desaťročných štátnych dlhopisov sa zúžili menej, o 19 a 15 bázických bodov na -0,05 % a -0,29 %.

Graf 6

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

(percentuálne body)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

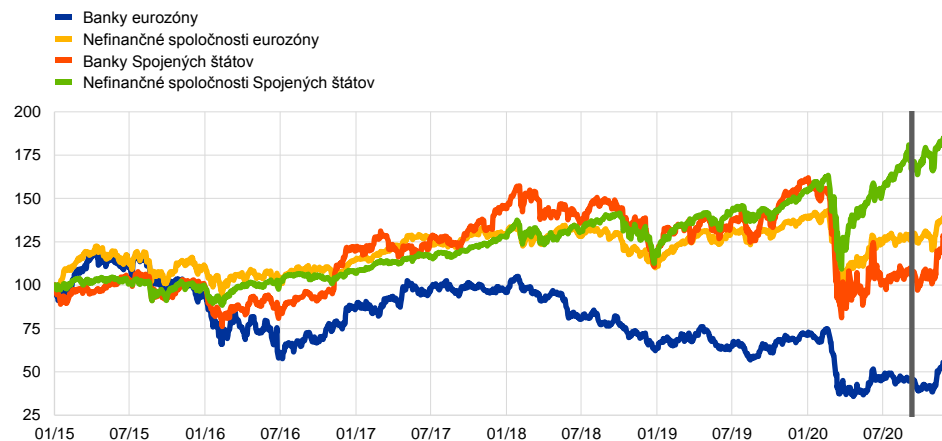
Poznámka: Tento spread sa počíta odrátaním desaťročných úrokových mier jednoduchých indexových swapov z výnosov desaťročných štátnych dlhopisov. Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 10. septembra 2020. Posledné údaje sú z 9. decembra 2020.

Ceny akcií eurozóny a Spojených štátov sa vo veľkej časti sledovaného obdobia napriek zintenzívnenu pandémie pohybovali v stabilnom rozmedzí, potom sa však výrazne zvýšili v dôsledku správ o vakcínach (graf 7). Cenám akcií pomohlo aj pokračujúce zlepšovanie očakávaní krátkodobého rastu výnosov, zatiaľ čo očakávania dlhodobějších výnosov boli revidované smerom nadol, čo signalizuje negatívne makroekonomické riziká a potenciál dlhodobějších ekonomických následkov pandémie. Vnímanie rizika sa zároveň zlepšilo v súvislosti s novými správami o očkovacích látkach, ktoré sa začali objavovať začiatkom novembra, čo viedlo k zníženiu rizikových prémieí akcií a prispelo k rastu cien akcií. Ceny akcií nefinančných spoločností sa v eurozóne zvýšili o 9,2 % a v Spojených štátoch o 10,0 %. Ceny akcií bánk eurozóny a Spojených štátov ťažili vo väčšej miere zo správ o úspešných pokusoch s vakcínami. Indexy sa pritom zvýšili o 23,1 %, resp. 21,9 %, čím sa čiastočne vyrovnali väčšie straty (v porovnaní s nefinančnými spoločnosťami), ktoré sa zaznamenali od začiatku pandémie.

Graf 7

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2015 = 100)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 10. septembra 2020. Posledné údaje sú z 9. decembra 2020.

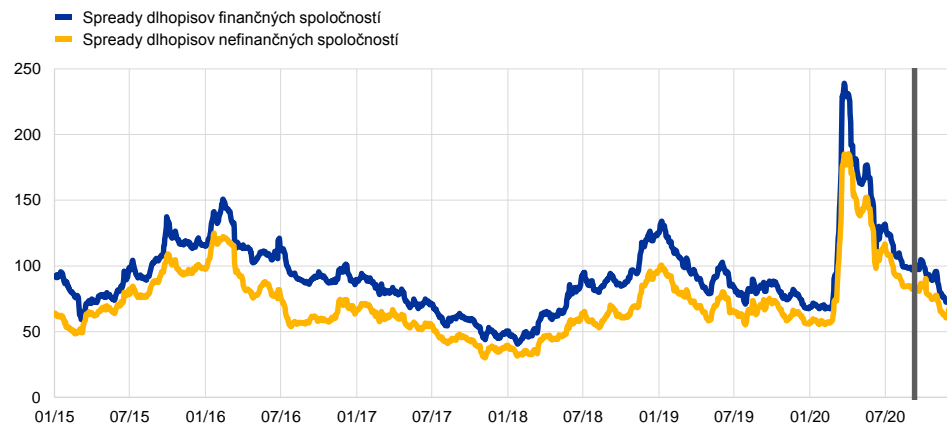
Spready podnikových dlhopisov s ratingom investičného stupňa v sledovanom období poklesli vrátane výrazného poklesu po správach o prvých úspešných pokusoch s vakcínami (graf 8).

Spready dlhopisov nefinančných spoločností s ratingom investičného stupňa a dlhopisov finančného sektora (s bezrizikovými mierami) sa zúžili o 25 a 30 bázických bodov a 9. novembra, keď sa na trh po prvýkrát dostali správy o úspešných pokusoch s vakcínami, poklesli o 5 bázických bodov. Celkový pokles odráža najmä pokles nadmerných prémie na dlhopisy, t. j. zložky spreadov podnikových dlhopisov, čo nemožno vysvetliť úverovými fundamentmi (meranými ratingmi a očakávanými mierami nesplácania úverov), ktoré zostali zhruba stabilné. Napriek ďalšiemu výraznejšiemu zúženiu zostávajú spready podnikových dlhopisov mierne nad úrovňou pred pandémiou. Spready podnikových dlhopisov s vysokým výnosom sa počas sledovaného obdobia tiež výrazne zúžili.

Graf 8

Spready podnikových dlhopisov eurozóny

(v bázičných bodoch)



Zdroj: Indexy Markit iBoxx a výpočty ECB.

Poznámka: Spready sa počítajú ako spready medzi swapmi na aktíva a bezrizikovými mierami. Indexy zahŕňajú dlhopisy s ratingom investičného stupňa s rôznymi splatnosťami (aspoň jeden rok do splatnosti). Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 10. septembra 2020. Posledné údaje sú z 9. decembra 2020.

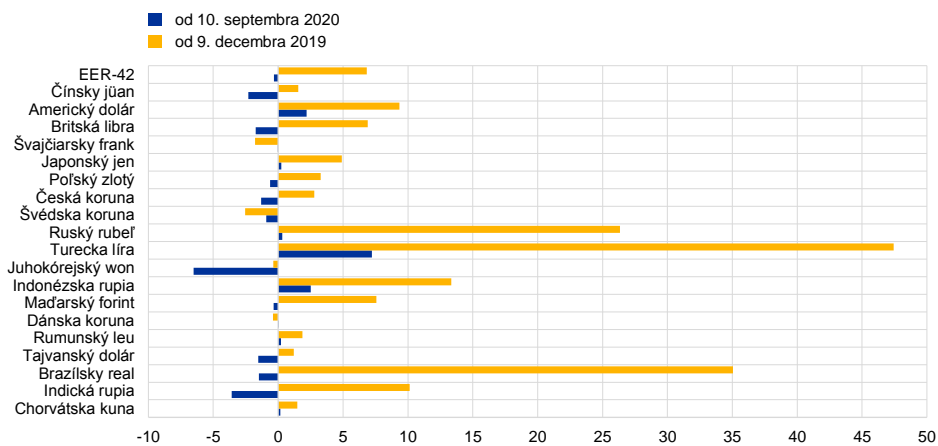
Na devízových trhoch sa euro vážene zahraničným obchodom mierne oslabilo (graf 9).

Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 42 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa v sledovanom období oslabil o 0,3 %, a to aj napriek tomu, že zaostal iba o 1,9 % za historickým maximom dosiahnutým v decembri 2008. Pokiaľ ide o vývoj dvojstranných výmenných kurzov, euro sa voči americkému doláru opäť výrazne posilnilo (o 2,2 %), čo je odrazom ďalšieho rozsiahlejšieho oslabovania amerického dolára v dôsledku zlepšovania vnímania rizika. V tomto kontexte sa euro mierne posilnilo aj voči japonskému jenu (o 0,2 %), ale voči švajčiarskemu franku zostalo zhruba nezmenené. Euro sa zároveň oslabilo voči britskej libe (o 1,7 %), ako aj voči menám väčšiny rozvíjajúcich sa trhov ekonomík, najmä čínskemu jüanu (o 2,3 %) a kórejskému wonu (o 6,5 %).

Graf 9

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálne zmeny)



Zdroj: ECB.

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

3 Hospodárska aktivita

Reálny HDP eurozóny zaznamenal v treťom štvrtroku 2020 prudký rast, keď sa zvýšil medzištvrtročne o 12,5 %. Hospodársku aktivitu v eurozóne podporilo výrazné oživenie vo všetkých zložkách dopytu v dôsledku postupného uvoľňovania opatrení proti šíreniu koronavírusu (COVID-19) od mája 2020. Uvoľňovanie opatrení sa premietlo do kladných príspevkov súkromnej spotreby, investícií a čistého obchodu k rastu HDP. Aj napriek tomu bol HDP v treťom štvrtroku 2020 o 4,4 % nižší ako v poslednom štvrtroku 2019, teda pred vypuknutím pandémie. Nové údaje o ekonomike vrátane informácií z prieskumov a vysokofrekvenčných ukazovateľov zhodne ukazujú na výrazný pokles aktivity v poslednom štvrtroku 2020, hoci oveľa menší ako v druhom štvrtroku 2020, spôsobený prudkým zhoršením pandémie a potrebou opätovne zaviesť opatrenia proti šíreniu nákazy v polovici októbra, čo sa dotklo najmä sektora služieb. Zatiaľ čo v poslednom štvrtroku 2020 sa očakáva pokles reálneho HDP, výhľad na rok 2021 a na ďalšie obdobie zostáva úzko naviazaný na vývoj pandémie a dostupnosť vakcín proti ochoreniu COVID-19.

V makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2020 sa očakáva v roku 2020 pokles ročného reálneho HDP o 7,3 % a rast o 3,9 % v roku 2021, o 4,2 % v roku 2022 a o 2,1 % v roku 2023. V porovnaní s projekciami zo septembra 2020 bol rast reálneho HDP upravený smerom nahor o 0,7 percentuálneho bodu v roku 2020, smerom nadol o 1,1 percentuálneho bodu v roku 2021 a smerom nahor o 1,0 percentuálneho bodu v roku 2022.

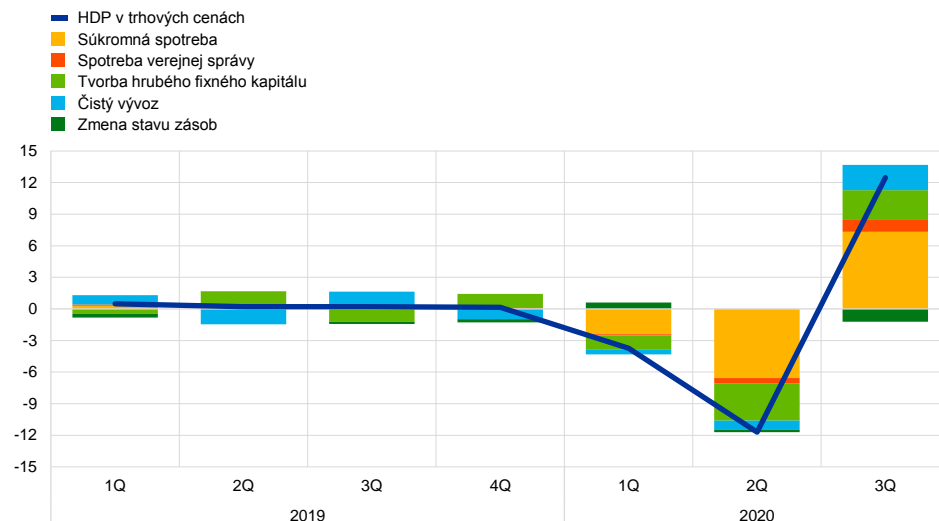
V strednodobom horizonte by tak malo dôjsť k oživeniu rastu reálneho HDP približne na úroveň očakávanú v rámci základného scenára zo septembra. Riziká nižšieho rastu pretrvávajú aj naďalej, napriek ich zoslabeniu v dôsledku nových správ o možnom uvedení vakcíny na trh v najbližšom období, a to vzhľadom na vplyv pandémie na ekonomiku a finančné podmienky.

V treťom štvrtroku 2020 sa rast v eurozóne výrazne obnovil, v poslednom štvrtroku tohto roka sa však očakáva jeho opätovné spomalenie. Reálny HDP sa v treťom štvrtroku 2020 zvýšil medzištvrtročne o 12,5 % a čiastočne tak vymazal prudký a hlboký pokles z prvej polovice roka kumulatívne o 15,0 % (graf 10). Celkovo bol HDP v treťom štvrtroku 2020 o 4,4 % nižší ako v poslednom štvrtroku 2019. Domáci dopyt zaznamenal v treťom štvrtroku 2020 kladný príspevok k rastu, zatiaľ čo príspevok zmeny stavu zásob bol mierne záporný. Rast eurozóny podporil aj vývoj vo vonkajšom sektore, čo sa premietlo aj do kladného príspevku čistého obchodu. Pri zohľadnení dovoznej náročnosti každej zo zložiek dopytu bol príspevok externých faktorov k dynamike rastu v roku 2020 mimoriadne výrazný (box 4). Pokiaľ ide o výrobu, pod oživenie v treťom štvrtroku sa podpísala priemyselná výroba aj služby. Vývoj v jednotlivých sektoroch sa však do veľkej miery líšil. Platí to najmä pri službách, kde výroba zotrvala výrazne pod úrovňou pred vypuknutia pandémie.

Graf 10

Rast reálneho HDP eurozóny a jeho zložky

(medzištvrtročná percentuálna zmena a medzištvrtročné príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2020.

Situácia na trhu práce sa v treťom štvrťroku v dôsledku výrazného oživenia aktivity mierne zlepšila. Po poklese o 3,0 % v druhom štvrťroku sa zamestnanosť zvýšila v treťom štvrťroku 2020 o 1,0 % (graf 11). Aj napriek tomuto zlepšeniu bola zamestnanosť v treťom štvrťroku 2020 o 2,2 % nižšia ako v poslednom štvrťroku 2019. Dôležitú úlohu pri konsolidácii trhu práce eurozóny opäť zohral vývoj počtu odpracovaných hodín. Po poklese o 13,6 % v druhom štvrťroku sa celkový počet odpracovaných hodín zvýšil v treťom štvrťroku o 14,8 %, v porovnaní s posledným štvrťkom 2019 však bol nižší o 4,6 %. Miera nezamestnanosti dosiahla v októbri 8,4 %, po júlových 8,7 %, a naďalej bola o približne 1,2 percentuálneho bodu vyššia ako vo februári, pred vypuknutím pandémie. Trh práce naďalej ťažil zo schém na udržanie pracovných miest. Počet pracovníkov zapojených v októbri do schém na udržanie pracovných miest sa odhaduje na približne 5 % pracovnej sily, v porovnaní s 18 % v apríli. V dôsledku najnovších opatrení na obmedzenie pohybu zavedených v niektorých krajinách však tento počet opäť začína rásť.⁵

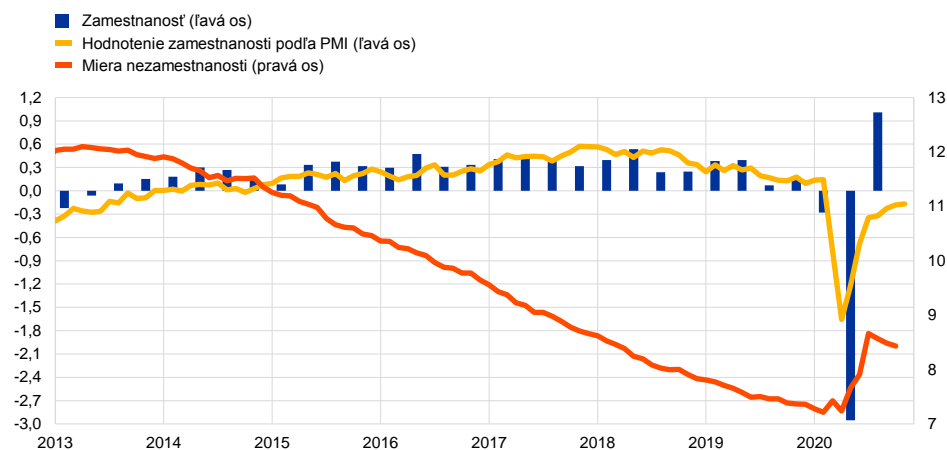
Krátkodobé ukazovatele trhu práce sa čiastočne oživil, naďalej však naznačujú spomaľovanie v budúcnosti. Index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) pre zamestnanosť sa nepatrne zvýšil z 48,2 v októbri na 48,3 v novembri. Od apríla, keď tento ukazovateľ dosiahol rekordne nízku hodnotu, došlo k jeho výraznému oživeniu. Súčasná hodnota indexu PMI však naďalej naznačuje pokles zamestnanosti a možno ju považovať za skorý signál o tlmenom výhľade vývoja zamestnanosti v najbližšej budúcnosti.

⁵ Viac v článku s názvom [The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#) v anglickom vydaní tohto Ekonomického bulletinu.

Graf 11

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

(medzištvrtročná percentuálna zmena; difúznny index; v % pracovnej sily)



Zdroj: Eurostat, Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Index PMI je vyjadrený ako odchýlka od 50 vydelená 10. Posledné údaje sú za tretí štvrtrok 2020 v prípade zamestnanosti, z novembra 2020 v prípade indexu PMI a z októbra 2020 v prípade miery nezamestnanosti.

Po výraznom oživení v treťom štvrtroku (medzištvrtročne o 14,0 %) sa spotrebiteľské výdavky v poslednom štvrtroku opäť začali znižovať. Zatiaľ čo registrácie nových osobných automobilov oscilovali v októbri okolo úrovne pred pandémie (medziročný pokles o 4,1 %), maloobchodný predaj sa v rovnakom období zvýšil medzimesačne o 1,5 %. Uvedené údaje zrejme ešte nezachytávajú vplyv opätovného zavedenia opatrení proti šíreniu nákazy v polovici októbra. Spotrebiteľská dôvera naopak pokračovala v poklese a v novembri dosiahla hodnotu $-17,6$, v porovnaní s priemernou hodnotou $-14,5$ v treťom štvrtroku. V niektorých krajinách eurozóny už spotreba tovarov dlhodobej spotreby v treťom štvrtroku mierne prekročila úroveň pred pandémie. Tento vývoj však zostal v tieni záporného vplyvu spotreby služieb, ktorá výrazne zaostáva za historickými trendmi. Vzhľadom na rastúce obavy domácností v súvislosti so zhoršením ich finančnej situácie zostala náchylnosť na veľké nákupy na najnižšej úrovni od krízy štátneho dlhu. Pre opatrné správanie spotrebiteľov a prísnejšie opatrenia na obmedzenie pohybu sa v poslednom štvrtroku očakáva obnovenie rastu miery úspor.

Podnikové investície (vyjadrené zástupným ukazovateľom nestavebných investícií) sa v treťom štvrtroku 2020 výrazne zvýšili, medzištvrtročne o 13,6 %, v poslednom štvrtroku však opäť začali oslabovať. Bez ohľadu na prudké oživenie zostávajú nestavebné investície 15,7 % pod úrovňou pred krízou. Napriek rastu indexu PMI pre investičný tovar v októbri a novembri (nárast z 54,7 v septembri na 55,6 v novembri) sa v poslednom štvrtroku očakáva pokles investícií, a to v dôsledku očakávaného vplyvu druhej vlny pandémie na zisky podnikov. Ukazovateľ dôvery v podnikové investície v novembri opäť klesol a miera využitia kapacít zostala výrazne pod úrovňou pred krízy, čo naznačuje priestor na zvýšenie výroby pomocou existujúceho základného kapitálu. Relatívnu odolnosť výrobného sektora voči novým opatreniam na obmedzenie pohybu možno z hľadiska krátkodobého výhľadu v oblasti investícií vnímať ako pozitívne znamenie. Pokiaľ však ide o ďalší vývoj, zvýšená miera

zadlženosti, ktorá sa odráža vo vyššej miere dlhového financovania podnikov, môže predstavovať riziko pomalšieho oživenia investícií.

Investície domácností (vyjadrené zástupným ukazovateľom investícií do výstavby nehnuteľností na bývanie) sa v treťom štvrtroku 2020 výrazne zvýšili, medzištvrtročne o 12,3 %, ich krátkodobý výhľad je však spojený s určitou mierou neistoty. Ani výrazný rast v treťom štvrtroku 2020 nevedol k úplnému oživeniu investícií do nehnuteľností na bývanie, keď zostali 3,8 % pod úrovňou z konca roka 2019. Markantné rozdiely, pokiaľ ide o dynamiku vývoja v oblasti nehnuteľností na bývanie zaznamenané v jednotlivých krajinách počas prvých troch štvrtrokov 2020 by sa mali v krátkodobom horizonte znížiť, keďže výhľad nie je priaznivý pre žiadnu z najväčších krajín eurozóny, a to i napriek pozitívnym signálom na začiatku posledného štvrtroka. Najnovšie údaje o počte vydaných stavebných povolení ukazujú výrazné spomalenie v prvej polovici roka, čo naznačuje nižší počet stavebných projektov v zásobníku. V októbri sa index PMI pre produkciu v stavebníctve a služby v oblasti nehnuteľností prepadol hlbšie do záporného pásma. Po malom náraste v októbri sa dôvera medzi stavebnými a realitnými podnikmi v novembri znížila v dôsledku novej série opatrení proti druhej vlne koronavírusu zavádzaných od polovice októbra a ich nepriaznivého vplyvu na podnikanie. V rovnakom období podniky pôsobiace v stavebníctve a v oblasti nehnuteľností vykázali nárast obmedzení na strane ponuky týkajúcich sa ich výroby, a to najmä v súvislosti s ich finančnou situáciou. Pokiaľ ide o dopyt, spotrebiteľský prieskum Európskej komisie ukázal, že pre nové obmedzenia a zvýšenú neistotu v súvislosti so silnejúcou pandémiou sa znížila ochota domácností realizovať veľké nákupy vrátane nových alebo existujúcich nehnuteľností na bývanie.

Obchod v eurozóne zaznamenal v treťom štvrtroku 2020 výrazné oživenie a kladný príspevok k rastu HDP, v najbližších mesiacoch by sa však jeho oživenie malo spomaliť. Zatiaľ čo reálny vývoz tovarov z krajín eurozóny viac než obnovil straty z predchádzajúceho štvrtroka, keď vzrástol medzištvrtročne o 20,1 %, reálny vývoz služieb eurozóny sa zvýšil iba o 9,2 %, po poklese o 21,0 %. Čistý príspevok obchodu k rastu HDP bol výrazne kladný (2,4 percentuálneho bodu). Údaje o obchode s tovarmi ukazujú, že v septembri vývoz rástol v každej oblasti. Vývoz výrobkov nechemického priemyslu, najmä strojov a dopravných zariadení, zaznamenal v treťom štvrtroku 2020 výraznejšie medzištvrtročné relatívne oživenie. Platilo to najmä v prípade vývozu osobných automobilov. Opätovné zavádzanie opatrení na obmedzenie pohybu však zrejme v najbližších mesiacoch naruší prebiehajúce oživenie obchodu v eurozóne. Index PMI pre nové vývozné objednávky vo výrobe v eurozóne stále naznačuje zlepšovanie situácie, pokiaľ ide o obchod s tovarmi, hoci v novembri zaznamenal pokles na hodnotu 53. Hodnotenie Európskej komisie, pokiaľ ide o objem nových vývozných objednávok zaznamenalo iba nepatrné zlepšenie v zápornom pásme. Nové obmedzenia prijímané v súvislosti s ochorením COVID-19 naďalej nepriaznivo ovplyvňujú už tak utlmený obchod so službami; index PMI pre nové vývozné objednávky v službách opäť klesol a dosiahol hodnotu 39,2.

Vysokofrekvenčné ukazovatele a výsledky najnovších prieskumov zhodne naznačujú pokles HDP v poslednom štvrtroku 2020. Vysokofrekvenčné ukazovatele sledujúce mobilitu v krajinách eurozóny nasledovali v posledných

mesiacoch jasný klesajúci trend, čomu zodpovedal aj vývoj kompozitného indexu striktnosti, ktorý sa zastavil približne na pol ceste medzi rekordom z apríla a dnom zaznamenaným v júli. Ukazovatele z prieskumov naznačujú opätovné spomalenie aktivity, čím trpí najmä sektor služieb. Pokiaľ ide konkrétne o turizmus, opätovné zavedenie obmedzení cestovania v októbri zrejme prispieje k ďalšiemu nahrádzaniu zahraničného turizmu domácim, ku ktorému dochádzalo už počas prvej vlny pandémie, a k celkovému zhoršeniu v oblasti turistických služieb v poslednom štvrtroku tohto roka (box 5). Rýchly kompozitný index PMI pre výrobu sa prudko znížil z 50,0 v októbri na 45,3 v novembri, k čomu prispel najmä výrazný pokles indexu pre služby (zo 46,9 na 41,7). Klesol tiež index pre priemyselnú výrobu, hoci v podstatne menšej miere (z 58,4 na 55,3), naďalej odrážajúc nárast aktivity. Krátkodobý výhľad však sprevádza zvýšená neistota, najmä v súvislosti s nezvyčajnými zmenami v štatistických a ekonomických vzťahoch počas pandémie COVID-19 (popis inovácií balíka analytických nástrojov ECB používaných na hodnotenie krátkodobého dosahu pandémie sa nachádza v boxe 3).

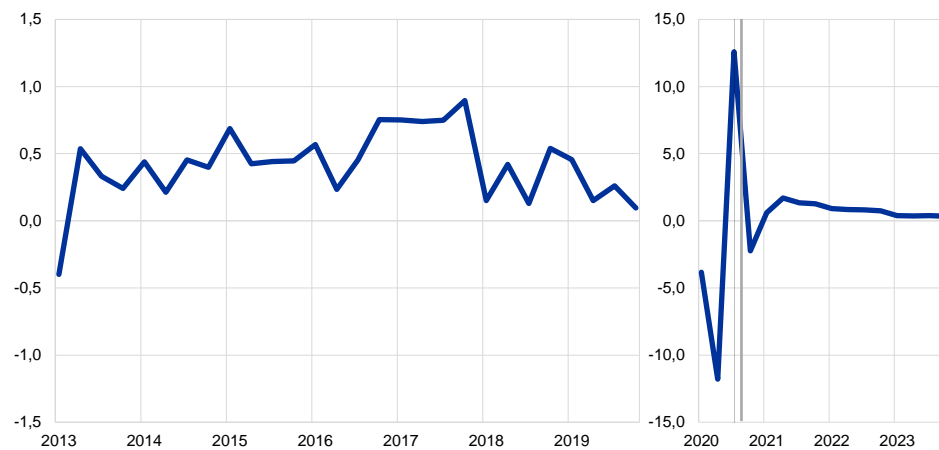
Pokiaľ ide o ďalší vývoj, očakávania spojené s rastom v strednodobom horizonte zostávajú úzko naviazané na priebežný vývoj pandémie a úspešné uvedenie vakcín proti ochoreniu COVID-19. Skoré spustenie distribúcie vakcín predstavuje kľúčový faktor podporujúci očakávania spojené s rýchlym oživením, dosiahnutie všeobecnej imunity a návrat ekonomiky eurozóny a globálnej ekonomiky do „normálu“ však potrvá ešte dlhší čas. Podľa výsledkov prieskumu realizovaného medzi veľkými podnikmi, ktorého cieľom bolo overiť, ako by mohol „normál“ z dlhodobého hľadiska vyzeráť, by mala pandémia viesť k výraznejšej digitalizácii a práci na diaľku, pri očakávanom zachovaní vyššej produktivity a pretrvávajúcom nižšom dopyte (box 6). V prostredí prevládajúcej neistoty a s cieľom znížiť riziko hysterézy bude ECB prostredníctvom akomodačných menových podmienok pokračovať v podpore domáceho dopytu, zatiaľ čo súkromná spotreba by mala naďalej ťažiť z fiškálnych opatrení a opatrení na podporu zamestnanosti.

Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2020 očakávajú v roku 2020 pokles ročného reálneho HDP o 7,3 % a rast o 3,9 % v roku 2021, o 4,2 % v roku 2022 a o 2,1 % v roku 2023 (graf 12). V porovnaní s projekciami zo septembra 2020 bol rast reálneho HDP upravený smerom nahor o 0,7 percentuálneho bodu v roku 2020, smerom nadol o 1,1 percentuálneho bodu v roku 2021 a smerom nahor o 1,0 percentuálneho bodu v roku 2022. V strednodobom horizonte by tak malo dôjsť k oživeniu rastu reálneho HDP približne na úroveň očakávanú v rámci základného scenára zo septembra. Riziká nižšieho rastu pretrvávajú aj naďalej, napriek ich zoslabeniu v dôsledku nových správ o možnom uvedení vakcíny na trh v najbližšom období, a to vzhľadom na vplyv pandémie na ekonomiku a finančné podmienky.

Graf 12

Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(medzištvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu, december 2020, uverejnený na internetovej stránke ECB dňa 10. decembra 2020.

Poznámka: Vzhľadom na bezprecedentnú volatilitu reálneho HDP počas roka 2020 má graf od začiatku roka 2020 odlišnú mierku. Vertikálna čiara predstavuje začiatok horizontu projekcií. Tento graf nezobrazuje intervaly okolo projekcií, keďže štandardný výpočet intervalov (založený na historickej chybovosti projekcií) by za súčasných podmienok spoľahlivo nepoukázal na bezprecedentnú neistotu spojenú so súčasnými projekciami.

4 Ceny a náklady

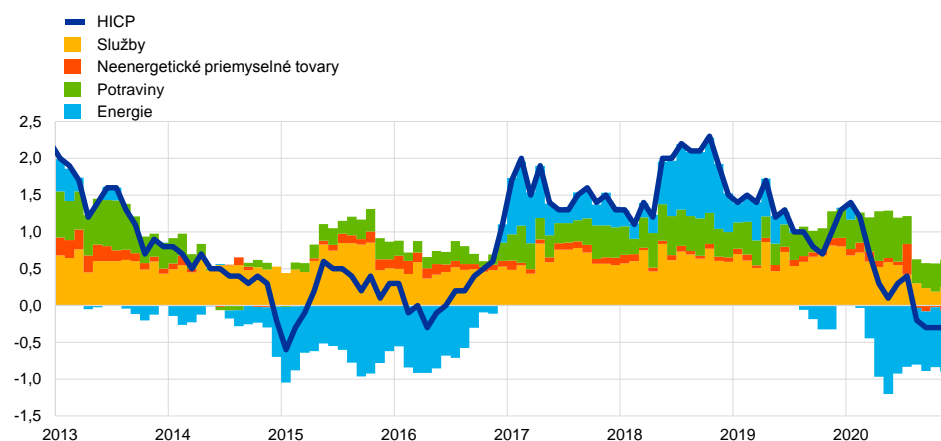
Podľa rýchleho odhadu Eurostatu zostala ročná miera inflácie v eurozóne v novembri nezmenená na úrovni $-0,3\%$. Na základe dynamiky cien ropy a dočasného zníženia dane z pridanej hodnoty v Nemecku je pravdepodobné, že celková inflácia zostane až do začiatku roka 2021 záporná. Následne by sa mala vzhľadom na ukončenie dočasného zníženia dane z pridanej hodnoty v Nemecku a kladné základné efekty inflácie cien energií zvyšovať. Základné cenové tlaky majú zároveň podľa očakávaní zostať obmedzené v dôsledku nízkeho dopytu, predovšetkým v oblasti cestovného ruchu a súvisiacich služieb, ako aj v dôsledku nízkych mzdových tlakov a zhodnocovania výmenného kurzu eura. Po odznení následkov pandémie má oživenie dopytu, podporované akomodáčnou rozpočtovou a menovou politikou, vyvolať tlak na rast inflácie v strednodobom horizonte. Trhové ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní i ukazovatele odvodené z výsledkov prieskumov zostávajú na nízkej úrovni. Toto hodnotenie sa celkovo odráža aj v základnom scenári makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2020, podľa ktorých by mala ročná miera inflácie dosiahnuť $0,2\%$ v roku 2020, $1,0\%$ v roku 2021, $1,1\%$ v roku 2022 a $1,4\%$ v roku 2023. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2020 bol výhľad vývoja inflácie na roky 2020 a 2022 upravený nadol.

Celková inflácia zostala v novembri 2020 bez zmeny. Za nezmenenou mierou inflácie ($-0,3\%$) sa skrývali nepatrné pohyby hlavných zložiek: o niečo viac záporná inflácia cien energií a marginálne nižšia inflácia cien potravín a cien neenergetických priemyselných tovarov na jednej strane a nárast inflácie cien služieb na druhej strane (graf 13).

Graf 13

Príspevok jednotlivých zložiek celkovej inflácie HICP v eurozóne

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

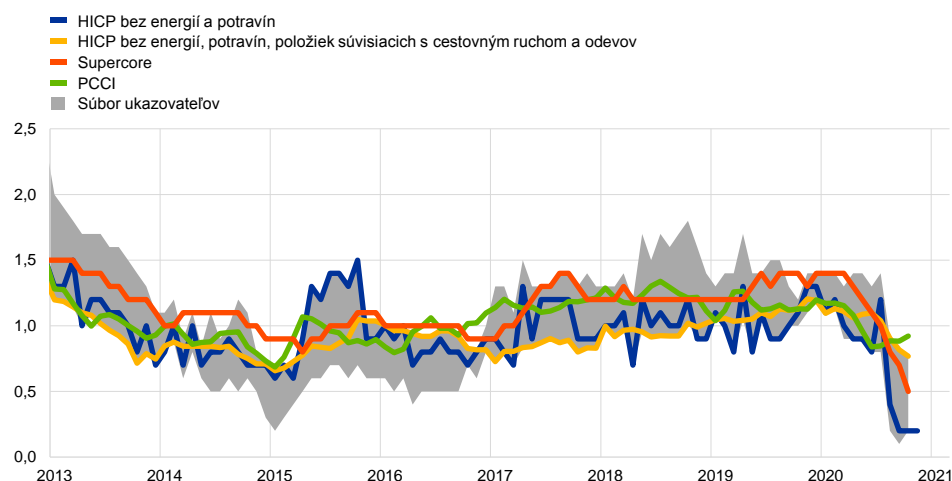
Poznámka: Posledné údaje sú z novembra 2020. Miery rastu za rok 2015 sú v dôsledku metodologickej zmeny skreslené smerom nahor (viac informácií v boxe Nový spôsob výpočtu indexu cien turistických zájazdov v Nemecku a jeho vplyv na miery inflácie HICP, Ekonomický bulletin, číslo 2, ECB, 2019).

Miery základnej inflácie sa stabilizovali na nízkej úrovni. Inflácia HICP bez energií a potravín (HICPX) zostala v novembri tretí mesiac za sebou nezmenená na

historicky nízkej úrovni 0,2 %. Za nezmenenou infláciou sa skrýva nárast inflácie cien služieb, ktorá sa v novembri zvýšila z októbrových 0,4 % na 0,6 %, zatiaľ čo inflácia cien neenergetických priemyselných tovarov sa v novembri znížila z októbrových -0,1 % na -0,3 %. Ďalšie miery základnej inflácie, dostupné do októbra, sa stabilizovali na nízkej úrovni. Inflácia HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom a odevov a ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) zostali v októbri nezmenené na úrovni 0,8 % a 0,9 %, zatiaľ čo ukazovateľ Supercore sa v októbri znížil zo septembrových 0,7 % na 0,5 % (graf 14).⁶ Nedávne nízke hodnoty základnej inflácie tiež odrážajú dočasné zníženie sadzby DPH v Nemecku od júla 2020.

Graf 14
Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: V prípade HICP bez energií a potravín sú posledné údaje z novembra 2020 a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z októbra 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. Skratka PCCI označuje ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation. 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).

TLAKY V RÁMCI CENOVÉHO REĽAZCA V PRÍPADE HICP NEENERGETICKÝCH PRIEMYSLEŇNÝCH TOVAROV MIERNE ZOSILNELI. Inflácia dovozných cien nepotravinových spotrebiteľských tovarov v októbri vzrástla zo septembrových -1,9 % na -1,2 %. Inflácia cien domácich výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov sa oproti septembru nezmenila a v októbri bola aj naďalej v blízkosti svojho dlhodobejšieho priemeru na úrovni 0,7 %. V skorších fázach ponukového reľazca sa ročná miera zmeny cien výrobcov polotovarov v októbri mierne zvýšila zo septembrových -1,6 % na -1,3 %, zatiaľ čo ročná miera zmeny dovozných cien polotovarov v októbri vzrástla zo septembrových -3,0 % na -2,5 %. Je možné, že vývoj inflácie dovozných cien v prípade nepotravinových spotrebiteľských tovarov i polotovarov aspoň čiastočne odráža skutočnosť, že v porovnaní so stavom pred roka zhodnocovanie výmenného kurzu eura v októbri nepokračovalo.

⁶ Ďalšie informácie o tomto a ďalších ukazovateľoch základnej inflácie sú v boxoch 2 a 3 v článku *Measures of underlying inflation for the euro area*, *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2018.

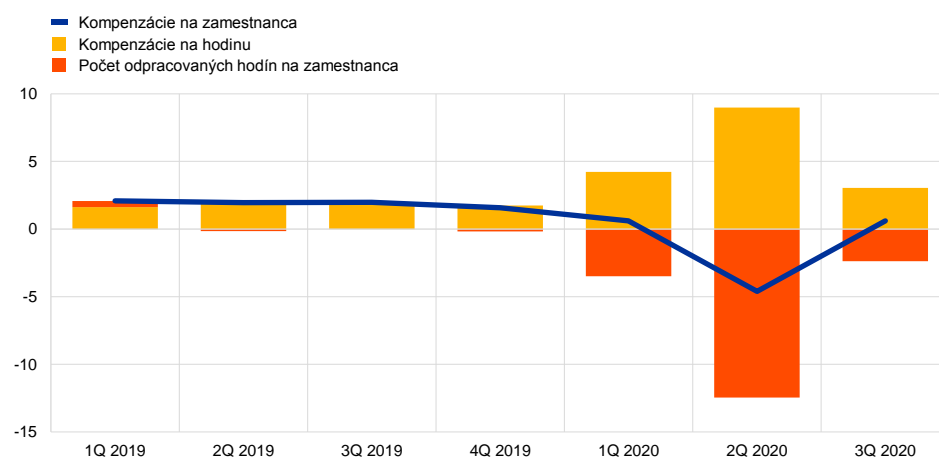
Mzdové tlaky sú zastrené vplyvom vládnych podporných opatrení na

kompenzácie. Kompenzácie na zamestnanca a kompenzácie na odpracovanú hodinu zaznamenávali počas prvých troch štvrťrokov 2020 výraznú volatilitu a vyvíjali sa do značnej miery odlišne. Ročný rast kompenzácií na zamestnanca, ktorý dosiahol 1,7 % v poslednom štvrťroku 2019, 0,6 % v prvom štvrťroku 2020 a -4,7 % v druhom štvrťroku, sa v treťom štvrťroku zrýchlil na 0,6 %. Ročný rast kompenzácií na hodinu sa zvýšil z 2,0 % v poslednom štvrťroku 2019 na 4,3 % v prvom štvrťroku 2020 a až na 9,3 % v druhom štvrťroku, kým v treťom štvrťroku 2020 klesol na 3,0 % (graf 15). Odlišný vývoj týchto dvoch ukazovateľov odráža vplyv režimov skráteného pracovného času a dočasného prepúšťania, pri ktorých si pracovníci síce udržali zamestnanie, no dostávali len časť svojej zvyčajnej kompenzácie, zatiaľ čo skutočný počet odpracovaných hodín na osobu prudko klesol. Tento účinok sa v treťom štvrťroku v súlade s oživením aktivity čiastočne obrátil. Pokles kompenzácií na zamestnanca zároveň skutočnú stratu pracovných príjmov nadhodnocuje, pretože mnohé krajiny v štatistike nevidujú vládnú podporu v rámci kompenzácií, ale v rámci transferov.⁷ Dojednané mzdy, na ktoré vývoj počtu odpracovaných hodín a evidencia výhod vyplývajúcej z programov na záchranu pracovných miest nemajú priamy vplyv, v treťom štvrťroku 2020 klesli na 1,6 % (z 1,7 % v druhom štvrťroku a 1,9 % v prvom štvrťroku). Hoci ide len o pomalé oslabovanie, údaje stále zahŕňajú aj dohody uzavreté pred vypuknutím pandémie.⁸

Graf 15

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

(ročná percentuálna zmena, príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2020.

Trhové ukazovatele inflačných očakávaní sa v reakcii na pozitívne správy o úspešnom testovaní očkovacích látok proti koronavírusu (COVID-19) vedúce k zlepšeniu globálneho rizikového sentimentu mierne zvýšili, no napriek tomu zostali na veľmi tmenej úrovni (od 10. septembra do 9. decembra). Trhové

⁷ Ďalšie informácie sú v boxe [Systémy skráteného pracovného času a ich vplyv na mzdy a disponibilný príjem](#), *Ekonomický bulletin*, č. 4, ECB, 2020.

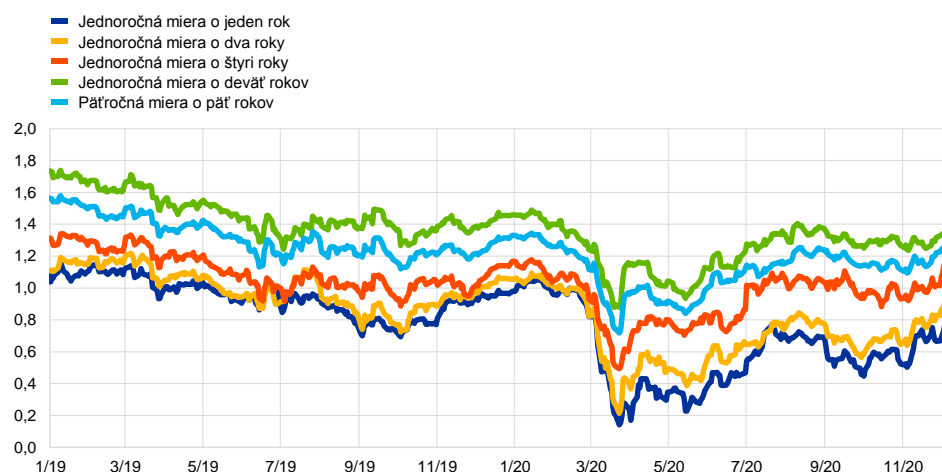
⁸ Ďalšie informácie sú v boxe „Assessing wage dynamics during the COVID-19 pandemic: can data on negotiated wages help?“ v tomto vydaní *Ekonomického bulletinu*.

ukazovatele inflačných očakávaní, ktoré začali koncom októbra vzhľadom na opätovné zavedenie opatrení na obmedzenie pohybu klesať, sa po prvej zo série správ o úspešnom testovaní očkovacích látok proti ochoreniu COVID-19 začiatkom novembra výrazne zvýšili. Napríklad päťročná forwardová sadzba inflačných swapov o päť rokov, 9. decembra na úrovni 1,25 %, sa pohybovala zhruba v rámci intervalu pozorovaného v období od polovice roka 2019 do vypuknutia pandémie. Hoci sa krátkodobejšie trhové ukazovatele inflačných očakávaní zatiaľ ukazujú byť o niečo odolnejšie než v prvej vlne pandémie, celý forwardový profil trhových ukazovateľov inflačných očakávaní aj naďalej poukazuje na dlhšie obdobie nízkej inflácie. Ukazovatele inflačných očakávaní vyplývajúce z prieskumov zostali na historicky nízkej úrovni. Na základe prieskumu ECB Survey of Professional Forecasters za posledný štvrťrok 2020 uskutočneného v prvom októbrom týždni 2020, ako aj na základe najnovších údajov Consensus Economics a Euro Zone Barometer z októbra, zostali dlhodobejšie inflačné očakávania odvodené z výsledkov prieskumov na historicky nízkej úrovni, resp. v jej blízkosti.

Graf 16

Trhové ukazovatele inflačných očakávaní

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámky: Posledné údaje sú z 9. decembra 2020.

Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu z decembra 2020

predpokladajú postupný nárast celkovej inflácie v horizonte projekcií.

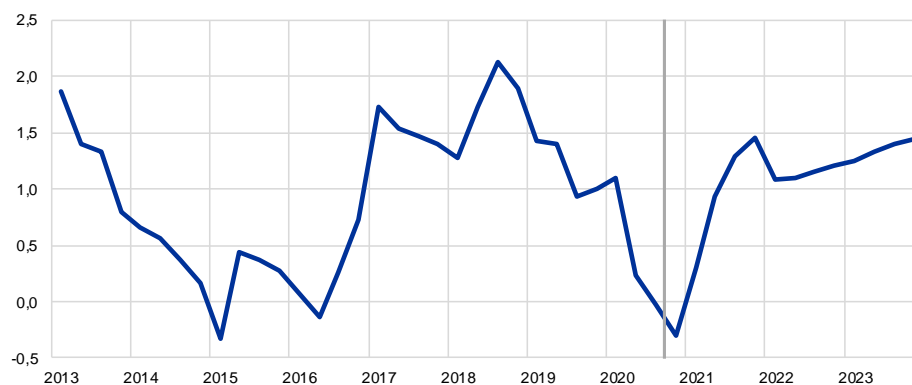
Podľa základného scenára projekcií má celková inflácia HICP dosiahnuť v priemere 0,2 % v roku 2020, 1,0 % v roku 2021, 1,1 % v roku 2022 a 1,4 % v roku 2023 (graf 17). V porovnaní s projekciami odborníkov ECB zo septembra 2020 bola projekcia inflácie HICP na rok 2020 upravená nadol o 0,1 percentuálneho bodu, na rok 2021 zostáva nezmenená a na rok 2022 bola upravená nadol o 0,2 percentuálneho bodu, a to v dôsledku slabších aktuálnych údajov o inflácii HICP bez energií a potravín, ako aj v dôsledku toho, že od predchádzajúcich projekcií došlo k prehodnoteniu inflačných tlakov smerom nadol v kontexte výraznej, ale klesajúcej miery nevyužitých kapacít na trhu tovarov a trhu práce. Zvýšenie v roku 2021 vo veľkej miere odráža bázičné účinky energetickej zložky inflácie HICP súvisiace s prudkým poklesom cien ropy na začiatku celosvetovej epidémie COVID-19, ako aj s návratom sadzby DPH v Nemecku na

pôvodnú úroveň. V strednodobom horizonte sa má celková inflácia postupne zvyšovať, najmä v dôsledku mierneho nárastu príspevku inflácie HICP bez energií a potravín, ktorý by však mal zostať pomerne nevýrazný. Inflácia HICP bez energií a potravín by mala v roku 2020 predstavovať 0,7 %, v roku 2021 0,8 %, v roku 2022 1,0% a v roku 2023 by mala vzrásť na 1,2 %.

Graf 17

Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok [Makroekonomické projekcie odborníkov Euro systému pre eurozónu, december 2020](#) zverejnený 10. decembra 2020 na internetovej stránke ECB.

Poznámky: Zvislá čiara označuje začiatok projektovaného obdobia. Posledné údaje sú za tretí štvrtrok 2020 (údaje) a štvrtý štvrtrok 2023 (projekcie). Dňom uzávierky údajov uvedených v *makroekonomických projekciách odborníkov Euro systému pre eurozónu z decembra 2020* bol 25. november 2020.

5 Peňažná zásoba a úvery

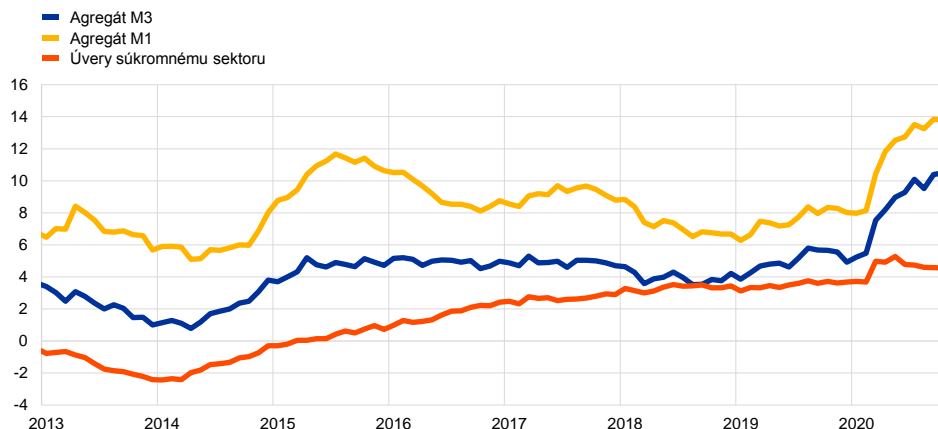
Menová dynamika v eurozóne naďalej odráža vplyv pandémie koronavírusu (COVID-19). V októbri sa rast peňažnej zásoby stabilizoval na dvojnásobne vyššej úrovni ako pred pandemiou, a to v dôsledku vykonávania opatrení menovej politiky a preferencie likvidných aktív. Hlavným zdrojom tvorby peňažnej zásoby zostávajú vnútroštátne pohľadávky, na čom sa podieľajú úvery nefinančným spoločnostiam a čistý nákup štátnych dlhopisov verejného sektora Eurosystemom. Včasné a rozsiahle opatrenia prijaté menovými a fiškálnymi orgánmi, ako aj orgánmi dohľadu zabezpečili tok úverov do hospodárstva eurozóny za priaznivých podmienok. Celkové financovanie spoločností z vonkajších zdrojov sa v treťom štvrtroku 2020 ustálilo. Malé a stredné podniky, ktoré sú pri financovaní v rozhodujúcej miere závislé od bánk, uvádzali mierne zlepšenie prístupu k financiam z vonkajších zdrojov v období od apríla do októbra, ale v nadchádzajúcich mesiacoch očakávajú zhoršenie. Celkové náklady spoločností na financovanie dlhu sú teraz na úrovni blízkej úrovni pred pandemiou, keďže náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu sa opäť zmiernili a úrokové miery bankových úverov zostali blízko historických miním. Očakáva sa však tlak na zvyšovanie úrokových mier bánk, pretože zhoršujúce sa prostredie úverového rizika má negatívny vplyv na súvahy a ziskovosť bánk.

Tempo rastu peňažnej zásoby zostalo v októbri v zásade nezmenené. Na menovú dynamiku mali naďalej nepriaznivý vplyv účinky pandémie COVID-19, ktoré vyvolali výnimočne veľký záujem o likviditu. Ročná miera rastu širokého menového agregátu (M3) sa v októbri mierne zvýšila na 10,5 %, z 10,4 % v septembri, a stabilizovala sa na úrovni dvakrát vyššej ako pred vypuknutím pandémie (graf 18). Ročná miera rastu najlikvidnejšieho menového agregátu M1, zloženého z jednodňových vkladov a z objemu peňazí v obehu, zostala v októbri stabilná na zvýšenej úrovni 13,8 %, čím výrazne prispela k rastu agregátu M3. Tento vývoj odráža likviditu, ktorú si vytvárali spoločnosti i domácnosti v prostredí zvýšenej neistoty, ale tiež – v prípade domácností – určité vynútené úspory v dôsledku obmedzených možností míňať finančné prostriedky na spotrebu. Výrazný rast peňažnej zásoby bol tiež výsledkom značných podporných opatrení prijatých ECB a orgánmi dohľadu, ako aj národnými vládami s cieľom zabezpečiť dostatočnú likviditu pre ekonomiku na riešenie hospodárskych dôsledkov pandémie.

Graf 18

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 októbra 2020.

Značný rast jednodňových vkladov naďalej odráža vysokú neistotu. Jednodňové vklady, ktoré boli hlavným prispievateľom k rastu agregátu M3, v októbri pokračovali v relatívne stabilnom, ale veľmi vysokom ročnom tempe rastu 14,3 %.

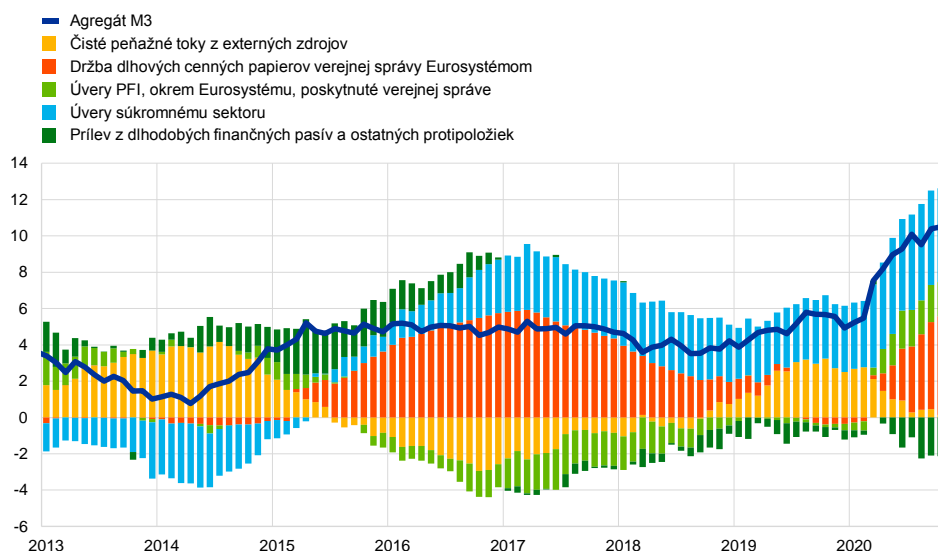
Uprednostňovanie jednodňových vkladov držiteľmi peňazí naďalej odrážalo preventívne motívy a veľmi nízku úroveň úrokových mier, ktoré znižujú oportunitné náklady na držbu týchto nástrojov, najmä v porovnaní s inými, menej likvidnými nástrojmi. K rastu vkladov prispela najmä držba vkladov spoločností a domácností. V prípade spoločností existujú rozdiely v držbe vkladov medzi jednotlivými jurisdikciami, čo je odrazom rozdielov v rozsahu, v akom sa naplnili potreby likvidity spoločností, ako aj rozdielov vo forme a veľkosti podporných opatrení v jednotlivých krajinách. Okrem toho, objem peňazí v obehu rástol v októbri so zhruba stabilnou ročnou mierou rastu 10,7 %. Na porovnanie, ostatné krátkodobé vklady a obchodovateľné nástroje naďalej prispievali k ročnému rastu agregátu M3 len malou mierou, čo odrážalo nízku úroveň úrokových mier a orientáciu investorov na vyššie výnosy.

Hlavným zdrojom tvorby peňažnej zásoby zostávajú vnútroštátne pohľadávky, keďže sa zvýšil príspevok čistého nákupu aktív Eurosystemom. Z pohľadu protipoložiek bol rast úverov súkromnému sektoru od začiatku roka 2018 do septembra 2020 hlavným zdrojom rastu agregátu M3 (modré časti grafu 19). V októbri 2020 sa však čisté nákupy štátnych cenných papierov Eurosystemom v rámci programu nákupu aktív a núdzového pandemického programu nákupu aktív ECB stali najväčším prispievateľom k rastu agregátu M3 (červené časti grafu 19). Zároveň sa počas uplynulých mesiacov zmiernil tok úverov verejnému sektoru od bankového sektora (bez Eurosystemu) (svetlozelené časti grafu 19). Čisté peňažné toky z externých zdrojov boli počas dvanásťmesačného obdobia do októbra v zásade vyvážené (žlté časti grafu 19), zatiaľ čo dlhodobějšíe finančné záväzky a ostatné protipoložky mali na rast peňažnej zásoby negatívny vplyv (tmavozelené časti grafu 19). Bolo to spôsobené najmä vývojom ostatných protipoložiek (najmä

dohodami o spätnom odkúpení), kým priaznivé podmienky cielených dlhodobějších refinančných operácií naďalej prispievali k nahrádzaniu financovania bánk, čo malo za následok čisté spätné odkupovanie dlhodobých bankových dlhopisov.

Graf 19 Agregát M3 a jeho protipoložky

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



Zdroj: ECB.

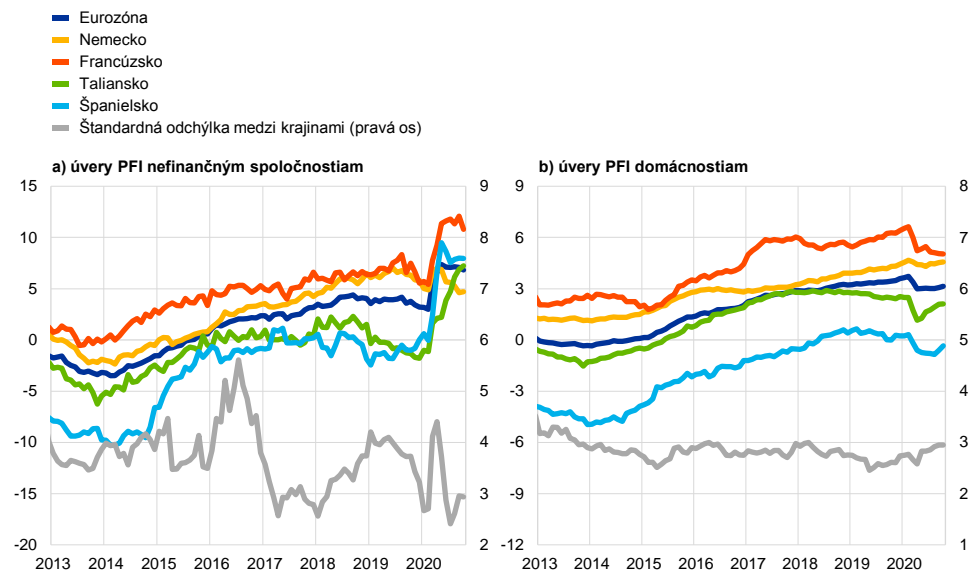
Poznámka: Úvery súkromnému sektoru zahŕňajú úvery PFI súkromnému sektoru a dlhové cenné papiere vydané súkromným sektorom nepeňažných finančných inštitúcií eurozóny v držbe PFI. Okrem toho zahŕňajú aj nákupy dlhových cenných papierov nepeňažných finančných inštitúcií realizované Eurosystemom v rámci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

Toky úverov súkromnému sektoru sa spomalili. Ročná miera rastu úverov peňažných finančných inštitúcií (PFI) súkromnému sektoru zostala v októbri nezmenená na úrovni 4,6 %, čo je o jeden percentuálny bod viac ako pred vypuknutím pandémie (graf 18). Krátkodobá dynamika však poukazuje na spomalenie, čo dokazujú výrazne nižšie mesačné toky úverov od júna. Na raste úverov sa naďalej vo veľkej miere podieľali úvery poskytnuté spoločnostiam, ktoré v októbri rástli s ročnou mierou rastu 6,8 %, po 7,1 % v septembri, zatiaľ čo rast úverov domácnostiam zostal stabilný na úrovni 3,1 % (graf 20). Spomalenie medziročného rastu úverov spoločnostiam nastalo v kontexte znižovania núdzových potrieb likvidity, slabých investícií a prísnejších podmienok poskytovania úverov. Spoliehanie sa spoločností na dlhodobější úvery sa naďalej zvyšovalo na úkor krátkodobějších úverov. Rozdiely v dynamike úverov poskytovaných spoločnostiam a úverov domácnostiam odrážajú špecifický charakter krízy COVID-19, ktorá viedla k zrušeniu hotovostných tokov spoločností a donútila spoločnosti viac sa spoliehať na financovanie z vonkajších zdrojov.

Graf 20

Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny

(ročné percentuálne zmeny)



Zdroj: ECB.

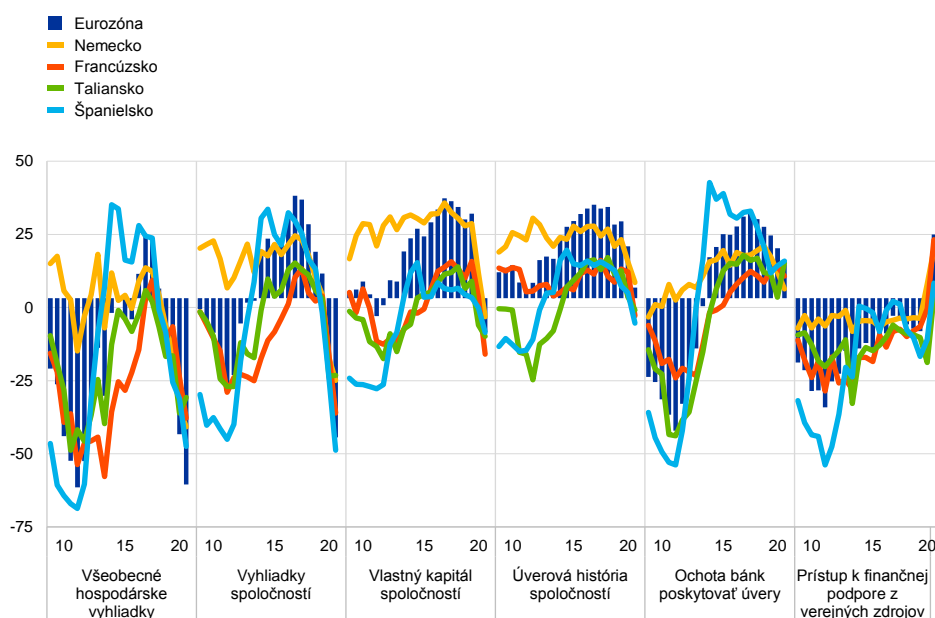
Poznámka: Údaje upravené o predaj a sekuritizáciu úverov. V prípade nefinančných spoločností sú úvery upravené aj o účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa počíta z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú z októbra 2020.

Malé a stredné podniky uvádzali mierne zlepšenie prístupu k financiam z vonkajších zdrojov v uplynulých šiestich mesiacoch v porovnaní so začiatkom roka 2020, v nadchádzajúcich mesiacoch však očakávajú zhoršenie. Z [prieskumu o prístupe k financovaniu podnikov](#) (SAFE) z novembra 2020 vyplýva, že malé a stredné podniky po prvýkrát od roku 2009 zaznamenali zlepšenie prístupu k finančnej podpore z verejných zdrojov, čo naznačuje, že iniciatívy viacerých vlád zamerané na poskytovanie verejných záruk na bankové úvery počas pandémie COVID-19 boli pre tieto podniky prínosom (graf 21). Podniky zároveň pociťovali, že ich prístup k financovaniu bol nepriaznivo ovplyvnený všeobecným hospodárskym výhľadom, ale aj výhľadom konkrétneho podniku a jeho kapitálovou pozíciou. Spoločnosti eurozóny tiež uvádzali výrazné zhoršenie obratu a ziskov, ktoré sa zaznamenalo vo všetkých krajinách a odvetviach. Keďže výrazne vzrástol dopyt po vonkajších finančných prostriedkoch na preklopenie výpadkov likvidity, finančná medzera (rozdiel medzi dopytom a dostupnosťou financovania z vonkajších zdrojov) opäť mierne vzrástla. Navyše, výsledky prieskumu SAFE tiež ukázali, že malé a stredné podniky a v menšej miere aj veľké spoločnosti očakávali zhoršenie dostupnosti väčšiny vonkajších zdrojov financovania, najmä bankových úverov a úverových línií.

Graf 21

Faktory ovplyvňujúce dostupnosť financovania malých a stredných podnikov z vonkajších zdrojov

(čisté percentá)



Zdroj: ECB (SAFE).

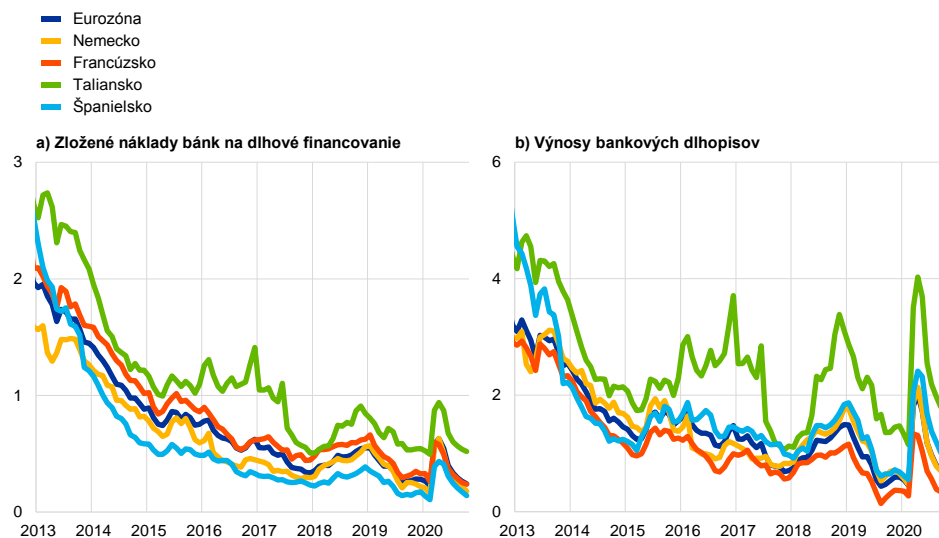
Poznámka: Údaje sa týkajú 3. kola (marec – september 2010) až 23. kola (apríl 2020 – október 2020) prieskumu SAFE.

Banky majú priaznivé podmienky financovania, ale úverové riziko negatívne ovplyvňuje ich súvahy a ziskovosť. Zložené náklady na dlhové financovanie bánk eurozóny, ktoré sa po vypuknutí pandémie COVID-19 zvýšili, klesli späť na úroveň blízku historickému minimu z februára 2020, t. j. z obdobia pred pandemiou (graf 22). Bolo to spôsobené najmä nižšími výnosmi dlhopisov, k čomu prispeli opatrenia menovej politiky ECB. Program nákupu aktív ECB a núdzový pandemický program nákupu aktív majú priaznivý vplyv na výnosy dlhopisov, z čoho profitujú aj ceny cenných papierov vydávaných bankami. Banky navyše čiastočne nahradili financovanie prostredníctvom trhu dlhodobejšími refinančnými operáciami, čím vytvorili tlak na pokles výnosov bankových dlhopisov. Na ceny krytých bankových dlhopisov má priamy vplyv aj tretí program nákupu krytých dlhopisov ECB (CBPP3). Okrem toho, úrokové miery vkladov bánk eurozóny, ktoré tvoria podstatnú časť financovania bánk, zostali v októbri 2020 na historickom minime, čím prispeli k priaznivým podmienkam financovania dlhu bánk. Od nástupu krízy COVID-19 banky eurozóny čoraz viac uplatňujú záporné úrokové sadzby na vklady nefinančných spoločností, ktoré majú v držbe. Veľká časť financovania vkladov bánk, najmä retailových vkladov, má zároveň stále nulovú spodnú hranicu úrokových sadzieb, ktorá vyvíja tlak na čisté úrokové marže bánk. Aj keď banky ťažia z priaznivých podmienok financovania, zhoršenie úverovej dôveryhodnosti dlžníkov v dôsledku pandémie má negatívny vplyv na ich ziskovosť a kapitálové pozície. Ako vyplýva z [prieskumu úverovej aktivity bánk v eurozóne](#) z októbra 2020, banky v treťom štvrtroku 2020 sprísnilli podmienky poskytovania úverov, čo je odrazom ich vnímania vyššieho rizika v dôsledku pandémie.

Graf 22

Zložené náklady bánk na dlhové financovanie

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



Zdroj: ECB, Markit iBoxx a výpočty ECB.

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

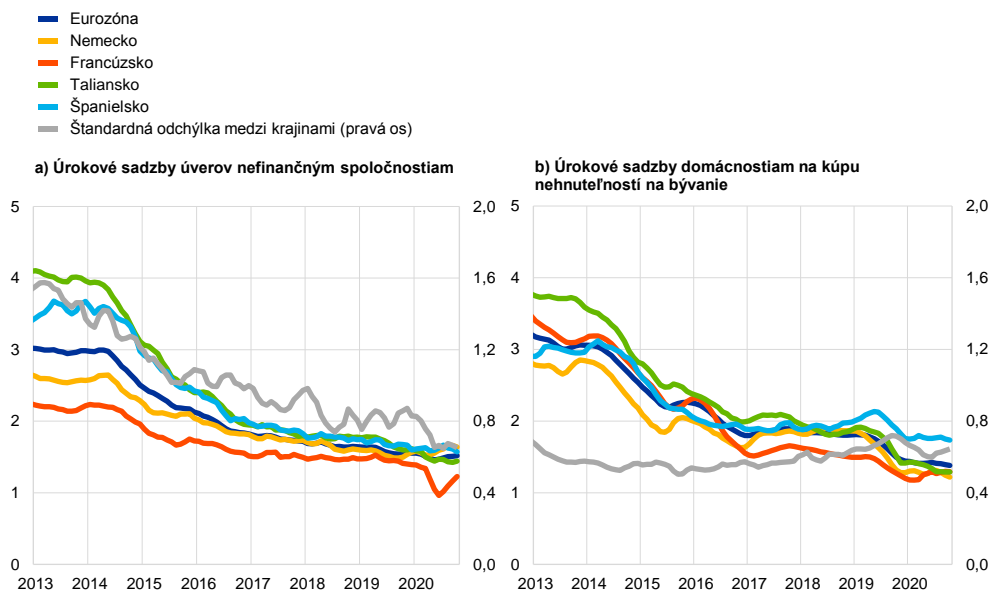
Úrokové miery bankových úverov zostávajú veľmi priaznivé, očakáva sa však tlak na ich rast.

V októbri zostali zložené úrokové miery bankových úverov spoločnostiam blízko historických miním na úrovni 1,53 %, zatiaľ čo úrokové miery úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie klesli na nové historické minimum 1,36 %. (graf 23). Tento vývoj sa pozoroval vo všetkých krajinách eurozóny. Navyše, spread medzi úrokovými mierami veľmi malých bankových úverov a veľkých bankových úverov sa stabilizoval na úrovni nižšej ako pred pandémiou. Závažný ekonomický dosah pandémie na príjmy spoločností, na vyhliadky domácností na zamestnanie a na celkovú úverovú bonitu dlžníkov zároveň naďalej vyvíjali tlak na zvyšovanie úrokových sadzieb bankových úverov. Priaznivá reakcia úrokových mier bankových úverov na pandémiu odráža dva faktory. Po prvé, účinnosť opatrení prijatých ECB, orgánmi bankového dohľadu a vládami na vyrovnanie procyklického vplyvu pandemického šoku na ponuku úverov. V tejto súvislosti bude predĺženie programov štátnych záruk na úvery v niektorých krajinách, aspoň do júna 2021, naďalej chrániť sadzby bankových úverov pred nepriaznivým vývojom úverového rizika dlžníkov. Po druhé, relatívna stálosť úrokových sadzieb bankových úverov v krátkodobom horizonte, keďže banky dočasne absorbujú určité výkyvy svojich nákladových zložiek v snahe zachovať vzťahy s klientmi.

Graf 23

Zložené úrokové sadzby bankových úverov vo vybraných krajinách eurozóny

(v percentách za rok; trojmesačný kľzavý priemer)



Zdroj: ECB.

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

Odhaduje sa, že celkový ročný tok financovania nefinančných korporácií eurozóny z vonkajších zdrojov sa v treťom štvrtroku 2020 ustálil.

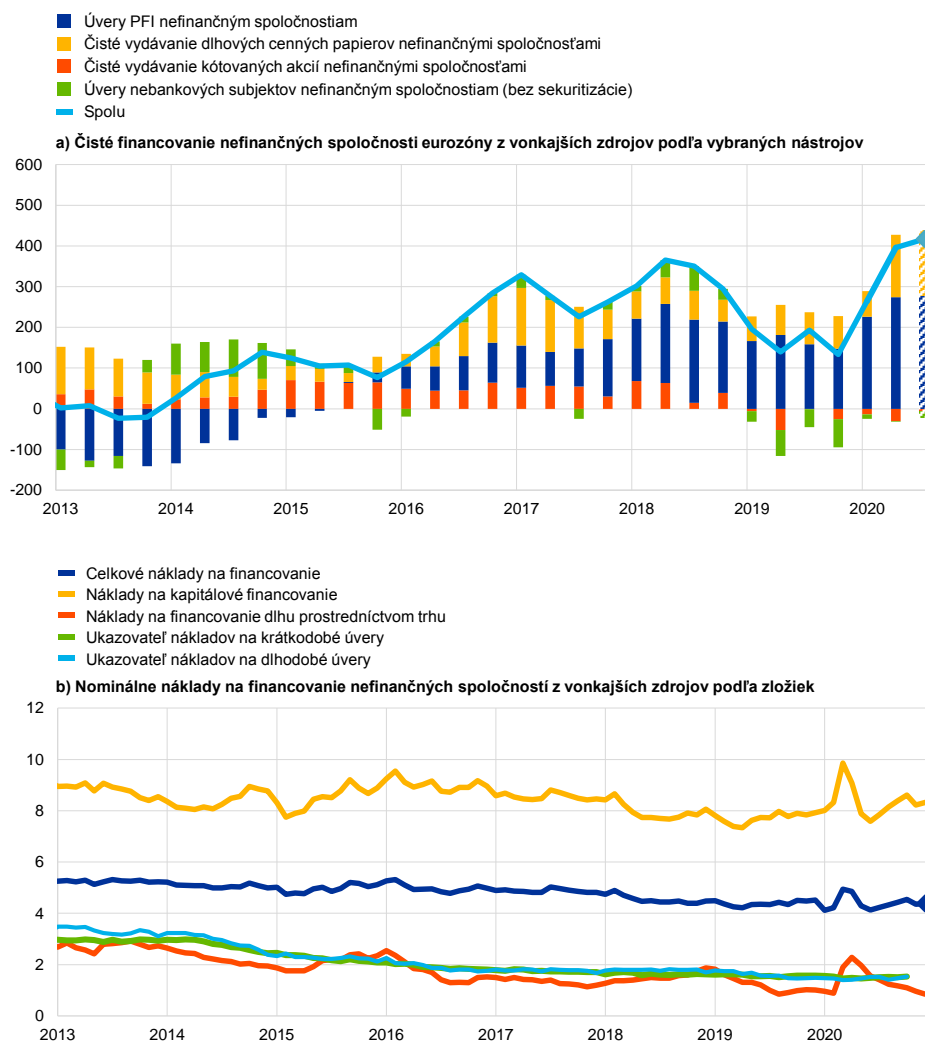
Táto stabilizácia odráža spomalenie poskytovania úverov bankami a čistého vydávania dlhových cenných papierov v tom istom štvrtroku, potom ako v druhom štvrtroku dosiahli historické maximum (časť a) grafu 24). Zhoršenie prevádzkových hotovostných tokov spoločností a z toho vyplývajúca značná potreba finančných prostriedkov sa dočasne zmiernili v dôsledku uvoľnenia opatrení na obmedzenie pohybu v treťom štvrtroku z dôvodu nižšej miery výskytu infekcie COVID-19. Spomalenie financovania z vonkajších zdrojov súviselo aj s tým, že spoločnosti si od začiatku roka (od marca do júna) vytvárali rezervy likvidity, čo viedlo k nižšiemu dopytu po úveroch v treťom štvrtroku. V treťom štvrtroku zároveň došlo k prudkému nárastu čistého vydávania kótovaných akcií, ktoré sa však sústredili v niekoľkých spoločnostiach, predovšetkým v odvetví technológií. Objem úverov od nebankových subjektov (nepeňažných finančných inštitúcií) zostal v treťom štvrtroku tlmený. Celkovo boli toky financovania z vonkajších zdrojov v treťom štvrtroku 2020 stále vyššie ako kvartálny priemer, ktorý sa zaznamenal v období rokov 2016 až 2019, k čomu prispeli priaznivé podmienky financovania. Celkové nominálne náklady na financovanie nefinančných spoločností z vonkajších zdrojov, ktoré tvoria bankové úvery, vydávanie dlhových cenných papierov na trhu a financovanie prostredníctvom akcií, dosahovali koncom októbra úroveň 4,5 % (časť b) grafu 24). Táto úroveň bola približne o 40 bázických bodov nižšia ako miestne historické maximum v marci 2020 a o 40 bázických bodov vyššia ako historické minimum v júni 2020. Rozdiel medzi marcom a júnom bol spôsobený prudkým poklesom nákladov na kapitálové financovanie dlhu a nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu. Odhaduje sa, že celkové náklady na

financovanie od konca októbra do konca referenčného obdobia (9. decembra 2020) poklesli o približne 15 bázičných bodov na 4,4 %, z dôvodu nižších nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu i nižších nákladov na kapitálové financovanie.

Graf 24

Financovanie nefinančných spoločností eurozóny z vonkajších zdrojov

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



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

Poznámka: Časť 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. Pruhovalý stĺpec a svetlomodrý kosoštvorec označujú modelové odhady za tretí štvrťrok 2020. Časť b): Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností sa počítajú ako vážený priemer nákladov na poskytovanie bankových úverov, nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a kapitálové financovanie na základe ich príslušných nesplatených súm. Tmavomodrý kosoštvorec označuje modelové odhady celkových nákladov na financovanie v novembri 2020 za predpokladu, že úrokové miery bankových úverov zostanú nezmenené na úrovni z októbra 2020. Posledné údaje v časti a) sú za druhý štvrťrok 2020 v prípade údajov o účtoch eurozóny; odhady za tretí štvrťrok 2020 na základe údajov z položiek súvahy ECB (bilančných položiek) a údajov o cenných papieroch, ako aj údajov Dealogic. Posledné údaje v časti b) sú z 9. decembra 2020 v prípade nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu (mesačný priemer denných údajov), zo 4. decembra 2020 v prípade nákladov na kapitálové financovanie (týždenné údaje) a z októbra 2020 v prípade nákladov na poskytovanie úverov (mesačné údaje).

6 Fiškálny vývoj

Výrazná fiškálna podpora zabezpečená prostredníctvom automatických stabilizátorov a diskrečných opatrení vlád štátov eurozóny zmiernila značný negatívny vplyv pandémie koronavírusu (COVID-19) na reálnu ekonomiku. Fiškálne náklady na túto podporu sú veľmi vysoké pre všetky štáty eurozóny, hoci sa v jednotlivých krajinách podstatne líšia. Vzhľadom na hospodársky pokles a fiškálnu podporu by sa mal rozpočtový deficit verejnej správy podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2020 v tomto roku výrazne zvýšiť na 8,0 % HDP oproti 0,6 % zaznamenaným v roku 2019. Následne by sa pomer deficitu mal v roku 2021 znížiť na 6,1 % HDP a v ďalších dvoch rokoch na 3,9 % a 3,0 %. K zlepšeniu by malo dôjsť s postupným doznievaním vplyvu mimoriadnych opatrení, zatiaľ čo cyklická zložka sa začne výraznejšie zlepšovať až od roku 2022. Odhaduje sa, že v dôsledku fiškálnych opatrení a horšej ekonomickej situácie sa agregovaný pomer dlhu eurozóny v roku 2020 prudko zvýšil, vrchol dosiahne v roku 2021 a následne bude len veľmi pomaly klesať. Vzhľadom na prudkú kontrakciu hospodárstva eurozóny zostáva ambiciózná a koordinovaná fiškálna pozícia veľmi dôležitá, pričom fiškálne opatrenia prijaté v reakcii na koronakrízu by mali byť čo najviac cielené a dočasné. Zároveň však slabý dopyt firiem a domácností a zvýšené riziko, že sa oživenie bude odďaľovať pre nové opatrenia na obmedzenie pohybu v dôsledku druhej vlny pandémie, odôvodňujú potrebu pokračovať v podpore prostredníctvom vnútroštátnych fiškálnych politik. Nástroj EÚ pre ďalšie generácie (Next Generation EU – NGEU), ktorý dopĺňa fiškálne opatrenia na vnútroštátnej úrovni, prispieje k rýchlejšiemu, výraznejšiemu a jednotnejšiemu oživeniu a zvýši hospodársku odolnosť a rastový potenciál ekonomík členských štátov EÚ, najmä ak sa fondy použijú na produktívne verejné výdavky a budú doplnené štrukturálnymi opatreniami na zvýšenie produktivity.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2020 sa predpokladá, že rozpočtové saldo verejných financií eurozóny sa v roku 2020 výrazne zníži a následne sa bude postupne oživovať.⁹ Na základe týchto projekcií sa očakáva, že pomer deficitu verejných financií v eurozóne sa zvýši z 0,6 % v roku 2019 na 8,0 % HDP v roku 2020 a potom bude v rokoch 2021, 2022 a 2023 klesať na 6,1 %, 3,9 % a 3,0 % HDP (graf 25). Pokles rozpočtového salda v roku 2020 možno do veľkej miery pripísať zhoršeniu cyklicky upraveného primárneho salda v dôsledku podporných ekonomických opatrení približne na úrovni 4,5 % HDP, z čoho najväčšiu časť tvoria dodatočné výdavky, najmä vo forme transferov a dotácií firmám a domácnostiam, ale aj prostredníctvom skráteného pracovného času alebo systému povinných dovoleniek. Tento pokles je tiež výsledkom veľkej negatívnej cyklickej zložky, čo korešponduje s prudkým zhoršením produkcie v eurozóne.¹⁰ K následnému zlepšeniu rozpočtového salda by malo dôjsť v dôsledku oživenia cyklicky upraveného primárneho salda, keďže časť mimoriadnych opatrení sa začne od roku 2021 postupne rušiť. Príspevok z vývoja hospodárskeho cyklu by sa mal výrazne zlepšiť až od roku 2022, pričom zostane záporný počas celého horizontu prognózy. Tieto fiškálne prognózy sa však spájajú s mimoriadnou neistotou, nielen

⁹ Viac v [Makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu z decembra 2020](#) zverejnených na internetovej stránke ECB 10. decembra 2020.

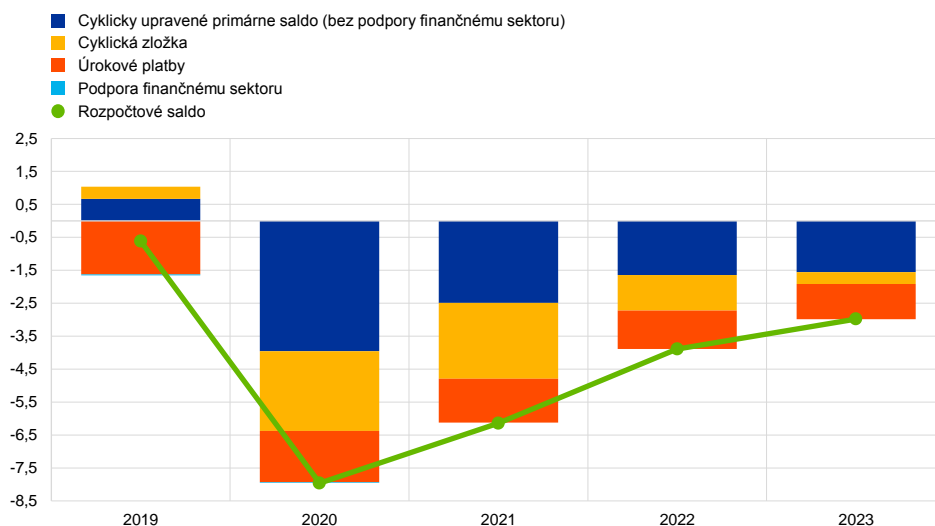
¹⁰ Je potrebné uviesť, že v súčasnej situácii sa dekompozícia cyklu a trend spájajú s nezvyčajne vysokou mierou neistoty.

pokiaľ ide o veľkosť, načasovanie a zloženie výdavkov z nástroja NGEU, ale celkovo aj preto, že hospodárske politiky musia nevyhnutne reagovať na aktuálny vývoj pandémie.

Graf 25

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému z decembra 2020.

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

Okrem fiškálnej podpory svojich ekonomík poskytli štáty eurozóny tiež rozsiahle úverové záruky na podporu likvidity firiem.

Tieto záruky spolu predstavujú približne 17 % HDP eurozóny ako celku, no ich výška sa v jednotlivých krajinách výrazne líši. Keďže úverové záruky sú podmienenými záväzkami vlád, akýkoľvek objem realizovaných záruk bude predstavovať dodatočné verejné výdavky, ktoré zvýšia vládny dlh.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2020 sa predpokladá, že fiškálny výhľad eurozóny v roku 2020 bude menej negatívny, ale v rokoch 2021 a 2022 bude negatívnejší.

Saldo rozpočtu verejnej správy eurozóny ako podiel HDP sa v roku 2020 upravilo smerom nahor o 0,8 percentuálneho bodu a v rokoch 2021 a 2022 smerom nadol o 1,2 a 0,3 percentuálneho bodu. Nižší fiškálny deficit v roku 2020 vyplýva predovšetkým z menšieho záporného cyklicky upraveného salda, ale aj z menšej negatívnej cyklickej zložky. Tento obraz sa pravdepodobne zmení v priebehu nasledujúcich dvoch rokov, keď by cyklicky upravené saldo aj cyklická zložka mali byť hlbšie v negatívnom pásme, ako sa pôvodne predpokladalo.

Agregovaná fiškálna pozícia bola v roku 2020 výrazne expanzívna, v rokoch 2021 s 2022 sa však očakáva čiastočné zníženie podpory v dôsledku

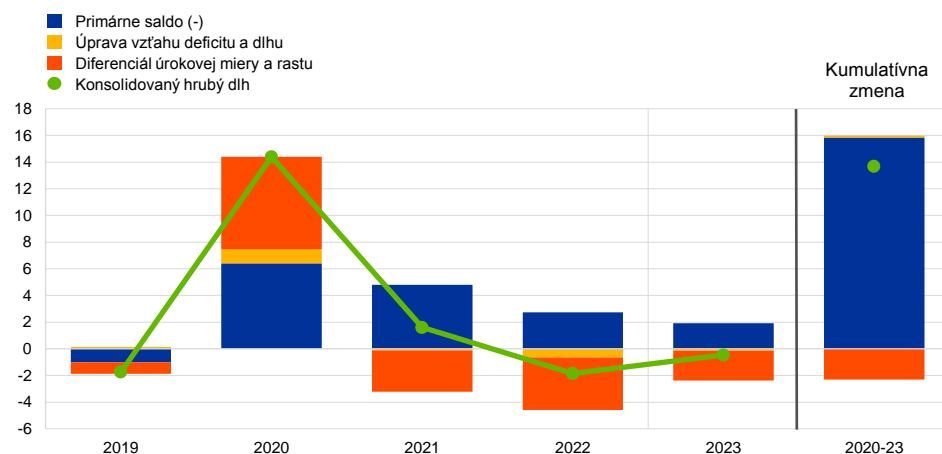
postupného utlmovania mimoriadnych opatrení.¹¹ Fiškálna pozícia bola podľa odhadov v roku 2019 mierne expanzívna a predpokladá sa, že v roku 2020 bude výrazne akomodačná na úrovni 4,8 % HDP. Naopak, v rokoch 2021 a 2022 by sa mala mierne znížiť o 1,5 % a 0,8 % HDP, kým v roku 2023 by mala byť celkovo neutrálna. Tento vývoj odráža postupné ukončovanie mimoriadnych pandemických opatrení od roku 2021. Celkové fiškálne saldo zostane napriek postupnému znižovaniu výrazne záporné, pričom fiškálne nástroje budú v celom horizonte projekcií podporovať hospodárske oživenie.

Pomer agregovaného verejného dlhu k HDP v eurozóne sa v roku 2020 výrazne zvýšil a predpokladá sa, že v roku 2021 dosiahne vrchol okolo 100 % HDP a potom bude pomaly klesať. V náraste pomeru dlhu o 14,5 percentuálneho bodu v roku 2020 a 1,5 percentuálneho bodu v roku 2021 sa vo veľkej miere odrážajú vysoké primárne deficity a v roku 2020 aj nepriaznivé diferenciály úrokových mier a rastu. V roku 2020 sa na uvedenom zvýšení podieľa aj výrazná úprava vzťahu deficitu a dlhu v dôsledku politických opatrení súvisiacich s pandémiou, ako je zabezpečenie likvidity pre firmy a domácnosti. V rokoch 2022 a 2023 budú klesajúce, hoci stále značné primárne deficity vykompenzované jednak kladným príspevkom zlepšujúcich sa diferenciálov úrokových mier a rastu vyplývajúcich z predpokladaného oživenia hospodárskej aktivity a jednak zápornou úpravou vzťahu deficitu a dlhu v roku 2022 (graf 26). V dôsledku toho by mal na konci horizontu projekcií v roku 2023 pomer dlhu k HDP dosiahnuť 97,8 %.

Graf 26

Faktory zmeny verejného dlhu

(v percentuálnych bodoch HDP)



Zdroj: ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému z decembra 2020.

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

Na obnovenie súvah na predkrízovú úroveň bude potrebný dlhý čas. Zníženie rozpočtových nerovnováh bude okrem iného závisieť od tempa oživenia v roku 2021,

¹¹ Vo fiškálnej pozícii sa okrem automatickej reakcie verejných financií na obchodný cyklus odráža aj cieľ a veľkosť fiškálnych stimulov do ekonomiky. Meria sa ako zmena pomeru cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od štátnej pomoci finančnému sektoru. Koncepcia fiškálnej pozície eurozóny sa podrobne rozoberá v článku [The euro area fiscal stance](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

najmä po pozitívnych správach o niekoľkých očkovacích látkach proti ochoreniu COVID-19. Okrem toho by kladným impulzom pre hospodársky rast mali byť aj koordinované fiškálne opatrenia prijaté v Európskej únii. Priaznivé podmienky financovania však zároveň zahŕňajú aj náklady na dlhovú službu. Preto bude dôležité, aby sa členské štáty EÚ po oživení hospodárskej aktivity vrátili na zdravé fiškálne pozície vrátane nižších úrovní verejného dlhu.¹²

¹² Viac informácií o návrhoch rozpočtových plánov na rok 2021 a stanoviskách Európskej komisie je v boxe s názvom Návrh rozpočtových plánov na rok 2021: preskúmanie v čase koronakrízy v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

Boxy

1 Dlhodobé nepriaznivé účinky minulých kríz na globálnu ekonomiku

Natalia Martín Fuentes a Isabella Moder

Pandémia koronavírusu (COVID-19) predstavuje nevidaný šok pre globálnu ekonomiku. Po prvé, tento šok má viacero rovín, keď sa výnimočná situácia v oblasti verejného zdravia kombinuje s navodeným ponukovým šokom (po prijatí prísnych opatrení proti šíreniu nákazy) a dopytovým šokom v dôsledku stúpajúcej nezamestnanosti a rastúcej neistoty. Po druhé, pandémia vyvolala rôznorodú a rozsiahlu politickú odozvu, ktorá síce zmiernila nepriaznivý vplyv na hospodársku aktivitu, mohla by však zhoršiť existujúce nerovnováhy v globálnej ekonomike a znásobiť obavy, pokiaľ ide o previs verejného a súkromného dlhu a budúcu potrebu oddľžovania. A po tretie, opatrenia proti šíreniu nákazy a zmenené správanie spotrebiteľov obzvlášť ťažko zasiahli niektoré sektory, pričom táto situácia bude pravdepodobne pokračovať minimálne dovtedy, kým sa začne uplatňovať účinné medicínske riešenie.

Vzhľadom na komplikovanú povahu koronašoku treba rátať s jeho dosahom na dlhodobý rastový potenciál globálnej ekonomiky. V tomto boxe skúmame minulé krízy a transmisné kanály, prostredníctvom ktorých sa účinky kríz prenášajú do potenciálnej produkcie.¹³ Táto analýza je poznačená výraznou neistotou, pretože potenciálna produkcia je premenná, ktorá sa nesledovala. Okrem toho, koronakríza je z viacerých stránok unikátna. Predchádzajúce krízy teda nemusia predstavovať spoľahlivé ukazovatele dlhodobých účinkov, ktoré by mohla mať táto kríza na globálnu ekonomiku, a to nielen preto, že jej dĺžka – ako jeden z kľúčových parametrov pre hodnotenie potenciálnych pretrvávajúcich nepriaznivých účinkov – je zatiaľ neznáma.

V ekonomickej literatúre sa diskutuje o tradičnom názore, že fluktuácie v rámci obchodného cyklu neovplyvňujú dlhodobý rast. Často skúmaným a diskutovaným javom je napríklad existencia hysterézných účinkov na trhoch práce (teda pretrvávajúcich účinkov šokov na nezamestnanosť).¹⁴ Okrem toho najnovšie publikované príspevky, motivované zdĺhavým oživením po globálnej finančnej kríze, poukázali na to, že recesie majú dlhodobý vplyv na úroveň HDP¹⁵, pretože cyklické udalosti ovplyvňujú ekonomiku na strane ponuky prostredníctvom niekoľkých kanálov, čím formujú dlhodobý trend.

¹³ Viac v článku [The impact of COVID-19 on potential output in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2020.

¹⁴ Napríklad Blanchard, O.J. a Summers, L.H., [Hysteresis and the European Unemployment Problem](#), *NBER Working Papers*, No 1950, National Bureau of Economic Research, 1986.

¹⁵ Napríklad Cerra, V., Fatás, A. a Saxena, S.C., [Hysteresis and Business Cycles](#), *CEPR Discussion Papers*, No DP14531, 2020; Jordà, O., Schularick, M. a Taylor, A.M., [Disasters Everywhere: The Costs of Business Cycles Reconsidered](#), *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers*, No 2020-11, 2020; a Bluedorn, J. a Leigh, D., [Is the Cycle the Trend? Evidence from the Views of International Forecasters](#), *IMF Working Papers*, No 18/163, 2018.

Hodnotenie pretrvávajúcich nepriaznivých účinkov minulých kríz však predsa poskytuje určitú predstavu o tom, ako môže koronašok vplývať na potenciálnu produkciu.¹⁶ Analýza lokálnych projekcií súvisiacich s minulými epidémiami

naznačuje, že počiatočný vplyv na úroveň potenciálnej produkcie je relatívne krátkodobý a zvykne odznieť do dvoch rokov po skončení epidémie (graf A, ľavý horný panel).¹⁷ Treba však poznamenať, že minulé epidémie skúmané v analýze boli zväčša lokálne, a teda nie sú porovnateľné so závažnou globálnou pandémiou.¹⁸ Preto sa hodnotí aj vplyv dvoch ďalších exogénnych druhov kríz na potenciálnu produkciu, konkrétne ropné embargo v rokoch 1973 až 1974 zavedené Organizáciou krajín vyvážajúcich ropu OPEC (ktoré možno považovať sa exogénny negatívny ponukový šok pre cieľové krajiny)¹⁹ a dôsledky významných vojen²⁰. Výsledky ukazujú, že ropné embargo malo negatívny dosah na potenciálnu produkciu iba v prvom roku nasledujúcom po šoku (graf A, pravý horný panel). Zo skúmania významných vojen (ľavý dolný panel) zas vyplýva, že po prvotnom závažnom dopade zvykne byť povojnové hospodárske oživenie prudké a bez dlhšie trvajúcich nepriaznivých účinkov (t. j. dlhších ako štyri roky). Veľmi široké intervaly spoľahlivosti však poukazujú na značnú heterogenosť dlhodobých dôsledkov vojen.

¹⁶ Výsledky vychádzajú z lokálnych projekcií na základe modelu panelových dát, ktoré zahŕňajú 117 krajín v rokoch 1970 až 2017. Nezávislé premenné reprezentujú kumulatívny rast potenciálnej produkcie v každom roku. Regresory zahŕňajú autoregresné termíny štyroch oneskorení, umelé premenné pre príslušné udalosti a účinky viazané na konkrétne krajiny. Zdrojom údajov o potenciálnej produkcii a jej prípadných subkomponentoch je databáza Penn World Tables a zdrojom údajov o finančných krízach je práca Laeven, L. a Valencia, F., [Systemic Banking Crises Revisited](#), *IMF Working Papers*, No 18/206, 2018.

¹⁷ Minulé epidémie zahŕňajú SARS (2003), prasaciu chrípku (2009-10), MERS (2013), Ebolu (2014-15) a vírus Zika (2016). Za zasiahnuté krajiny sa považujú tie, v ktorých bolo zaregistrovaných aspoň desať prípadov výskytu.

¹⁸ Viac v práci Jordà, Ò., Singh, S.R. a Taylor, A.M., [Longer-Run Economic Consequences of Pandemics](#), *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers*, No 2020-09, 2020, v ktorej sa identifikujú významné dlhotrvajúce makroekonomické dôsledky pätnástich významných pandémií od 14. storočia.

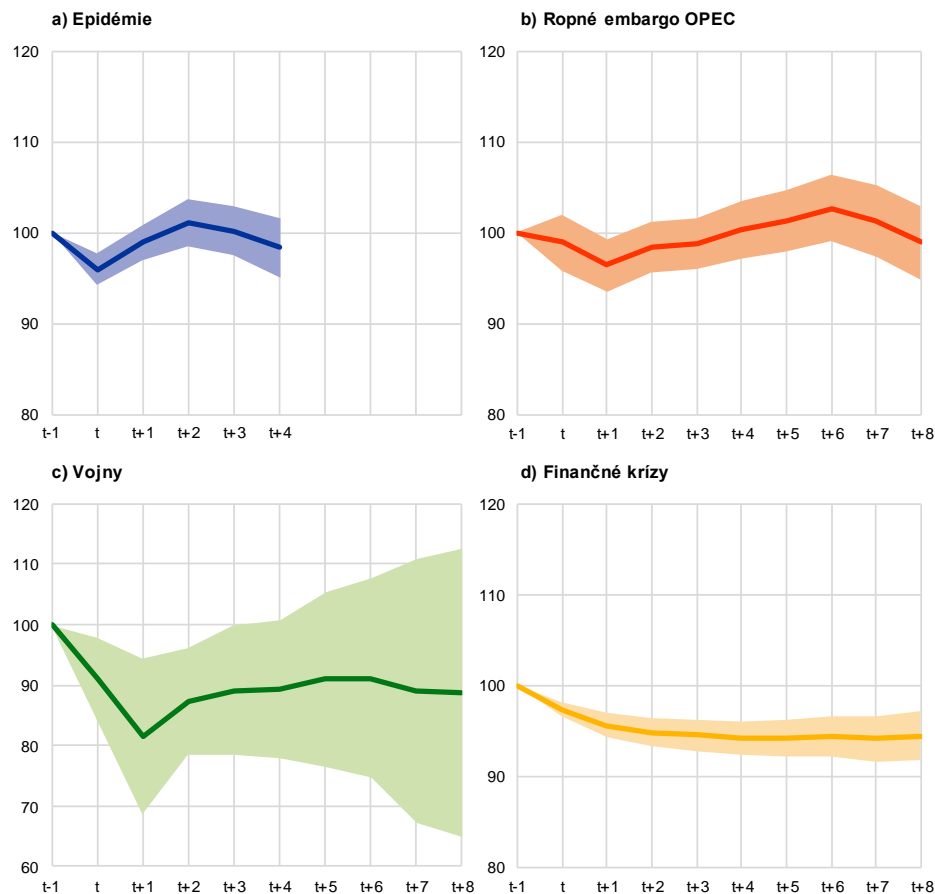
¹⁹ Vzorka použitá pri odhade zahŕňa tieto cieľové krajiny ropného embarga OPEC: Kanada, Japonsko, Holandsko, Portugalsko, Južná Afrika, Spojené kráľovstvo a Spojené štáty. Kým ropné embargo OPEC malo na príslušné cieľové krajiny (v porovnaní s ostatnými štátmi, ktorých sa embargo netýkalo) len krátkodobý efekt, trvalé zvýšenie cien ropy v dôsledku cenových šokov v 70. rokoch, a najmä druhého cenového šoku, mohlo mať na globálnu potenciálnu produkciu trvalejší vplyv. Viac v článku [The impact of COVID-19 on potential output in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2020.

²⁰ Do vzorky sú zahrnuté tieto vojny: občianska vojna v Libanone (1975 – 1990), vojna v Perzskom zálive v Iraku (1990 – 1991), vojny v Juhoslávii (1991 – 1999), občianska vojna v Sierra Leone (1991 – 2002), druhá konžská vojna (1999 – 2003), vojna v Iraku (2003 – 2011), občianska vojna v Sýrii (2011 – súčasnosť) a občianska vojna v Iraku (2014 – 2017).

Graf A

Dlhodobé účinky minulých epidémií a iných kríz na úroveň potenciálnej produkcie

(indexy)



Zdroj: Výpočty ECB na základe Penn World Tables a práce Laevna a Valenciu (poznámka pod čiarou č. 4).

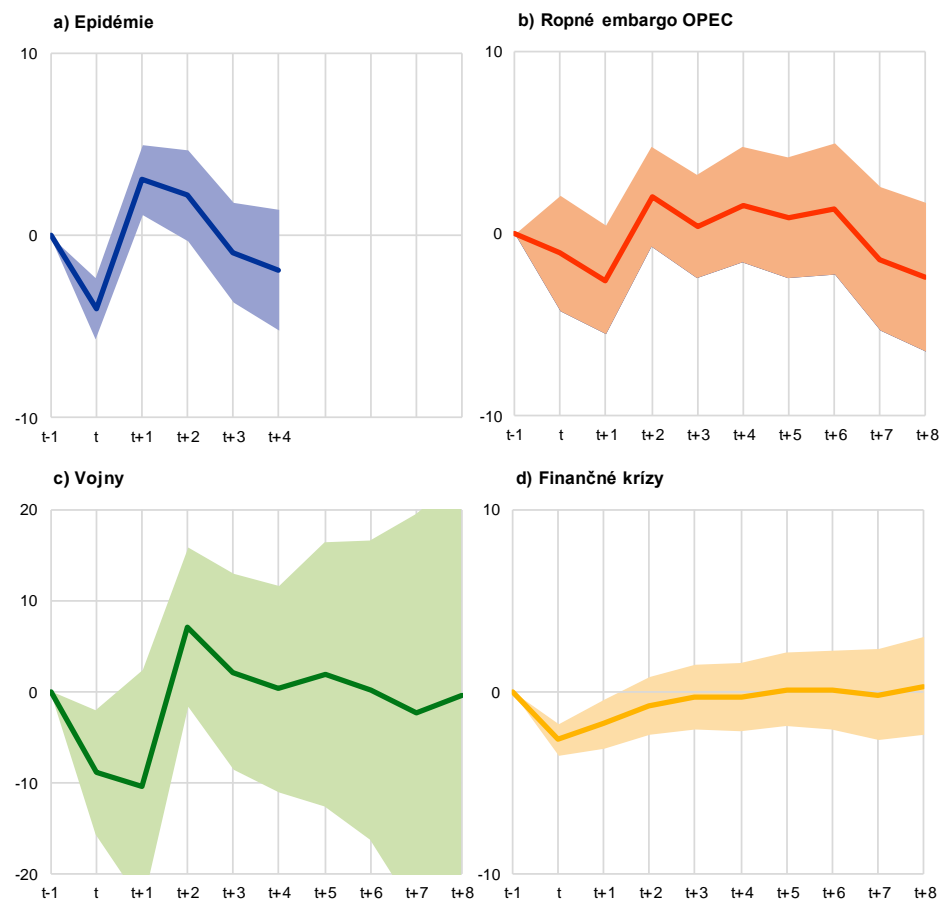
Poznámka: Plné čiary vyjadrujú vplyv príslušnej udalosti z roku t na úroveň potenciálnej produkcie do roku t+8, teda osem rokov po skončení udalosti, a vytieňované oblasti znázorňujú 95 % interval spoľahlivosti. Vplyv na potenciálnu produkciu sa odhaduje pomocou lokálnych projekcií na základe globálneho panelu, ktorý obsahuje všetky udalosti simultánne, štyri oneskorenia rastu potenciálnej produkcie na kontrolu endogénnosti a účinky viazané na konkrétne krajiny. Keďže väčšina analyzovaných epidémií je relatívne aktuálna, v rámci vzorky je možné vypočítať ich vplyv len do štyroch rokov po ich skončení. Potenciálna produkcia sa definuje ako úroveň produkcie zodpovedajúca produktívnej kapacite ekonomiky.

Finančné krízy sa, naopak, spájajú s veľmi vytrvalým poklesom potenciálnej produkcie. Výsledky z minulých finančných kríz (ako príkladu endogénnych kríz, teda spôsobených nahromadením ekonomických nerovnováh) poukazujú na stratu okolo 5 % aj po viac ako ôsmich rokoch, ako sa uvádza aj v súčasnej literatúre spomenutej vyššie. Toto zistenie podporuje tiež skutočnosť, že v prípade recesií spôsobených finančnou krízou nebolo pozorované žiadne výrazné zvýšenie miery rastu po ukončení príslušnej recesie. To naznačuje dlhotrvajúci nepriaznivý vplyv na úroveň potenciálnej produkcie (graf B). Tento vývoj sa odlišuje od exogénnych kríz (t. j. epidémií, embarga OPEC a vojen), v prípade ktorých po prvotnej kontrakcii nasledujú miery rastu nad normálom, v dôsledku čoho sa potenciálna produkcia ekonomiky vracia späť na úroveň svojho dlhodobého trendu.

Graf B

Vplyv minulých epidémií a iných kríz na rast potenciálnej produkcie

(percentuálna miera rastu)



Zdroj: Výpočty ECB na základe Penn World Tables a práce Laevena a Valenciu (poznámka pod čiarou č. 4).

Poznámka: Plné čiary vyjadrujú vplyv príslušnej udalosti z roku t na mieru rastu potenciálnej produkcie do roku t+8, teda osem rokov po skončení udalosti, a vytieňované oblasti znázorňujú 95 % interval spoľahlivosti. Vplyv na potenciálnu produkciu sa odhaduje pomocou lokálnych projekcií na základe globálneho panelu, ktorý obsahuje všetky udalosti simultánne, štyri oneskorenia rastu potenciálnej produkcie na kontrolu endogénosti a účinky viazané na konkrétne krajiny. Keďže väčšina analyzovaných epidémií je relatívne aktuálna, v rámci vzorky je možné vypočítať ich vplyv len do štyroch rokov po ich skončení. Potenciálna produkcia sa definuje ako úroveň produkcie zodpovedajúca produktívnej kapacite ekonomiky.

Dôkazy ukazujú, že počas recesie nasledujúcej po finančnej kríze je vplyv danej krízy na kapitál obzvlášť vytrvalý.²¹ Pritom je užitočné zhodnotiť vplyv minulých finančných kríz na jednotlivé komponenty potenciálnej produkcie. Spočiatku sú finančnou krízou zasiahnuté všetky tri položky produkcie na strane ponuky (graf C). Kým negatívny vplyv na celkovú faktorovú produktivitu a spotrebu práce približne po troch rokoch začne slabnúť, prítomné zostávajú negatívne a dlhodobé účinky na kapitál, čo je hlavným zdrojom dlhodobo pretrvávajúcich negatívnych dôsledkov finančných kríz.

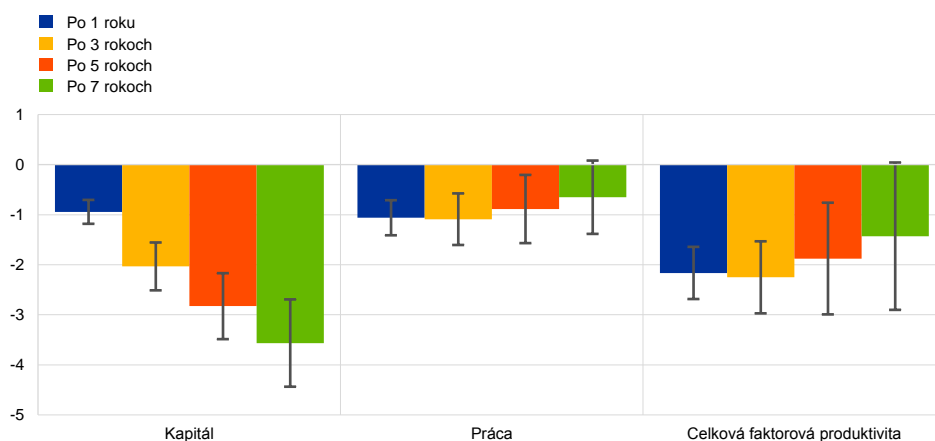
²¹ Podobne ako už spomínaný krátkodobý vplyv na potenciálny rast, aj vplyv epidémií, embarga OPEC a vojen na jednotlivé položky na strane ponuky je buď krátkodobý alebo bezvýznamný, preto ho v tomto boxe ďalej nerozoberáme. Jedinou výnimkou je negatívny vplyv epidémií na ponuku práce (vrátane ľudského kapitálu), ktorý sa v priebehu času zosilňuje. Výsledky v prípade epidémií sa v zásade zhodujú s výsledkami aktuálneho výskumu Svetovej banky. Viac v Dieppe, A. (ed.), [Global Productivity: Trends, Drivers, and Policies](#), World Bank, 2020.

Pandémia COVID-19 by mohla nepriaznivo ovplyvniť kapitál, čo sa pozorovalo aj pri minulých finančných krízach. Znehodnotenie kapitálu sa v dôsledku pandémie pravdepodobne zväčšilo hlavne v kapitálovo náročných sektoroch postihnutých krízou (ako letecký priemysel), v ktorých môže kapitál zastarávať, ako aj v iných sektoroch, ktoré sú zasiahnuté dopytovým šokom. Okrem toho môže potreba konsolidácie verejných financií po kríze v kombinácii s nepriaznivým hospodárskym výhľadom firiem prispieť k dlhodobějšímu nedostatku investícií.²²

Graf C

Vplyv finančných kríz na komponenty potenciálnej produkcie na strane ponuky

(kumulatívna miera rastu)



Zdroj: Výpočty ECB na základe Penn World Tables a práce Laevena a Valenciu (poznámka pod čiarou č. 4).
 Poznámka: Slúpcy vyjadrujú vplyv finančných kríz na príslušné položky na strane ponuky po uvedenom počte rokov od konca krízy. Čiary vyjadrujúce chybovosť predstavujú 95 % interval spoľahlivosti. Vplyv na potenciálnu produkciu sa odhaduje pomocou lokálnych projekcií na základe globálneho panelu, ktorý obsahuje všetky udalosti simultánne, štyri oneskorenia rastu potenciálnej produkcie na kontrolu endogénosti a účinky viazané na konkrétne krajiny. Potenciálna produkcia sa definuje ako úroveň produkcie zodpovedajúca produktívnej kapacite ekonomiky.

Keďže koronašok zasiahol predovšetkým sektory s vysokým podielom ľudskej práce, prvotný vplyv na ponuku práce by mohol byť výraznejší ako v prípade minulých finančných kríz. S výnimkou dopravy je pre sektory najviac postihnuté opatreniami proti šíreniu nákazy (t. j. maloobchod, ubytovacie a stravovacie služby, zábavný priemysel a rekreácie) typický väčší podiel ľudskej práce ako kapitálová náročnosť (graf D). Zároveň však mohli byť nepriamo zasiahnuté aj sektory, ktorých sa tieto opatrenia netýkali, a to v dôsledku poklesu predaja ich medziproduktov postihnutým sektorom.²³ Či budú takéto straty v zamestnanosti trvalejšie, závisí od rýchlosti relokácie pracovnej sily medzi sektormi a firmami. Dôsledky pandémie na trhu práce, ako je pokles pracovnej sily z dôvodu rastúceho počtu demotivovaných pracovníkov alebo slabšieho globálneho migračného toku do vyspelých ekonomík, by mohli viesť k trvalej kontrakcii pracovnej sily. Táto kontrakcia, v kombinácii s dôsledkami rozsiahleho zatvárania škôl na akumuláciu ľudského kapitálu, by mohla

²² V prvom polroku 2020 klesli globálne investície (bez eurozóny) približne o 11 %, čo je viac ako po globálnej finančnej kríze: ich kumulatívny pokles od tretieho štvrťroka 2008 do prvého štvrťroka 2009 predstavoval 8 %. Podľa projekcií OECD budú globálne investície v poslednom štvrťroku 2021 stále o 4 % nižšie ako v poslednom štvrťroku 2019 (hodnoty vychádzajú z neváženého priemeru údajov Austrálie, Kanady, Japonska, Kórey, Spojeného kráľovstva a Spojených štátov). [OECD Economic Outlook No 107 - Single-hit scenario - Edition 2020/1](#), *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections* (databáza), OECD, 2020.

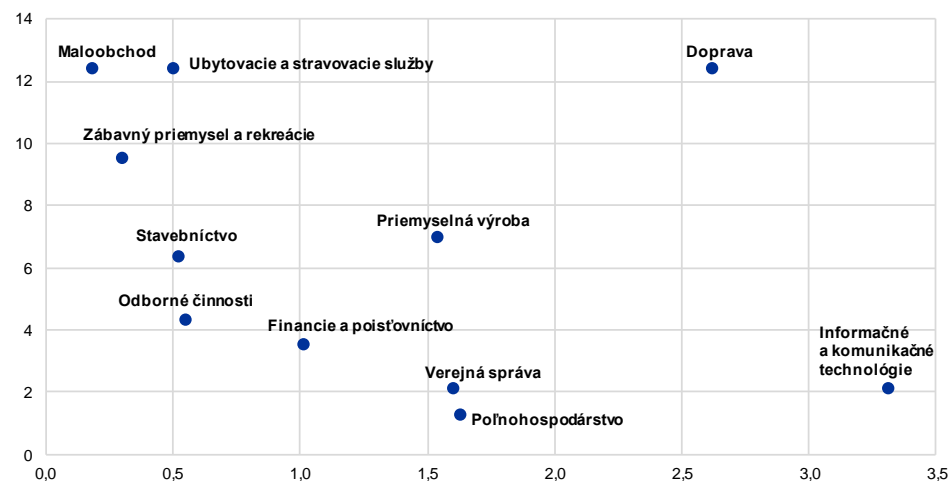
²³ Laeven, L., *Pandemics, Intermediate Goods, and Corporate Valuation*, *CEPR Discussion Papers*, No DP15022, 2020.

ešte viac prehĺbiť straty v oblasti ponuky práce.²⁴ Zároveň však treba pamätať na to, že rozsah týchto strát závisí tiež od politických krokov a úspechu politik trhu práce pri zmiernovaní uvedených dôsledkov.²⁵

Graf D

Sektorové straty v dôsledku opatrení proti šíreniu COVID-19 a ukazovateľ kapitálovej náročnosti/podielu ľudskej práce

(os x: fixný kapitál na zamestnanca; os y: odhadované percentuálne straty pridanej hodnoty)



Zdroj: Výpočty ECB a databáza EU KLEMS.

Poznámka: Sektorové straty v dôsledku opatrení proti šíreniu nákazy vychádzajú z hodnotenia, ktoré odborníci ECB vykonali na vzorke globálne systémovo významných krajín, a sú vypočítané ako nevážený priemer. Ukazovateľ kapitálovej náročnosti/podielu ľudskej práce sa vypočíta ako pomer fixného kapitálu (v roku 2017) a spotreby práce (počtu zamestnancov v roku 2017) v jednotlivých sektoroch na základe neváženého priemeru vzorky 19 krajín.

Hoci by koronakríza mohla mať negatívny vplyv aj na produktivitu, posun k digitálnym technológiám by mohol byť z dlhodobého hľadiska pozitívny.

Koronakríza by mohla niekoľkými spôsobmi ovplyvniť celkovú faktorovú produktivitu. Po prvé, vplyv pandémie by mohol dočasne zablokovať zdroje v neproduktívnych sektoroch, pričom relokácia produktívnych zdrojov do rýchlorastúcich odvetví by pravdepodobne trvala istý čas.²⁶ Okrem toho by mohlo dôjsť k spomaleniu v oblasti inovácií vzhľadom na zníženie výdavkov na výskum a vývoj, pričom vo verejnom sektore by príčinou bola potreba konsolidovať, kým v súkromnom sektore zvýšená neistota. Repatriácia globálnych hodnotových reťazcov po koronakríze by navyše mohla brániť šíreniu inovácií a poznatkov medzi krajinami. Zároveň však zvýšené využívanie digitálnych technológií, ktoré podnietila koronakríza, má potenciál urýchliť

²⁴ Burgess, S. a Sievertsen, H.H., *Schools, skills, and learning: The impact of COVID-19 on education*, VoxEU, 2020, kde autori argumentujú, že „aj relatívne krátky výpadok vyučovania bude mať vplyv na získavanie zručností“.

²⁵ Viac v boxe *A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market*, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2020.

²⁶ Keď sa tak stane, agregovaná produktivita by mohla ťažiť z takejto relokácie zdrojov do produktívnejších sektorov. Koronašok by tiež mohol mať výraznejší dosah na firmy s nízkou produktivitou, čo by v zásade mohlo mať pozitívny vplyv na agregovanú produktivitu. Viac v boxe 2 v článku *The impact of COVID-19 on potential output in the euro area*, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2020.

digitálnu transformáciu globálnej ekonomiky, a teda priaznivo prispieť k celkovej faktorovej produktivite.²⁷

²⁷ V aktuálnom prieskume v popredných firmách v eurozóne sa v skutočnosti najčastejšie ako dlhodobé následky pandémie na strane ponuky uvádzalo viac dištančnej práce a urýchlenie digitalizácie (viac v boxe Dlhodobé dosahy pandémie: výsledky prieskumu medzi poprednými spoločnosťami v tomto vydaní Ekonomického bulletinu).

2 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 22. júla do 3. novembra 2020

Simon Forsyth a Ross Murphy

V tomto boxe sa opisujú operácie menovej politiky a vývoj likvidity ECB počas piateho a šiesteho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2020, ktoré trvalo od 22. júla do 15. septembra a od 16. septembra do 3. novembra 2020. Počas tohto obdobia došlo začiatkom roka k stabilizácii volatility trhu spojenej s krízou vyvolanou koronavírusom (COVID-19). Opatrenia ohlásené centrálnymi bankami naďalej podporovali fungovanie trhu aj počas leta.

Úroveň likvidity centrálnych bánk v bankovom systéme počas piateho a šiesteho udržiavacieho obdobia roku 2020 naďalej rástla. Bolo to do značnej miery spôsobené vyrovnaním tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) a nákupov aktív uskutočňovaných v rámci programu nákupu aktív (APP) a núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP).

Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a povinných minimálnych rezerv, predstavovala v hodnotenom období 2 044,5 mld. €. Bolo to o 109,8 mld. € viac ako priemer v treťom a štvrtom udržiavacom období roku 2020 (časť tabuľky A s názvom Ďalšie informácie týkajúce sa likvidity). Čisté autonómne faktory vzrástli o 107,3 mld. € na 1 901,6 mld. €, zatiaľ čo povinné minimálne rezervy sa zvýšili o 2,6 mld. € na 142,9 mld. €.

Vládne vklady v sledovanom období zostali hlavným faktorom absorbujúcim likviditu. Pokračovali v stúpajúcom trende, aj keď tempo ich rastu sa v porovnaní s predchádzajúcim obdobím spomalilo. V priemere sa zvýšili o 146,7 mld. € na 727,9 mld. €. Vládne vklady v eurozóne dosahovali rekordné maximá a v sledovanom období tvorili v priemere viac ako 11 % súvahy Eurosystemu, v porovnaní s približne 9 % v predchádzajúcom hodnotenom období a 6 % v prvých dvoch udržiavacích obdobiach roka. Faktory poskytujúce likviditu sa zvýšili o 41,6 mld. €, čo len čiastočne kompenzovalo vplyv zvýšenia vládnych vkladov. Čisté aktíva denominované v eurách sa zvýšili o 83,7 mld. €, čo bolo čiastočne vyvážené znížením čistých zahraničných aktív o 42,1 mld. € (časť tabuľky A s názvom Aktíva).

Počas sledovaného obdobia celková ponuka likvidity prostredníctvom operácií menovej politiky naďalej výrazne prevyšovala absorpciu likvidity vyvolanú čistými autonómymi faktormi.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosysteme

Pasíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 22. júl 2020 – 3. november 2020						Predchádzajúce sledované obdobie: 6. máj 2020 – 21. júl 2020	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie: 22. júl – 15. september		Šieste udržiavacie obdobie: 16. september – 3. november		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory likvidity	2 998,3	(+149,0)	2 976,9	(+37,5)	3 022,9	(+46,0)	2 849,3	(+339,1)
Bankovky v obehu	1 384,9	(+27,3)	1 381,2	(+15,6)	1 389,1	(+7,9)	1 357,6	(+58,1)
Vládne vklady	729,7	(+146,7)	712,9	(+41,7)	749,0	(+36,0)	583,0	(+261,5)
Ostatné autonómne faktory ¹	883,7	(-25,1)	882,8	(-19,7)	884,8	(+2,0)	908,8	(+19,5)
Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy	2 562,7	(+529,6)	2 483,3	(+278,6)	2 653,5	(+170,2)	2 033,1	(+437,5)
Povinné minimálne rezervy²	142,9	(+2,6)	142,4	(+1,2)	143,6	(+1,2)	140,4	(+4,7)
Jednodňové sterilizačné operácie	435,4	(+104,8)	413,2	(+57,2)	460,7	(+47,5)	330,5	(+72,3)
Dolaďovacie operácie na stiahnutie likvidity	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Zdroj: ECB.

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

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

2) Povinné minimálne rezervy predstavujú informatívnu položku, ktorá sa nenachádza v súvahe Eurosystemu, a preto by nemala byť zahrnutá do výpočtu celkových záväzkov.

Aktíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 22. júl 2020 – 3. november 2020						Predchádzajúce sledované obdobie: 6. máj 2020 – 21. júl 2020	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie: 22. júl – 15. september		Šieste udržiavacie obdobie: 16. september – 3. november		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory likvidity	1 097,0	(+41,6)	1 097,9	(+26,9)	1 096,0	(-1,9)	1 055,4	(+22,6)
Čisté zahraničné aktíva	865,2	(-42,1)	865,9	(-5,3)	864,4	(-1,6)	907,3	(+60,5)
Čisté aktíva v eurách	231,8	(+83,7)	232,0	(+32,2)	231,6	(-0,4)	148,2	(-37,9)
Nástroje menovej politiky	5 020,5	(+728,6)	4 897,3	(+338,0)	5 161,4	(+264,1)	4 291,9	(+824,7)
Operácie na voľnom trhu	5 020,5	(+728,6)	4 897,3	(+338,0)	5 161,4	(+264,1)	4 291,9	(+824,7)
Tendre	1 625,9	(+419,8)	1 573,7	(+182,6)	1 685,6	(+111,9)	1 206,1	(+464,3)
Hlavné refinančné operácie	1,3	(+0,7)	1,3	(+0,5)	1,3	(-0,0)	0,6	(-0,4)
3-mesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO)	1,6	(-0,6)	2,0	(-0,3)	1,1	(-0,8)	2,2	(-0,9)
Operácie TLTRO II	40,4	(-242,4)	45,9	(-124,1)	34,0	(-11,9)	282,8	(-188,3)
Operácie TLTRO III	1 582,7	(+890,8)	1 524,5	(+436,1)	1 649,1	(+124,6)	691,9	(+541,5)
Preklenovacie dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO)	-	(-228,6)	-	(-129,6)	-	(+0,0)	228,6	(+112,4)
Portfóliá priamych nákupov	3 394,6	(+308,8)	3 323,6	(+155,3)	3 475,8	(+152,2)	3 085,8	(+360,4)
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	0,5	(-0,2)	0,5	(-0,1)	0,5	(-0,0)	0,6	(-0,5)
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,0)	2,8	(-0,1)	2,9	(-0,0)
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	285,8	(+3,5)	285,0	(+1,2)	286,8	(+1,9)	282,3	(+9,3)
Program pre trhy s cennými papiermi	33,1	(-3,6)	34,0	(-1,1)	32,0	(-2,0)	36,7	(-5,5)
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	29,6	(-1,2)	29,9	(-0,8)	29,3	(-0,6)	30,8	(+0,9)
Program nákupu aktív verejného sektora	2 283,2	(+53,1)	2 268,6	(+24,0)	2 299,9	(+31,4)	2 230,2	(+79,4)
Program nákupu aktív podnikového sektora	232,3	(+15,3)	227,2	(+6,3)	238,2	(+11,0)	217,0	(+18,0)
Núdzový pandemický program nákupu aktív	527,3	(+242,0)	475,6	(+125,8)	586,3	(+110,7)	285,3	(+258,7)
Jednodňové refinančné operácie	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Zdroj: ECB.

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

Ostatné informácie o likvidite

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 22. júl 2020 – 3. november 2020						Predchádzajúce sledované obdobie: 6. máj 2020 – 21. júl 2020	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie: 22. júl – 15. september		Šieste udržiavacie obdobie: 16. september – 3. november		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Celková spotreba likvidity ¹	2 044,5	(+109,8)	2 021,6	(+11,6)	2 070,7	(+49,2)	1 934,7	(+321,3)
Čisté autonómne faktory ²	1 901,6	(+107,3)	1 879,2	(+10,4)	1 927,2	(+48,0)	1 794,3	(+316,6)
Nadbytočná likvidita ³	2 998,0	(+634,5)	2 896,5	(+335,8)	3 114,1	(+217,6)	2 363,6	(+509,8)

Zdroj: ECB.

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

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

2) Vypočítava sa ako rozdiel medzi 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 jednodňových sterilizačných operácií mínus vklady v rámci jednodňových refinančných operácií.

Vývoj úrokových sadziieb

(priemerné hodnoty v %)

	Aktuálne sledované obdobie: 22. júl 2020 – 3. november 2020						Predchádzajúce sledované obdobie: 6. máj 2020 – 21. júl 2020	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie: 22. júl – 15. september		Šieste udržiavacie obdobie: 16. september – 3. november		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Hlavné refinančné operácie	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Jednodňové refinančné operácie	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Jednodňové sterilizačné operácie	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
EONIA ¹	-0,468	(-0,01)	-0,467	(-0,00)	-0,469	(-0,00)	-0,460	(-0,01)
€STR	-0,553	(-0,01)	-0,552	(+0,00)	-0,554	(-0,00)	-0,545	(-0,01)

Zdroj: ECB.

Poznámka: Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcej revízii alebo predchádzajúcemu udržiavaciemu obdobiu.

1) Od 1. októbra 2019 sa vypočítava ako krátkodobá sadzba EUR (EURSTR) plus 8,5 základného bodu. Uvedené rozdiely v zmenách jednodňovej úrokovej sadzby EONIA a EURSTR sú spôsobené zaokrúhlením.

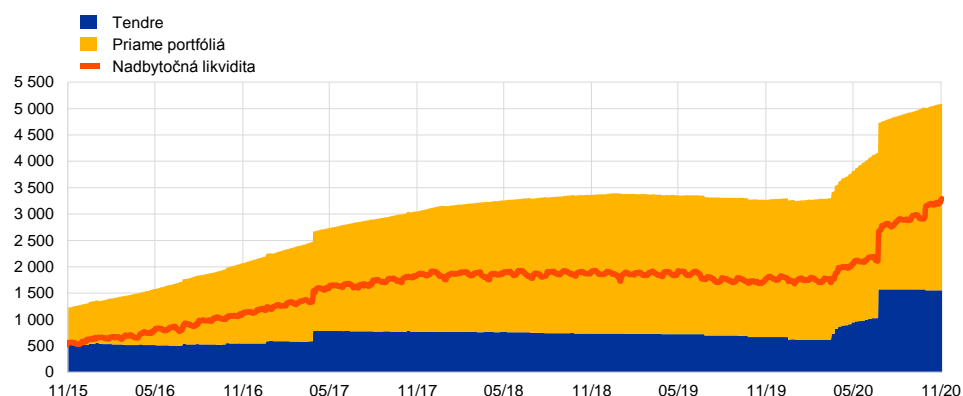
Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

Priemerná výška likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky sa zvýšila o 728,6 mld. € na 5 050,5 mld. € (graf A). Viac ako polovica (58 %) tohto zvýšenia likvidity bola výsledkom úverových operácií v súvislosti s pridelením TLTRO III; zvyšných 42 % predstavoval vplyv priamych nákupov aktív.

Graf A

Vývoj likvidity poskytovanej prostredníctvom operácií na voľnom trhu a nadbytočnej likvidity

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 3. novembra 2020.

Priemerná výška likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií Eurosystemu sa v hodnotenom období zvýšila o 419,8 mld. €, najmä v dôsledku vyrovnania štvrtej a piatej operácie v TLTRO III.

Priemerný nárast o 890,8 mld. € poskytnutý prostredníctvom TLTRO III bol čiastočne kompenzovaný splatnosťou a/alebo dobrovoľnými splátkami v rámci TLTRO II, pretože protistrany prechádzali na TLTRO III, ktorého podmienky sú finančne výhodnejšie, a splatnosťou preklenovacích dlhodobejších refinančných operácií (LTRO). Splátky v rámci programu TLTRO II dosiahli v priemere 242,4 mld. €. Preklenovacie dlhodobejšie refinančné operácie zavedené 12. marca 2020 ako prechodný nástroj na zabezpečenie okamžitého prístupu k financovaniu za zvlášť priaznivých podmienok, ktoré umožňujú plynulejšie presúvanie finančných prostriedkov do TLTRO III, tiež nadobudli splatnosť, keď zmluvné strany prešli na TLTRO III, čím prispeli celkovou sumou 228,6 mld. €. ECB počas sledovaného obdobia uskutočnila aj tretiu, štvrtú a piatu z celkového počtu siedmich nových núdzových pandemických dlhodobejších refinančných operácií (PELTRO), ktoré boli oznámené v apríli 2020. Tieto operácie sú zamerané na podporu plynulého fungovania peňažných trhov poskytovaním účinného zabezpečenia pre kurzy peňažného trhu. Operácie PELTRO navýšili likviditu o 7,5 mld. €. Hlavné refinančné operácie (MRO) a trojmesačné LTRO hrali iba okrajovú úlohu a zaznamenali priemerný celkový nárast o 0,1 mld. € v porovnaní s predchádzajúcim hodnoteným obdobím.

V dôsledku pokračovania čistých nákupov v rámci APP a PEPP sa priame portfóliá zároveň zvýšili o 308,8 mld. € na 3 394,6 mld. €. Priemerné držby v rámci PEPP dosiahli 527,3 mld. €, čo v porovnaní s predchádzajúcim hodnoteným obdobím predstavuje nárast o 242,0 mld. €. Nákupy v rámci PEPP predstavovali zďaleka najväčší nárast zo všetkých programov nákupu aktív. Ďalej nasledovali program nákupu vo verejnom sektore (PSPP) a program nákupu v podnikovom sektore (CSPP) s priemerným nárastom o 53,1 mld. € na 2 283,2 mld. €, resp. o 15,3 mld. € na 232,3 mld. €.

Nadbytočná likvidita

Priemerný objem nadbytočnej likvidity sa zvýšil o 634,5 mld. € na 2 998,0 mld. € (graf A). Zostatky na bežnom účte v bankách, ktoré presahovali povinné minimálne rezervy, vzrástli o 529,6 mld. € na 2 562,7 mld. €, zatiaľ čo priemerný objem jednoduchých sterilizačných operácií sa zvýšil o 104,8 mld. € na 435,4 mld. €. Čiastočné oslobodenie nadbytočnej likvidity zo záporného úročenia sadzbou jednoduchých sterilizačných operácií sa vzťahuje iba na zostatky na bežných účtoch. Banky sú preto ekonomicky motivované držať rezervy na svojom bežnom účte namiesto jednoduchých sterilizačných operácií.

Vývoj úrokových sadzieb

Sadzba €STR v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím klesla v priemere o 0,8 bazického bodu z dôvodu nárastu nadbytočnej likvidity. Počas sledovaného obdobia dosahovala €STR v priemere –55,3 bazického bodu, v porovnaní s priemerom –54,5 bazického bodu v predchádzajúcom sledovanom období.²⁸ Kľúčové úrokové sadzby ECB vrátane sadzieb jednoduchých sterilizačných operácií, hlavných refinančných operácií a jednoduchých refinančných operácií sa počas sledovaného obdobia nezmenili.

²⁸ Sadzba EONIA, ktorá sa od októbra 2019 vypočítava ako €STR plus pevný spread vo výške 8,5 bazického bodu, sa vyvíjala súbežne so sadzbou €STR.

3 Hodnotenie krátkodobého hospodárskeho vývoja v čase pandémie COVID-19

Niccolò Battistini, Gabe de Bondt, Roberto A. De Santis a Lorena Saiz

Náhla a hlboká recesia vyvolaná prepuknutím nákazy koronavírusom (COVID-19) si vynútila úpravu štandardných nástrojov používaných na prognózovanie reálneho rastu HDP eurozóny v reálnom čase. Závažné hospodárske dôsledky pandémie úplne poprevracali ustálené štatistické a ekonomické vzťahy.²⁹ Štandardné krátkodobé prognostické modely tak neboli schopné postihnúť ani rozsah kontrakcie zaznamenatej v prvých dvoch štvrťrokoch 2020 (s medzištvrtročným poklesom o 3,7 % v prvom štvrťroku a o 11,7 % v druhom štvrťroku), ani opätovný nárast v treťom štvrťroku (o 12,5 %). Tento výnimočne dynamický vývoj si vyžiadala aktualizáciu balíka nástrojov, ktoré sa zvyčajne používali na prognózovanie reálneho rastu HDP eurozóny v reálnom čase. V tomto boxe opisujeme štyri prístupy navrhnuté odborníkmi ECB, ktoré zohľadňujú osobitné charakteristiky a dôsledky pandémie COVID-19.

Prvý prístup využíva informácie vyplývajúce z rôznych opatrení proti šíreniu nákazy prijatých v jednotlivých krajinách. Jednoduchá metodika hodnotí ekonomický vplyv opatrení proti šíreniu nákazy na správanie obyvateľov v jednotlivých krajinách.³⁰ Spojená (poolovaná) panelová regresia, tzv. pandemický model pre všetky krajiny, meria vzťah medzi reálnym HDP a opatreniami proti šíreniu nákazy, ako ich určuje oxfordský index reštrikčných opatrení (Oxford Stringency Index – OSI).³¹ Na základe údajov za prvé tri štvrťroky 2020 zo všetkých krajín eurozóny a vzhľadom na heterogénnosť vzťahu medzi reálnym HDP a indexom OSI v jednotlivých krajinách sa ako primeraný javí lineárny model (graf A). Odhady v reálnom čase podľa pandemického modelu pre všetky krajiny naznačovali štvrtročnú kontrakciu reálneho HDP eurozóny v druhom štvrťroku 2020 o 7,9 % a v treťom štvrťroku jeho nárast o 6,3 % (graf B).

²⁹ Viac v Lenza, M. a Primiceri, G.E., [How to estimate a VAR after March 2020](#), Working Paper Series, No 2461, ECB, August 2020.

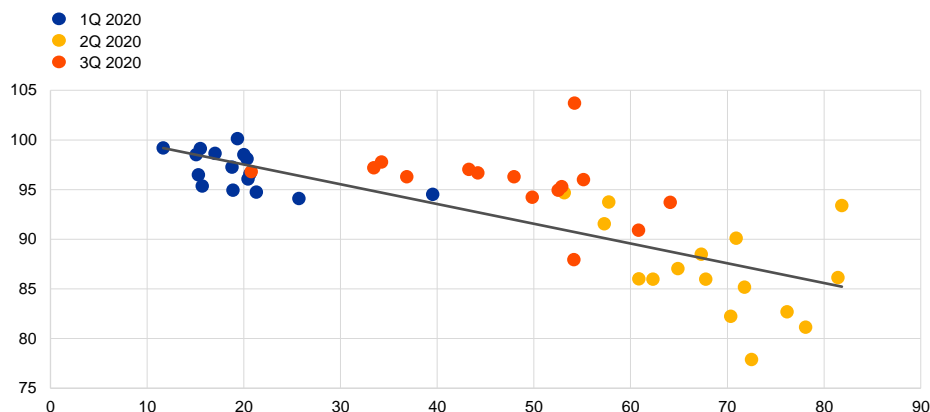
³⁰ Viac v Battistini, N. a Stoevsky, G., [Alternative scenarios for the impact of the COVID-19 pandemic on economic activity in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2020.

³¹ Viac v Hale, T., Angrist, N., Cameron-Blake, E., Hallas, L., Kira, B., Majumdar, S., Petherick, A., Phillips, T., Tatlow, H., a Webster, S., Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government, 2020.

Graf A

Reálny HDP a index OSI v krajinách eurozóny v roku 2020

(os x: index, reálny HDP za 4Q 2019 = 100; os y: index, max. = 100)



Zdroj: Eurostat, Hale et al. (2020) a výpočty ECB.

Poznámka: Čiara v grafe vyjadruje lineárny trend (t. j. fitované hodnoty) poolovanej panelovej regresie na základe údajov 19 krajín eurozóny za prvé tri štvrťroky 2020. Koeficient sklonu predstavuje odhadovanú elasticitu indexu OSI vo vzťahu k reálnemu HDP.

Druhý prístup využíva informačný obsah vysokofrekvenčných ukazovateľov, keďže tieto ukazovatele majú schopnosť rýchlo zachytávať náhle zmeny ekonomických podmienok.

Hoci mesačné ukazovatele poskytujú dobré informácie o momentálnej ekonomickej situácii, zvereňujú sa s istým oneskorením.

Neštandardné denné alebo týždenné údaje (napr. platby kreditnými kartami, spotreba elektrickej energie, ukazovatele mobility) poskytujú včasnejší obraz o vplyve pandémie na hospodárstvo. Keďže však tieto údaje obsahujú isté šumy, sú dostupné len za obmedzený čas a podliehajú komplexným sezónnym vplyvom, treba ich interpretovať s obozretnosťou.³² Vzhľadom na tieto nedostatky pri meraní bol štandardný balík nástrojov na krátkodobé prognózovanie reálneho HDP eurozóny rozšírený o informácie o týždenných platbách kreditnými kartami.³³ Tieto dodatočné údaje, ktoré čiastočne zachytávajú vývoj v reálnom čase dvoch, pandemiou najviac ovplyvnených, komponentov HDP (teda produkcie v sektore služieb na strane ponuky a súkromnej spotreby na strane dopytu), viedli k zlepšeniu prognostickej schopnosti štandardných krátkodobých prognostických modelov. Na rozdiel od miernej kontrakcie a oživenia, ktoré predpokladali štandardné modely, upravené krátkodobé prognostické modely poukazovali na priemernú kontrakciu reálneho HDP eurozóny na úrovni 7,0 % v druhom štvrťroku 2020 a jeho rýchle obnovenie o 8,4 % v treťom štvrťroku (graf B).

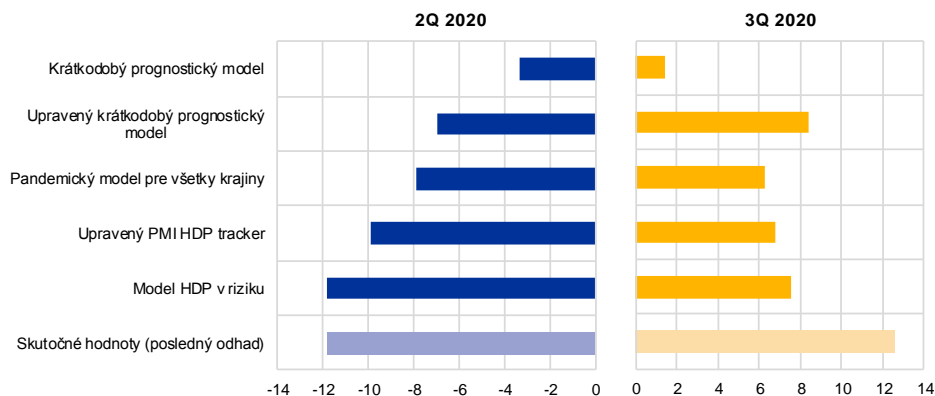
³² Hinge, D., [COVID-19 policy-making and the need for high-speed data](#), centralbanking.com, August 2020.

³³ Bańbura, M. a Saiz, L., [Short-term forecasting of euro area economic activity at the ECB](#), *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2020.

Graf B

Prognózy rastu reálneho HDP eurozóny podľa neštandardných modelov

(v %; medzištvrťročná miera rastu)



Zdroj: Eurostat, Hale et al. (2020), IHS Markit, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Upravený krátkodobý prognostický model zahŕňa informácie z týždenných platieb kreditnými kartami a iné štandardné ukazovatele, ktoré boli k dispozícii 15 dní pred vydaním predbežného rýchleho odhadu HDP. Upravený PMI HDP tracker odkazuje na nelineárny princíp založený na kompozitnom PMI pre výrobu, ktorý zohľadňuje štvrťročnú zmenu tohto indexu a predchádzajúci rast HDP. Model HDP v riziku využíva 5-percentný ľavý koniec podmienenej distribúcie pre druhý štvrťrok 2020 a, vzhľadom na očakávané prudké obnovenie rastu, 1-percentný pravý koniec podmienenej distribúcie pre tretí štvrťrok 2020. Všetky uvedené prognózy reálneho HDP predstavujú odhady v reálnom čase.

Tretí prístup pozostáva z úpravy lineárneho vzťahu medzi HDP a indexom nákupných manažérov (PMI). Kompozitný PMI pre výrobu založený na prieskumoch predstavuje mesačný difúzny index v rozmedzí od 0 do 100, pričom 50 znamená žiadnu zmenu v produkcii podnikov vo výrobnom sektore a sektore služieb oproti predchádzajúcemu mesiacu. Pred pandemiou na prognózovanie medzištvrťročného rastu reálneho HDP eurozóny celkom spoľahlivo slúžila lineárna funkcia PMI (tzv. tracker reálneho HDP).³⁴ Od začiatku krízy spojenjej s COVID-19 však tento vzťah prestal fungovať. Prístupilo sa teda k dvom úpravám, aby bolo možné z PMI extrahovať všetky dostupné informácie. Prvá úprava predstavovala zohľadnenie iba ľavého konca distribúcie rastu reálneho HDP za prvé dva štvrťroky 2020. Výsledný upravený tracker založený na PMI prognózoval, v reálnom čase, pokles reálneho HDP eurozóny v prvom štvrťroku o 2,7 % a v druhom štvrťroku o 9,8 %. Očakávalo sa však, že lineárna funkcia PMI zlyhá pri odhade očakávaného elastického obnovenia v treťom štvrťroku. Preto druhá vykonaná úprava použila ako východisko aj extrahovanie informácií zo zmeny PMI a sledovanie rastu HDP v predchádzajúcom štvrťroku.³⁵ Táto úprava naznačovala v treťom štvrťroku 2020 odhadovaný rast o 6,1 % (graf B).

³⁴ Lineárny princíp PMI znamená, že sa rast reálneho HDP rovná 10 % (štvrťročného priemeru) odchýlky PMI od hodnoty 50. Ďalšie podrobnosti o HDP trackeri založenom na PMI sú v de Bondt, G.J., [A PMI-based real GDP tracker for the euro area](#), *Journal of Business Cycle Research*, Springer, Centre for International Research on Economic Tendency Surveys (CIRET), Vol. 15(2), December, 2019, s. 147-170.

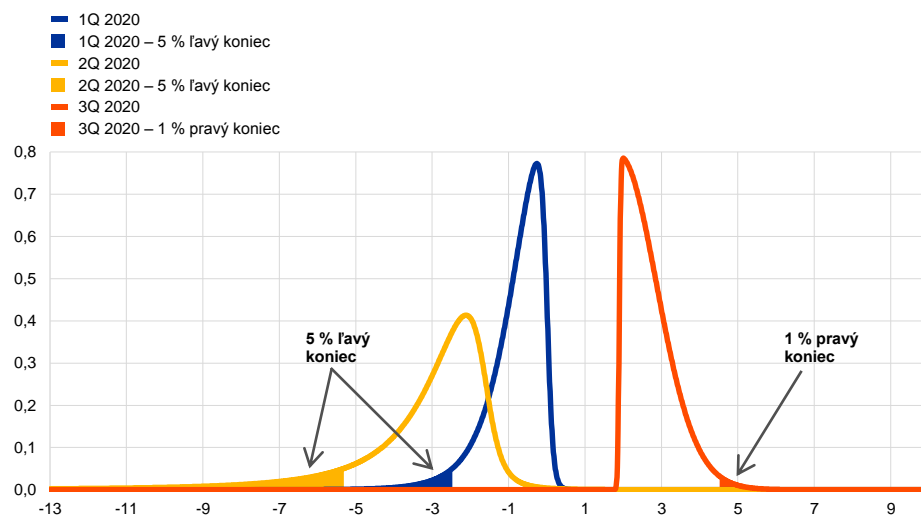
³⁵ V rámci nelineárneho princípu PMI, aplikovaného na mesačné údaje, sa k lineárnemu princípu pridá kvadratický kompozitný PMI pre výrobu a zároveň sa upraví z 10 % na 15 %, na základe odhadov kvantilovej regrese pred vypuknutím pandémie využívajúcej najnižšie pozorovania rastu na úrovni 10 %. Nelineárny princíp PMI využívajúci pomerové ukazovatele znamená, že rast reálneho HDP sa rovná rastu reálneho HDP v predchádzajúcom štvrťroku vynásobenému pomerom ukazovateľa založeného na PMI v aktuálnom štvrťroku k jeho hodnote v predchádzajúcom štvrťroku. Tento ukazovateľ založený na PMI sa rovná 15 % (štvrťročného priemeru) odchýlky PMI od hodnoty 50 mínus 5 % tejto odchýlky v predchádzajúcom štvrťroku.

Posledný prístup extrahuje informácie z koncových udalostí, pričom využíva nelineárny model. Ekonomické premenné reagujú v obdobiach recesie a expanzie heterogénne. Na zachytenie tejto nelineárnej odpovede sme použili model HDP v riziku, ktorý využíva kvantilové regresie na prepojenie každého kvantilu rastu reálneho HDP (napr. 5. percentil) s vybranými makro premennými (napr. kompozitný PMI pre výrobu) a finančnými premennými.³⁶ Pokiaľ ide o finančné premenné, ako náhradné ukazovatele finančného napätia a rizikových prémie slúžia kompozitný ukazovateľ systémového napätia (CISS) a spready podnikových dlhopisov. Na prognózovanie výnimočnej kontrakcie aktivity v prvých dvoch štvrtrokoch 2020 sme použili očakávanú hodnotu rastu reálneho HDP na 5-percentnom ľavom konci podmienenej distribúcie. Naopak, očakávaná hodnota na 1-percentnom pravom konci podmienenej distribúcie sa použila na zachytenie bezprecedentného obnovenia rastu reálneho HDP v treťom štvrtroku. V súlade s povahou udalostí na koncoch distribúcie sa dynamika hospodárskej aktivity v prvých troch štvrtrokoch 2020 primerane uspokojivo zachytila v reálnom čase pomocou krajných kvantilov distribúcie rastu reálneho HDP (graf C). Očakávané hodnoty týchto hustôt vypočítané na uvedených koncoch sú charakteristické pre prognózy modelu HDP v riziku. Tieto hodnoty naznačovali dramatický pokles reálneho HDP eurozóny o 2,9 % v prvom a o 11,8 % v druhom štvrtroku 2020 a následné výrazné zvýšenie o 7,6 % v treťom štvrtroku (graf B).³⁷

Graf C

Rast reálneho HDP v riziku eurozóny v roku 2020

(os y: hustota pravdepodobnosti; os x: v %, medzištvrtročná miera rastu reálneho HDP)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

³⁶ Adrian, T., Boyarchenko, N. a D. Giannone, *Vulnerable Growth*, *American Economic Review*, 109 (4), 2019, s. 1263-89. Uplatnenie v rámci panelu v prípade pandémie sa rozoberá v De Santis, R.A. a W. Van der Veken, *Macroeconomic risks across the globe due to the Spanish Flu*, *Working Paper Series*, No 2466, ECB, November 2020. Aplikácia na eurozónu je uvedená tiež vo Figueres, J.M. a M. Jarociński, *Vulnerable growth in the euro area: Measuring the financial conditions*, *Economic Letters*, Vol. 191, June 2020.

³⁷ Päťpercentný pravý koniec podmienenej distribúcie prognózuje rast reálneho HDP na úrovni 5.6 % v treťom štvrtroku 2020.

Vzhľadom na výnimočne veľkú mieru neistoty možno konštatovať, že uvedené štyri prístupy zachytávajú niektoré špecifické črty pandémie pomerne uspokojuivo. Prvé dva prístupy viedli k prognózam v reálnom čase pod skutočnou veľmi ostrou krivkou v tvare V, avšak účinnejšie zachytili symetrickosť vývoja v druhom a treťom štvrťroku 2020. Druhé dva prístupy celkom dobre odrážajú rozsah kolapsu aktivity v druhom štvrťroku, no úplne nezachytili značný nárast v treťom štvrťroku, pravdepodobne z dôvodu asymetrickej reakcie indexu PMI.

Využitie neštandardných prístupov pri hodnotení krátkodobého hospodárskeho vývoja v eurozóne v kontexte pandémie COVID-19 si vyžaduje obozretný prístup. Na jednej strane sa niektoré nástroje vyznačujú ad hoc charakterom hodnotenia (napr. výber krajných kvantilov) a úprav špecifických pre daný model (napr. PMI HDP tracker), ktoré boli potrebné na zachytenie účinkov krízy. Na druhej strane sú pre niektoré neštandardné údaje (napr. vysokofrekvenčné ukazovatele, index OSI) typické rôzne zložité sezónne vplyvy alebo veľmi malé vzorky. To naznačuje, že použitie jednotlivých nástrojov si vyžaduje značnú mieru zvažovania, najmä pokiaľ ide o druh potrebných úprav. Niektoré z týchto nástrojov boli vytvorené špeciálne na účely hodnotenia pandemického šoku, a keď sa ekonomický vývoj znormalizuje, môžu sa stať nepotrebnými. Napriek nedostatkom sa tieto nástroje výrazne zlepšili a prekonalí úroveň štandardného balíka nástrojov na meranie reálneho HDP eurozóny v reálnom čase, pričom sa budú ďalej využívať pri posudzovaní v rámci makroekonomických projekcií odborníkov ECB a zostanú dôležité aj pri hodnotení dosahu druhej vlny pandémie na ekonomiku. Vzhľadom na to, že návrat do normálu sa v krátkodobom horizonte nezdá pravdepodobný, očakávame, že opísané prístupy upravené na účely pandémie COVID-19 zostanú užitočnými pri hodnotení rastu reálneho HDP, kým nedosiahneme celoplošnú imunitu.

Bližší pohľad na dosah pandémie COVID-19 cez štruktúru agregátneho dopytu eurozóny očistenú od dovozu

Malin Andersson, Leyla Beck a Yiqiao Sun

Tento box predstavuje alternatívnu metódu členenia HDP, ktorá zohľadňuje skutočnosť, že každá zložka dopytu zahŕňa tovary a služby z dovozu.

Štandardné členenie HDP na domáce výdavkové zložky a čistý vývoz umožňuje porovnávať domáce a zahraničné faktory podporujúce rast. Pri takomto členení sa zvyčajne vypočíta čistý vývoz ako rozdiel celkového vývozu a príspevku celkového dovozu ako samostatného agregátu. V skutočnosti však dovoz prispieva ku všetkým jednotlivým zložkám HDP, teda aj k zmenám stavu zásob a k domácejmu dopytu, a výraznejšie k investíciám než k súkromnej spotrebe či spotrebe verejnej správy. Tento štandardný národný účtovný postup má tak určité obmedzenie v tom, že zväčšuje príspevok čisto domáceho dopytu k rastu HDP a zároveň znižuje vplyv zahraničných faktorov na domácu hospodársku aktivitu.

Pri ukazovateli HDP očistenom od dovozu sa dovoz priraduje ku každej výdavkovej zložke a odpočítava od nej samostatne na základe jej dovoznej náročnosti. Táto alternatívna metóda vrhá viac svetla na dva inak skryté mechanizmy šírenia (propagation mechanism) súvisiace so šokom spôsobeným koronavírusom (COVID-19). Po prvé, tým, že prihliada na skutočnú dovoznú náročnosť na úrovni jednotlivých zložiek, zohľadňuje vplyv priameho dovozu a dovozu polotovarov z krajín mimo eurozóny na domáci dopyt, ktorý tiež nepriaznivo ovplyvnili globálne opatrenia na obmedzenie pohybu. Po druhé, uvedená metóda zdôrazňuje úlohu externých faktorov pri vývoze, čo sa prejaví najmä vtedy, keď sa celkový vývoz mimo eurozóny očistí iba od podielu dovozu z krajín mimo eurozóny súvisiaceho s vývozom. Tento box odôvodňuje dôležitosť dovoznej náročnosti pri rozklade dynamiky hospodárskeho rastu eurozóny počas pandémie. Okrem toho približuje aj rozšírenú analýzu založenú na sektorových záložných ukazovateľoch na účely očistenia od možných zmien v dovoznej náročnosti jednotlivých výdavkových zložiek v čase pandémie.

Štruktúra HDP eurozóny očistená od náročnosti dovozu z krajín mimo eurozóny³⁸ ukazuje, že dovozná zložka domáceho dopytu predstavovala dôležitý faktor posilňujúci dynamiku domáceho dopytu v roku 2020. Podľa tradičnej národnej účtovnej definície HDP príspevok domáceho dopytu eurozóny ku kumulovanému poklesu produkcie eurozóny o 15,0 % v prvom polroku 2020 predstavoval 14 percentuálnych bodov a k medzištvrtročnému nárastu produkcie eurozóny o 12,5 % v treťom štvrtroku 2020 11,3 percentuálneho bodu (časť a) grafu A). Úprava výdavkových zložiek v roku 2020 o dovoznú náročnosť platnú v roku 2019 ukazuje menší príspevok zložky čisto domáceho dopytu k hospodárskym stratám v prvej polovici roka a výraznejší príspevok vývozu (časť b) grafu A). Pri

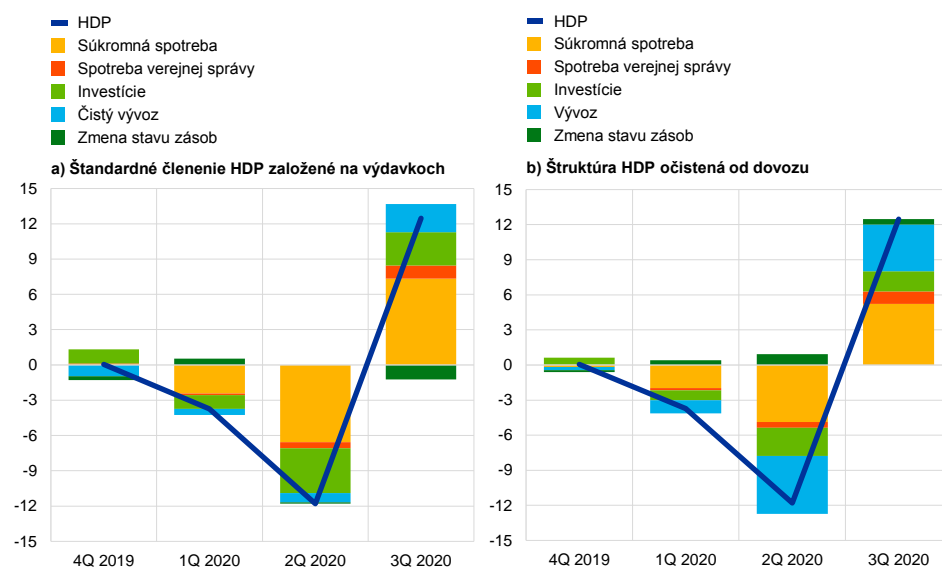
³⁸ Štruktúra výdavkov HDP očistená od dovozu poukazuje na dôležitú úlohu vývozu mimo eurozóny pri oživení od roku 2013; viac v [The importance of external and domestic stimuli for the economic upturn in the euro area](#), *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, August 2017. Štruktúra dopytu očistená od dovozu zohrala kľúčovú úlohu aj pri vývoji dynamiky obchodu počas globálnej finančnej krízy; viac v Bussière, M., Callegari, G., Ghironi, F., Sestieri, G. a Yamano, N.: [Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009](#), *American Economic Journal*, Vol. 5, No 3, pp. 118-151.

následnom oživení sa domáci dopyt podľa tohto zvýšil menej výrazne, než ukazovalo tradičné rozčlenenie. Celkové porovnanie odhaľuje, že v dôsledku prepojení medzi vstupmi a výstupmi bolo hospodárstvo eurozóny počas pandémie vystavené externým šokom oveľa výraznejšie, než naznačuje tradičné rozčlenenie.³⁹ Dôvodom je skutočnosť, že v dôsledku globálnych hodnotových reťazcov je dovoz v podstate závislý od štruktúry domácej výroby. Externé šoky sa navyše môžu šíriť a znásobovať vďaka komplementarite sektorov, ktorú môže spôsobovať existencia prepojení medzi vstupmi a výstupmi.⁴⁰ Na výpočet náročnosti priameho dovozu a dovozu polotovarov pri jednotlivých zložkách HDP možno použiť ročné údaje Eurostatu o vstupoch a výstupoch⁴¹ za eurozónu, ktoré sú dostupné za obdobie rokov 2005 až 2019. Výsledné odhady naznačujú, že dovozná náročnosť bola mimoriadne vysoká pri vývoze a investíciách, o niečo nižšia pri súkromnej spotrebe a mimoriadne nízka pri spotrebných výdavkoch verejnej správy (časť a) grafu B). V prípade priemyselnej výroby bola dovozná náročnosť výrazne vyššia než v prípade služieb.

Graf A

Rast reálneho HDP eurozóny a jeho zložky za posledného štvrťroka 2019

(medzištvrtročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Časť a): štandardná metóda členenia HDP podľa výdavkov sa využíva pri údajoch národných účtov. Príspevok čistého vývozu k rastu HDP sa vypočíta ako rozdiel vývozu mimo eurozóny a dovozu z krajín mimo eurozóny. Časť b): štruktúra HDP očistená od dovozu sa vypočíta v troch krokoch. Pomocou symetrických údajov Eurostatu za eurozónu o vstupoch a výstupoch pri jednotlivých produktoch sa najskôr vypočíta ročná dovozná náročnosť každej výdavkovej zložky. Následne sa dovozná náročnosť použije ako váha pri odhadovaní skutočných nominálnych tokov dovozu z krajín mimo eurozóny pre celkovú súkromnú spotrebu, spotrebu verejnej správy, investície a vývoz. Keďže podiel dovozu na zmene stavu zásob nie je možné vypočítať, predpokladá sa podiel dovozu na úrovni 50 %. Na záver sa odhadované dovozné toky odpočítajú od každej výdavkovej zložky samostatne v nominálnom aj v reálnom vyjadrení a vypočíta sa príspevok každej zložky k rastu očistený od dovozu. Je potrebné poznamenať, že nominálne dovozné toky vypočítané z údajov o vstupoch a výstupoch nezodpovedajú vždy celkovým dovozným tokom z národných účtov. Znamená to, že pri výpočte konečnej štruktúry HDP očistenej od dovozu je potrebné zohľadniť aj ďalšie predpoklady.

³⁹ Zodpovedá to tiež skorším zisteniam, pokiaľ ide o dôležitosť globálnych hodnotových reťazcov pri vývoji globálneho obchodu počas pandémie; viac v boxe s názvom [The great trade collapse of 2020 and the amplification role of global value chains](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2020.

⁴⁰ Napríklad Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L. a Werning, I.: [Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?](#), *NBER Working Paper Series*, No w26918, National Bureau of Economic Research, 2020 a Acemoğlu, D., Akgicig, U. a Kerr, W.: [Networks and macroeconomic shocks](#), *VoxEU*, 2016.

⁴¹ Symetrické údaje Eurostatu o vstupoch a výstupoch pri jednotlivých produktoch za obdobie rokov 2005 až 2019 umožňujú výpočet dovoznej náročnosti podľa zložky dopytu a podľa sektora.

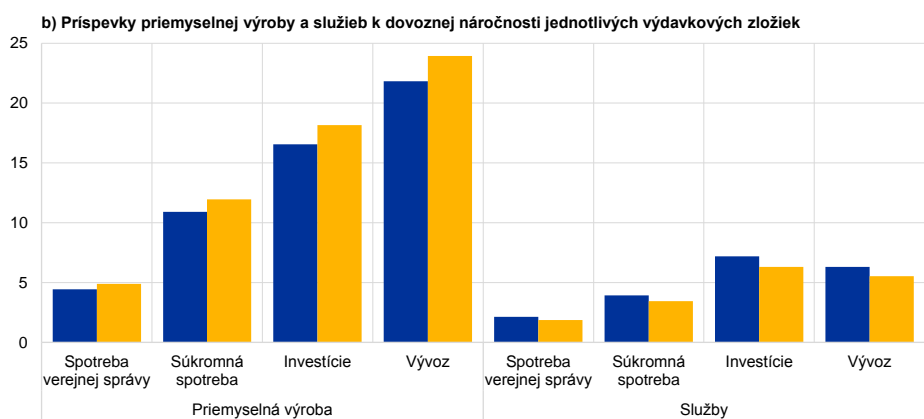
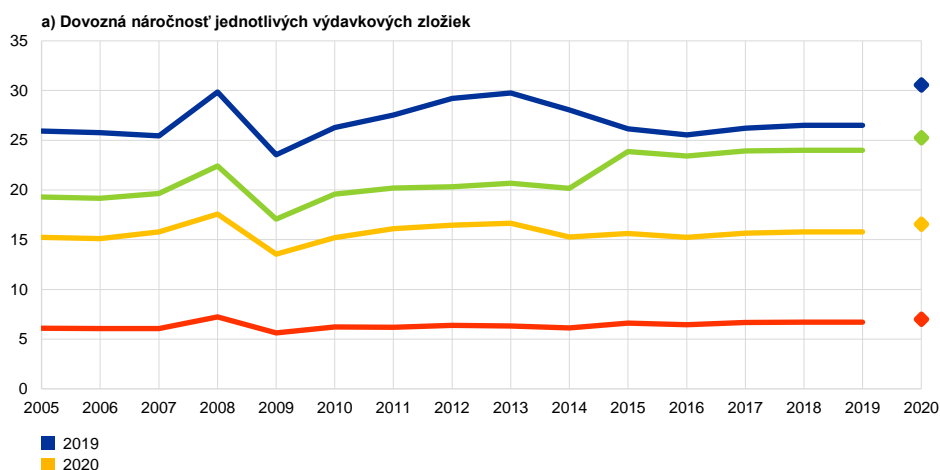
Je pravdepodobné, že počas pandémie sa zmenila dovozná náročnosť z krajín mimo eurozóny. Očistenie od dovozu zobrazené v časti b) grafu A vychádza z predkrízovej dovoznej náročnosti a z predpokladu, že dovozná náročnosť domáceho dopytu nebola pandemiou ovplyvnená. Hoci za bežných okolností býva dovozná náročnosť relatívne stabilná, počas recesií sa zvykne výrazne meniť (časť a) grafu B).⁴² Za bežných okolností by postupný rastúci trend odrážal zvýšenú mieru globalizácie, rozšírené globálne hodnotové reťazce a medzinárodnú špecializáciu, a viedol by k mieram rastu obchodu prevyšujúcim miery rastu domáceho dopytu.⁴³

Graf B

Dovozná náročnosť výdavkových zložiek HDP a hlavných sektorov

(percentuálne zmeny; príspevky v percentuálnych bodoch)

■ Vývoz
■ Súkromná spotreba
■ Spotreba verejnej správy
■ Investície



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: V časti a) je dovozná náročnosť vyjadrená ako súčet náročnosti priameho dovozu a náročnosti dovozu polotovarov. V prípade dovoznej náročnosti v roku 2020, ktorá je v grafe vyjadrená symbolom diamantu, ide o odhad vypočítaný na základe zmeny pomeru dovozu k pridanej hodnote v jednotlivých výdavkových zložkách, vychádzajúc zo skutočných údajov o obchode a pridanej hodnote za prvé tri štvrťroky 2020. Údaje za rok 2020 v časti b) predstavujú zástupné ukazovatele (proxies) príspevkov priemyselnej výroby a sektora služieb k celkovej dovoznej náročnosti v jednotlivých výdavkových zložkách. Údaje za rok 2020 vychádzajú z priemeru za prvé tri štvrťroky 2020. Veľkosť a zmena príspevku sektorov poľnohospodárstva a stavebníctva k dovoznej náročnosti v jednotlivých výdavkových zložkách sú výrazne nižšie a boli vynechané.

⁴² Bems, R., Johnson, R.C. a Yi, K.-M.: [Demand Spillovers and the Collapse of Trade in the Global Recession](#), *IMF Working Papers*, No WP/10/142, June 2010.

⁴³ Kranendonk, H. a Verbruggen, J.: [Decomposition of GDP Growth in Some European Countries and the United States](#), *De Economist*, Vol. 156, No 3, Springer, 2008, pp. 295-306.

Náročnosť dovozu z krajín mimo eurozóny sa počas pandémie COVID-19 zrejme nepatrne zvýšila v prípade priemyselnej výroby a klesla v prípade služieb. Keďže zatiaľ nie sú k dispozícii údaje Eurostatu o vstupoch a výstupoch za rok 2020, na zhodnotenie možného vplyvu pandémie počas prvých troch štvrtrokov 2020 použijeme ako zástupný ukazovateľ príslušnej dovozovej náročnosti pomer dovozu z krajín mimo eurozóny v jednotlivých sektoroch k pridanej hodnote v hlavných sektoroch.⁴⁴ Zaujímavosťou je, že podľa týchto údajov došlo celkovo počas pandémie, t. j. vrátane oživenia v treťom štvrtroku, v sektore priemyselnej výroby k výraznému zníženiu pridanej hodnoty v dôsledku šoku na strane ponuky spôsobeného opatreniami na obmedzenie pohybu zavedenými v celom hospodárstve, zatiaľ čo dovoz klesol iba miernejšie. Naznačuje to, že dovozná náročnosť v sektore priemyselnej výroby sa zvýšila (časť b) grafu B). V sektore služieb naopak dovoz z krajín mimo eurozóny klesol v rovnakom období výraznejšie ako pridaná hodnota, a to v dôsledku mimoriadne nepriaznivého vplyvu turizmu a cestovného ruchu⁴⁵ na dovoz. Keďže priemyselná výroba sa na dovoznej náročnosti všetkých výdavkových zložiek podieľa oveľa väčšou mierou ako sektor služieb, celková dovozná náročnosť sa počas prvých troch štvrtrokov 2020 zvýšila. Tento možný nárast dovoznej náročnosti by však na výslednú štruktúru HDP očistenú od dovozu nemal taký výrazný vplyv ako na štruktúru zobrazenú v časti b) grafu A.

Použitie dovoznej náročnosti na rozlíšenie domácich a zahraničných príspevkov k rastu eurozóny naznačuje, že príspevok zahraničia bol v prvých troch štvrtrokoch 2020 v absolútnom vyjadrení väčší, než naznačuje tradičná štruktúra, zatiaľ čo úloha domáceho dopytu bola menej významná. Zástupný ukazovateľ založený na najnovších údajoch zachytávajúci zmeny v príspevkoch priemyselnej výroby a sektora služieb počas pandémie naznačuje, že celková dovozná náročnosť sa mohla počas krízy zvýšiť. Táto zmena v dovoznej zložke by však nemala výrazný vplyv na štruktúru očistenú od dovozu.

⁴⁴ Viac informácií o vývoji dovoznej náročnosti bude k dispozícii po tom, čo Eurostat zverejní tabuľky vstupov a výstupov za rok 2020, zrejme v lete 2021.

⁴⁵ Viac v boxe s názvom [Vplyv opatrení proti šíreniu COVID-19 na obchod so službami v cestovnom ruchu](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2020 a v boxe [Vývoj v sektore turizmu počas pandémie COVID-19](#) v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

Vanessa Gunnella, Georgi Krustev a Tobias Schuler

Jednou z charakteristických črt pandémie koronavírusu (COVID-19) je prudký a výrazný pokles mobility, ktorý spôsobil prepád turizmu, obchodu so službami v cestovnom ruchu a spotreby nerezidentov. Opatrenia na obmedzenie pohybu a sociálne dištančné opatrenia viedli k výraznému poklesu v inak stabilnej spotrebe služieb. Tento box analyzuje vývoj v sektore turizmu, porovnáva jeho vplyv na spotrebu v jednotlivých krajinách a hodnotí krátkodobé vyhliadky na oživenie turizmu a cestovného ruchu.

Prepad v oblasti turizmu a cestovného ruchu spôsobený obmedzeniami a neistotou v súvislosti s cezhraničným pohybom ľudí (napr. v dôsledku karanténnych opatrení) viedol k výraznému poklesu spotreby nerezidentov.

Jeho vplyv môžeme pozorovať na rozdiel medzi domácou spotrebou a národnou spotrebou (časť a) grafu A). Zatiaľ čo domáca spotreba zahŕňa aj spotrebu nerezidentov, národná spotreba zahŕňa iba spotrebu rezidentov.⁴⁶ Napríklad v Taliansku a Španielsku sa domáca spotreba nerezidentov prepadla v druhom štvrtroku 2020 medziročne o viac ako 90 %. Podobné poklesy boli zaznamenané aj v prípade spotrebných výdavkov rezidentov týchto krajín v zahraničí a výraznou mierou prekonal pokles národnej spotreby.

Pre pokles v cezhraničnom cestovnom ruchu sa medzery v spotrebe – rozdiel medzi domácou spotrebou a národnou spotrebou v dôsledku čistých výdavkov nerezidentov – v druhom štvrtroku 2020 takmer uzavreli (časť b) grafu A).⁴⁷

Inými slovami, v krajinách, ktoré sú čistými vývozcami služieb v cestovnom ruchu (t. j. krajinách, ktoré navštevuje veľké množstvo turistov, ako napríklad Španielsko, Grécko a Portugalsko), pôsobil turizmus počas pandémie COVID-19 ako amplifikačný mechanizmus šoku, nakoľko tieto krajiny zaznamenali výrazné oslabenie domácej súkromnej spotreby. V krajinách, ktoré sú čistými dovozcami služieb v cestovnom ruchu (napr. Nemecko), pôsobil turizmus ako tlmiaci mechanizmus šoku.⁴⁸ Konkrétne v prípade čistých veriteľov služieb v cestovnom ruchu prepád spotrebných výdavkov nerezidentov spôsobil, že domáca spotreba klesla výraznejšie než národná spotreba. Naopak krajiny, ktoré boli na začiatku pandémie COVID-19 čistými dlžníkmi služieb v cestovnom ruchu, zaznamenali presne opačný vývoj. Tento vývoj sa premietol aj do prudkého zhoršenia salda obchodnej bilancie, pokiaľ ide o cestovný ruch krajín, ktoré sú čistými vývozcami služieb v cestovnom ruchu a do zlepšenia salda čistých

⁴⁶ Národný koncept výdavkov súkromnej spotreby zachytáva výdavky súkromnej spotreby rezidentov danej krajiny, bez ohľadu na to, či k týmto výdavkom dochádza doma alebo v zahraničí. Koncept národných výdavkov súkromnej spotreby sa používa na vykazovanie celkovej súkromnej spotreby domácností na strane výdavkov HDP v národných účtoch. Domáce výdavky súkromnej spotreby rozširujú koncept národných výdavkov súkromnej spotreby o čisté saldo domácich výdavkov zahraničných rezidentov znížených o výdavky domácich rezidentov v zahraničí. Ďalšie informácie o rozdieloch medzi týmito dvomi konceptmi sú v boxe 1 v článku [Consumption of durable goods in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2020.

⁴⁷ Medzery v spotrebe tak ako sú definované v tomto boxe, t. j. rozdiel medzi domácimi a národnými výdavkami súkromnej spotreby, zahŕňajú okrem turistických výdavkov aj ďalšie zložky cezhraničného obchodu so službami, ako napríklad výdavky na vzdelanie či zdravotnú starostlivosť.

⁴⁸ Podrobnejšie informácie o cestovnom ruchu a turizme v rámci obchodu eurozóny so službami sa nachádzajú v boxe s názvom [Vplyv opatrení proti šíreniu COVID-19 na obchod so službami v cestovnom ruchu](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2020.

dovozcov týchto služieb (časť a) grafu A). Dostupné údaje za tretí štvrťrok 2020 naznačujú čiastočné, aj keď neúplné obnovenie medzier v spotrebe na úrovne spred pandémie.

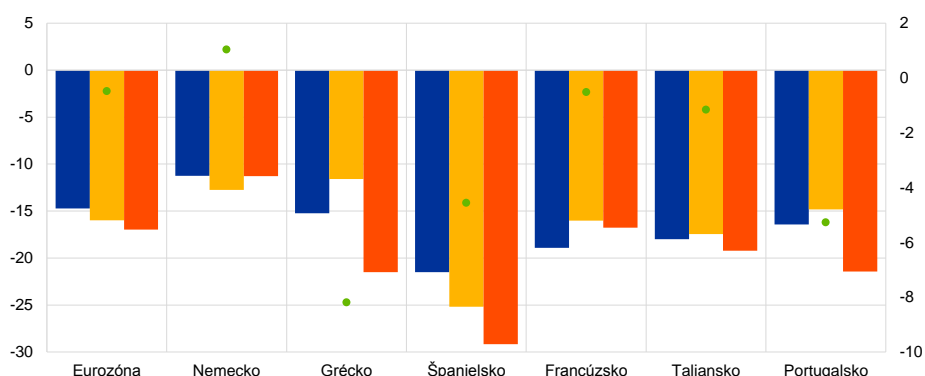
Graf A

Národné a domáce výdavky súkromnej spotreby a obchod so službami v cestovnom ruchu

(časť a): medziročná zmena v % (ľavá os) a ako podiel na HDP (pravá os) v druhom štvrťroku 2020; časť b): podiel na HDP

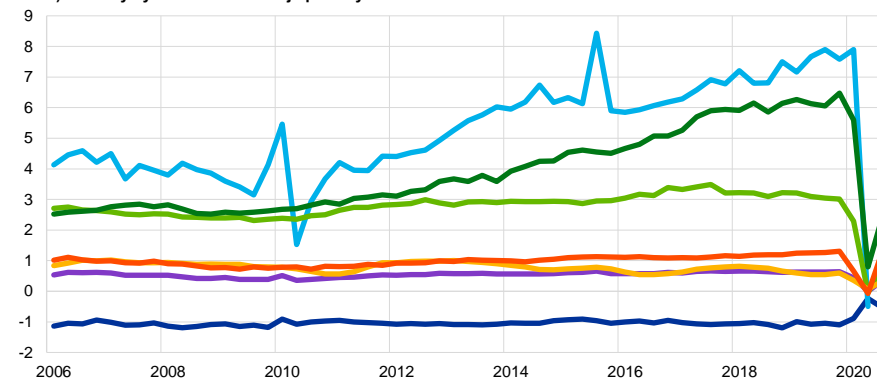
- HDP
- Národné výdavky súkromnej spotreby
- Domáce výdavky súkromnej spotreby
- Saldo obchodnej bilancie, pokiaľ ide o služby v cestovnom ruchu (pravá os)

a) Reálny HDP, národné a domáce výdavky súkromnej spotreby a obchod so službami v cestovnom ruchu



- Eurozóna
- Nemecko
- Grécko
- Španielsko
- Francúzsko
- Taliansko
- Portugalsko

b) Medzery výdavkov súkromnej spotreby



Zdroj: Eurostat a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Položka „Eurozóna“ predstavuje agregát za celú eurozónu. V časti a) je saldo obchodnej bilancie, pokiaľ ide o služby v cestovnom ruchu vyjadrené ako podiel na HDP. V časti b) sú medzery výdavkov súkromnej spotreby vypočítané ako rozdiel medzi domácimi a národnými výdavkami súkromnej spotreby, čo zodpovedá čistému saldu domácich výdavkov zahraničných rezidentov znížených o výdavky domácich rezidentov v zahraničí. V časti b) sú posledné údaje za tretí štvrťrok 2020, s výnimkou Grécka. V prípade eurozóny boli údaje za tretí štvrťrok 2020 odhadnuté na základe čiastkových údajov dostupných za krajiny eurozóny, ktoré nezahŕňajú údaje za Grécko a Luxembursko.

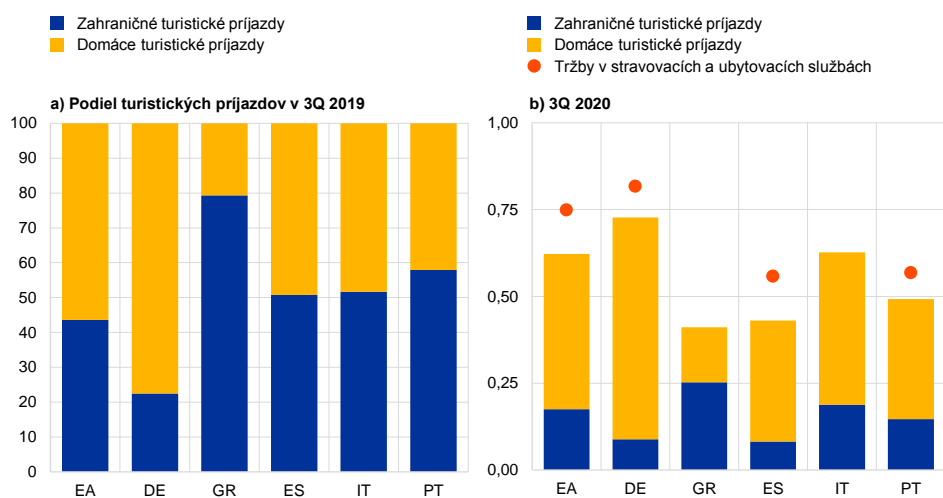
Aj napriek čiastočnému oživeniu údaje naznačujú, že sektor zahraničného turizmu zostal oslabený aj v treťom štvrťroku 2020.

Údaje o turistických príjazdoch naďalej ukazujú výrazne nízke počty zahraničných príjazdov v porovnaní so situáciou pred vypuknutím pandémie COVID-19 (časť b) grafu B). Naopak, domáci turizmus zostal relatívne odolný a napriek tomu, že zotrval pod úrovňou z roku 2019 dokázal čiastočne vykompenzovať straty v oblasti zahraničného turizmu. Počas leta

prevládala zvýšený dopyt po destináciách na krátke vzdialenosti a viaceré vlády spustili podporné iniciatívy.⁴⁹ Najnovšie údaje však naznačujú krehké a neúplné oživenie. Počet príjazdov v eurozóne predstavoval necelé dve tretiny hodnoty zaznamenananej v predchádzajúcom roku. Turizmus v krajinách spoliehajúcich sa na zahraničné príjazdy, akými sú napríklad Grécko a Portugalsko (časť a) grafu B), zostáva hlboko pod bežnými úrovňami. Podobne tržby reštaurácií a v menšej miere aj ubytovacích zariadení zaznamenali oživenie, no i napriek tomu dosiahli veľmi nízke úrovne, pričom ich podporili najmä domáci turisti a miestni obyvatelia.

Graf B Turistické príjazdy a tržby v službách

(časť a): v % z celku; časť b): pomer v porovnaní s rovnakým štvrtkom predchádzajúceho roka)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Vzhľadom na nedostupnosť novších údajov za Grécko predstavujú uvedené pomery turistických príjazdov situáciu v auguste a septembri. V prípade Grécka a Talianska nie sú k dispozícii pomery tržieb za stravovacie a ubytovacie služby.

V súvislosti s rozsiahlym obnovením rastu počtu prípadov COVID-19 začala väčšina krajín eurozóny od októbra opäť zavádzať obmedzenia. Pri príchode do väčšiny krajín sa musia návštevníci v súčasnosti podrobiť testovaniu alebo karanténe, pričom vstup majú povolený iba návštevníci z krajín mimo EÚ, ktoré sú považované za bezpečné.⁵⁰ Vlády väčšiny krajín eurozóny opätovne zaviedli zákazy nočného vychádzania a zatvorili turistické atrakcie a rekreačné zariadenia, ako napríklad múzeá, divadlá, bary a reštaurácie. Opätovné zavádzanie obmedzení cestovania od októbra zrejme spôsobí, že dynamiku turistických služieb bude aj v najbližšom období ovplyvňovať nahrádzanie zahraničného turizmu domácim. Najnovšia séria obmedzení môže zároveň ovplyvniť geografický dosah krízy na sektor turizmu, keďže tentoraz budú výraznejšie zasiahnuté najmä zimné turistické destinácie.

⁴⁹ V Taliansku a Grécku boli zavedené finančné stimuly na podporu domáceho turizmu, zatiaľ čo iné vlády spustili reklamné kampane. Viac v dokumente Svetovej organizácie cestovného ruchu [Understanding Domestic Tourism and Seizing its Opportunities](#), UNWTO Briefing Note – Tourism and COVID-19, No 3, Madrid, September 2020.

⁵⁰ Rada Európskej únie pripravila usmernenie v podobe [zoznamu](#) epidemiologicky bezpečných krajín mimo EÚ. Tento zoznam je pravidelne revidovaný a v prípade potreby aktualizovaný. Mnohé krajiny eurozóny zrušili obmedzenia týkajúce sa krajín uvedených v tomto zozname.

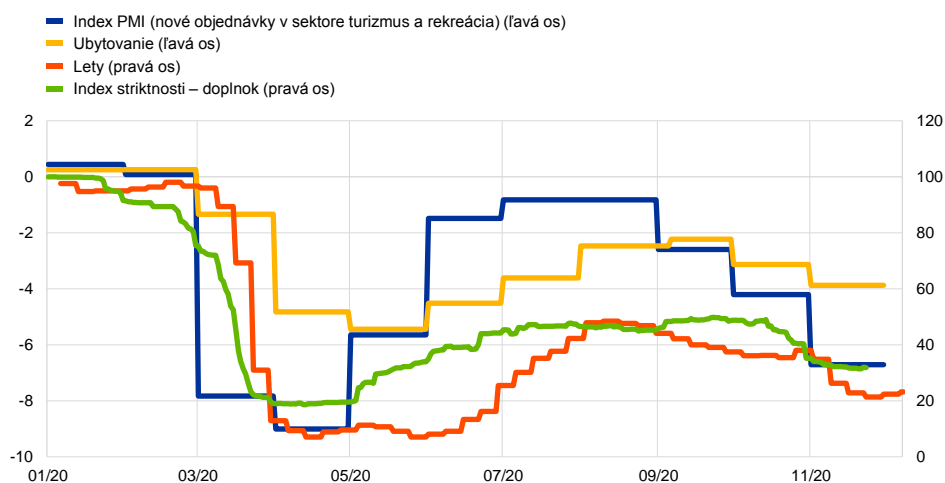
Výhľadové ukazovatele naznačujú opätovné zhoršenie situácie v sektore turizmu v dôsledku znovuzavedenia obmedzení (graf C).

Pre zákaz cestovania, obmedzenia a opätovne zavedené opatrenia na obmedzenie pohybu (zelená čiara) sa cestovný ruch po lete spomalil a naštrbená dôvera má výrazný vplyv na rezervácie. Odráža to aj obrat v oživení leteckej kapacity (červená čiara), ku ktorému došlo vo všetkých krajinách eurozóny. Podľa najnovších údajov dosahuje letecká kapacita v súčasnosti približne 25 % úrovne pred pandémie COVID-19. Výhľadové ukazovatele, ako napríklad index PMI pre nové objednávky v sektore turizmu a rekreácia, v novembri opäť klesli a zotrvali v zápornom pásme. Dôvera v sektore ubytovacích služieb zostáva tiež slabá a výrazne pod historickým priemerom, čo naznačuje aj príslušný indikátor dôvery Európskej komisie.

Graf C

Najnovší vývoj v turizme

(ľavá os: štandardizovaný index; pravá os: % v porovnaní s rovnakým obdobím predchádzajúceho roka)



Zdroj: Markit, Haver, Európska komisia, OAG, Eurostat a Oxfordský systém sledovania reakcie vlád na COVID-19.

Poznámka: Index PMI je za EÚ. Na sledovanie sektora ubytovacích služieb sa používa indikátor dôvery Európskej komisie. Údaje o letoch sú iba za Nemecko, Španielsko, Francúzsko a Taliansko. Index striktnosti predstavuje priemer v krajinách eurozóny vážený podielom turistických príjazdov v roku 2019. Doplnky (100 mínus hodnota, kde 100 predstavuje maximálnu striktnosť) indexu striktnosti sa vykazujú, aby nárast radu zodpovedal zníženiu a pokles radu zvýšeniu striktnosti.

Dlhodobé dosahy pandémie: výsledky prieskumu medzi poprednými spoločnosťami

Eduardo Maqui a Richard Morris

Tento box prináša prehľad zistení z ad hoc prieskumu ECB medzi poprednými spoločnosťami v eurozóne venovanému dlhodobým dosahom pandémie koronavírusu (COVID-19) na ekonomiku. Okrem najvýraznejšieho krátkodobého poklesu hospodárskej aktivity za posledné storočia priniesla pandémia COVID-19 aj zmeny týkajúce sa fungovania podnikov a spotrebiteľského správania, z ktorých niektoré pravdepodobne pretrvávajú aj po odznení súčasnej krízy. Tieto zmeny môžu mať následne aj dlhodobý vplyv na niektoré agregáty, ako napríklad produkciu, zamestnanosť či ceny, a vzťahy medzi nimi.⁵¹

Hlavným cieľom prieskumu bolo zistiť, ako popredné podniky v eurozóne vnímajú dlhodobý vplyv pandémie COVID-19 na svoju činnosť. Na účely prieskumu sme pojem „dlhodobý“ zadefinovali ako „nový normál, keď napríklad v dôsledku vývoja vakcíny a/alebo účinnejšej liečby už ekonomika nebude čeliť výrazným narušeniam a/alebo náhlym zmenám v dôsledku vírusu alebo opatreniam na obmedzenie jeho šírenia“. Prieskum bol rozdelený na tri časti. V prvej časti podniky odpovedali, aké dlhodobé dosahy na ich činnosť, ak vôbec nejaké, očakávajú v súvislosti s pandemiou COVID-19, napríklad pokiaľ ide o organizáciu podniku alebo trhu, na ktorých pôsobia. V druhej časti respondenti vyjadrovali svoj súhlas alebo nesúhlas so sériou tvrdení týkajúcich sa „nového normálu“ spôsobeného pandemiou. Tretia časť bola venovaná očakávaniam, pokiaľ ide o dlhodobý vplyv na agregáty, akými sú predaj, zamestnanosť či ceny. Svoje odpovede poskytlo 72 popredných nefinančných spoločností, z toho približne 60 % z oblasti priemyslu a 40 % z oblasti služieb. Pri interpretácii výsledkov prieskumu je potrebné zohľadniť, že veľkosť a rozdelenie činností týchto podnikov pravdepodobne zvyšuje ich schopnosť reagovať na výzvy, ktoré so sebou prináša pandémia.

Medzi najčastejšie uvádzané dlhodobé vedľajšie účinky pandémie na strane ponuky patrilo rozšírenie možnosti práce na diaľku a urýchlenie digitalizácie.

Respondenti mali stručne popísať najviac tri spôsoby, zoradené podľa dôležitosti, ako pandémia dlhodobo ovplyvní ich podnikanie, napríklad vo vzťahu k organizácii podniku alebo trhom, na ktorých pôsobia. Prehľad odpovedí na túto otvorenú otázku sa nachádza v grafe A. Viac ako 40 % respondentov uviedlo zvýšenú mieru využívania práce z domu a približne rovnaké percento respondentov uviedlo, že pandémia v ich spoločnosti viedla k urýchlenému zavedeniu digitálnych technológií, ktoré v dlhodobom horizonte ovplyvnia ich podnikanie. Približne jedna pätina podnikov uviedla trvalejšiu redukciu služobných ciest a/alebo zvýšenie miery využívania virtuálnych rokovaní. Rozšírenie elektronického obchodu, resp. „virtuálneho predaja“ v prípade business-to-business segmentov, uviedlo podobné množstvo respondentov. Približne jedna pätina podnikov zdôraznila presvedčenie, že opatrenia prijaté v reakcii na pandémiu zvýšia z dlhodobého hľadiska ich odolnosť a/alebo zvýšia ich flexibilitu.

⁵¹ Nová štúdia týkajúca sa dlhodobých dosahov pandémie v minulosti a ich porovnanie s vojnami sa nachádza v Jordà, Ó., Singh, S.R. a Taylor, A.M.: The Longer-Run Economic Consequences of Pandemics, Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper Series*, No 9, 2020.

Významné percento respondentov považuje znížený dopyt a/alebo zmeny v jeho štruktúre za vážny dôvod na obavu. Takmer 30 % podnikov označilo znížený dopyt po ich produktoch alebo službách za jeden z hlavných dlhodobých dosahov pandémie na ich podnikanie, zatiaľ čo viac ako 20 % respondentov poukázalo na pretrvávajúce zmeny v štruktúre dopytu. Do určitej miery to môže odrážať výhľad, že niektoré zmeny v životných a pracovných návykoch spôsobené pandemiou, predovšetkým významný presun podnikateľskej činnosti a spotreby do online priestoru a súvisiaci pokles v cestovaní, môžu pretrvať aj v budúcnosti.

Graf A

Hlavné dlhodobé dosahy pandémie vykázané poprednými spoločnosťami

(v % respondentov)



Poznámka: Respondenti v prieskume odpovedali na nasledovnú otázku: „Aké dlhodobé dosahy na vaše podnikanie (napríklad vo vzťahu k organizácii podniku alebo trhom, na ktorých pôsobíte), ak vôbec nejaké, očakávate v súvislosti s pandemiou COVID-19? Uveďte najviac tri dosahy, zoradené podľa ich dôležitosti.“ Odpovede boli následne zoskupené podľa kategórie.

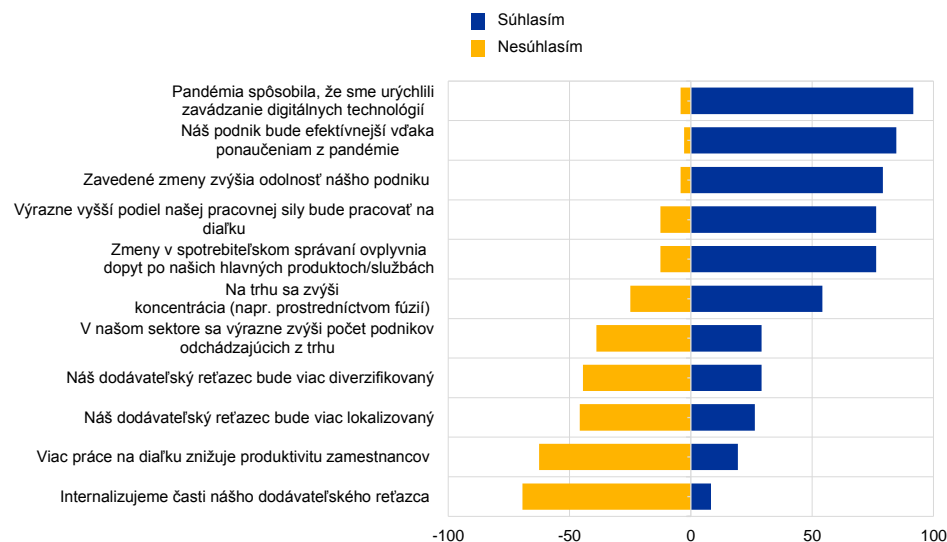
Viac ako tri štvrtiny respondentov súhlasili s tvrdením, že ich podnik bude po odznení pandémie efektívnejší a odolnejší. Graf B prináša prehľad odpovedí respondentov na otázku, či súhlasia alebo nesúhlasia so sériou tvrdení, ktorých cieľom bolo overiť určité vyhlásenia týkajúce sa „nového normálu“ spôsobeného pandemiou. Vyše 75 % respondentov súhlasilo, že ponaučenia z krízy im pomôžu zvýšiť efektívnosť podniku a že uskutočnené zmeny spôsobia, že ich podnik bude odolnejší. Deväť z desiatich podnikov potvrdilo, že urýchlili zavádzanie digitálnych technológií a/alebo automatizácie, zatiaľ čo viac ako tri štvrtiny súhlasili, že výrazne vyšší podiel ich pracovnej sily bude aj naďalej pracovať na diaľku. Približne 60 % respondentov nesúhlasilo s tým, že vyššia miera využívania práce na diaľku znižuje produktivitu, v porovnaní s 20 % respondentov, ktorí s týmto tvrdením súhlasili. Hoci znížená miera neformálnej osobnej interakcie je považovaná za negatívum, podniky v tomto smere vidia aj mnohé výhody vrátane nižšej straty času v súvislosti s dochádzaním, možnosti lepšie skĺbiť domácnosť a prácu a vyššej konektivity.⁵²

⁵² Respondenti napríklad uviedli, že vďaka práci na diaľku sú zamestnanci takmer stále dostupní, zatiaľ čo v minulosti tomu tak nebolo pre dochádzanie do práce či služobné cesty. Podniky poukázali aj na výrazný nárast produktivity niektorých funkcií, keď sú vykonávané virtuálne, napríklad predaja.

Graf B

Testovanie tvrdení vo vzťahu k dlhodobým dosahom pandémie

(v % respondentov)



Poznámka: Respondenti v prieskume odpovedali na nasledovnú otázku: „Uvedte, či súhlasíte alebo nesúhlasíte s nasledovnými tvrdeniami vo vzťahu k dlhodobým dosahom pandémie COVID-19.“ Respondenti mohli odpovedať i) súhlasím, ii) nesúhlasím alebo iii) nie som si istý alebo netýka sa ma. Odpovedi „súhlasím“ bola v grafe priradená hodnota 1 a odpovedi „nesúhlasím“ hodnota -1.

Pandémii bola v prieskume prisudzovaná zmena spotrebiteľského správania z dlhodobého hľadiska a možný nárast koncentrácie na trhu, zatiaľ čo jej vplyv na dodávateľské reťazce bol označovaný za oveľa nižší. Tri štvrtiny podnikov súhlasili, že zmeny v spotrebiteľskom správaní v dôsledku pandémie v dlhodobom horizonte ovplyvnia dopyt po ich hlavných produktoch alebo službách. Viac ako polovica respondentov vyjadrila názor, že v ich sektore sa zvýši koncentrácia na trhu (v porovnaní s jednou štvrtinou respondentov, ktorá s týmto tvrdením nesúhlasila), pričom fúzie by mali v tomto vývoji zohrať významnejšiu úlohu než podniky odchádzajúce z trhu. Pri otázke týkajúcej sa dlhodobých vplyvov pandémie na dodávateľské reťazce väčšina podnikov, ktoré tieto otázky označili ako relevantné, nesúhlasila s tvrdením, že ich dodávateľský reťazec sa stane diverzifikovanejším a lokalizovanejším; drvivá väčšina opýtaných zároveň nepredpokladá výraznejšiu internalizáciu svojho dodávateľského reťazca.

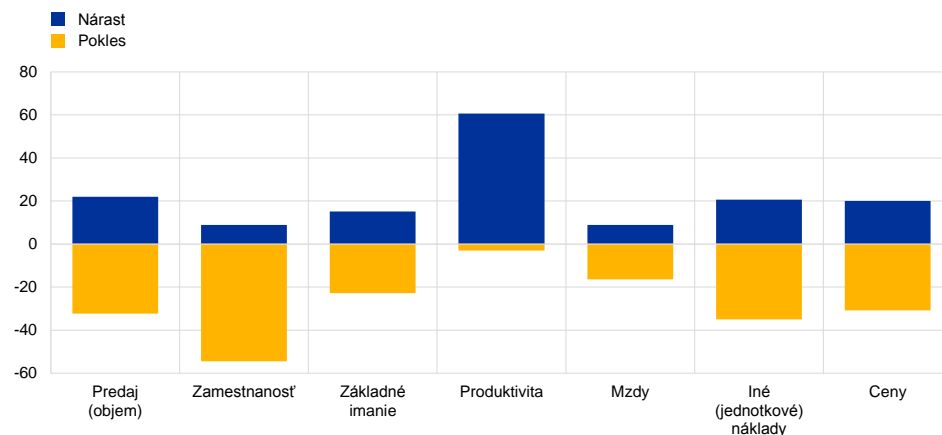
Väčšina respondentov konštatovala, že pandémia bude mať kladný dlhodobý vplyv na produktivitu, no záporný vplyv na zamestnanosť. Pri požiadavke na zhodnotenie celkového dlhodobého vplyvu na vybrané agregáty, 60 % respondentov uviedlo, že produktivita v ich podniku alebo sektore sa zvýši, zatiaľ čo pokles produktivity v súvislosti s dlhodobými dosahmi pandémie nepredpokladal takmer nikto. Záporný dlhodobý vplyv pandémie na zamestnanosť očakáva 55 % respondentov, v porovnaní s približne 10 %, ktoré očakávajú jej kladný vplyv. Môže to odrážať skutočnosť, že podniky sa naučili udržať výrobu aj napriek obmedzeniam týkajúcim sa početnosti pracovnej sily v súvislosti so sociálnymi dištančnými opatreniami a identifikovať súvisiace prírastky efektivity. Relatívne nízke percento respondentov zároveň predpokladá akýkoľvek dlhodobý vplyv pandémie na výšku základného imania ich spoločnosti. Výsledné očakávanie, pokiaľ ide o dlhodobý vplyv pandémie na predaj (objem), ceny a náklady bolo mierne záporné, väčšina

respondentov však uviedla, že nepredpokladajú, prípadne nie sú si istí prípadnými dlhodobými vplyvmi.

Graf C

Dlhodobé dosahy pandémie na obchodné agregáty z pohľadu respondentov

(v % respondentov)



Poznámka: Respondenti v prieskume odpovedali na nasledovnú otázku: „Pokiaľ ide o váš podnik/ktor, ako by ste zhodnotili celkový dlhodobý vplyv pandémie COVID-19 na nasledujúce oblasti?“ Respondenti mohli odpovedať i) nárast, ii) pokles, iii) bez zmeny alebo iv) neviem. Odpovedi „nárast“ bola v grafe priradená hodnota 1 a odpovedi „pokles“ hodnota –1.

Hodnotenie dynamiky miezd počas pandémie COVID-19: pomôžu údaje o dojednaných mzdách?

Gerrit Koester, Nicola Benatti a Aurelian Vlad

Súbeh ekonomických dôsledkov a politických reakcií na pandémiu koronavírusu (COVID-19) predstavuje výzvu z hľadiska interpretácie vývoja na trhu práce, vrátane vývoja miezd. Značné zmeny, ktoré boli v posledných štvrtrokoch zaznamenané napríklad v počte odpracovaných hodín na zamestnanca spolu s rozsiahlym uplatňovaním rôznych systémov skráteného pracovného času a problémami súvisiacimi s ich štatistickým vykazovaním, komplikujú interpretáciu mzdových ukazovateľov ako „kompenzácie na odpracovanú hodinu“ alebo „kompenzácie na zamestnanca“. ⁵³ Výsledok kolektívnych vyjednaní zachytáva ukazovateľ ECB týkajúci sa dojednaných mzdových sadzieb, no uvedené faktory ho priamo neovplyvňujú. ⁵⁴ Zvykne sa navyše zverejňovať o mesiac skôr ako mzdové ukazovatele založené na štvrtročných národných účtoch. Treba však poznamenať, že pandémia mohla mať vplyv aj na charakteristiky dojednaných miezd vstupujúce do tohto ukazovateľa, pretože v jej dôsledku došlo k uzavretiu menšieho počtu dohôd o mzdách ako za normálnych okolností. V tomto boxe sa rozoberá, akú úlohu môže hrať ukazovateľ dojednaných mzdových sadzieb pri hodnotení a prognózovaní vývoja miezd v súčasnej situácii.

Zatiaľ čo údaje o dojednaných mzdách sú k dispozícii skôr, samotný rast dojednaných miezd zvykne na zmenené podmienky na trhu práce reagovať až s určitým oneskorením. Zvyčajne trvá dlhšie, kým sa zmeny v nezamestnanosti odrážajúce napätú situáciu na trhu práce prejavia aj v mzdových vyjednávaniach. Ukazovateľ dojednaných mzdových sadzieb má preto tendenciu reagovať na cyklický vývoj na trhu práce s časovým oneskorením niekoľkých štvrtrokov (graf A). Je to výsledok procesov vyjednaní (väčšinou na sektorovej úrovni) vo veľkých krajinách eurozóny, ktoré sa začínajú v rôznych termínoch a majú odlišné trvanie, pričom často určujú mzdy na obdobie dlhšie ako jeden rok. Vzhľadom na túto inštitucionálnu črtu tak aktuálny vývoj v oblasti rastu dojednaných miezd zatiaľ nenaznačuje, že by dramatická zmena na trhu práce súvisiaca s pandémiou mala na mzdy zásadnejší vplyv. V spomalení medziročného rastu v prvom, druhom a treťom štvrtroku 2020 na 1,9 %, 1,7 % a 1,6 % sa čiastočne odrážajú bázické efekty, čo napríklad znamená, že nízka úroveň v treťom štvrtroku 2020 čiastočne súvisí s prorastovým vplyvom v treťom štvrtroku 2019 vyvolaným osobitnými platbami, ku ktorým došlo v uvedenom čase v Nemecku. ⁵⁵

⁵³ O týchto otázkach sa diskutovalo v minulých číslach Ekonomického bulletinu ECB. Viac v boxe [Systémy skráteného pracovného času a ich vplyv na mzdy a disponibilný príjem](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2020 a v boxe s názvom [Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic](#) (Vývoj kompenzácií na hodinu a na zamestnanca od začiatku pandémie COVID-19) v rámci článku [The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#) (Vplyv pandémie COVID-19 na trh práce eurozóny) v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

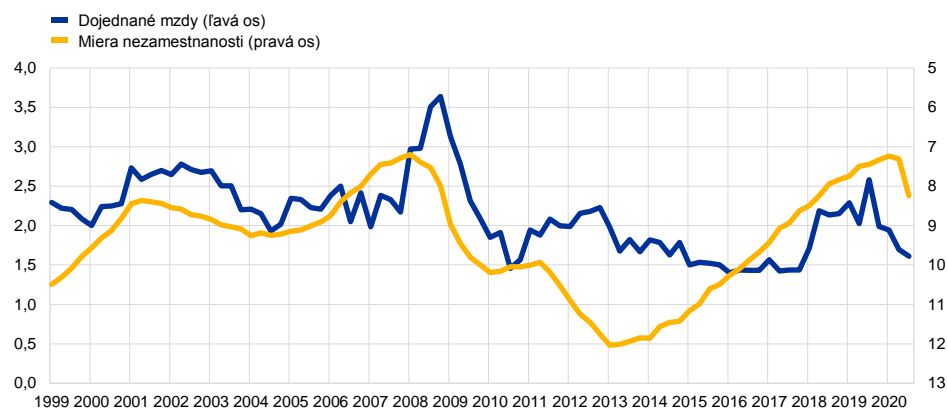
⁵⁴ Ukazovateľ dojednaných mzdových sadzieb zostavuje ECB od roku 2001 na základe neharmonizovaných údajov krajín ako indikátor možných mzdových tlakov. Podrobnejšie informácie sú v boxe [Monitoring wage developments: an indicator of negotiated wages](#), *Monthly Bulletin*, ECB, September 2002.

⁵⁵ Podrobnejšie informácie sú v [Monthly Report](#), Vol. 71, No 11, Deutsche Bundesbank, November 2019, s. 8.

Graf A

Vývoj rastu dojednaných miezd a miery nezamestnanosti

(ľavá os: ročná percentuálna zmena; pravá os: v %)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z tretieho štvrťroka 2020. Pravá os je obrátená.

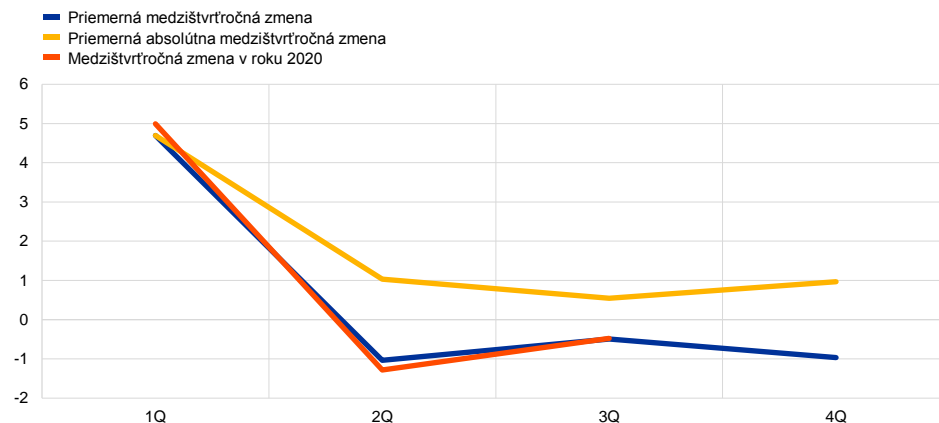
V najnovšom vývoji ukazovateľa dojednaných mzdových sadzieb stále hrajú dominantnú úlohu mzdové dohody uzavreté pred vypuknutím pandémie.

Medzištvrtročné zmeny tohto ukazovateľa naznačujú, že vývoj dojednaných miezd v roku 2020 bol zatiaľ v úplnom súlade s profilom zaznamenaným v priemere od roku 1999 (graf B). Zmeny dojednaných miezd sa vyskytujú každoročne zvyčajne v prvom štvrtroku. Platí to tak pre priemerné zmeny ukazovateľa dojednaných mzdových sadzieb, ako aj pre priemerné absolútne zmeny. Skutočnosť, že aj priemerné absolútne zmeny v ukazovateli dojednaných miezd (ktoré odrážajú priemernú absolútnu výšku prírastkov i poklesov) sa koncentrujú v prvom štvrtroku, potvrdzuje realizáciu zmien dojednaných miezd hlavne na začiatku každého roka. Podrobnejšie informácie naznačujú, že takmer celý podiel na raste dojednaných miezd v prvom štvrtroku 2020 tvorilo zvýšenie miezd v januári, teda ešte pred pandemiou. Dominantné postavenie mzdových dohôd na začiatku každého roka znamená, že by sa hlavný vplyv pandémie na dojednané mzdy mohol začať prejavovať začiatkom roka 2021, keď vo viacerých krajinách eurozóny dochádza k opätovným rokovaniam o významnej časti dohôd o mzdách.

Graf B

Sezónny charakter zmien dojednaných miezd

(medzištvrtročná percentuálna zmena; analyzované obdobie: 1999-2020, pokiaľ nie je uvedené inak)



Zdroj: Interné odhady a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z tretieho štvrťroka 2020. Absolútne zmeny sa dosiahnu pripočítaním absolútnych hodnôt prírastkov a poklesov.

V tejto situácii môžu byť niektoré výhľadové informácie zahrnuté v mzdovom posune. Mzdový posun možno vyjadriť ako rozdiel medzi mierami rastu skutočnej vyplatenej mzdy (meranej hrubou mzdou a platom na zamestnanca) a mierami rastu dojednaných miezd.⁵⁶ Na základe tohto prístupu sa v zápornom mzdovom posune v prvých troch štvrťrokoch 2020 (graf C) odráža fakt, že skutočné mzdové náklady firiem boli všeobecne nižšie okrem iných faktorov aj v dôsledku štátnych podporných opatrení a menšieho počtu odmien a povýšení. Tento výpočet mzdového posunu je však nevyhnutne ovplyvnený zmenami v zložení zamestnanosti a v priemernom počte odpracovaných hodín na zamestnanú osobu – pričom tieto zmeny sú v súčasnej situácii veľmi významné. Skladba zamestnanosti sa pravdepodobne zmenila, keďže pandémia viedla k strate pracovných miest najmä v sektore služieb, v ktorom je relatívne viac slabo platených pracovných pozícií, čím sa mechanicky zvyšuje priemerná vyplatená mzda, a čiastočne sa tak eliminuje inak negatívny vplyv na agregovaný mzdový posun.⁵⁷ Tento mzdový posun signalizuje možný tlak na znižovanie dojednaných miezd, ak by sa situácia na trhu práce zhoršila, pričom zamestnanci, ktorí majú momentálne skrátený pracovný čas, by sa stali nezamestnanými.

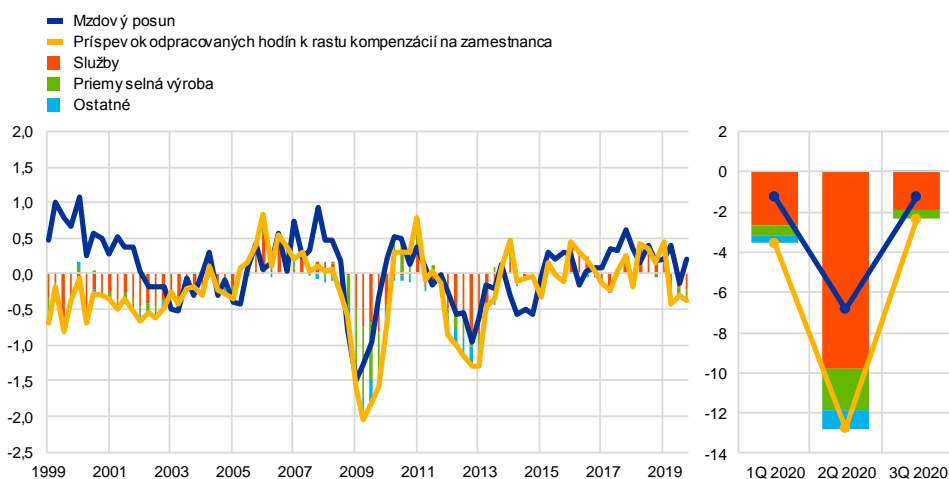
⁵⁶ To znamená, že celkový rast miezd meraný kompenzáciami na zamestnanca možno rozdeliť na rast dojednaných miezd, mzdový posun a vplyv zmien v príspevkoch na sociálne zabezpečenie, pričom tieto zmeny sú definované ako rozdiel medzi ročnou mierou rastu kompenzácií na zamestnanca a ročnou mierou rastu hrubých miezd a plátov na zamestnanca.

⁵⁷ Podrobnosti o takýchto účinkoch zloženia sú napríklad v Crust, E.E., Daly, M.C. a Hobbins, B., [The Illusion of Wage Growth](#), FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco, August 2020, a v článku [The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth](#), *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2019.

Graf C

Mzdový posun a príspevok odpracovaných hodín k rastu kompenzácií na zamestnanca

(príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z tretieho štvrtroka 2020. „Ostatné“ sa vzťahuje na všetky ostatné odvetvia. Stĺpce predstavujú príspevky sektora služieb, priemyselnej výroby a ďalších sektorov k celkovému príspevku odpracovaných hodín k rastu kompenzácií na zamestnanca.

Na aktuálny rast dojednaných miezd stále vplyvajú predpandemické mzdové dohody, čo obmedzuje jeho informačnú hodnotu pri prognózovaní budúceho skutočného rastu miezd. Hlavné účinky pandémie na rast dojednaných miezd sa pravdepodobne prejavia až od roku 2021, keď sa má opätovne prerokovať významný podiel mzdových dohôd v krajinách eurozóny. Vývoj v mzdovom posune spolu s informáciami o odpracovaných hodinách a nezamestnanosti môže poskytnúť určitý obraz o situácii, v akej sa tieto rokovania uskutočnia. Pre podrobnejšiu analýzu vývoja miezd v eurozóne by však boli potrebné detailnejšie údaje, napríklad o raste dojednaných miezd v rôznych sektoroch.

8 Návrhy rozpočtových plánov na rok 2021: preskúmanie v čase koronakrízy

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier a Steffen Osterloh

Európska komisia 18. novembra 2020 zverejnila svoje stanoviská k vládnym návrhom rozpočtových plánov členských štátov eurozóny na rok 2021.

Vzhľadom na pandémiu koronavírusu (COVID-19) malo tohtoročné hodnotenie Európskej komisie, na rozdiel od predchádzajúcich rokov, kvalitatívny charakter a nezameriavalo sa na kvantitatívny súlad s fiškálnymi pravidlami. Bolo to spôsobené aktiváciou všeobecnej únikovej doložky⁵⁸, ktorá umožňuje členským štátom odchyliť sa od požiadaviek na úpravu podľa Paktu stability a rastu v konkrétne vymedzených situáciách, akými je prudký hospodársky pokles v eurozóne alebo únii ako celku. Namiesto toho sa hodnotenie Komisie zakladalo na fiškálnych odporúčaníach pre jednotlivé krajiny, ktoré prijala Rada 20. júla 2020, ako aj na jej pokynoch zo septembra zaslaných vo forme listov všetkým členským štátom. Naznačuje sa v nich, že všeobecná úniková doložka zostane aktívna aj v roku 2021, aby sa zabezpečila potrebná podpora fiškálnych politík. Komisia vo svojom hodnotení tiež objasnila, že ak to hospodárske podmienky umožnia, členské štáty by mali realizovať fiškálne politiky zamerané na dosiahnutie obozretnej strednodobej fiškálnej pozície a na zabezpečenie udržateľnosti dlhu pri súčasnom zvýšení investícií. Aby bolo možné zosúladiť potrebu makroekonomickej stabilizácie a zároveň zabezpečiť strednodobú fiškálnu udržateľnosť, Komisia rozhodla, že podporné opatrenia majú byť cieleňé a dočasné, pretože trvalé opatrenia, ktoré sa nefinancujú prostredníctvom kompenzačných opatrení, môžu v strednodobom horizonte ovplyvniť fiškálnu udržateľnosť.

Návrhy rozpočtových plánov poukazujú na zmenu v zložení opatrení v roku 2021 z núdzových na ozdravné, zatiaľ však v plnej miere nezohľadňujú podporu nástroja EÚ pre ďalšie generácie (Next Generation EU – NGEU). Podľa Európskej komisie členské štáty v reakcii na pandémiu prijali rozsiahle fiškálne opatrenia na úrovni 4,2 % HDP v roku 2020 a 2,4 % HDP v roku 2021. Fiškálne balíky v roku 2020 zahŕňali prevažne mimoriadne opatrenia zamerané na zmiernenie okamžitých dôsledkov krízy, konkrétne na riešenie situácie v oblasti verejného zdravia a na zmenšenie dlhodobých ekonomických následkov. Podľa hodnotenia Komisie takéto mimoriadne opatrenia tvorili približne 80 % fiškálnych balíkov na rok 2020 na agregovanej úrovni eurozóny. Predpokladá sa, že od roku 2021 budú opatrenia zamerané na poskytovanie núdzovej pomoci postupne nahrádzané opatreniami na podporu oživenia. Európska komisia vo svojom hodnotení návrhov rozpočtových plánov poukazuje na ozdravné opatrenia, napríklad na zníženie nepriamych daní a zvýšenie vládnych investícií, ktoré tvoria viac ako 60 % fiškálnych opatrení na rok 2021. Očakáva sa, že nástroj NGEU, a najmä jeho ústredný pilier – Mechanizmus na podporu obnovy a odolnosti, sa začne implementovať v roku 2021. Vzhľadom na stav

⁵⁸ Doložka bola zavedená ako súčasť balíka šiestich reforiem Paktu stability a rastu v roku 2011. Doložku je možné aktivovať v prípade neobvyklej udalosti mimo kontroly dotknutého členského štátu, ktorá má zásadný vplyv na finančnú pozíciu verejnej správy, alebo v obdobiach výrazného hospodárskeho poklesu v eurozóne alebo únii ako celku. Ak je aktivovaná, umožňuje členským štátom dočasne sa odchyliť od požiadaviek na fiškálne úpravy v rámci preventívnej aj nápravnej časti paktu, pokiaľ to neohrozí fiškálnu udržateľnosť v strednodobom horizonte.

príprav, hlavne pokiaľ ide o národné plány obnovy a odolnosti, sa v jesennej prognóze Európskej komisie a v niektorých návrhoch rozpočtových plánov zohľadňuje iba malá časť príjmov a výdavkov súvisiacich s týmto nástrojom.

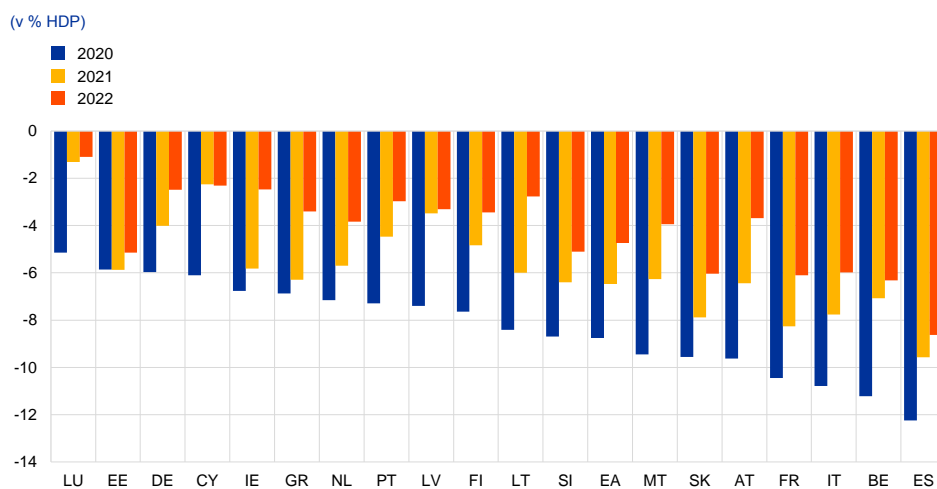
Európska komisia uviedla, že návrhy rozpočtových plánov na rok 2021 sú celkovo v súlade s odporúčaním fiškálnej politiky prijatým Radou, zdôraznila však riziká, ak by opatrenia mali byť trvalé. Konštatovala, že vo väčšine krajín eurozóny sú opatrenia na rok 2021 (väčšinou) dočasné, pričom iba plány Francúzska, Talianska, Litvy⁵⁹ a Slovenska uvádzajú opatrenia, ktoré sa nejavia ako dočasné, alebo ich nesprevádzajú kompenzačné opatrenia. V prípade Belgicka, Grécka, Španielska, Francúzska, Talianska a Portugalska Európska komisia zdôraznila, že „vzhľadom na úroveň ich verejného dlhu a veľké výzvy v oblasti udržateľnosti v strednodobom horizonte... je osobitne dôležité zaistiť, aby sa pri prijímaní podporných rozpočtových opatrení zachovala strednodobá fiškálna udržateľnosť“. Prevládajúca značná neistota sťažuje hodnotenie opatrení o to viac, že často nie je možné rozlíšiť dočasné a štrukturálnejšie opatrenia, keďže krajiny prijímajú opatrenia v reakcii na vývoj krízových vln.

Posúdenie Komisie je potrebné vnímať vo svetle výrazného a protichodného vplyvu opatrení fiškálnej podpory a koronašoku na verejné financie, ale aj vo svetle prevládajúcej veľkej neistoty. Očakáva sa, že v priemere približne 30 % zhoršenej rozpočtovej pozície predpokladanej v roku 2020 sa podarí vykompenzovať v roku 2021, pričom pomer deficitu zostane nad úrovňou 3 % HDP vo všetkých krajinách eurozóny okrem Luxemburska a Cypru (graf A). Španielsko, Francúzsko, Taliansko a Slovensko budú mať v roku 2021 podľa očakávaní najvyšší deficit presahujúci 7,5 % HDP. Na základe predpokladu nezmenenej politiky by zostal deficit nad hranicou 3 % aj v roku 2022 v trinástich členských štátoch eurozóny. Okrem toho sa predpokladá, že mnoho krajín, ktoré mali na začiatku krízy vysoký pomer dlhu na úrovni 100 % a viac, budú z hľadiska nárastu zadlženosti zasiahnuté koronašokom najviac (graf B). Očakáva sa, že v roku 2022 si pomer dlhu udrží pod maastrichtskou referenčnou hodnotou (60 % HDP) iba päť krajín eurozóny, teda Estónsko, Lotyšsko, Litva, Luxembursko a Malta.

⁵⁹ Litva predložila návrh rozpočtového plánu so scenárom nezmenenej politiky.

Graf A

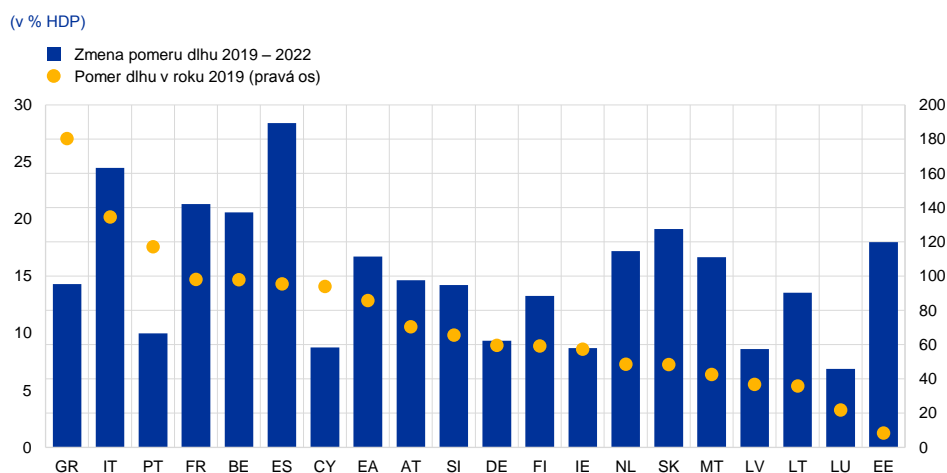
Rozpočtové saldá verejnej správy, 2020 – 2022



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

Graf B

Hrubý dlh verejnej správy, 2019 – 2022



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

Európska komisia nemá v súčasnosti v úmysle iniciovať postup pri nadmernom deficite v súvislosti s nedodržaním dlhového pravidla ani referenčnej hodnoty deficitu na úrovni 3 % HDP.

V súčasnosti, od apríla 2020, sa postup pri nadmernom deficite (EDP) vzťahuje iba na Rumunsko. V rámci svojho novembrového hodnotenia Komisia uviedla, že vzhľadom na „výnimočnú neistotu spôsobenú pandémiou COVID-19 a jej mimoriadny makroekonomický a fiškálny vplyv, a to aj pokiaľ ide o navrhnutie dôveryhodného smerovania fiškálnej politiky... by sa nemalo prijať rozhodnutie o tom, či sa má na členské štáty uplatniť postup pri nadmernom deficite“. Z rovnakého dôvodu Európska komisia naznačila, že by sa v tejto situácii nemalo prijať žiadne rozhodnutie o ďalších krokoch súvisiacich s konaním pri nadmernom deficite Rumunska, ktoré sa začalo v apríli 2020 z dôvodu rozpočtového deficitu v roku 2019. Konštatovala však, že v Rumunsku sa „dôležité

základné príčiny fiškálnej situácie, ktoré existovali už pred výskytom pandémie v roku 2020, nezmenili“. Európska komisia opätovne zvaží otvorenie ďalších postupov EDP na jar 2021, teda až na základe overených údajov za rok 2020 a svojej jarnej prognózy.

Vzhľadom na prudkú kontrakciu ekonomiky eurozóny je kľúčové zachovať ambiciózne a koordinované ciele fiškálnej politiky, až kým nedôjde k trvalému oživeniu, ktoré umožní obnovu obozretných strednodobých fiškálnych pozícií.

Po expanzívnych fiškálnych cieľoch v roku 2020 poukazuje jesenná prognóza Európskej komisie na postupné ukončovanie núdzových opatrení s fiškálnou podporou, predpokladá sa však, že zostane podstatná pri prijímaní nových opatrení zameraných na podporu oživenia. Kým pretrváva mimoriadna zdravotná situácia a oživenie nebude automaticky udržateľné, bude dôležité rozšíriť dočasné opatrenia, aby sa zabránilo tzv. kaskádovému efektu (cliff-edge effect). Bez ohľadu na uvedené je mimoriadne dôležité, aby boli opatrenia dobre načasované, dočasné a cielené tak, aby poskytovali čo najefektívnejšiu fiškálnu podporu a zároveň nevytvárali trvalý účinok na rozpočtové pozície po ukončení krízy, a teda zabezpečovali fiškálnu udržateľnosť. Keď to epidemiologická a ekonomická situácia dovolí, pozornosť by sa mala sústrediť na fiškálne politiky zamerané na dosiahnutie obozretnej strednodobej fiškálnej pozície pri súčasnom zvýšení investícií. V tejto súvislosti nástroj NGEU predstavuje príležitosť, ako podporiť investície a prispieť k udržateľnému oživeniu.

© Európska centrálna banka 2021

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. Závazným je pôvodné anglické znenie.

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

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

PDF

ISSN 2363-3549

QB-BP-20-008-SK-N