



EURÓPSKA CENTRÁLNÁ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 2/2021



Obsah

Hospodársky a menový vývoj	2
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	8
2 Finančný vývoj	17
3 Hospodárska aktivita	22
4 Ceny a náklady	28
5 Peňažná zásoba a úvery	34
6 Fiškálny vývoj	42
Boxy	46
1 Hospodársky vývoj v eurozóne a Spojených štátoch v roku 2020	46
2 Základný kapitál v eurozóne od začiatku pandémie COVID-19	52
3 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 4. novembra 2020 do 26. januára 2021	59
4 Vplyv opatrení proti šíreniu nákazy na jednotlivé sektory a krajiny počas pandémie COVID-19	65
5 Úloha ziskových marží pri prispôbovaní sa šoku z pandémie COVID-19	72
6 Váhy HICP na rok 2021 a ich vplyv na meranie inflácie	78
7 Na ceste k účinnej implementácii balíka ozdravných opatrení EÚ	83

Hospodársky a menový vývoj

Prehľad

Napriek predpokladanému zlepšovaniu celkovej hospodárskej situácie v priebehu roka 2021 naďalej panuje neistota v otázke krátkodobého výhľadu hospodárskeho vývoja, ktorá súvisí najmä s dynamikou vývoja pandémie koronavírusu (COVID 19) a s rýchlosťou očkovacích kampaní. Hospodársku aktivitu v eurozóne i vo svete podporuje oživenie svetového dopytu a dodatočné rozpočtové opatrenia. Neustále vysoký počet prípadov nákazy, šírenie mutácií vírusu a s tým súvisiace predlžovanie a sprísňovanie opatrení proti šíreniu nákazy však hospodársku aktivitu v eurozóne v krátkodobom horizonte brzdia. V nasledujúcom období k očakávaniam výrazného oživenia hospodárskej aktivity počas roka 2021 prispievajú prebiehajúce očkovacie kampane a predpokladané postupné uvoľňovanie opatrení proti šíreniu nákazy. Inflácia v posledných mesiacoch zaznamenala mierny nárast, a to najmä v dôsledku určitých prechodných faktorov a zvýšenia inflácie cien energií. Základné cenové tlaky však v prostredí nízkeho dopytu a výraznej miery nevyužitých kapacít na trhu práce a trhu tovarov a služieb zostávajú obmedzené. Hoci najnovšie projekcie odborníkov predpokladajú postupné zintenzívnenie základných inflačných tlakov, zároveň potvrdzujú, že strednodobý inflačný výhľad sa v porovnaní s projekciami z decembra 2020 v podstate nezmenil a naďalej zaostáva za inflačným cieľom Rady guvernérov.

Za týchto okolností zostáva nevyhnutné zachovať po dobu trvania pandémie priaznivé podmienky financovania. Rada guvernérov hodnotí podmienky financovania na základe holistického a rôznorodého súboru ukazovateľov, ktoré pokrývajú celý reťazec transmisie menovej politiky od bezrizikových úrokových sadzieb a výnosov štátnych dlhopisov až po výnosy podnikových dlhopisov a podmienky bankových úverov. Trhové úrokové sadzby od začiatku roka rastú, čo predstavuje riziko pre širšie podmienky financovania. Banky používajú bezrizikové úrokové sadzby a výnosy štátnych dlhopisov ako hlavné východisko pri určovaní úverových podmienok. Výrazné a trvalé zvýšenie týchto trhových úrokových sadzieb, bez potrebných protiopatrení, môže vyvolať predčasné sprísnenie podmienok financovania pre všetky sektory ekonomiky. To je nežiaduce v čase, keď je zachovanie priaznivých podmienok financovania naďalej potrebné na potlačenie neistoty a zvyšovanie dôvery v záujme podpory hospodárskej aktivity a ochrany strednodobej cenovej stability. Za týchto okolností a na základe spoločného posúdenia podmienok financovania a výhľadu vývoja inflácie Rada guvernérov očakáva, že počas nasledujúceho štvrťroka sa budú nákupy v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP) uskutočňovať podstatne rýchlejším tempom než počas prvých mesiacov tohto roka.

Hodnotenie hospodárskej a menovej situácie v čase zasadania Rady guvernérov 11. marca 2021

Globálna ekonomika sa zotavila z recesie spôsobenej pandémiou koronavírusu rýchlejšie, než predpokladali makroekonomické projekcie odborníkov

Eurosystému z decembra 2020. Medzitým sa však na prelome rokov v dôsledku zhoršenia pandémie zintenzívnili nepriaznivé faktory ohrozujúce hospodársky rast. Obnovenie rastu počtu nakazených prinútilo vlády najmä rozvinutých ekonomík, aby opätovne pristúpili k prísnemu obmedzeniu pohybu. Nepriaznivý dosah týchto opatrení na globálny rast už možno vidieť na najnovších údajoch. Pandémia zostáva hlavným faktorom ovplyvňujúcim hospodársky vývoj v najbližšej budúcnosti. Tempo očkovania sa postupne zvýšilo, hoci situácia v jednotlivých krajinách sa líši. Príliš nízka miera zaočkovania však zatiaľ neumožňuje uvoľňovať opatrenia proti šíreniu nákazy. Výhľad vývoja externého prostredia eurozóny v tomto roku priaznivo ovplyvňuje balík fiškálnych stimulov prijatý v decembri v Spojených štátoch, ako aj dosiahnutie obchodnej dohody medzi Európskou úniou a Spojeným kráľovstvom. Rast globálneho HDP (bez eurozóny) by mal v roku 2021 dosiahnuť 6,5 %, následne by sa mal spomaliť na 3,9 % v roku 2022 a na 3,7 % v roku 2023. V roku 2020 sa očakáva pokles globálneho HDP o 2,4 %. Dôvodom úpravy zahraničného dopytu eurozóny smerom nahor bolo podpísanie obchodnej dohody medzi EÚ a Spojeným kráľovstvom a očakávané výraznejšie oživenie v rozvinutých ekonomikách. Zahraničný dopyt eurozóny by mal vzrásť o 8,3 % tento rok, o 4,4 % v roku 2022 a o 3,2 % v roku 2023, čo znamená úpravu nahor o 1,7 percentuálneho bodu v roku 2021 a o 0,3 percentuálneho bodu v roku 2022. Rizikové faktory základných projekcií poukazujú na možné zrýchľovanie globálneho rastu, keďže ďalšie fiškálne stimuly plánované prezidentom Bidenom budú pôsobiť prorastovo. Modelové simulácie naznačujú, že reálny HDP Spojených štátov sa vďaka nim zvýši o 2 až 3 %, čím sa ekonomika dostane nad úroveň svojho potenciálu, aj keď vplyv tohto zvýšenia na infláciu bude pravdepodobne mierny.

Podmienky financovania v eurozóne sa od zasadania Rady guvernérov v decembri 2020 z dôvodu pozitívneho rizikového sentimentu mierne sprísnil.

Počas sledovaného obdobia (10. december 2020 – 10. marec 2021) sa forwardová krivka jednoduchovej úrokovej sadzby EONIA (euro overnight index average) posunula smerom nahor a stala sa strmšou. V súčasnosti táto krivka nesignalizuje žiadne očakávané zníženie sadzby v najbližšom období. Spready dlhodobých štátnych dlhopisov v eurozóne zostali stabilné, keďže k rastu výnosov prispel nárast bezrizikových úrokových sadzieb a priaznivý rizikový sentiment podporený menovopolitickými a fiškálnymi stimulmi. Ceny rizikových aktív zodpovedajúcim spôsobom rástli. Na devízových trhoch došlo k miernemu oslabeniu nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura.

Po výraznom oživení reálneho HDP eurozóny v treťom štvrtroku 2020 došlo v poslednom štvrtroku k jeho poklesu o 0,7 %. Za celý rok 2020 sa očakáva pokles reálneho HDP o 6,6 %, pričom hospodárska aktivita v poslednom štvrtroku minulého roka by mala zaosť o 4,9 % za predpandemickou úrovňou zaznamenanou na konci roka 2019. Najnovšie hospodárske údaje, prieskumy a vysokofrekvenčné ukazovatele poukazujú na stále slabú hospodársku aktivitu v prvom štvrtroku 2021,

a to v dôsledku nepoľavujúcej pandémie a súvisiacich opatrení proti šíreniu nákazy. V dôsledku toho sa v prvom štvrtroku tohto roka opäť očakáva pokles reálneho HDP. Hospodársky vývoj v jednotlivých krajinách a sektoroch prebieha naďalej nerovnomerne: sektor služieb je obmedzeniami sociálnych kontaktov a mobility zasiahnutý výraznejšie než priemyselný sektor, ktorý sa spamätáva rýchlejšie. Napriek rozpočtovým opatreniam na podporu domácností a podnikov sa v správaní spotrebiteľov naďalej prejavuje opatnosť, ktorá pramení z pandémie a jej následkov na zamestnanosť a príjmy. Zhoršený stav podnikových súvah a zvýšená neistota v spojitosti s výhľadom hospodárskeho vývoja navyše stále tlmí podnikové investície.

Čo sa týka budúceho vývoja, prebiehajúce očkovacie kampane spolu s postupným uvoľňovaním opatrení proti šíreniu nákazy – za predpokladu, že nedôjde k nepriaznivému obratu vo vývoji pandémie – by mali prispieť k očakávaniam výrazného oživenia hospodárskej aktivity v priebehu roka 2021.

V strednodobom horizonte by mali oživenie ekonomiky eurozóny podporovať priaznivé podmienky financovania, expanzívna rozpočtová politika a oživenie dopytu v dôsledku postupného uvoľňovania opatrení proti šíreniu nákazy.

Toto hodnotenie celkovo vyplýva zo základného scenára makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2021. Podľa týchto projekcií má ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 4,0 % v roku 2021, 4,1 % v roku 2022 a 2,1 % v roku 2023. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2020 zostáva výhľad hospodárskeho vývoja celkovo nezmenený.

Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne v strednodobom horizonte sú celkovo viac vyvážené, hoci v krátkodobom horizonte prevažuje riziko pomalšieho vývoja. Lepšie vyhladky svetového dopytu vďaka rozsiahlej rozpočtovej stimulácii a pokrok očkovacích kampaní sú na jednej strane povzbudivé. Na druhej strane však pokračujúca pandémia vrátane šírenia mutácií vírusu a jej následky na hospodársky vývoj a podmienky financovania sú naďalej zdrojom rizika pomalšieho rastu.

Ročná miera inflácie v eurozóne v januári a februári 2021 prudko stúpla z decembrových –0,3 % na 0,9 %. Nárast celkovej inflácie je odrazom viacerých idiosynkratických faktorov, ako je zrušenie dočasného zníženia DPH v Nemecku, oneskorenie výpredajov v niektorých krajinách eurozóny či vplyv nezvyčajne výrazných zmien váh v indexe HICP na rok 2021, ako aj vyššia inflácia cien energií. Na základe súčasných cien ropných futures v najbližších mesiacoch pravdepodobne dôjde k zvýšeniu celkovej inflácie, hoci v priebehu roka sa očakáva určitá volatilita v dôsledku meniacej sa dynamiky faktorov, ktoré v súčasnosti vyvolávajú tlak na rast inflácie. Očakáva sa, že vplyv týchto faktorov na ročné miery inflácie začiatkom budúceho roka pominie. Základné cenové tlaky sa majú tento rok v dôsledku súčasných obmedzení ponuky a oživenia domáceho dopytu o niečo zvýšiť, aj keď celkovo majú zostať obmedzené, a to i vzhľadom na nízke mzdové tlaky a predchádzajúce zhodnocovanie eura. Po odznení následkov pandémie má klesanie vysokej miery nevyužitých kapacít, podporované akomodačnou rozpočtovou a menovou politikou, prispieť k postupnému nárastu inflácie v strednodobom horizonte. Ukazovatele odvodené z výsledkov prieskumov i trhové ukazovatele

dlhodobejších inflačných očakávaní zostávajú na nízkej úrovni, aj keď trhové ukazovatele naďalej postupne rastú.

Toto hodnotenie sa v zásade odráža aj v základnom scenári

makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2021, podľa ktorých má ročná miera inflácie dosiahnuť 1,5 % v roku 2021, 1,2 % v roku 2022 a 1,4 % v roku 2023.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2020 bol inflačný výhľad na roky 2021 a 2022 najmä v dôsledku dočasných faktorov a vyššej inflácie cien energií zvýšený, zatiaľ čo na rok 2023 zostáva nezmenený. Inflácia HICP bez energií a potravín by mala dosiahnuť 1,0 % v roku 2021 a 1,1 % v roku 2022 a v roku 2023 by mala vzrásť na 1,3 %.

Dynamika menového vývoja v eurozóne aj naďalej odrážala vplyv pandémie

koronavírusu. Ročná miera rastu menového agregátu M3 v januári 2021 dosiahla 12,5 %, po 12,4 % v decembri a 11,0 % v novembri 2020. K výraznému rastu peňažnej zásoby naďalej prispievali prebiehajúce nákupy aktív uskutočňované Eurosystemom, ktoré zostávajú najväčším zdrojom tvorby peňazí. V prostredí naďalej zvýšeného záujmu o likviditu a nízkych oportunitných nákladov držby najlikvidnejších foriem peňazí k rastu peňažnej zásoby naďalej najviac prispieva menový agregát M1. Vývoj úverov súkromnému sektoru sa vyznačoval o niečo nižšou dynamikou úverovania nefinančných korporácií a stabilnou dynamikou úverov domácnostiam. Mesačný objem úverov nefinančným korporáciám pokračoval v trende mierneho spomaľovania pozorovanom od konca leta. Ročná miera rastu pritom zostala zhruba nezmenená na úrovni 7,0 % (7,1 % v decembri), čo je stále odrazom veľmi výrazného nárastu úverovania v prvej polovici roka. Ročná miera rastu úverov domácnostiam v januári zostala celkovo stabilná na úrovni 3,0 % (3,1 % v decembri) vďaka stabilnému pozitívnemu mesačnému toku. Menovopolitické opatrenia Rady guvernérov spolu s opatreniami, ktoré prijali vlády jednotlivých krajín a ďalšie európske inštitúcie, tak zostávajú nevyhnutné na podporu podmienok poskytovania bankových úverov a prístupu k financovaniu, predovšetkým pre subjekty najviac postihnuté pandemiou.

V dôsledku veľmi prudkého hospodárskeho poklesu počas pandémie **koronavírusu spojeného s fiškálnou reakciou bezprecedentného rozsahu sa** **odhaduje, že deficit rozpočtu verejnej správy eurozóny sa v roku 2020 zvýšil na** **7,2 % HDP, v porovnaní s 0,6 % v roku 2019.**

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2021 by mal deficit v roku 2021 klesnúť na 6,1 % HDP a na konci horizontu projekcií v roku 2023 by mal predstavovať 2,4 % HDP. Hoci by tento vývoj mal zahŕňať nárast zadlženosti verejnej správy eurozóny na úroveň 95 % HDP v roku 2023, približne 11 percentuálnych bodov viac ako pred krízou, treba poznamenať, že nepriaznivý vplyv na fiškálnu pozíciu bude zrejme o niečo nižší, ako sa pôvodne očakávalo v počiatočnej fáze pandémie. Ambiciózna a koordinovaná rozpočtová politika má naďalej zásadný význam. V tomto smere je vzhľadom na nízky dopyt podnikov a domácností v dôsledku pokračovania pandémie a súvisiacich opatrení proti šíreniu nákazy potrebné pokračovať v rozpočtovej podpore na vnútroštátnej úrovni. Balík obnovy Next Generation EU zohrá kľúčovú úlohu pri zabezpečovaní rýchlejšieho, výraznejšieho a jednotnejšieho oživenia. Pomôže zvýšiť

hospodársku odolnosť a rastový potenciál ekonomík členských štátov EÚ, najmä ak budú prostriedky z programu použité na produktívne verejné výdavky, sprevádzané štrukturálnymi opatreniami zameranými na zvyšovanie produktivity.

Rozhodnutia o menovej politike

Dňa 11. marca 2021 Rada guvernérov prijala nasledujúce rozhodnutia s cieľom zachovať priaznivé podmienky financovania počas trvania pandémie pre všetky sektory ekonomiky v záujme podpory hospodárskej aktivity a ochrany strednodobej cenovej stability.

1. Rada guvernérov rozhodla o pokračovaní čistého nákupu aktív v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP) s celkovým rámcom 1 850 mld. € minimálne do konca marca 2022, v každom prípade však dovtedy, kým podľa nej nepominie fáza krízy spôsobenej koronavírusom. Na základe spoločného posúdenia podmienok financovania a výhľadu vývoja inflácie Rada guvernérov očakáva, že počas nasledujúceho štvrťroka sa budú nákupy v rámci programu PEPP uskutočňovať podstatne rýchlejším tempom než počas prvých mesiacov tohto roka. Rada guvernérov bude nákupy realizovať flexibilne podľa trhových podmienok, s cieľom predísť sprísneniu podmienok financovania, 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. Rovnako môže byť rámec programu znova prekalibrovaný, ak to bude potrebné na zachovanie priaznivých podmienok financovania, ktoré prispievajú k zmierňovaniu negatívneho pandemického šoku ohrozujúceho vývoj inflácie. Rada guvernérov bude pokračovať v reinvestovaní istiny zo splatených 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 nedošlo k ovplyvneniu primeraného nastavenia menovej politiky.
2. Čisté nákupy v rámci programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP) budú 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 APP 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.

3. Rada guvernérov sa rozhodla ponechať kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Na súčasnej alebo nižšej úrovni majú podľa očakávaní zostať dovtedy, kým sa výhľad vývoja inflácie počas horizontu projekcií výrazne nepriblíži k úrovni dostatočnej blízkej, ale nižšej ako 2 %, a kým sa tento vývoj inflácie nebude konzistentne odrážať v dynamike základnej inflácie.
4. A napokon, Rada guvernérov bude naďalej poskytovať dostatok likvidity prostredníctvom svojich refinančných operácií. Predovšetkým tretia séria cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operation – TLTRO III) je pre banky aj naďalej atraktívnym zdrojom financovania, čo prispieva k poskytovaniu bankových úverov podnikom a domácnostiam.

Rada guvernérov bude tiež naďalej sledovať vývoj výmenného kurzu a jeho potenciálne účinky na strednodobý inflačný výhľad. Rada guvernérov je pripravená podľa potreby upraviť všetky svoje nástroje, aby zabezpečila trvalý vývoj inflácie smerom k inflačnému cieľu, v súlade so svojim záväzkom týkajúcim sa jeho symetrie.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2020 sa globálna ekonomika z recesie vyvolanej pandémiou koronavírusu (COVID-19) dostala rýchlejšie, ako sa očakávalo. So zhoršením pandémie na prelome rokov sa však zintenzívnili aj faktory nepriaznivo ovplyvňujúce rast. Opätovný nárast nových prípadov infekcie viedol vlády, najmä vo vyspelých ekonomikách, k zavedeniu ešte prísnejších opatrení na obmedzenie pohybu. Negatívny vplyv týchto opatrení na globálny rast sa už prejavuje v prichádzajúcich údajoch. Pandémia zostáva hlavným faktorom, ktorý formuje budúci ekonomický vývoj. Miera zaočkovania sa postupne zväčšuje, no tempo jej rastu je v jednotlivých krajinách rozdielne. Úroveň imunizácie obyvateľstva je stále príliš nízka, aby bolo možné zrušiť opatrenia proti šíreniu nákazy. Výhľad vývoja externého prostredia eurozóny v tomto roku priaznivo ovplyvňuje balík fiškálnych stimulov prijatý v decembri v Spojených štátoch, ako aj dosiahnutie obchodnej dohody medzi Spojeným kráľovstvom a Európskou úniou. Globálny HDP (bez eurozóny) by mal v roku 2021 narásť na 6,5 %, následne sa v roku 2022 spomali na 3,9 % a v roku 2023 na 3,7 %. Tento predpoklad vychádza z odhadovanej kontrakcie globálneho HDP v roku 2020 na úrovni 2,4 %. V dôsledku obchodnej dohody medzi Spojeným kráľovstvom a EÚ a predpokladaného výraznejšieho oživenia vo vyspelých ekonomikách došlo k úprave zahraničného dopytu eurozóny smerom nahor. Tento rok by mal vzrásť o 8,3 %, v roku 2022 o 4,4 % a v roku 2023 o 3,2 %, čo znamená úpravu nahor o 1,7 percentuálneho bodu v roku 2021 a 0,3 percentuálneho bodu v roku 2022. Rizikové faktory základných projekcií poukazujú na možné zrýchľovanie globálneho rastu, keďže ďalšie fiškálne stimuly plánované prezidentom Bidenom budú pôsobiť prorastovo. Modelové simulácie naznačujú, že tieto stimuly povedú k zvýšeniu úrovne reálneho HDP v Spojených štátoch o 2 % až 3 % a ekonomiku pozdvihnú nad potenciál, kým vplyv na infláciu bude pravdepodobne malý.

Globálna hospodárska aktivita a obchod

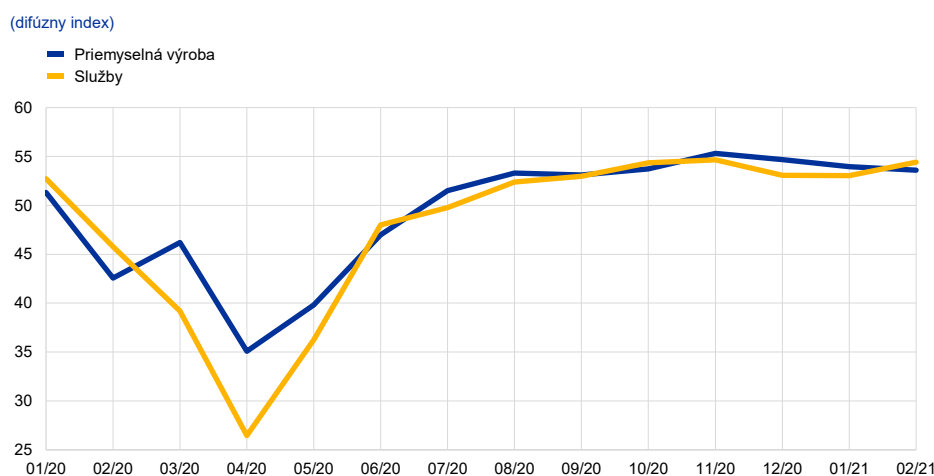
Globálna ekonomika sa z recesie vyvolanej pandémiou koronavírusu dostala rýchlejšie, ako sa očakávalo. Globálne investície, ktoré profitujú z priaznivých podmienok financovania zabezpečených silnou menovopolitickou podporou, sa približujú predpandemickým úrovniam. Oživenie globálnej spotreby, ktorú podopierajú fiškálne opatrenia na podporu príjmov a zachovanie pracovných miest, však zaostáva, pretože zavedené opatrenia proti šíreniu nákazy nepriaznivo pôsobia na služby s intenzívnymi osobnými kontaktmi. Rast globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) sa výrazne obnovil a v treťom štvrtroku 2020 dosiahol 7,4 %, teda o 0,7 percentuálneho bodu viac, ako sa očakávalo v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému z decembra 2020. Dynamickejšie tempo oživenia sa zaznamenalo vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. Po tomto oživení v tvare V sa aj v poslednom štvrtroku 2020 očakáva pokračujúci výrazný ale o čosi pomalší rast globálnej hospodárskej aktivity na úrovni 2,1 %. Stále je však rýchlejší, ako sa predpokladalo v posledných projekciách.

So zhoršením pandémie na prelome rokov sa zintenzívnili aj faktory nepriaznivo ovplyvňujúce oživenie. Nárast nových prípadov infekcie viedol vlády, najmä vo vyspelých ekonomikách, k zavedeniu ešte prísnejších opatrení na obmedzenie pohybu. V rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách boli tieto opatrenia menej prísne. Celkovo však obnovené opatrenia znamenajú brzdu pre globálny rast v prvom štvrtroku 2021, čo potvrdzujú vysokofrekvenčné údaje sledujúce hospodársku aktivitu v popredných vyspelých ekonomikách.

Údaje z prieskumov naznačujú rýchle tempo rastu, no odhaľujú tiež heterogénny vývoj v jednotlivých sektoroch a krajinách. Globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre produkciu (bez eurozóny) signalizuje pokračujúce oživovanie svetového hospodárstva na začiatku roka 2021. Po menej výraznom zvýšení na prelome rokov sa index vo februári približoval svojmu dlhodobému priemeru, a to najmä v dôsledku rýchlejšieho rastu v sektore služieb. Naopak tempo zvyšovania globálneho PMI pre priemyselnú výrobu (bez eurozóny) sa naďalej spomaľuje, zostáva však bezpečne v pásme expanzie (graf 1). Údaje z kompozitného PMI pre produkciu naznačujú posilňovanie hospodárskej aktivity v Spojených štátoch, Číne, Indii a Rusku a naopak jej pokles v Spojenom kráľovstve, Japonsku a Brazílii.

Graf 1

Globálny PMI pre produkciu (bez eurozóny)



Zdroj: Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2021.

Globálne podmienky financovania zostávajú priaznivé napriek ich aktuálnemu zhoršeniu vyvolanému hromadným predajom štátnych dlhopisov na trhoch. Od vydania decembrových makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému došlo k zvýšeniu dôvery investorov, ktoré súviselo so schválením viacerých očkovacích látok, ich distribúciou a začiatkom vakcinačných kampaní. Tento vývoj v kombinácii s pobrexítovou obchodnou dohodou uzatvorenou na poslednú chvíľu a podpornými hospodárskymi politikami priaznivo ovplyvnil cyklické a rizikové aktíva. Globálne podmienky financovania zostávajú vo všeobecnosti výrazne dobré vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. Zlepšený výhľad globálnej ekonomiky podporený priaznivým vývojom pandémie a správami o ďalšom fiškálnom stimule

v Spojených štátoch aktuálne viedol k výraznejšiemu predaju štátnych dlhopisov na globálnych trhoch. Globálne akciové trhy spočiatku profitovali z optimizmu spojeného s výhľadom. Tento priaznivý trend sa však na konci februára zastavil, keď obavy z prudkého rastu výnosov dlhopisov vyvolali rozsiahly nárast predaja na akciových trhoch. Ukazovateľ inflačných očakávaní založený na trhoch v Spojených štátoch odvodený z cien dlhopisov chránených proti inflácii medzitým stúpol na najvyššiu úroveň od roku 2014.

Výhľad globálnej ekonomiky je naďalej formovaný vývojom pandémie a súvisiacimi opatreniami proti šíreniu nákazy.

Nedávne vlny nových infekcií pomohli stabilizovať prísnejšie opatrenia proti šíreniu nákazy, ktoré spolu s rastúcim nábehom očkovania predstavujú príslub, že pandémiu možno účinnejšie obmedziť, a tak postupne zrušiť opatrenia na obmedzenie pohybu. Vplyv sociálnych dištančných opatrení na sektor služieb (v ktorom je intenzita osobných kontaktov väčšia) však zároveň zostáva značný, hoci celkové ekonomické dôsledky týchto opatrení sú pravdepodobne menšie ako počas lockdownov v marci a apríli 2020. Odráža to skutočnosť, že opatrenia sú cielenejšie a hospodárske subjekty upravili svoje správanie tak, aby obmedzili ich negatívny vplyv na aktivitu. Na základe uvedeného sa predpokladá, že tempo globálneho oživenia sa v prvom štvrtroku 2021 značne spomalí a následne bude opäť stúpať.

Priaznivé je, že balík fiškálnych stimulov prijatý v Spojených štátoch v decembri 2020 a obchodná dohoda medzi Spojeným kráľovstvom a EÚ naznačujú lepší výhľad na rok 2021.

Tieto politické správy, ktoré sa v decembrových makroekonomických projekciách odborníkov Euro systému považovali za signál predpokladaného zlepšenia globálneho výhľadu a v súčasnosti sa zahrnuli do základného scenára, by mali ďalej podporovať rast. Fiškálny stimul schválený v Spojených štátoch v decembri 2020 dosahuje 900 mld. USD (4,4 % HDP). Je určený na priamu pomoc v oblasti príjmov domácností a firiem a mal by podporiť rast aktivity v krajine v tomto roku. Okrem toho, obchodná dohoda medzi Spojeným kráľovstvom a EÚ nahradila predpoklady nedosiahnutia dohody, z ktorých vychádzali predchádzajúce projekcie. Zabezpečila bezcolný obchod s tovarom a nulové kvóty medzi EÚ a Spojeným kráľovstvom (podobne ako Komplexná hospodárska a obchodná dohoda medzi Kanadou a EÚ), čo v horizonte prognózy podporuje rast obchodu a ekonomickej aktivity v Spojenom kráľovstve.

Globálny HDP (bez eurozóny) by mal v roku 2021 stúpnuť na 6,5 %, následne sa v roku 2022 spomalí na 3,9 % a v roku 2023 na 3,7 %. Tento predpoklad vychádza z odhadovanej kontrakcie rastu globálneho reálneho HDP v roku 2020 na úrovni 2,4 %. Rast v roku 2021 bol upravený o 0,7 percentuálneho bodu nahor, keďže pozitívny vplyv prekvapujúceho vývoja rastu na konci minulého roka a podporných hospodárskych politík bol len čiastočne oslabený negatívnym vplyvom prísnejších opatrení proti šíreniu nákazy na rast v krátkodobom horizonte. Rast globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) na roky 2022 až 2023 sa oproti predchádzajúcim projekciám nezmenil.

Výhľad aktivity v Spojených štátoch priaznivo ovplyvňujú fiškálne stimuly z konca decembra. Hospodárska aktivita sa po oživení v druhom polroku 2020, ktoré prekonal očakávaná, na prelome rokov spomalila v dôsledku prísnejších opatrení

proti šíreniu nákazy zohľadňujúcich horšiu pandemickú situáciu.¹ Vzhľadom na očakávané zlepšenie pandemickej situácie v priebehu tohto roka sa predpokladá, že ekonomika uvedené straty vykompenzuje. V reakcii na spomalenie boli na konci decembra schválené dodatočné fiškálne stimuly v hodnote 4,4 % HDP, čo by malo v tomto roku výrazne podporiť rast. Po znížení spotrebiteľských výdavkov ku koncu minulého roka tak tento vládny stimul zabezpečil zvýšenie príjmov domácností a nárast miery úspor. Vysokofrekvenčné údaje o využívaní kreditných kariet a maloobchodné tržby potvrdili v januári značné oživenie. Hoci januárová inflácia zostala stabilná, očakáva sa jej rast. Celková inflácia spotrebiteľských cien zostala v januári nezmenená na úrovni 1,4 % a jadrová inflácia klesla na rovnakú úroveň. Krátkodobý výhľad inflácie však naznačuje silné bazické efekty súvisiace hlavne s cenami ropy, ktoré môžu zdvihnúť infláciu nad 2 %. Okrem toho, výhľad silnejšieho rastu zvýšil trhové inflačné očakávania na úroveň 2,2 %.

Veľký dodatočný fiškálny stimul plánovaný novou administratívou predstavuje kľúčový faktor možného rastu pre aktuálne projekcie. Dodatočný fiškálny balík v hodnote 1,9 bil. USD (8,9 % HDP) zahŕňa obnovenie dávok v nezamestnanosti, ďalšie jednorazové platby pre domácnosti a zvýšenie lokálnych aj štátnych výdavkov v oblasti verejného zdravotníctva a vzdelávania. Predstavuje výrazný prorastový faktor základného scenára aktuálnych projekcií. Modelové simulácie naznačujú, že tento stimul by zvýšil úroveň reálneho HDP v Spojených štátoch o 2 % až 3 % a pozdvihol ekonomiku nad potenciál, kým vplyv na infláciu by bol zrejme malý. Mal by tiež pozitívny vplyv na rast iných ekonomík vrátane eurozóny.²

V Spojenom kráľovstve prísne opatrenia na obmedzenie pohybu a znižovanie stavu zásob pravdepodobne povedú v prvom štvrtroku 2021 k poklesu rastu opäť do negatívneho pásma. Oproti očakávaniam lepší vývoj HDP v poslednom štvrtroku 2020 odrážal zväčša osobitné faktory, ako sú vyššie štátne výdavky a hromadenie zásob súvisiace s brexitom. Zdá sa tiež, že obmedzenie mobility v súvislosti s ochorením COVID-19 koncom roka brzdilo aktivitu oveľa menej ako prísny lockdown na jar 2020. Pokiaľ ide o tento rok, údaje z prieskumov a vysokofrekvenčné údaje o aktivite naznačujú prudký hospodársky pokles v dôsledku obnovenia prísnych opatrení na obmedzenie pohybu na začiatku roka, čo predznamenáva výrazný pokles rastu reálneho HDP v prvom štvrtroku 2021. Negatívny príspevok zásob môže tento pokles ešte zhoršiť, keďže pôvodné problémy na hranici medzi Spojeným kráľovstvom a EÚ, ako aj nižšia úroveň neistoty v súvislosti s dosiahnutím obchodnej dohody prispeli k určitému zníženiu stavu zásob. Na základe prieskumov v priemysle sa odhaduje, že vývoz do EÚ v januári 2021 medziročne klesol o 68 %. Ak rýchlejšie napredovanie očkovania zmierni situáciu v oblasti zdravia, v druhom štvrtroku by mohlo dôjsť k ďalšiemu postupnému uvoľňovaniu obmedzení proti šíreniu nákazy. To by mohlo vyvolať opätovný rast sprevádzaný zvyšujúcou sa spotrebou a súkromnými investíciami. Obchodná dohoda medzi Spojeným kráľovstvom a Úniou, ktorá zabezpečuje obchod s tovarom bez cieľ

¹ Porovnanie hospodárskeho vývoja v Spojených štátoch a eurozóne počas pandémie je v boxe 1 s názvom Hospodársky vývoj v eurozóne a Spojených štátoch v roku 2020 v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

² Ďalšie podrobnosti sú v boxe [Riziká ohrozujúce výhľad vývoja v Spojených štátoch a v eurozóne súvisiace s americkým plánom záchrany](#) v Makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2021.

a kvót, na prelome rokov pomohla eliminovať obchodné výpadky. V porovnaní so základným scenárom decembrových makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu, ktorý vychádzal z predpokladu brexitu bez dohody, by sa ekonomika počas horizontu projekcie mala vyvíjať priaznivejšie, s lepšími výsledkami v oblasti produkcie a obchodu. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien sa v januári mierne zvýšila na 0,7 % z decembrových 0,6 %, pričom v krátkodobom horizonte sa očakáva jej prudký nárast. Opätovný rast cien energií a plynu po ich minuloročnom poklese a zrušenie krátkodobého zníženia DPH v sektore ubytovacích a stravovacích služieb v apríli povedie k zvýšeniu spotrebiteľských cien.

Hospodárska aktivita v Číne v poslednom štvrtroku pozitívne prekvapila, čo naznačuje, že oživenie z pandémie nepretržite pokračuje. Jej rýchle oživovanie súviselo s narastajúcou produkciou, ktorú podporovali vládne investície a silný zahraničný dopyt. Rast čínskej ekonomiky sa celkovo vrátil na predpandemickú úroveň. Rast HDP v roku 2020 dosiahol 2,3 %, pričom najnovšie vysokofrekvenčné údaje poukazujú na jeho pokračovanie, hoci pomalším tempom. S politickou podporou zameranou na investície a úverovanie by sa však mohli viac zvyšovať riziká súvisiace s finančnou stabilitou. Spotreba sa oživovala pomalšie, no v priebehu minulého roka významne stúpila spotrebiteľská dôvera, pričom so znižovaním obáv z opätovného šírenia vírusu rástli aj spotrebiteľské výdavky, ktoré dosiahli takmer úrovne roka 2019. Rýchle oživenie z pandemického šoku v Číne naznačuje, že jeho dlhodobé nepriaznivé účinky budú pravdepodobne obmedzené.

Hospodárska aktivita v Japonsku sa ukázala byť odolnejšia, ako sa pôvodne predpokladalo v poslednom štvrtroku 2020. Po výraznom obnovení v treťom štvrtroku reálny HDP medzištvrtročne narástol o 3 %, čo bolo viac, ako sa očakávalo. K tomuto vývoju prispelo významné oživenie súkromných podnikových investícií, ako aj veľká súkromná spotreba a rast vývozu. Opätovný nárast nových prípadov nákazy COVID-19 však na začiatku januára viedol k sprísneniu opatrení proti jej šíreniu. V dôsledku toho sa v prvom štvrtroku očakáva pokles aktivity, mal by však byť miernejší v porovnaní s vývojom na jar 2020. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien v januári výrazne stúpila na -0,6 % z decembrových -1,2 %, pretože nepriaznivé účinky poklesu cien energií vykompenzoval veľký nárast jadrovej inflácie (bez potravín a energií).

V členských štátoch EÚ strednej a východnej Európy sa hospodársky rast v poslednom štvrtroku 2020 naďalej zlepšoval. Na začiatku roku 2021 bude oživenie pravdepodobne prechodne spomaľované zhoršujúcou sa pandemickou situáciou a prísnymi opatreniami proti šíreniu nákazy. Za predpokladu uvoľňovania obmedzení súvisiacich s nákazou v ďalších mesiacoch sa predpokladá aj postupné oživenie tempa rastu aktivity, ku ktorému prispeje akomodačná fiškálna a menová politika.

Tempo oživenia veľkých vývozcov komodít je tlmené a priestor pre ďalšiu podporu politik je obmedzený. V Rusku došlo v treťom štvrtroku k hospodárskemu oživeniu, ktoré bolo založené na širokej politickej podpore a lepšej kontrole šírenia infekcie. V dôsledku prísnejšieho lockdownu prijatého na obmedzenie rastu nových prípadov nákazy sa v krátkodobom horizonte predpokladá spomalenie aktivity. V priebehu roka 2021 by však so zlepšovaním pandemickej situácie malo dôjsť aj

k zlepšeniu rastu. Ekonomika by tiež mala profitovať z rastúcich cien ropy zaznamenaných v posledných mesiacoch. V Brazílii orgány prijali balík rozsiahlych fiškálnych stimulov zahŕňajúci priame hotovostné platby nízkopríjmovým domácnostiam, ktorý minulý rok prispel k ekonomickému oživeniu. Keďže vplyv fiškálnej podpory slabol a pandemická situácia sa následne zhoršila, v krátkodobom horizonte sa predpokladá spomaľovanie rastu.

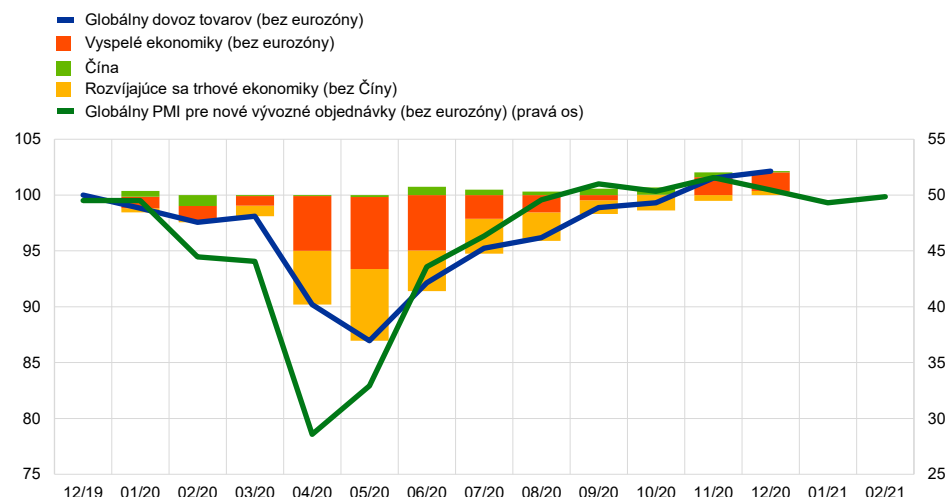
V Turecku došlo v treťom štvrtroku k prudkému obnoveniu rastu a oživovanie pokračovalo aj v poslednom štvrtroku. Toto rýchle oživenie podporoval najmä značný nárast úverov, pričom negatívny dosah opatrení proti šíreniu nákazy sa obmedzil hlavne na sektor ubytovacích a stravovacích služieb a na cestovný ruch. S postupným znižovaním politických stimulov sa však neskôr očakáva aj spomaľovanie rastu, a to najmä osobnej spotreby závislej od úverov. V strednodobom horizonte sa predpokladá, že aktuálna zmena v smerovaní politík, najmä v politike centrálnej banky, povedie k zníženiu rastu pod historický priemer.

Oživenie globálneho obchodu bolo dynamické a spájalo sa s rýchlym rastom obchodu s tovarom sprevádzaným obnovením globálnej priemyselnej produkcie. Globálny dovoz tovarov (bez eurozóny) sa už na konci roka 2020 vrátil na predpandemické úrovne, kým medzinárodný obchod so službami zostal v depresii. Nominálne údaje o obchode naznačujú, že globálny obchod so službami bol v novembri približne 27 % pod úrovňou z konca roka 2019, pričom na tejto strate sa podieľali najmä služby v cestovnom ruchu a turizme. Vznikajúce tlaky na globálne ponukové reťazce sťažujú oživenie globálneho obchodu v krátkodobom horizonte. Prudké oživenie výrobnej aktivity v druhom polroku 2020 a súvisiaci značný nárast nových vývozných objednávok vyvolali tlak na ponuku na niektorých trhoch a na globálne dopravné kapacity. To predlžovalo dodací čas, čo potvrdzujú historicky vysoké ukazovatele globálneho PMI týkajúce sa času doručenia objednávok. Prudko stúpili aj prepravné náklady, čo čiastočne súviselo s nerovnomerným oživovaním obchodu. Výrazné oživenie obchodu v Číne a východnej Ázii viedlo k nedostatku prepravných kontajnerov, ktoré zostali nevyužívané v prístavoch v Európe a Severnej Amerike. Nové vývozné objednávky sú ďalším signálom spomaľovania rastu v globálnom výrobnom sektore, ktorý v januári prvý raz od septembra 2020 klesol pod hranicu expanzie a na tejto úrovni zotrval aj vo februári 2021 (graf 2).

Graf 2

Globálny dovoz tovarov (bez eurozóny) a nové vývozné objednávky

(ľavá os: index, december 2019 = 100; pravá os: difúzný index)



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

Poznámka: Posledné údaje o indexoch PMI sú z februára 2021 a o globálnom dovoze tovarov z decembra 2020.

Globálny dovoz (bez eurozóny) bol upravený výrazne nahor, pričom v roku 2021 by mal stúpnuť o 9,0 % a následne sa v roku 2022 spomaliť na 4,1 % a v roku 2023 na 3,4 %. Tento predpoklad vychádza z odhadovanej kontrakcie globálneho obchodu v roku 2020 na úrovni 9,1 %. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2020 bol globálny dovoz a najmä zahraničný dopyt eurozóny upravený výrazne nahor. Súviselo to s obchodnou dohodou medzi Spojeným kráľovstvom a EÚ a v menšej miere aj s predpokladaným väčším oživením vo vyspelých ekonomikách. To naznačuje, že zahraničný dopyt eurozóny by mal tento rok vzrásť o 8,3 %, v roku 2022 o 4,4 % a v roku 2023 o 3,2 %, čo znamená úpravu nahor o 1,7 percentuálneho bodu v roku 2021 a 0,3 percentuálneho bodu v roku 2022. Predpoklad zahraničného dopytu eurozóny na rok 2023 zostáva rovnaký ako v decembrových projekciách. Priaznivejšie údaje ku koncu minulého roka a predpokladaný silnejší dovoz hlavných obchodných partnerov eurozóny naznačujú výrazné zmenšovanie rozdielov oproti predpandemickým úrovňam, rovnako ako v prípade rastu globálneho reálneho HDP.

Základný scenár projekcií globálneho rastu sa spája s jeho možným zvýšením.

V súvislosti so spomínanými dodatočnými fiškálnymi stimulmi plánovanými administratívou prezidenta Bidena a v súlade s predchádzajúcimi projekciami sa na ilustrovanie neistoty súvisiacej s budúcim vývojom pandémie použili dva alternatívne scenáre vývoja globálneho výhľadu. Tieto scenáre odrážajú vzájomný vzťah medzi vývojom pandémie a súvisiacimi opatreniami proti šíreniu nákazy.³ Ostatné rizikové faktory spojené s globálnym výhľadom súvisia s oproti očakávaniam rýchlejšim poklesom úspor nahromadených počas pandémie vo vyspelých ekonomikách, čo by na druhej strane mohlo viesť k rastu súkromnej spotreby a dovozu. Naopak náhle prehodnotenie rizík na finančných trhoch by mohlo viesť k odlevu kapitálu

³ Ďalšie podrobnosti sú v boxe s názvom **Alternatívne scenáre výhľadu hospodárskeho vývoja eurozóny** v Makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2021.

a znehodnoteniu mien zraniteľných rozvíjajúcich sa trhových ekonomík, čo by spomalilo ich oživenie. Navyše, obmedzené výrobné kapacity v sektoroch týkajúcich sa výpočtovej techniky a nedostatok prepravných kontajnerov v dopravnom sektore by mohli zvýšiť riziko zhoršenia globálnych hodnotových reťazcov a globálneho obchodu. Vysoká a ďalej sa zvyšujúca zadlženosť vyspelých a rozvíjajúcich sa trhových ekonomík okrem toho predstavuje ďalšie riziko spomalenia rastu v strednodobom horizonte.

Vývoj globálnych cien

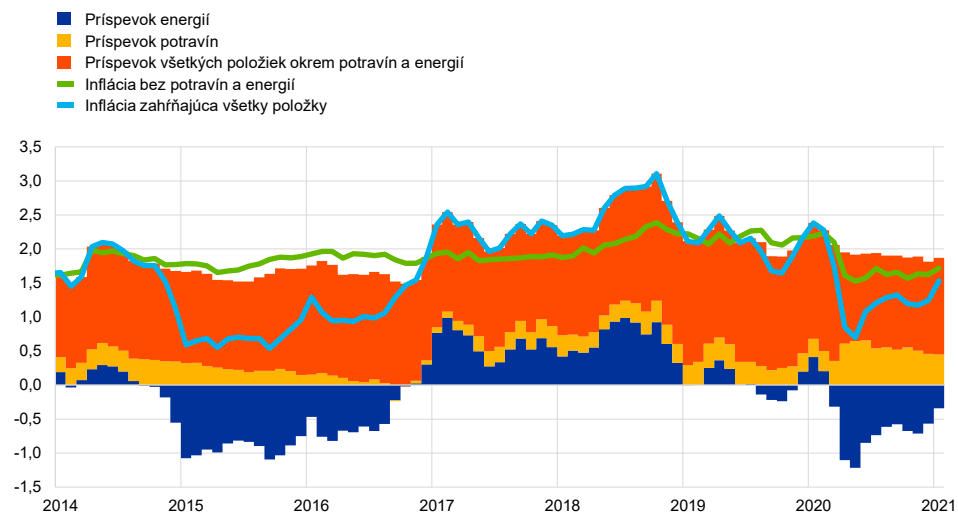
Ceny komodít výrazne stúpili a ceny ropy sa približujú predpandemickým úrovniam. Ceny ropy Brent vzrástli takmer o 35 % v porovnaní s decembrovými makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu. Tento nárast súvisel s jednostranným obmedzením dodávok zo Saudskej Arábie, so zlepšovaním výhľadu globálneho dopytu v dôsledku oživenia globálnej výroby a s rastom očakávaní v Spojených štátoch. Ceny ropy okrem toho ťažili z globálneho nárastu rizikových aktív. Rast cien ropy posunul krivku ropných futures do backwardácie, čo znamená, že aktuálne ceny sú vyššie ako ceny predpokladané na konci horizontu projekcie. Ceny kovov taktiež profitovali z rastúceho globálneho dopytu v prostredí nedostatočnej ponuky v niektorých kľúčových exportných krajinách, čo viedlo k ich rastu o 10 % od decembrových projekcií. Ceny kovov a potravín sa oproti svojim predpandemickým úrovniam značne zvýšili.

Globálna celková inflácia v januári stúpila z dôvodu menšieho negatívneho príspevku cien energií. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien v členských štátoch Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) sa v januári zvýšila na 1,5 % z decembrových 1,2 % (graf 3). Inflácia cien potravín bola celkovo stabilná, pričom spomalenie spôsobené infláciou cien energií sa zmiernilo. Jadrová inflácia indexu spotrebiteľských cien bez potravín a energií v január mierne stúpila na 1,7 % oproti 1,6 % zaznamenaným v predchádzajúcom mesiaci. Ročná miera celkovej inflácie spotrebiteľských cien sa zvýšila vo všetkých vyspelých ekonomikách, no v Japonsku zostala záporná. Spomedzi významných rozvíjajúcich sa trhových ekonomík nepatriacich do OECD sa ročná miera celkovej inflácie v Číne po prechodnom decembrovom zvýšení opäť prepadla do záporného pásma.

Graf 3

Inflácia spotrebiteľských cien v OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z januára 2021.

Prudko rastúce ceny komodít by mali viesť k zvýšeniu globálnych spotrebiteľských cien.

V krátkodobom horizonte dôjde k ďalšiemu zrýchľovaniu rastu celkovej inflácie v dôsledku kladných bazických efektov vyvolaných prvotnou reakciou globálnych komoditných cien na pandemický šok na jar 2020. Tento scenár je zrejmý aj z vývoja vývozných cien konkurentov eurozóny v národných menách, ktoré by mali počas roka 2021 dynamicky rásť. Toto zvýšenie inflácie však pravdepodobne bude prechodné vzhľadom na značnú mieru nevyužitých kapacít v globálnej ekonomike, a najmä na trhu práce.

Počas sledovaného obdobia (od 10. decembra 2020 do 10. marca 2021) sa krivka sadzby EONIA posunula smerom nahor a stala sa strmšou. Krivka forwardových sadzieb v súčasnosti nesignalizuje očakávania zníženia sadzieb vo veľmi blízkej budúcnosti. Dlhodobé bezrizikové sadzby v eurozóne sa zvýšili, čo bolo čiastočne spôsobené šírením negatívneho vplyvu z USA, zatiaľ čo spready štátnych dlhopisov zostali zhruba stabilné. Ceny akcií sa zvýšili. Na devízových trhoch sa nominálny efektívny výmenný kurz eura mierne oslabil.

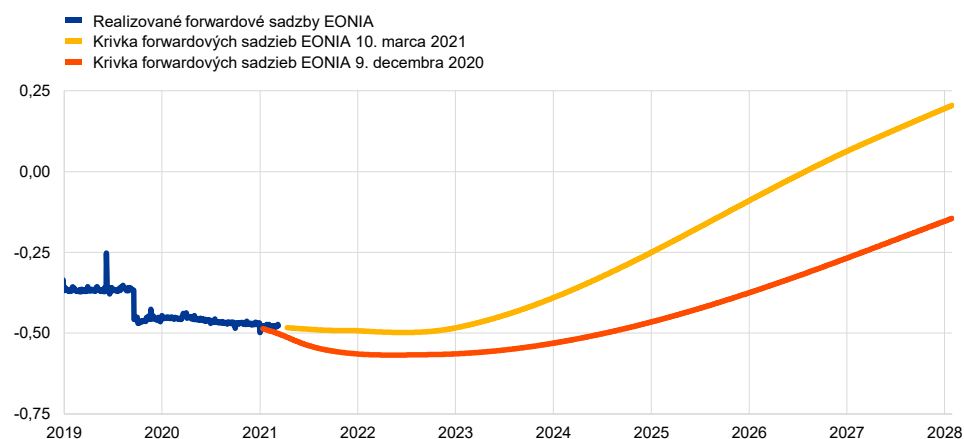
Sadzba EONIA dosahovala počas sledovaného obdobia v priemere –48 bázičských bodov a nová referenčná krátkodobá úroková sadzba v eurách (€STR) –56 bázičských bodov.⁴ Nadbytočná likvidita sa zvýšila o 241 mld. € na približne 3 692 mld. €. Táto zmena odráža najmä nákupy aktív v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív a programu nákupu aktív, čo bolo čiastočne kompenzované dobrovoľným splácaním cielených dlhodobějších refinančných operácií a autonómnymi faktormi absorbujúcimi likviditu.

Krivka forwardových sadzieb EONIA sa počas sledovaného obdobia posunula smerom nahor, najmä pri dlhodobějších horizontoch, a tiež sa stala strmšou (graf 4). Mierna inverzia krivky pri krátkodobých splatnostiach, viditeľná na decembrovom vývoji, úplne zmizla v prostredí priaznivejšej nálady na trhu, ktorá bola viac naklonená oživeniu. Najnižší bod krivky, ktorý je 2 bázičské body pod súčasnou úrovňou sadzby EONIA –50 bázičských bodov, zodpovedá stavu z apríla 2022. Krivka tak naznačuje, že finančné trhy neočakávajú bezprostredné zníženie sadzieb. Krivka forwardových sadzieb EONIA zostáva pod nulou pre horizonty do polovice roku 2026, čo je odrazom pokračujúcich očakávaní dlhšieho obdobia záporných úrokových sadzieb účastníkmi trhu.

Graf 4

Forwardové sadzby EONIA

(v % za rok)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

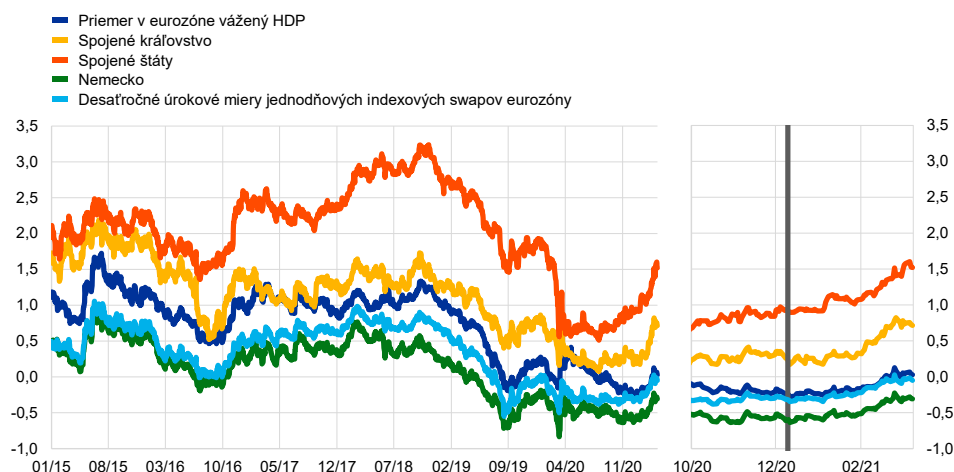
⁴ Metodika výpočtu sadzby EONIA sa zmenila 2. októbra 2019. Teraz sa počíta ako €STR plus fixné rozpätie 8,5 bázičského bodu. Viac v boxe [Goodbye EONIA, welcome €STR!](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2019.

Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov eurozóny sa zvýšili spolu s globálnymi výnosmi štátnych dlhopisov, aj keď podstatne menej, a zostali výrazne vyššie, ako boli v čase decembrového zasadnutia Rady guvernérov (graf 5). Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov, podporované čoraz pozitívnejšími vyhlídkami hospodárstva Spojených štátov, ktoré živili očakávania rozsiahlych fiškálnych stimulov novej americkej administratívy pod vedením prezidenta Joea Bidena, v globálnom meradle prudko poklesli. Napríklad výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP sa zvýšili o 28 bázických bodov a dosiahli 0,03 %. Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov Spojených štátov a Spojeného kráľovstva sa zvýšili ešte viac, a to o 62, resp. 51 bázických bodov na 1,52 %, resp. 0,72 %.

Graf 5

Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov

(v % za rok)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

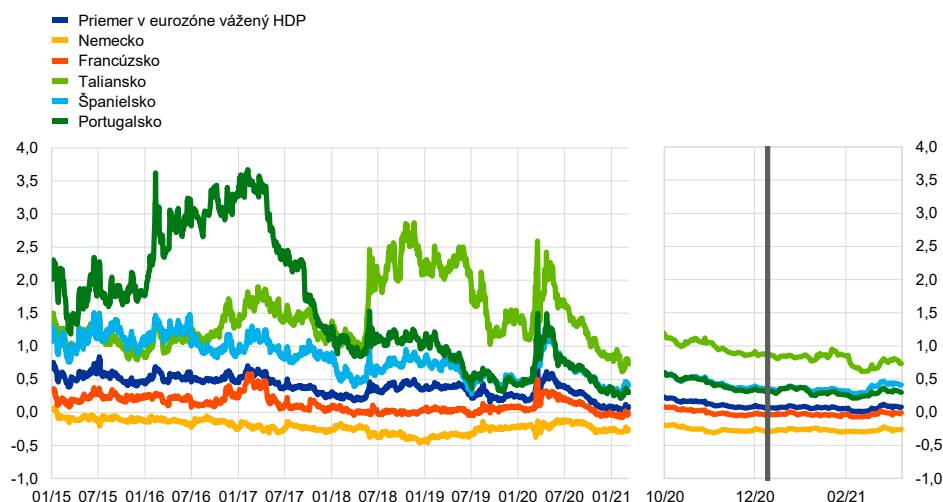
Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 10. decembra 2020. Posledné údaje sú z 10. marca 2021.

Dlhodobé spready štátnych dlhopisov eurozóny a úrokových mier jednodňových indexových swapov zostali vo všeobecnosti stabilné, keďže výnosy sa súbežne s bezrizikovými sadzbami vo väčšine jurisdikcií do značnej miery zvýšili (graf 6). Spready talianskych štátnych dlhopisov v období pred zostavením novej vlády bývalým prezidentom ECB Mariom Draghim zreteľne poklesli, pričom nakrátko dosiahli nové viacročné minimum, no potom sa opäť zvýšili. Počas sledovaného obdobia sa spready desaťročných talianskych a portugalských dlhopisov zúžili o 12 bázických bodov, resp. 1 bázický bod a dosiahli 0,73 %, resp. 0,30 %. Počas rovnakého obdobia sa spready desaťročných nemeckých, francúzskych a španielskych dlhopisov mierne znížili o 1 bázický bod, 1 bázický bod a 6 bázických bodov a dosiahli -0,26 %, -0,01 % a 0,41 %.

Graf 6

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

(percentuálne body)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

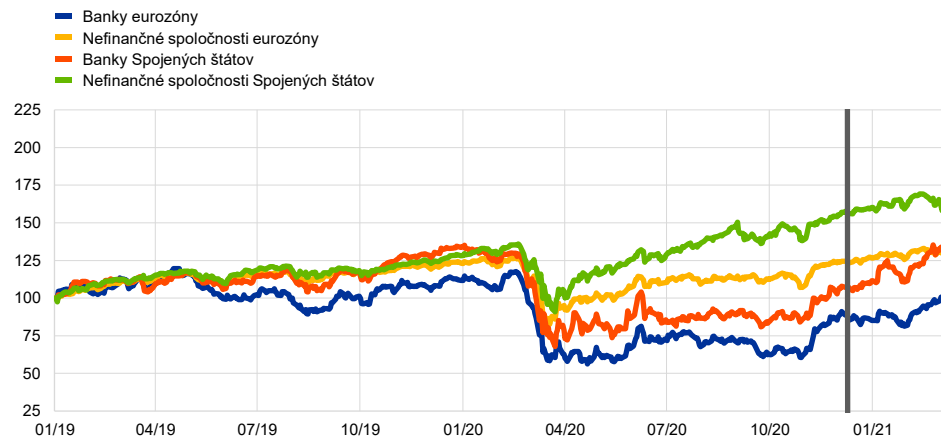
Poznámka: Tento spread sa počíta odrátaním desaťročných úrokových mier jednoduchých indexových swapov z výnosov desaťročných štátnych dlhopisov. Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 10. decembra 2020. Posledné údaje sú z 10. marca 2021.

Ceny akcií sa zvýšili na oboch stranách Atlantického oceánu a v sledovanom období dosiahli v Spojených štátoch rekordné maximá, pretože ich rast naďalej podporovala dobrá nálada na trhoch (graf 7). Odhliadnuc od určitej volatility, ceny akcií v eurozóne a v Spojených štátoch vo všeobecnosti rástli a čiastočne klesli len koncom januára v Spojených štátoch. Finančné akcie zaznamenali zvlášť výrazné zisky tak v Spojených štátoch, ako aj v eurozóne. Ceny akcií nefinančných spoločností sa v eurozóne zvýšili celkovo o 7,4 % a v Spojených štátoch o 4,4 %. Ceny akcií bánk eurozóny a amerických bánk sa zvýšili celkovo o 16,5 %, resp. 26,9 %, pričom americký index úplne vyrovnal straty zaznamenané od začiatku pandémie.

Graf 7

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2019 = 100)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 10. decembra 2020. Posledné údaje sú z 10. marca 2021.

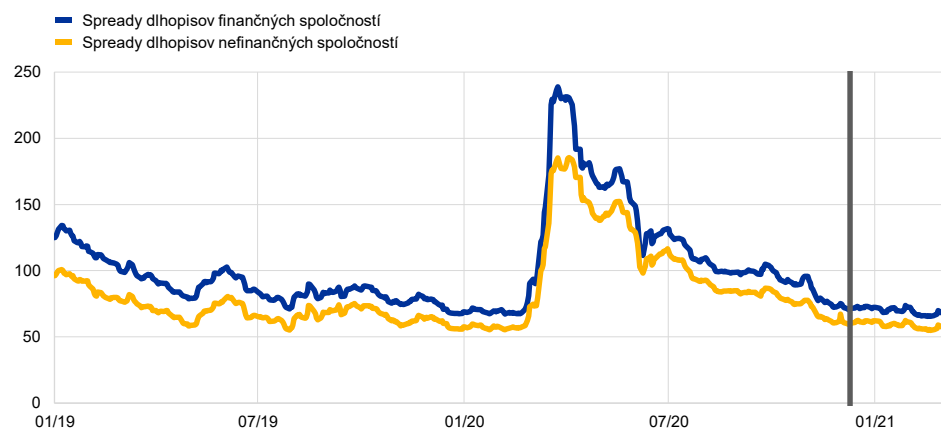
Spready medzi podnikovými dlhopismi eurozóny zostali takmer nezmenené (graf 8). Počas sledovaného obdobia sa spready medzi dlhopismi nefinančných spoločností s ratingom investičného stupňa a dlhopismi finančného sektora

(s bezrizikovými mierami) zúžili o 2, resp. 4 bázičné body, teda na úroveň pred pandémie. Od decembrového zasadania Rady guvernérov došlo celkovo iba k malým pohybom spreadov podnikových dlhopisov.

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. decembra 2020. Posledné údaje sú z 10. marca 2021.

Na devízových trhoch sa euro vážené zahraničným obchodom mierne oslabilo (graf 9). Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám

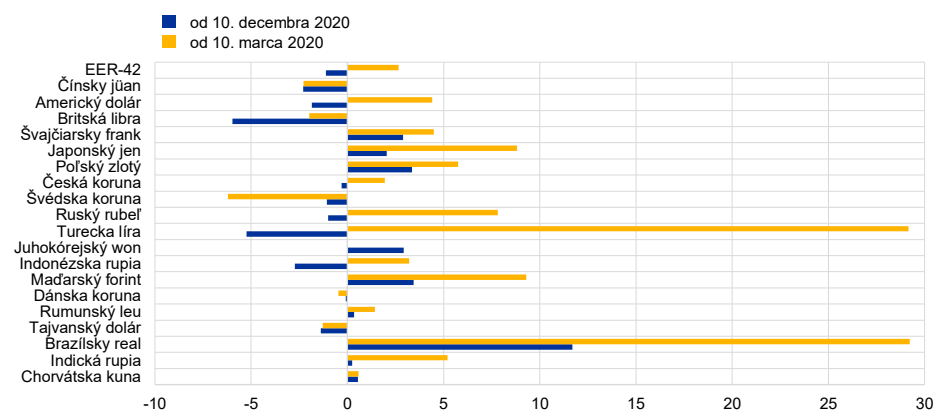
42 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa v sledovanom období oslabil o 1,1 %, zostal však iba o 2,7 % pod svojím historickým maximom dosiahnutým

v decembri 2008. Odrážalo to rozdielny vývoj dvojstranných výmenných kurzov v trhovom prostredí, ktoré sa vyznačovalo rastúcou ochotou vstupovať do rizika. Euro sa oslabilo voči americkému doláru (o 1,8 %), čínskemu juanu (o 2,3 %) a britskej libe (o 6,0 %), zatiaľ čo voči švajčiarskemu franku a japonskému jenu sa posilnilo (o 2,9 %, resp. 2,0 %). Euro sa väčšinou posilnilo aj voči menám členských štátov EÚ v strednej a vo východnej Európe, ktoré nepatria do eurozóny.

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 10. marca 2021.

Po výraznom oživení zaznamenanom v treťom štvrtroku 2020 sa reálny HDP eurozóny v poslednom štvrtroku opäť znížil, a to o 0,7 % v medzištvrtročnom vyjadrení. V dôsledku toho bola produkcia o takmer 5 % nižšia ako v období pred pandémiou. V jednotlivých sektoroch a krajinách prebieha hospodársky vývoj naďalej nerovnomerne, pričom obmedzenia sociálnych kontaktov a mobility najvýraznejšie zasiahli sektor služieb. Napriek pokračujúcim fiškálnym opatreniam na podporu domácností a podnikov sa v správaní spotrebiteľov naďalej prejavuje opatrnosť, ktorá pramení z pandémie a jej následkov na zamestnanosť a príjmy. Podnikové investície však aj napriek zhoršenému stavu podnikových súvah a zvýšenej neistote vykazujú relatívnu odolnosť. Najnovšie údaje, prieskumy a vysokofrekvenčné ukazovatele celkovo poukazujú na stále slabú hospodársku aktivitu v prvom štvrtroku 2021, a to v dôsledku nepoľavujúcej pandémie a súvisiacich opatrení proti šíreniu nákazy. V dôsledku toho sa v prvom štvrtroku tohto roka opäť očakáva pokles reálneho HDP. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, sprístupňovanie vakcín zvyšuje dôveru vo vyriešenie zdravotníckej krízy, čo by malo pomôcť znížiť neistotu – za predpokladu, že nedôjde k nepriaznivému obrátu vo vývoji pandémie. V strednodobom horizonte by mali oživenie ekonomiky eurozóny podporovať priaznivé podmienky financovania, expanzívna fiškálna politika a oživenie dopytu v dôsledku postupného uvoľňovania opatrení proti šíreniu nákazy.

Toto hodnotenie sa v zásade odráža aj v základnom scenári makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2021, podľa ktorých má ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 4,0 % v roku 2021, 4,1 % v roku 2022 a 2,1 % v roku 2023. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2020 zostáva výhľad hospodárskeho vývoja celkovo nezmenený. Napriek pretrvávajúcim krátkodobým rizikám pomalšieho rastu v eurozóne sú strednodobé riziká v súčasnosti viac vyvážené. Lepšie vyhliadky svetového dopytu, výrazná fiškálna stimulácia v eurozóne a sprístupňovanie vakcín sú na jednej strane dôvodom na optimizmus. Na druhej strane však pokračujúca pandémia (vrátane šírenia nových variantov vírusu) a jej následky na hospodársky vývoj a podmienky financovania sú naďalej zdrojom rizika pomalšieho rastu.

Po miernom spomalení produkcie v poslednom štvrtroku 2020 sa očakáva, že hospodárska aktivita v eurozóne zostane nízka aj v prvom štvrtroku 2021.

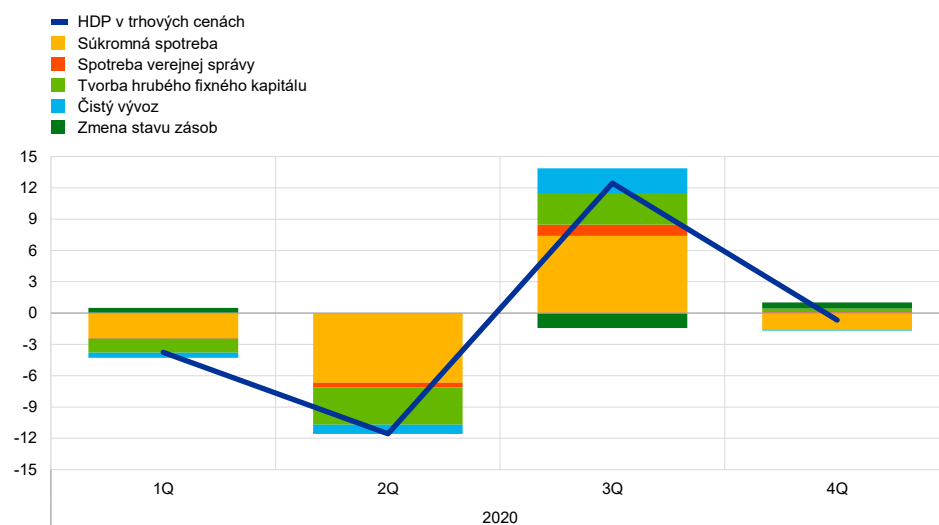
Reálny HDP klesol v poslednom štvrtroku 2020 medzištvrtročne o 0,7 %, po náraste o 12,5 % v treťom štvrtroku (graf 10). V porovnaní s poklesom o 2,2 %, ktorý predpokladali makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu z decembra 2020, však ide o lepší výsledok. Pod pokles produkcie v poslednom štvrtroku sa najväčšou mierou podpísal domáci dopyt, predovšetkým súkromná spotreba. Hoci produkcia naďalej zaostávala za úrovňou pred pandémiou zaznamenanou pred rokom o takmer 5 %, lepší ako očakávaný výsledok za daný štvrtrok spôsobil kladný efekt prenosu na rast v roku 2021 v celkovej výške 2,2 %. Pokiaľ ide o výrobu, vývoj v poslednom štvrtroku 2020 sa v jednotlivých sektoroch do značnej miery líšil. Zatiaľ čo pridaná hodnota v sektore služieb výrazne klesla, produkcia v priemysle (bez stavebníctva) pokračovala v raste. Po silnom raste zaznamenanom v treťom štvrtroku už oživenie priemyselnej produkcie v druhom polroku 2020 viac-menej

vykompenzovalo prudký pokles zaznamenaný v prvej polovici roka. Box 4 analyzuje vplyv opatrení proti šíreniu nákazy prijatých v súvislosti s pandémiou na jednotlivé sektory hospodárstva v najväčších krajinách eurozóny, pričom sa venuje aj tomu, ako sa tento vplyv postupne menil. Produkcia eurozóny sa podľa odhadov znížila v roku 2020 celkovo o 6,6 %, o niečo viac ako v Spojených štátoch. Ako sa uvádza v boxe 1, zrejme to súvisí s prísnejšími obmedzeniami pohybu zavedenými v eurozóne a s expanzívnejším nastavením fiškálnej politiky v Spojených štátoch.

Graf 10

Rast reálneho HDP eurozóny a jeho zložky

(medzištvrtročná percentuálna zmena; medzištvrtročné príspevky v percentuálnych bodoch)



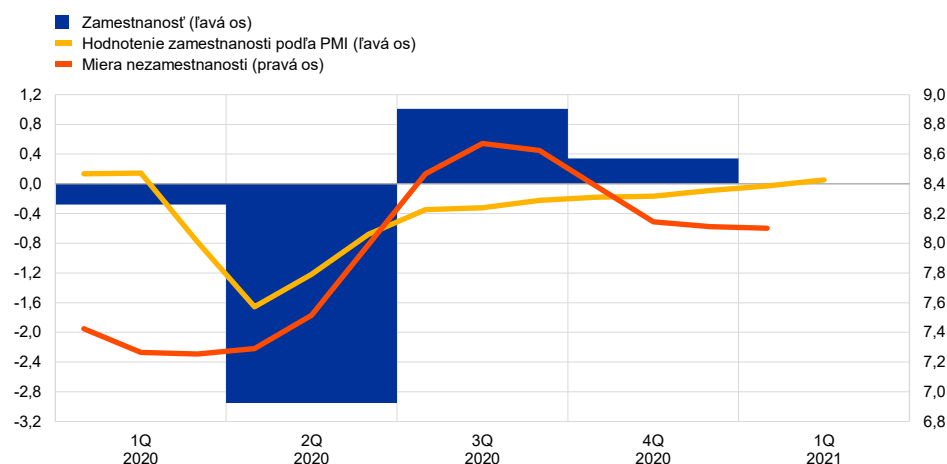
Zdroj: Eurostat.

Trh práce eurozóny stále ťaží z výraznej politickej podpory; zamestnanosť sa v posledných mesiacoch zvyšovala a miera nezamestnanosti je viac-menej stabilná. Zamestnanosť aj naďalej podporuje rozsiahle využívanie schém na udržanie pracovných miest, čo zároveň zmierňuje vplyv na mieru nezamestnanosti, podporuje príjem domácností a znižuje hospodársku neistotu. Zamestnanosť sa v poslednom štvrtroku 2020 zvýšila medzištvrtročne o 0,3 %, po náraste o 1,0 % v treťom štvrtroku (graf 11). Aj napriek zlepšeniu však bola zamestnanosť v poslednom štvrtroku o 1,9 % nižšia ako minulý rok pred pandémiou. Počet odpracovaných hodín opäť zohral dôležitú úlohu pri konsolidácii trhu práce eurozóny. Celkový počet odpracovaných hodín sa v poslednom štvrtroku znížil medzištvrtročne o 1,6 % (po náraste o 14,8 % v treťom štvrtroku) a za úroveň z konca roka 2019 zaostal o takmer 6,5 %. Miera nezamestnanosti dosiahla v januári 2021 úroveň 8,1 % a od novembra 2020 sa takmer nezmenila. V porovnaní s hodnotou 8,7 % zaznamenanou v auguste 2020 sa síce znížila, no stále bola o približne 0,8 percentuálneho bodu vyššia ako vo februári 2020 pred pandémiou. Počet pracovníkov zapojených v januári 2021 do schém na udržanie pracovných miest sa odhaduje na približne 5,9 % pracovnej sily, v porovnaní s takmer 20 % v apríli 2020. V dôsledku opätovného zavedenia opatrení proti šíreniu nákazy v niektorých krajinách však tento počet od októbra 2020 opäť rastie.

Graf 11

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

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



Zdroj: Eurostat, Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Dve čiary predstavujú mesačný vývoj; stĺpce zobrazujú štvrtročné údaje. Index PMI je vyjadrený ako odchýlka od 50 vydelená 10. Posledné údaje sú za posledný štvrtrok 2020 v prípade zamestnanosti, z februára 2021 v prípade indexu PMI a z januára 2021 v prípade miery nezamestnanosti.

Krátkodobé ukazovatele trhu práce zaznamenali čiastočné oživenie, naďalej však poukazujú na určité slabé miesta trhu práce eurozóny. Index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) sa vo februári 2021 po prvý raz od začiatku pandémie koronavírusu (COVID 19) dostal do rastového pásma, hoci v niektorých krajinách a v technologicky nenáročnom sektore služieb zostal v pásme kontrakcie. Očakávania domácností, pokiaľ ide o rast nezamestnanosti, zostali v danom mesiaci zvýšené v dôsledku tlmeného dopytu po pracovnej sile. Významný počet pracovníkov stále zapojených do schém na udržanie pracovných miest môže do budúcnosti predstavovať riziko rastu miery nezamestnanosti.

Rast spotrebiteľských výdavkov sa na prelome rokov zastavil a v poslednom štvrtroku 2020 sa tieto výdavky znížili medzištvrtročne o 3,0 %. Objem maloobchodného predaja klesol v januári 2021 medzimesačne o 5,9 %, zatiaľ čo registrácie nových osobných automobilov sa v rovnakom období znížili o 22 % (na najnižšiu úroveň od júna 2020). Druhá vlna pandémie viedla k obnovenému rastu úspor domácností a prílev bankových vkladov od domácností zostal aj v januári zvýšený (po dočasnom poklese v decembri). Pandémia doposiaľ nemala bezprostredný vplyv na príjem veľkého počtu domácností, ktoré z toho dôvodu pokračovali v kumulácii značného objemu nedobrovoľných úspor. Očakávania domácností na najbližších 12 mesiacov, pokiaľ ide o všeobecnú hospodársku situáciu, ich osobnú finančnú situáciu a plány týkajúce sa veľkých nákupov sa od mája minulého roka výrazne nezlepšili.

Podnikové investície (vyjadrené zástupným ukazovateľom nestavebných investícií) zostávajú relatívne odolné a v poslednom štvrtroku 2020 sa opäť zvýšili. Nestavebné investície podporili výrazné investície do produktov duševného vlastníctva, čiastočne zrejme v dôsledku potreby ďalšej digitalizácie hospodárstva

v reakcii na pandémie. Investície do strojov a zariadení sa na konci roka 2020 zvýšili iba mierne, po mimoriadne silnom raste v treťom štvrtroku. Podnikové investície v posledných mesiacoch ťažili najmä zo silného zahraničného dopytu, ktorý sa premietol do rastu priemyselných objednávok investičného tovaru z krajín nepatriacich do eurozóny, a zo zvýšenia objemu nových vývozných objednávok podnikov v sektore priemyselnej výroby v období do februára. Pretrvávajúcu odolnosť investícií v prvom štvrtroku 2021 potvrdzujú aj najnovšie údaje z prieskumov. Rast podnikateľskej dôvery a očakávaní výrobcov investičného tovaru (najmä vo februári) naznačujú, že investície by sa mali zvyšovať aj v najbližších mesiacoch. Výhľad investícií bude pravdepodobne aj naďalej určovať sektor priemyselnej výroby, keďže v prípade podnikov v sektore služieb (ktoré boli vo všeobecnosti viac zasiahnuté pandemiou a súvisiacimi opatreniami proti šíreniu nákazy) je podľa najnovších prieskumov viac pravdepodobné, že odložili alebo zrušili svoje investičné plány. Pokiaľ ide o budúci vývoj, zvyšujúca sa zadlženosť podnikov a možný nárast počtu bankrotov môže ohroziť súčasné oživenie v oblasti investícií.

Napriek opätovnému sprísneniu obmedzení súvisiacich s pandemiou zostali investície do nehnuteľností na bývanie aj v poslednom štvrtroku 2020 odolné, hoci krátkodobý výhľad je naďalej neistý. Investície do nehnuteľností na bývanie sa v poslednom štvrtroku mierne zvýšili (medzištvrtročne o 0,5 %), no zostali približne 3 % pod úrovňou zaznamenanou na konci roka 2019. Najnovšie ukazovatele však naznačujú určité krátkodobé spomalenie tempa oživenia, čiastočne v dôsledku obnovených obmedzení mobility v posledných mesiacoch. Výsledkom môže byť aj zvrátenie pokroku dosiahnutého v druhej polovici roka 2020, pokiaľ ide o návrat investícií do nehnuteľností na bývanie na úroveň pred pandémiu. Čo sa týka dopytu, údaje z prieskumov Európskej komisie týkajúce sa plánov spotrebiteľov na renováciu ich príbytkov v najbližších 12 mesiacoch signalizujú krátkodobé oslabenie výdavkov na bývanie, hoci v jednotlivých krajinách sa situácia líši. Pokiaľ ide o ponuku, najnovšie údaje o dôvere naznačujú, že aj napriek určitým náznakom oživenia v počte vydaných stavebných povolení a nových objednávok by nevýrazný výhľad podnikateľskej aktivity mohol mať nepriaznivý vplyv na podniky v sektore nehnuteľností a (v menšej miere) v sektore stavebníctva. Ukazovatele v rámci indexu PMI pre produkciu v stavebníctve za prvé dva mesiace roka 2021 naznačujú, že podniky v segmente nehnuteľností na bývanie majú priaznivejšie vyhliadky ako podniky v komerčnom segmente.

Obchod v eurozóne pokračoval v poslednom štvrtroku 2020 vo výraznom raste, najmä z dôvodu ďalšieho rastu v oblasti obchodu vo výrobe. Pod rast obchodu v poslednom štvrtroku sa podpísala: i) konsolidácia oživenia zaznamenaného v treťom štvrtroku, ii) zvýšenie vývozu spotrebiteľských tovarov do Spojeného kráľovstva, Brazílie a Ázie a iii) nárast dovozu energií z Nórska a Ruska; príspevky všetkých troch faktorov boli približne rovnaké. V decembri bol jediným faktorom rastu vývoz do krajín mimo eurozóny, ktorý podporila mimoriadne výrazná tvorba zásob tovarov z EÚ v Spojenom kráľovstve pred skončením prechodného obdobia v súvislosti s brexitom. S príchodom roku 2021 sa zvýšila cena vývozu z eurozóny do Spojeného kráľovstva, predĺžili sa dodacie lehoty a kontajnerový vývoz zaznamenal prudký pokles (podľa údajov o námornom obchode). Výsledný dosah na obchod zrejme bude iba dočasný, keďže hlavné ukazovatele za január a február

poukazujú na pokračovanie rastu vývozu vo výrobe v prvom štvrtroku 2021. Zatiaľ čo v poslednom štvrtroku boli hlavnou hnacou silou nových vývozných objednávok spotrebiteľské tovary, vývoj v prvých dvoch mesiacoch roka 2021 odrážal zlepšenie v sektore investičného tovaru a v sektore polotovarov. Ďalším dôkazom pokračujúcej normalizácie obchodu vo výrobe sú najnovšie údaje o sadzbách námornej dopravy, ktoré sa vo februári vrátili na úroveň pred pandémie. Obchod so službami bol v rovnakom období aj naďalej značne obmedzený, pričom akémukoľvek výraznému zlepšeniu bránili dlhotrvajúce lockdowny.

Konjunkturálne ukazovatele naznačujú ďalšie oslabovanie hospodárskej aktivity v prvom štvrtroku 2021. Údaje z prieskumov zostávajú na nízkej úrovni, ktorá viac-menej zodpovedá ďalšiemu miernemu oslabeniu v prvom štvrtroku tohto roka, a to i napriek určitému zlepšeniu v porovnaní s posledným štvrtrokom 2020. Rýchly kompozitný index PMI pre výrobu, ktorý sa v poslednom štvrtroku znížil na 48,1 z 52,4 v treťom štvrtroku, zaznamenal v poslednom období mierny nárast, pričom v mesiacoch január a február dosahoval priemernú hodnotu 48,3. Toto zlepšenie odráža vývoj v sektore služieb, aj keď naznačuje, že služby sú naďalej v pásme kontrakcie. V porovnaní s posledným štvrtrokom 2020 sa index PMI pre priemyselnú výrobu v prvých dvoch mesiacoch roka 2021 nepatrne znížil, no zotrval v pásme expanzie. Pokiaľ ide o opatrenia súvisiace s pandemiou, hoci kompozitný index striktnosti zostáva blízko rekordne vysokej úrovne z apríla 2020, vysokofrekvenčné ukazovatele sledujúce mobilitu v krajinách eurozóny sa v posledných mesiacoch začali zlepšovať. Krátkodobý výhľad aj naďalej sprevádza výrazná neistota.

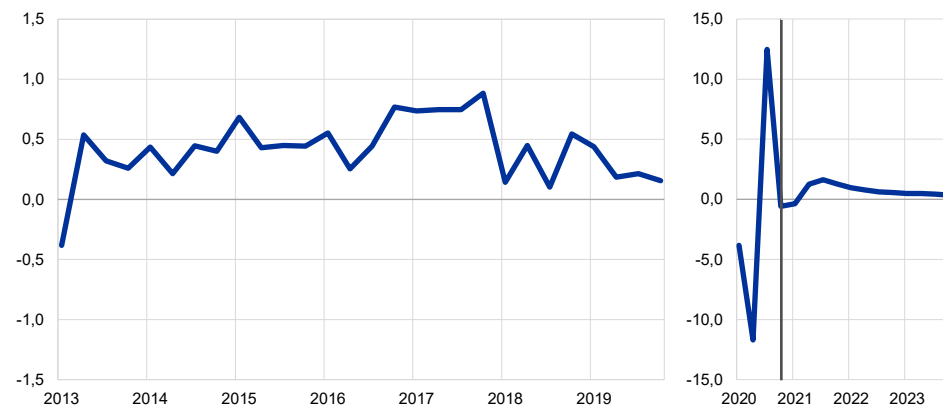
Nedávne zintenzívnenie pandémie COVID 19 zhoršilo krátkodobý výhľad hospodárskeho vývoja v eurozóne, nenarušilo však jeho oživenie. Úsilie o zvýšenie výroby a zrýchlenie distribúcie vakcín (s cieľom umožniť uvoľnenie opatrení proti šíreniu nákazy) spolu s výraznou podporou zo strany menovej a fiškálnej politiky (vrátane prostriedkov z nástroja Next Generation EU) a lepšími vyhládkami globálneho dopytu by malo v druhej polovici roka 2021 viesť k výraznému oživeniu. Takýto vývoj je tiež v súlade s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2021, podľa ktorých má rast ročného reálneho HDP dosiahnuť 4,0 % v roku 2021, 4,1 % v roku 2022 a 2,1 % v roku 2023 (graf 12). V porovnaní s projekciami z decembra 2020 zostáva toto hodnotenie celkovo nezmenené. Reálny HDP by mal prekonať úroveň pred pandémie v druhom štvrtroku 2022. V krátkodobom horizonte však naďalej prevládajú riziká pomalšieho rastu, a to z dôvodu opätovného šírenia vírusu, vzniku nových mutácií a zavádzania opatrení proti šíreniu nákazy. Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne v strednodobom horizonte sú celkovo viac vyvážené. Americký plán záchrany predložený administratívou prezidenta Bidena, ktorý vzhľadom na čas schválenia nebolo možné zahrnúť do základného scenára, by mohol mať určitý pozitívny efekt aj pre eurozónu.⁵

⁵ Box 4 v článku s názvom [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2021](#) uverejnenom na internetovej stránke ECB dňa 11. marca 2021.

Graf 12

Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(medzištvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok s názvom [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2021](#).

Poznámka: Vzhľadom na bezprecedentnú volatilitu reálneho HDP v roku 2020 používa graf od roka 2020 odlišnú mierku. Vertikálna čiara predstavuje začiatok horizontu projekcií. 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.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu vo februári 2021 predstavovala ročná inflácia eurozóny 0,9 %, čo sa oproti januáru 2021 nezmenilo, ale došlo k podstatnému zvýšeniu z úrovne –0,3 % v decembri 2020. Na základe súčasných cien ropných futures v najbližších mesiacoch pravdepodobne dôjde k zvýšeniu celkovej inflácie, hoci v priebehu roka sa očakáva určitá volatilita v dôsledku meniacej sa dynamiky faktorov, ktoré v súčasnosti vyvolávajú tlak na rast inflácie. Očakáva sa, že vplyv týchto faktorov na ročné miery inflácie sa začiatkom budúceho roka zmierni. Základné cenové tlaky sa majú tento rok v dôsledku súčasných obmedzení ponuky a oživenia domáceho dopytu o niečo zvýšiť, aj keď celkovo majú zostať obmedzené, medzi iným aj vplyvom nízkych mzdových tlakov a predchádzajúceho zhodnocovania eura. Po odznení následkov pandémie koronavírusu (COVID-19) má klesanie vysokej miery nevyužitých kapacít, podporované akomodačnou rozpočtovou a menovou politikou, prispieť k postupnému nárastu inflácie v strednodobom horizonte. Ukazovatele odvodené z výsledkov prieskumov i trhové ukazovatele dlhodobjších inflačných očakávaní zostávajú na nízkej úrovni, aj keď trhové ukazovatele naďalej postupne rastú. Toto hodnotenie sa do veľkej miery odráža v základnom scenári makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2021, podľa ktorých má byť ročná miera inflácie v roku 2021 na úrovni 1,5 %, v roku 2022 by mala dosiahnuť úroveň 1,2 % a v roku 2023 1,4 %. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2020 bol výhľad inflácie na roky 2021 a 2022 revidovaný smerom nahor, a to predovšetkým vďaka dočasným faktorom a vyššej inflácii cien energií, zatiaľ čo výhľad na rok 2023 ostáva rovnaký.

Inflácia HICP sa na začiatku tohto roka v porovnaní s koncom minulého roka prudko zvýšila. Po štyroch po sebe nasledujúcich mesiacoch na úrovni –0,3 % sa inflácia HICP v januári 2021 zvýšila na 0,9 % a na tejto úrovni zostala aj vo februári. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu bola nezmenená miera vo februári 2021 výsledkom toho, že menej záporná inflácia cien energií bola kompenzovaná poklesom inflácie HICP bez energií a potravín (HICPX). Inflácia HICPX sa vo februári znížila na 1,1 % z januárovej úrovne 1,4 %, bola však podstatne vyššia ako úroveň 0,2 % zaznamenaná v posledných štyroch mesiacoch roku 2020.

Rast celkovej inflácie v januári odrážal viacero faktorov, ktoré boli väčšinou dočasného a štatistického charakteru (graf 13). Po prvé, významnú úlohu zohral vplyv silnejších zmien váh HICP na rok 2021 ako zvyčajne, ktoré súvisia so zmenami štruktúry spotreby domácností počas pandémie COVID-19. Týkalo sa to najmä služieb spojených s cestovaním a rekreáciou. Zmena váh výdavkov v januári prispela k inflácii HICP na úrovni 0,3 percentuálneho bodu.⁶ Po druhé, zdá sa, že vplyv ukončenia dočasného zníženia sadzby DPH v Nemecku bol svojím rozsahom zhruba symetrický vzhľadom na vplyv zníženia sadzby v júli 2020 a prispel asi 0,3 percentuálneho bodu k zvýšeniu inflácie HICP. Po tretie, zmeny v načasovaní a rozsahu sezónnych výpredajov v mnohých krajinách eurozóny znamenali výrazné zvýšenie inflácie priemyselného tovaru bez energií (NEIG). Aj keď však zohľadníme

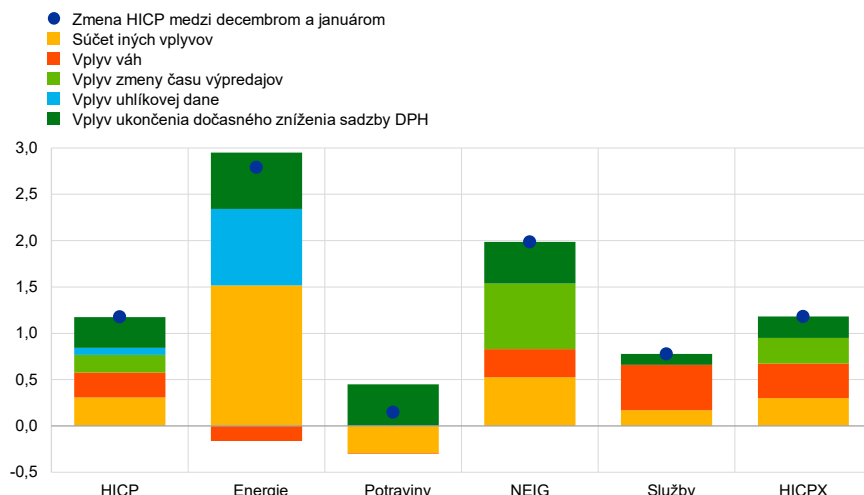
⁶ Tento vplyv sa však bude v priebehu roka meniť a vo februári sa odhadoval na 0,1 percentuálneho bodu. Viac informácií v boxe s názvom Váhy HICP na rok 2021 a ich vplyv na meranie inflácie v tomto vydaní Ekonomického bulletinu. Vplyv zmeny váh bude možné spoľahlivo odhadnúť až po úplnom zverejnení.

tieto faktory, stále je tu prítomný určitý vzostupný vplyv na celkovú infláciu HICP aj na infláciu HICPX zo súčtu ďalších faktorov (žlté stĺpce v grafe 13).

Graf 13

Zmena celkovej inflácie v období od decembra 2020 do januára 2021

(príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Posun výpredajov sa týka Talianska a Francúzska. Uhlíková daň, ako aj ukončenie dočasného zníženia sadzby DPH sa vzťahujú na Nemecko.

Nedávny nárast inflácie HICP bol tiež spôsobený postupne menšou zápornou infláciou cien energií. Z úrovne $-6,9\%$ vykazanej v decembri 2020 sa inflácia cien energií v januári 2021 zvýšila na úroveň $-4,1\%$ a vo februári na $-1,7\%$. Menej záporná sadzba v januári odrážala nedávne vyššie ceny ropy v eurách, zatiaľ čo vo februári odrážala aj bazický efekt z poklesu cien ropy na začiatku pandémie v minulom roku. Medzi ďalšie faktory, ktoré prispeli k menej zápornej miere inflácie energií, patrilo ukončenie dočasného zníženia sadzby DPH a zavedenie uhlíkovej prirážky v Nemecku a vyššie ceny elektriny, najmä v Španielsku, v dôsledku chladného počasia.

Cenové imputácie prevládali najmä v januári a vo februári, čo naznačuje o niečo väčšiu neistotu obklopujúcu signál pre základné cenové tlaky. Po tom, ako sa v lete 2020 podiel cenových imputácií vrátil na veľmi nízke úrovne, začal spolu so sprísňovaním opatrení proti šíreniu pandémie COVID-19 ku koncu roka stúpať. Vo februári 2021 bolo imputovaných 14% položiek HICP a 19% položiek HICPX.

Kým ukazovatele základnej inflácie založené na vylúčení mierne stúpili, opatrenia založené na modeli ostali v januári takmer nezmenené (posledné dostupné údaje).⁷ Inflácia HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovaním, odevov a obuvi (HICPXX) sa v januári 2021 zvýšila na $1,2\%$ z $0,8\%$ v predchádzajúcom mesiaci, zatiaľ čo ukazovateľ Persistent and common component of inflation (PCCI) zostal nezmenený na úrovni $1,2\%$. Ukazovateľ Supercore mierne vzrástol z úrovne $0,5\%$ v decembri 2020 na $0,7\%$ v januári 2021 (graf 14). Opatrenia

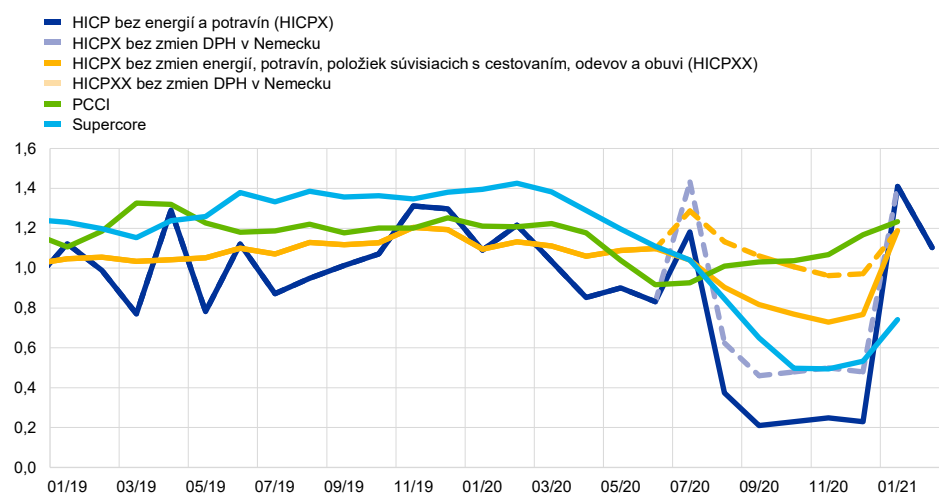
⁷ Opis ukazovateľov základnej inflácie založených na vylúčení a na modeli je v článku [Measures of underlying inflation for the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2018.

ovplyvnili aj niektoré z dočasných faktorov spomínaných vyššie, napríklad ukončenie dočasného zníženia sadzby DPH v Nemecku.

Graf 14

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje týkajúce sa zmien HICPX a HICPX bez zmien DPH v Nemecku sú rýchlym odhadom z februára 2021. Pokiaľ ide o ostatné položky, posledné údaje sú z januára 2021.

Cenové tlaky na infláciu priemyselných tovarov bez energií zostali v ďalších fázach takmer stabilné, zatiaľ čo sa tlaky v skorších fázach zosilňovali.

V prípade nepotravinárskeho spotrebného tovaru bola inflácia cien domácich výrobcov v januári na úrovni 0,6 % a naďalej sa pohybovala blízko svojho dlhodobého priemeru. Inflácia dovozných cien nepotravinárskeho spotrebného tovaru zostala na nízkej úrovni, pričom mesačný profil do veľkej miery odzrkadľoval pohyby nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura. V predchádzajúcich vstupných fázach sa inflácia výrobných a dovozných cien medziproduktov v januári naďalej zvyšovala, čo pravdepodobne odráža ďalšie zmiernenie tlakov na pokles cien ropy a ďalších komodít.⁸

Nastavenie miezd bolo ovplyvnené vládnymi podpornými programami.

Prejavuje sa to napríklad v rozdieloch medzi rastom kompenzácií na zamestnanca a rastom kompenzácií na odpracovanú hodinu. Rozdiel medzi nimi sa vo štvrtom štvrťroku 2020 opäť zväčšil, keďže sa začal viac využívať režim skráteného pracovného času a dočasného uvoľnenia z pracovného pomeru v dôsledku obnovených opatrení na obmedzenie pohybu ku koncu roka. Ročný rast kompenzácií na zamestnanca sa vo štvrtom štvrťroku mierne zvýšil na 0,7 % z 0,6 % v treťom štvrťroku, po veľmi zápornej miere –4,5 % v druhom štvrťroku. Na druhej strane ročný rast kompenzácií na odpracovanú hodinu sa vo štvrtom štvrťroku opäť odrazil na úroveň 5,1 % z úrovne 3,4 % v treťom štvrťroku 2020 (graf 15). Tento odlišný vývoj odráža vplyv skráteného pracovného času a dočasného uvoľnenia z pracovného

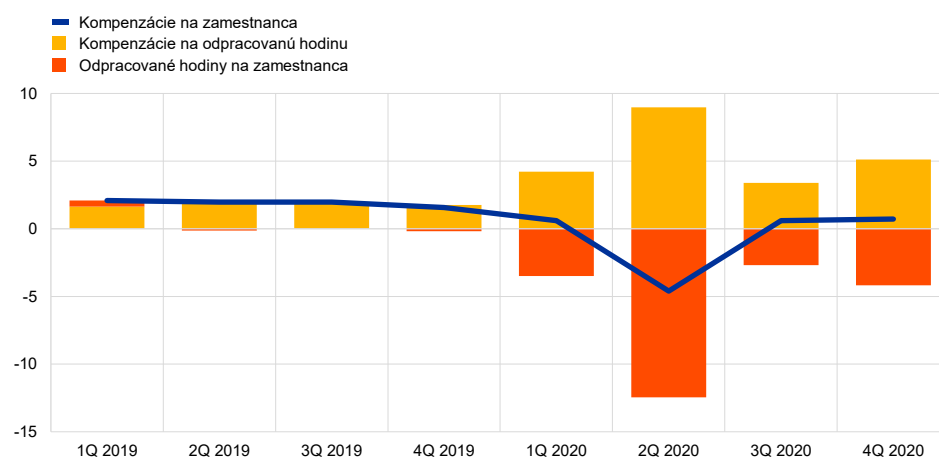
⁸ Inflácia výrobných cien medziproduktov sa v januári zvýšila na 0,9 % z –0,1 % v predchádzajúcom mesiaci, zatiaľ čo inflácia dovozných cien medziproduktov sa v rovnakom období zvýšila z –0,8 % na 0,1 %.

pomeru, v rámci ktorých si pracovníci udržali svoj zamestnanecký status, ale dostali iba časť svojich obvyklých kompenzácií, zatiaľ čo skutočný počet odpracovaných hodín na osobu prudko klesol⁹. Rast dohodnutých miezd, ktorý nie je priamo ovplyvnený vývojom odpracovaných hodín a zaznamenávaním dávok v rámci programov na udržanie pracovných miest, sa vo štvrtom štvrťroku 2020 zvýšil na 1,9 %, po 1,7 % v druhom a 1,6 % v treťom štvrťroku. Tento pohyb smerom nahor odrážal vplyv jednorazových platieb ku koncu roka, ale aj bez zohľadnenia tohto vplyvu ostal rast dohodnutých miest vo štvrtom štvrťroku relatívne silný na úrovni 1,6 %, keďže údaje stále zahŕňajú dohody uzatvorené pred vypuknutím pandémie.

Graf 15

Rozloženie kompenzácií na zamestnanca na kompenzácie na odpracovanú hodinu a odpracované hodiny

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú zo štvrtého štvrťroku 2020.

Trhové ukazovatele inflačných očakávaní pokračovali v raste v tandeme s trendom globálnej reflácie (graf 16).

Nárast trhových ukazovateľov inflačných očakávaní v eurozóne v sledovanom období odrážal hlavne tri globálne faktory:

lepšiu náladu vo vzťahu k riziku vzhľadom na začatie očkovania proti COVID-19 a na znižovanie miery infekcie; obnovený fiškálny stimul v Spojených štátoch pod Bidenovou administratívou a výrazné oživenie cien komodít. V prvej časti sledovaného obdobia sa krátkodobé a strednodobé ukazovatele trhových inflačných očakávaní mierne zvýšili, približne v polovici februára však čiastočne opadli, čo bolo zodpovedalo vývoju ostatných medzinárodných ukazovateľov. Koncom mesiaca sa však sadzby inflačných swapov v eurozóne opäť zvýšili. Na začiatku marca boli krátkodobé aj dlhodobé trhové ukazovatele inflačných očakávaní nad predpandemickou úrovňou. Úrovně krátkodobých a dlhodobějších forwardových sadziieb inflačných swapov sú však v poslednom čase naďalej veľmi nevýrazné a v dohľadnej budúcnosti nenaznačujú návrat inflácie k cieľu ECB. Ukazovatele

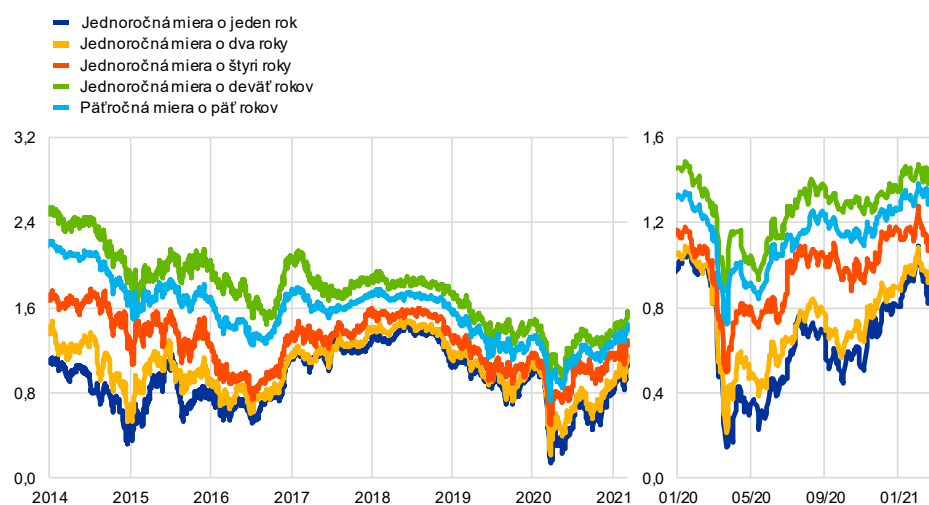
⁹ K odolnosti ziskových marží pravdepodobne prispeli aj programy na udržanie pracovných miest. Aj keď sa ziskové marže vo štvrtom štvrťroku o niečo zhoršili, vzhľadom na hĺbku recesie zostali odolné. Viac v boxe s názvom Úloha ziskových marží pri prispôbovaní sa šoku z pandémie COVID-19 v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

z prieskumov inflačných očakávaní vykazujú určité známky toho, že sa ustálili takmer na svojich historicky nízkych úrovniach. Podľa prieskumu profesionálnych prognostikov ECB (ECB Survey of Professional Forecasters – SPF) za prvý štvrtrok 2021 (uskutočneného začiatkom januára 2021) sa dlhodobejšie inflačné očakávania nezmenili a boli na úrovni 1,7 %.

Graf 16

Trhové ukazovatele inflačných očakávaní

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z 10. marca 2021.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2021 bude celková inflácia v nasledujúcich mesiacoch vykazovať miernu volatilitu, v priebehu horizontu projekcií sa však bude postupne zvyšovať. Podľa

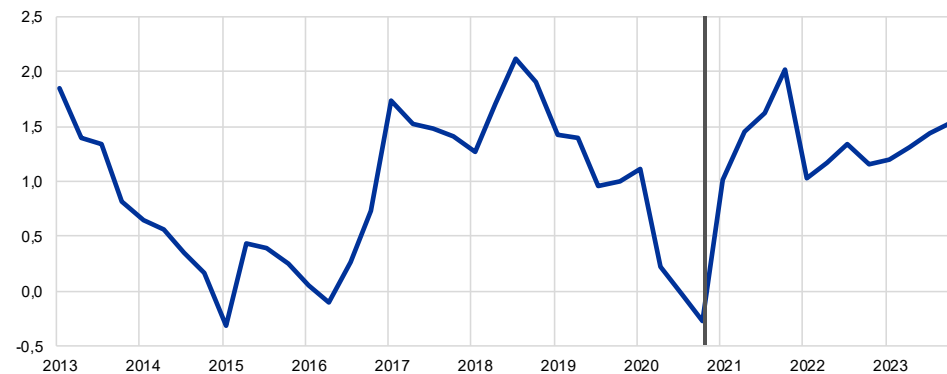
základných projekcií má celková inflácia HICP dosiahnuť v priemere 1,5 % v roku 2021, 1,2 % v roku 2021 a 1,4 % v roku 2023 (graf 17). V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z decembra 2020 bola prognóza vývoja inflácie HICP revidovaná smerom nahor na roky 2021 a 2022, ale na rok 2023 ostala nezmenená. Revízia smerom nahor v roku 2021 odráža revíziu inflácie energií HICP smerom nahor, ako aj vplyv dočasných faktorov vysvetľujúcich nedávny rast inflácie. V strednodobom horizonte, keď opadne vplyv dočasných faktorov na ročné miery, sa očakáva, že inflácia začiatkom roku 2022 opäť klesne na 1,0 % a potom sa v roku 2023 postupne zvýši na 1,4 %. Inflácia HICP bez energií a potravín by mala dosiahnuť 1,0 % v roku 2021 a 1,1 % v roku 2022, a v roku 2023 by mala vzrásť na 1,3 %. Očakáva sa, že účinky fiškálneho balíka USA na infláciu HICP v eurozóne budú mierne, s kumulatívnym dopadom okolo 0,15 percentuálneho bodu počas horizontu projekcií.¹⁰

¹⁰ Viac podrobností v boxe 4 článku [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2021](#).

Graf 17

Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu](#), marec 2021, zverejnené na internetovej stránke ECB 11. marca 2021.

Poznámka: Vertikálna čiara predstavuje začiatok horizontu projekcií. Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2020 (údaje) a štvrtý štvrťrok 2023 (projekcie). Uzávierka údajov uvedených v projekciách bola 16. februára 2021.

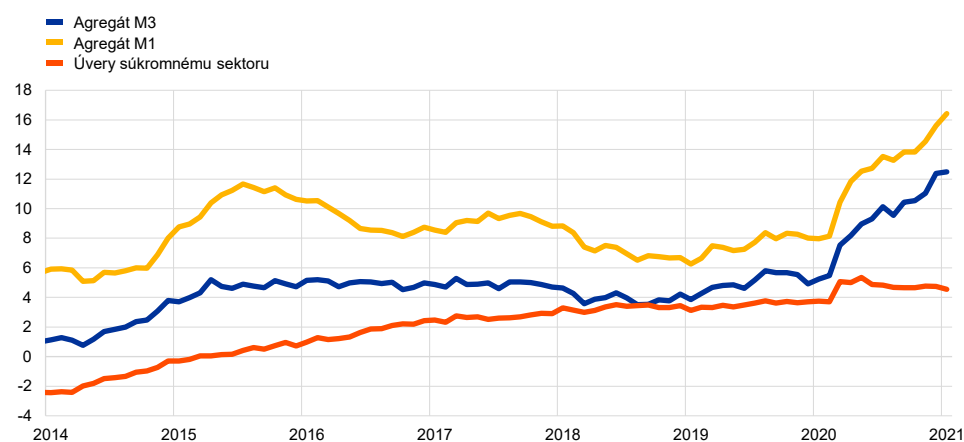
Menová dynamika v eurozóne naďalej odrážala dôsledky pandémie koronavírusu (COVID-19). V januári sa rast peňažnej zásoby stabilizoval na vysokých úrovniach, čo odrážalo pokračujúci dopyt po likvidite zo strany spoločností a domácností. Dominantným zdrojom tvorby peňažnej zásoby zostávajú vnútroštátne pohľadávky, pričom najvýznamnejším prispievateľom boli nákupy Eurosystému. Včasné a rozsiahle opatrenia prijaté menovými a fiškálnymi orgánmi, ako aj orgánmi dohľadu naďalej prispievali k toku úverov do hospodárstva eurozóny za priaznivých podmienok. Celkové objemy financovania spoločností z vonkajších zdrojov sa v štvrtom štvrťroku 2020 ďalej stabilizovali. Celkové náklady spoločností na financovanie z vonkajších zdrojov sa stabilizovali od októbra 2020, keďže náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a na kapitálové financovanie dlhu poklesli, zatiaľ čo úrokové miery bankových úverov zostali stabilné.

Rast peňažnej zásoby sa v januári stabilizoval na vysokých úrovniach. Menová dynamika naďalej odrážala pandémiu COVID-19, ktorá vyvolala výnimočne veľký záujem o likviditu. V januári dosiahla ročná miera rastu širokého menového agregátu M3 úroveň 12,5 % z 12,4 % v decembri 2020 (graf 18). Ročná miera rastu najlikvidnejšieho menového agregátu M1, zloženého z jednoduchých vkladov a z objemu peňazí v obehu v januári ešte viac vzrástla na 16,4 % z 15,6 % v decembri, čím výrazne prispela k rastu agregátu M3. Tento vývoj odráža nielen likviditu, ktorú si vytvárali spoločnosti i domácnosti v prostredí zvýšenej neistoty, ale tiež – v prípade domácností – určité vynútené úspory v dôsledku obmedzených možností míňať peniaze 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 januára 2021.

K rastu agregátu M3 naďalej hlavnou mierou prispievali jednoduché vklady.

Ročná miera rastu jednoduchých vkladov sa v januári zvýšila na 17,1 % zo 16,3 % v decembri. Uprednostňovanie jednoduchých vkladov držiteľmi peňazí odrážalo preventívne motívy a veľmi nízku úroveň úrokových mier, ktoré znižujú oportunitné náklady na držbu týchto nástrojov. K rastu vkladov prispela najmä držba vkladov spoločností a domácností. V prípade spoločností existujú rozdiely v držbe vkladov medzi jednotlivými krajinami, čo je odrazom rozdielných potrieb likvidity spoločností a podporných opatrení poskytovaných národnými vládami. Ročná miera rastu objemu peňazí v obehú sa v januári zvýšila na 12,3 % z 11,3 % v decembri. 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.

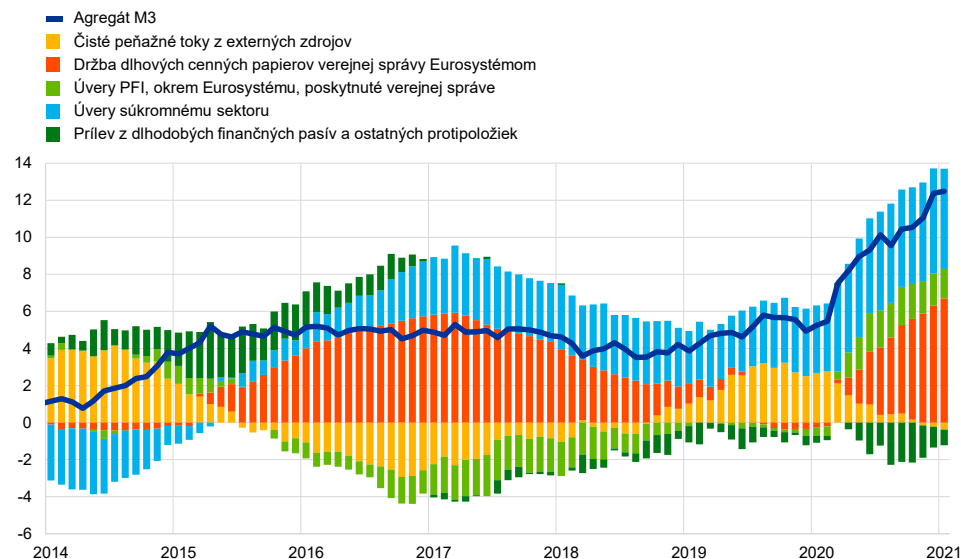
Hlavným zdrojom tvorby peňažnej zásoby zostávajú vnútroštátne pohľadávky, pričom najväčším prispievateľom bol nákup aktív Eurosystémom.

Od októbra 2020 sa však najväčším prispievateľom k rastu agregátu M3 stali čisté nákupy štátnych cenných papierov Eurosystémom v rámci programu nákupu aktív ECB a núdzového pandemického programu nákupu aktív (červené časti grafu 19). Druhým najväčším prispievateľom bol rast úverov súkromnému sektoru, ktorý významnou mierou prispel k rastu agregátu M3, hoci jeho príspevok postupne klesal (modré časti grafu 19). Tok úverov verejnému sektoru od bankového sektora (bez Eurosystému) sa počas uplynulých mesiacov zmiernil (svetlozelené časti grafu 19). Čisté peňažné toky z externých zdrojov boli v roku 2020 vo všeobecnosti vyvážené (žlté časti grafu 19), zatiaľ čo dlhodobější finančné záväzky a ostatné protipoložky mali na rast peňažnej zásoby negatívny vplyv (tmavozelené časti grafu 19). Bolo to spôsobené najmä vývojom ostatných protipoložiek, najmä dohôd 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)



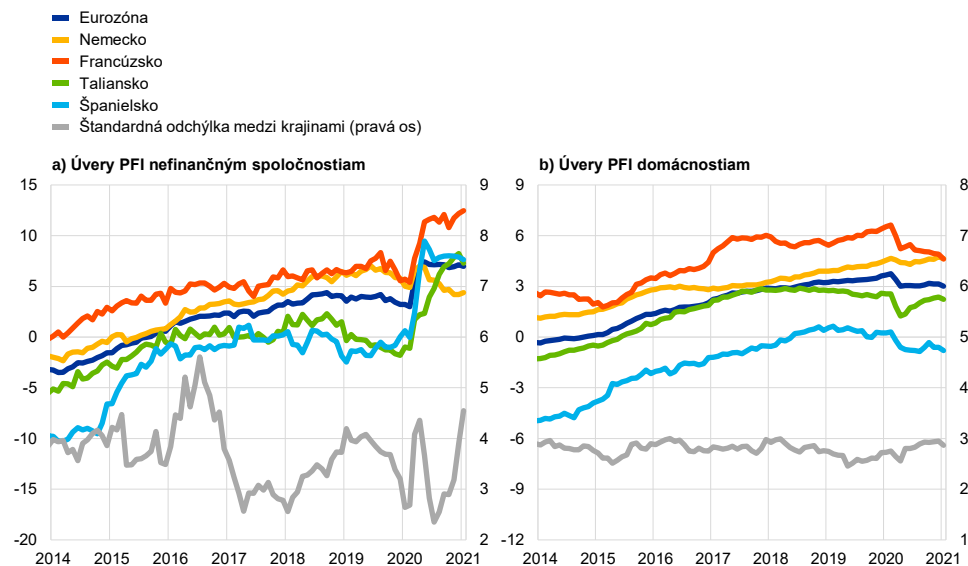
Zdroj: ECB.

Poznámka: Úvery súkromnému sektoru zahŕňajú úvery peňažných finančných inštitúcií (PFI) súkromnému sektoru a dlhové cenné papiere vydané súkromným sektorom nepeňažných finančných inštitúcií eurozóny v držbe PFI. Okrem toho zahŕňajú aj nákupy dlhových cenných papierov nepeňažných finančných inštitúcií realizované Eurosystémom v rámci programu nákupu cenných papierov podnikového sektora a núdzového pandemického programu nákupu aktív. Posledné údaje sú z januára 2021.

Rast úverov súkromnému sektoru sa spomalil. Ročná miera rastu úverov peňažných finančných inštitúcií (PFI) súkromnému sektoru v januári klesla na 4,5 % zo 4,7 % v decembri, ale zostala na výrazne vyššej úrovni ako pred vypuknutím pandémie (graf 18). Ročná miera rastu úverov spoločnostiam dosiahla v januári 7,0 %, po 7,1 % v decembri, zatiaľ čo rast úverov domácnostiam sa v tomto období znížil z 3,1 % na 3,0 % (graf 20). Pokračovalo zmierňovanie krátkodobej dynamiky úverov spoločnostiam, pričom mesačný tok úverov bol v januári mierne negatívny, čo odrážalo predchádzajúce vytváranie zásob likvidity, nízky dopyt po úveroch na investičné účely a prvé náznaky rastúceho tlaku na znižovanie ponuky úverov. Spoliehanie sa spoločností na dlhodobejšie úvery sa naďalej zvyšovalo na úkor krátkodobejších úverov.

Graf 20**Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny**

(ročné percentuálne zmeny)



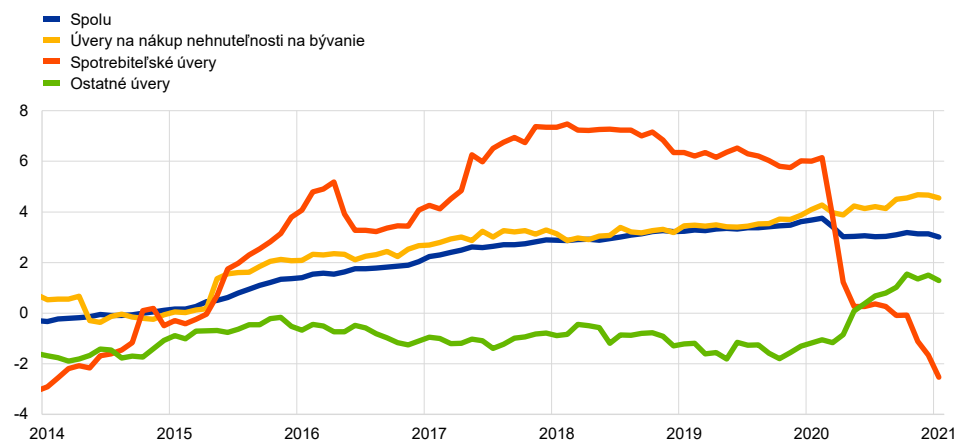
Zdroj: ECB.

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 januára 2021.

Rovnako sa zmiernilo aj celkové poskytovanie úverov domácnostiam. Zatiaľ čo úvery domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie zostali od septembra 2020 zhruba stabilné, pričom medziročný rast v januári dosiahol 4,5 %, spotrebiteľské úvery pokračovali v prudkom poklese, ktorého začiatok sa časovo zhodoval so začiatkom pandémie (graf 21). Ročná miera rastu spotrebiteľských úverov poklesla v januári na -2,5 % z -1,7 % v decembri. Výrazný pokles tohto typu úverov súvisí so sprísňovaním opatrení na obmedzenie pohybu od novembra 2020. Na rozdiel od toho, ročná miera rastu ostatných úverov domácnostiam dosiahla v januári úroveň 1,3 % po 1,5 % v decembri. Napriek určitému zlepšeniu od mája 2020 zostal vývoj v tejto kategórii úverov, ktorý sa z veľkej časti vysvetľoval poskytovaním úverov malým spoločnostiam (podnikateľským subjektom s jediným vlastníkom a neregistrovaným podnikateľským subjektom), tlmený. Aj keď malé spoločnosti boli zvlášť postihnuté spomalením hospodárskej činnosti, na uspokojenie svojich finančných potrieb mohli využiť vládnu podporu.

Graf 21**Úvery PFI domácnostiam podľa účelu**

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje o celkovom objeme úverov domácnostiam sú upravené o predaj úverov a sekuritizáciu. Posledné údaje sú za január 2021.

V eurozóne sa hrubá zadlženosť domácností, počítaná ako celkový dlh v pomere k disponibilnému príjmu, v posledných štvrtrokoch ešte zvýšila a výrazne prekročila úroveň pred pandémie. Aj keď tento vývoj odráža

ekonomické dôsledky pandémie, ktorá má tendenciu stláčať disponibilný príjem, v jednotlivých krajinách existovali rozdiely. Miera úspor domácností sa zároveň prudko zvýšila, čo odráža kombináciu vynútených úspor v dôsledku nižšej spotreby spôsobenej zatvorením obchodov a prevádzok a preventívnych úspor po poklese dôvery spotrebiteľov a zvýšenej neistote.

Banky naďalej profitovali z priaznivých podmienok financovania, zatiaľ čo zvýšené úverové riziko negatívne ovplyvňuje ich súvahy a ziskovosť. Zložené

náklady na dlhové financovanie bánk eurozóny zostali pod úrovňou pred pandémie, a to aj v dôsledku podpornej menovej politiky (graf 22). Program nákupu aktív ECB a núdzový pandemický program nákupu aktív vyvíjali tlak na pokles výnosov a banky čiastočne nahradili trhové financovanie cieľenými dlhodobějšími refinančnými operáciami za veľmi priaznivých podmienok. Oba faktory podporili aj trhové podmienky pre bankové dlhopisy. Navyše, na ceny krytých bankových dlhopisov má priamy vplyv aj tretí program nákupu krytých dlhopisov ECB (CBPP3). Okrem toho, sterilizačné sadzby bánk eurozóny, ktoré tvoria podstatnú časť financovania bánk, zostali v januári 2021 na historickom minime, čím prispeli k priaznivým podmienkam financovania dlhu bánk v prostredí efektívneho prenosu záporných úrokových sadzieb. Od nástupu krízy COVID-19 banky eurozóny v skutočnosti čoraz viac uplatňujú záporné úrokové sadzby na vklady nefinančných spoločností, ktoré majú v držbe. Veľká časť financovania vkladov bánk, najmä retailových vkladov, má tendenciu zostať na nule alebo nad nulou, čo vyvíja tlak na čisté úrokové marže bánk. Perspektíva úverových strát v dôsledku zhoršenia dôveryhodnosti dlžníkov a nízkej ziskovosti bánk pravdepodobne negatívne ovplyvní schopnosť bánk sprostredkovať financovanie a absorbovať straty. Ako vyplýva z [prieskumu úverovej aktivity bánk v eurozóne](#) z januára 2021, banky v štvrtom štvrtroku 2020 opäť sprísnil podmienky

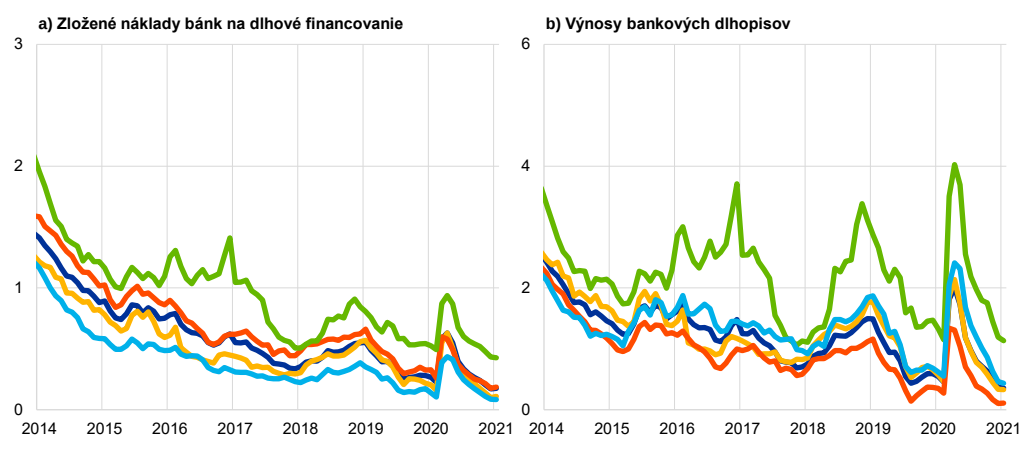
poskytovania úverov, čo je odrazom vnímania vyššieho rizika bankami v dôsledku pandémie.

Graf 22

Zložené náklady bánk na dlhové financovanie

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

— Eurozóna
— Nemecko
— Francúzsko
— Taliansko
— Španielsko



Zdroj: ECB, Markit iBoxx a výpočty ECB.

Poznámka: Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených jednoduchými 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 januára 2021.

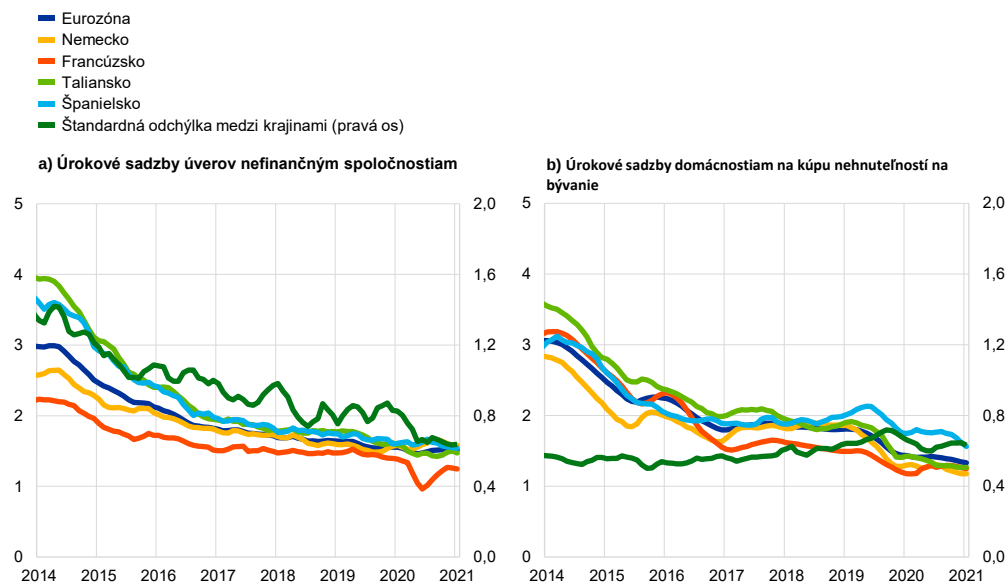
Úrokové miery bankových úverov zostali na stabilnej úrovni blízkej historickým minimám. V decembri dosiahli zložené úrokové miery bankových úverov

spoločnostiam úroveň 1,51 %, zatiaľ čo úrokové miery úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie poklesli na nové historické minimum 1,33 % (graf 23). Tento vývoj sa pozoroval vo všetkých krajinách eurozóny. Spread medzi úrokovými mierami veľmi malých bankových úverov a veľkých bankových úverov sa však rozšíril, aj keď zostal na úrovni nižšej ako pred pandémiou. Existujú obavy, že závažný a dlhotrvajúci ekonomický dosah pandémie na príjmy spoločností, na vyhliadky domácností na zamestnanie a na celkovú úverovú dôveryhodnosť dlžníkov bude naďalej vyvíjať tlak na zvyšovanie úrokových sadzieb bankových úverov. Doterajšiu priaznivú reakciu úrokových sadzieb bankových úverov na pandémiu vysvetľujú dva faktory. Po prvé, opatrenia prijaté ECB, orgánmi bankového dohľadu a vládami vyrovnávajú procyklický vplyv pandemického šoku na ponuku úverov. V tejto súvislosti budú ciele dlhodobejšie refinančné operácie naďalej prispievať k tlaku na znižovanie úrokových mier úverov. Po druhé, úrokové sadzby bankových úverov v krátkodobom horizonte reagujú menej, pretože banky dočasne absorbujú 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 januára 2021.

Celkové objemy financovania spoločností z vonkajších zdrojov sa v štvrtom

štvrtroku 2020 ďalej stabilizovali. Ročný rast financovania z vonkajších zdrojov sa

v uplynulých mesiacoch ďalej mierne zvýšil, na 4,5 % v decembri 2020, zatiaľ čo dynamika krátkodobého financovania pokračovala v poklese z maxima zaznamenaného v lete 2020 (časť a) grafu 24). Tento vývoj sa vysvetľuje nižším rastom úverov bánk nefinančným spoločnostiam a znížením čistého vydávania dlhových cenných papierov spoločnosťami. Čisté vydávanie kótovaných a nekótovaných akcií pritom bolo zhruba stabilné. Spomalenie odzrkadľovalo najmä dva faktory: po prvé, spoločnosti si v prvej vlnе pandémie vytvorili značné rezervy likvidity, čím sa znížila potreba ďalších núdzových pôžičiek; po druhé, potreby okamžitého financovania spoločností klesli v dôsledku odloženia plánovaných fixných investícií v prostredí zhoršujúcich sa vyhladok na krátkodobý rast. Toky financovania z vonkajších zdrojov zároveň naďalej profitovali z priaznivých podmienok financovania. Celkové nominálne náklady na financovanie nefinančných spoločností z vonkajších zdrojov, ktoré zahŕňajú bankové úvery, vydávanie dlhových cenných papierov na trhu a kapitálové financovanie, dosiahli na konci januára úroveň 4,4 % (časť b) grafu 24). Táto úroveň bola približne o 60 bázických bodov nižšia ako miestne historické maximum v marci 2020 a o 20 bázických bodov vyššia ako historické minimum v júni 2020. Od konca októbra 2020 poklesli celkové náklady na financovanie o približne 20 bázických bodov, najmä z dôvodu nižších nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a nižších nákladov na kapitálové financovanie. Dlhodobé náklady na bankové úvery tiež klesli o niekoľko bázických bodov. Predpokladá sa, že od konca januára do konca referenčného obdobia (10. marca 2021) boli celkové náklady na financovanie stabilné, pretože mierny nárast nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu, ktorý bol spôsobený vyššou

bezrizikovou sadzbou a len mierne klesajúcimi spreadmi podnikových dlhopisov, bol vyvážený poklesom nákladov na kapitálové financovanie.

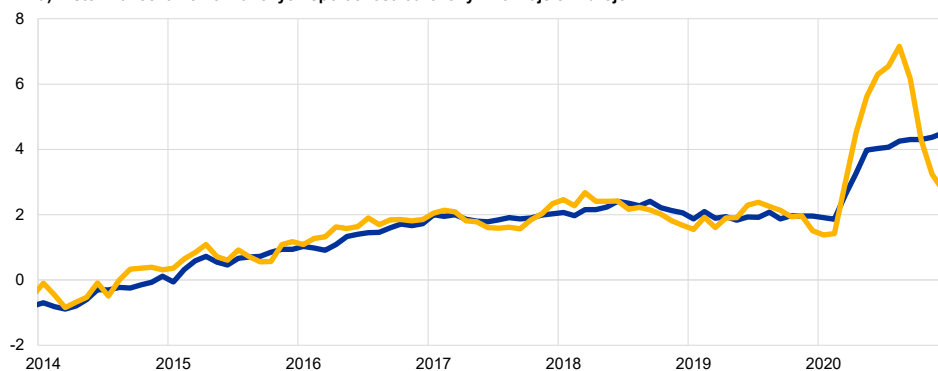
Graf 24

Financovanie nefinančných spoločností eurozóny z vonkajších zdrojov

(percentuálne zmeny – časť a); v percentách za rok – časť b))

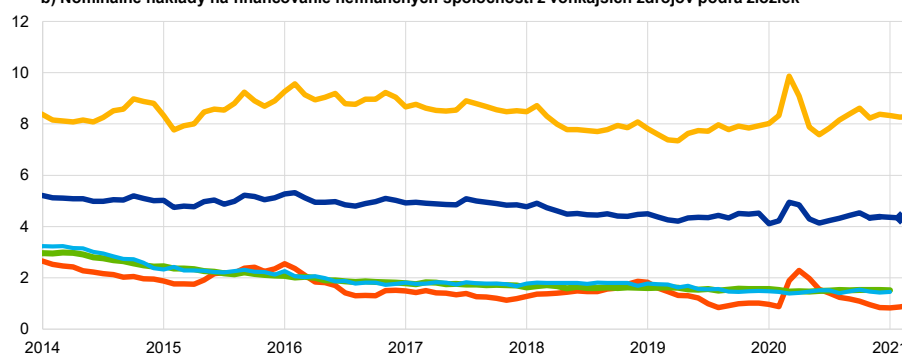
- Ročná miera rastu
- Šestmesačná anualizovaná miera rastu

a) Čisté financovanie nefinančných spoločností eurozóny z vonkajších zdrojov



- Celkové náklady na financovanie
- Náklady na kapitálové financovanie
- Náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu
- Ukazovateľ nákladov na krátkodobé úvery
- Ukazovateľ nákladov na dlhodobé úvery

b) Nominálne náklady na financovanie nefinančných spoločností z vonkajších zdrojov podľa zložiek



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 a čistej emisie kótovaných akcií. Úvery PFI sú upravené o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. 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. Tmavomodré kosoštvorce znázorňujú modelové odhady celkových nákladov na financovanie za február 2021 a marec 2021, za predpokladu, že úrokové sadzby bankových úverov zostanú nezmenené na úrovni z januára 2021. Posledné údaje na časti a) sú za december 2020. Posledné údaje na časti b) sú z 10. marca 2021 v prípade nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu (mesačný priemer denných údajov), z 5. marca 2021 v prípade nákladov na kapitálové financovanie (týždenné údaje) a z januára 2021 v prípade nákladov na poskytovanie úverov (mesačné údaje).

V dôsledku veľmi prudkého hospodárskeho poklesu počas pandémie koronavírusu (COVID-19) a silnej fiškálnej reakcie sa odhaduje, že deficit rozpočtu verejnej správy v eurozóne sa v roku 2020 zvýšil na 7,2 % HDP oproti roku 2019, keď dosiahol 0,6 % HDP. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2021 by mal pomer deficitu počas roka 2021 klesnúť na 6,1 % HDP a na konci obdobia projekcií v roku 2023 na 2,4 %. Hoci by sa tak pomer dlhu verejnej správy v eurozóne mal v roku 2023 zvýšiť približne na 95 % HDP, čo je asi o 11 percentuálnych bodov viac ako pred krízou, fiškálnu pozíciu to ovplyvní pravdepodobne o niečo menej, ako sa všeobecne očakávalo v počiatočnej fáze pandémie. Ambiciózna a koordinovaná fiškálna pozícia bude preto naďalej kritická. Podpora vnútroštátnych fiškálnych politík by tak mala pokračovať aj naďalej vzhľadom na slabý dopyt firiem a domácností v prostredí prebiehajúcej pandémie a súvisiacich opatrení proti šíreniu nákazy. Kľúčovú úlohu bude tiež zohrávať Nástroj EÚ pre ďalšie generácie (Next Generation EU – NGEU), ktorý by mal prispieť k rýchlejšiemu, udržateľnejšiemu a rovnomernejšiemu oživeniu. Zvýši sa tak ekonomická odolnosť a rastový potenciál ekonomík EÚ, najmä ak sa prostriedky použijú na produktívne verejné výdavky a budú sprevádzané štrukturálnymi politikami zvyšujúcimi produktivitu.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2021 sa saldo verejných financií v eurozóne v roku 2020 výrazne zhoršilo, predpokladá sa však, že sa bude postupne zlepšovať.¹¹ Odhaduje sa, že pomer deficitu verejných financií v eurozóne sa zvýšil z 0,6 % HDP v roku 2019 na 7,2 % HDP v roku 2020 a následne by mal klesať v roku 2021 na 6,1 % HDP, v roku 2022 na 3,1 % a v roku 2023 na 2,4 % (graf 25). Zvýšenie fiškálneho deficitu v roku 2020 možno do značnej miery pripísať zhoršeniu cyklicky upraveného primárneho salda v dôsledku opatrení na podporu hospodárstva vo výške okolo 4,25 % HDP. Najväčšiu časť z toho tvorili dodatočné výdavky, najmä vo forme transferov a dotácií firmám a domácnostiam vrátane systémov skráteného pracovného času alebo povinných dovolení. Nárast deficitu je tiež výsledkom značnej negatívnej cyklickej zložky, ktorá korešponduje s prudkým poklesom produkcie v eurozóne.¹² Očakáva sa, že následné zlepšenie rozpočtového salda bude spočiatku podporované oživením cyklicky upraveného primárneho salda, pretože časť núdzových opatrení by sa mala spájať s nižšími nákladmi ako v roku 2020 a ďalšie ozdravné opatrenia budú financované z grantov nástroja NGEU.¹³ V roku 2021 vlády vzhľadom na nové kolo opatrení na obmedzenie pohybu predĺžili mimoriadnu pomoc, rozšírili jej objem a/alebo prijali nové podporné opatrenia, ktoré sa odhadujú spolu na 3,25 % HDP. Nižšie splátky úrokov a priaznivejšia cyklická zložka tiež prispievajú k zlepšeniu rozpočtového salda predpokladanému v roku 2021. Očakáva sa však, že príspevok ekonomického cyklu

¹¹ [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2020](#) zverejnené 11. marca 2021 na internetovej stránke ECB.

¹² Treba poznamenať, že v súčasnosti je rozdelenie rozpočtového vývoja do cyklickej a trendovej zložky spojené s neobvykle veľkou mierou neistoty.

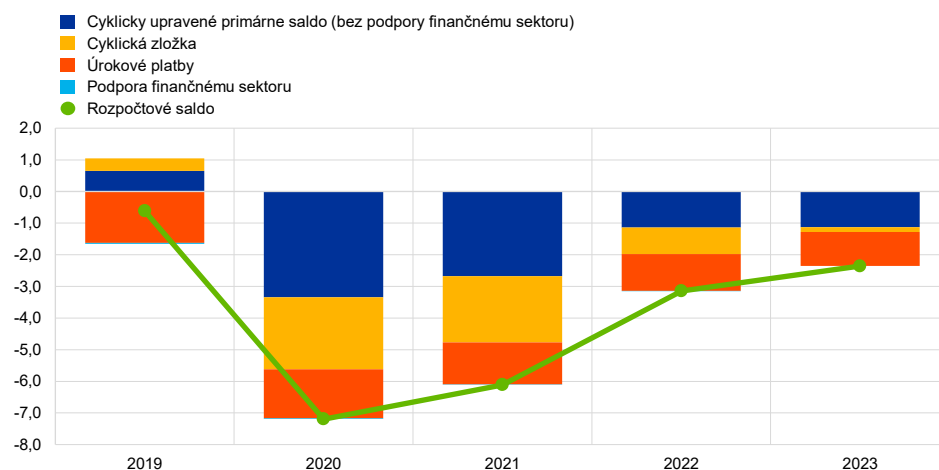
¹³ Ďalšie opatrenia na fiškálne oživenie vo výške približne 0,5 % HDP v roku 2021 (v zásade zachované počas celého obdobia prognózy) budú financované z grantov nástroja NGEU, čo zlepšuje príjmovú stránku štátneho rozpočtu prijímajúcich krajín EÚ. Celkový vplyv na saldo rozpočtu bude v rokoch čerpania grantov neutrálny, pretože zvýšené výdavky budú mať vyrovnávací účinok. Tieto granty poskytujú v porovnaní s rokom 2020 ďalší fiškálny stimul.

sa výrazne zlepši až od roku 2022 a počas celého obdobia projekcií by mal zostať negatívny. Keďže väčšina dodatočných mimoriadnych opatrení súvisiacich s pandemiou schválených na rok 2021 má dočasný charakter a očakáva sa ich zrušenie, prispievajú k zlepšeniu cyklicky upraveného primárneho salda v roku 2022.

Graf 25

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB, marec 2021.

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

Tieto fiškálne projekcie sa však spájajú s mimoriadnou neistotou, nielen pokiaľ ide o veľkosť, načasovanie a zloženie výdavkov z nástroja NGEU, ale celkovo aj preto, že hospodárske politiky reagujú na aktuálny vývoj pandémie.

Celková fiškálna pozícia bola v roku 2020 vysoko expanzívna a v roku 2021 by mala byť celkovo neutrálna, keď sa zohľadní očakávaný, príjmy zvyšujúci vplyv čerpania grantov z nástroja NGEU. Fiškálna pozícia bola podľa odhadov v roku 2020 výrazne akomodačná na úrovni 4,2 % HDP. Predpokladá sa, že po zohľadnení grantov z nástroja NGEU na strane príjmov bude v roku 2021 celkovo neutrálna.¹⁴ Očakávané sprísnenie fiškálnej pozície oproti veľmi vysokým úrovňam podpory sa tak odloží na rok 2022 (na úrovni 1,5 percentuálneho bodu HDP). V roku 2023 bude nasledovať neutrálny vývoj za predpokladu nezmenenej politiky vychádzajúceho z opatrení zohľadnených v projekciách. Bez ohľadu na to však úroveň fiškálnej podpory hospodárskeho oživenia zostáva vysoká po celé obdobie projekcií, čo odzrkadľuje aj celkové primárne fiškálne saldo, ktoré zostáva hlboko v zápornom pásme a bude sa upravovať len pomaly na -1,3 % HDP v roku 2023.

Štáty eurozóny okrem fiškálnej podpory svojich ekonomík poskytnú tiež rozsiahle úverové záruky na podporu likvidity firiem. Tieto záruky v roku 2020 dosiahli za eurozónu ako celok zhruba 17 % HDP a očakáva sa, že budú naďalej

¹⁴ Fiškálna pozícia okrem automatickej reakcie verejných financií na obchodný cyklus odráža aj cieľ a veľkosť fiškálnych stimulov do ekonomiky. Meria sa tu ako zmena pomeru cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od štátnej pomoci finančnému sektoru. Fiškálna pozícia musí byť ďalej upravená o vplyv grantov z nástroja NGEU na strane príjmov (pozri tiež predchádzajúcu poznámku pod čiarou). Konceptia fiškálnej pozície eurozóny sa podrobne rozoberá v článku s názvom [The euro area fiscal stance](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

podporovať likviditu aj v bežnom roku, pričom ich veľkosť a miera využitia sa v jednotlivých krajinách podstatne líšia. Keďže úverové záruky sú podmienenými záväzkami vlád, akýkoľvek objem realizovaných záruk bude predstavovať dodatočné verejné výdavky, ktoré zvýšia štátny dlh.

Odhaduje sa, že rozpočtové saldo v roku 2020 bolo lepšie, ako sa pôvodne predpokladalo, výhľad na rok 2021 sa však nezmenil.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2020 bol pomer salda rozpočtu verejnej správy k HDP v eurozóne na rok 2020 revidovaný nahor o 0,8 percentuálneho bodu. Táto revízia vyplynula hlavne z diskrečných fiškálnych opatrení prijatých v reakcii na pandémiu, ktoré boli o čosi menšie, ako sa pôvodne očakávalo, z revízie ďalších výdavkov a nediskrečných faktorov (ako ich zachytáva nižšie záporné cyklicky upravené saldo) a z menej negatívneho vplyvu hospodárskeho cyklu. Saldo na rok 2021 zostalo bezo zmien, keď o niečo priaznivejší vplyv obchodného cyklu vykompenzuje dodatočné rozpočtové náklady na vyššie mimoriadne výdavky (čo zachytáva revízia cyklicky upraveného primárneho salda smerom nadol). Saldo na roky 2022 a 2023 sa upravilo výrazne smerom nahor, a to vďaka priaznivejším predpokladaným príspevkom z ekonomického cyklu aj z cyklicky upraveného primárneho salda.

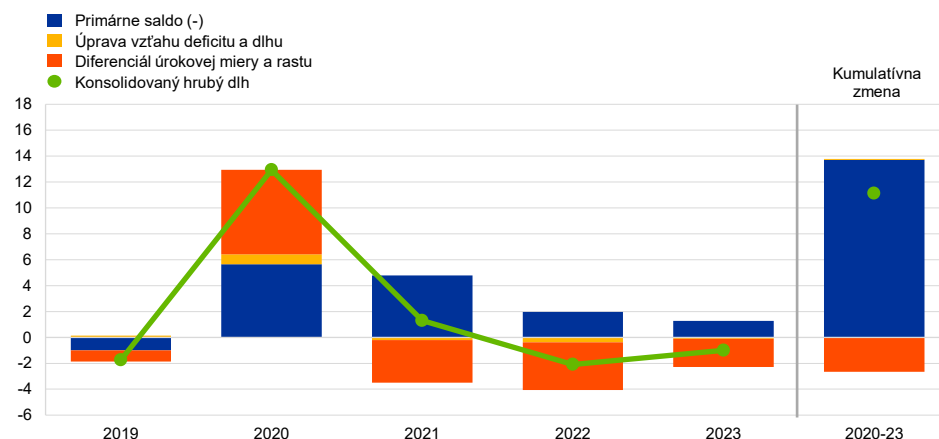
Pomer agregovaného verejného dlhu k HDP v eurozóne sa v roku 2020 výrazne zvýšil a po kulminácii na úrovni okolo 98 % v roku 2021 by mal následne v roku 2023 postupne klesať približne na 95 %.

V náraste pomeru dlhu o 12,9 percentuálneho bodu v roku 2020 a 1,3 percentuálneho bodu v roku 2021 sa vo veľkej miere odrážajú vysoké primárne deficit a v roku 2020 aj veľmi nepriaznivé diferenciály úrokových mier a rastu. Nárast v roku 2020 možno pripísať aj výraznej úprave vzťahu deficitu a dlhu v dôsledku pandemických fiškálnych opatrení (napríklad likviditná podpora pre firmy a domácnosti). Klesajúce, ale stále vysoké primárne deficity v rokoch 2022 a 2023 majú byť výrazne vykompenzované pozitívnymi príspevkami zo zlepšujúcich sa diferenciálov úrokových mier a rastu v dôsledku predpokladaného oživenia hospodárskej aktivity (graf 26). Na základe toho sa na konci horizontu projekcií v roku 2023 môže pomer dlhu k HDP pohybovať na úrovni okolo 11 percentuálnych bodov nad predkrízovou úrovňou z roku 2019 predstavujúcou 84 %. Treba však poznamenať, že kríza mala o niečo menší nepriaznivý vplyv na fiškálnu pozíciu, ako sa všeobecne očakávalo v jej počiatočnej fáze. V makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu z júna 2020 sa napríklad predpokladalo, že maximálna výška pomeru dlhu k HDP presiahne o viac ako 3 percentuálne body úroveň predpokladanú v najnovších projekciách odborníkov ECB.

Graf 26

Faktory zmeny verejného dlhu

(v percentuálnych bodoch HDP)



Zdroj: ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB, marec 2021.

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

Pokračujúca koordinácia fiškálnej politiky má zásadný význam pre nasmerovanie eurozóny do fázy udržateľného oživenia.

Aby sa zmiernil vplyv na základné fiškálne pozície krajín, fiškálne opatrenia by mali mať v čo najväčšej miere len dočasný charakter a mali by sa ešte viac zamerať na obmedzenie dlhodobých negatívnych účinkov na ekonomiku eurozóny. K fiškálnej udržateľnosti prispeje oživenie ekonomiky očakávané v roku 2021, najmä keď budú očkovacie látky proti ochoreniu COVID-19 postupne dostupné pre väčšiu časť populácie, ale hlavne podmienky financovania, ktoré by mali zostať priaznivé. Je však nevyhnutné, aby členské štáty po dostatočnom zotavení hospodárskej aktivity postupne znižovali rozpočtovú nerovnováhu. Tento proces možno znásobiť rozhodujúcim posunom k prorastovému zloženiu verejných financií a k štrukturálnym reformám, ktoré zvýšia rastový potenciál ekonomík eurozóny. Nástroj na podporu obnovy a odolnosti NGEU môže v tomto ohľade poskytnúť významnú podporu, v neposlednom rade urýchlením transformácie na zelenú a digitálnu ekonomiku.

Boxy

1 Hospodársky vývoj v eurozóne a Spojených štátoch v roku 2020

Malin Andersson, Cristina Checherita-Westphal, Ramon Gomez-Salvador, Lukas Henkel a Matthias Mohr

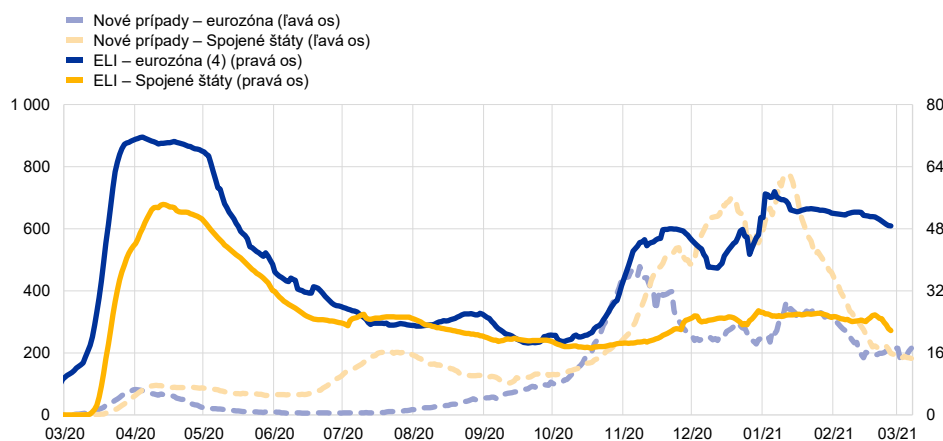
Pandémia koronavírusu (COVID-19) hlboko zasiahla Európu aj Spojené štáty.

Napriek tomu, že pandémia postihla Spojené štáty neskôr ako eurozónu a hustota obyvateľstva Spojených štátov je menšia, počet nových prípadov ochorenia COVID-19 bol v tejto krajine vo všeobecnosti vyšší ako v eurozóne, a to najmä od polovice novembra 2020 do konca februára 2021. V tejto vyššej incidencii v Spojených štátoch sa môže odrážať rôzna účinnosť protipandemických politík, ako ju meria index efektivity lockdownov (Effective Lockdown Index – ELI) firmy Goldman Sachs (graf A).¹ Keďže v Spojených štátoch bolo zavedených menej reštriktívnych opatrení ako v eurozóne, aj krátkodobá reakcia ekonomiky na politické stimuly mohla byť väčšia. Vychádzajúc z uvedeného, v tomto boxe porovnávame vývoj v eurozóne a v Spojených štátoch, pričom sa zameriavame na rok 2020.

Graf A

Infekcia COVID-19 v eurozóne a Spojených štátoch a účinnosť lockdownových politík

(ľavá os: počet nových prípadov na milión osôb, 7-dňový pohyblivý priemer; pravá os: index ELI)



Zdroj: Výpočty ECB, Oxford Economics a Goldman Sachs.

Poznámka: Effective Lockdown Index (ELI) od Goldman Sachs je kombináciou indexu Oxford COVID-19 Government Stringency Index a údajov z Google Mobility. Posledné údaje o nových prípadoch ochorenia COVID-19 sú zo 7. marca 2021; údaje indexu ELI sú z 26. februára 2021. Eurozóna (4) predstavuje indexy vážené paritou kúpnej sily v Nemecku, Francúzsku, Taliansku a Španielsku.

Reálny HDP v roku 2020 klesol viac v eurozóne ako v Spojených štátoch. Mohlo to súvisieť s viacerými faktormi. Hoci prísnejšie opatrenia na obmedzenie pohybu v eurozóne boli pravdepodobne dôležitým faktorom na pozadí uvedeného výraznejšieho poklesu HDP, rozdiely medzi týmito regiónmi môžu okrem iného

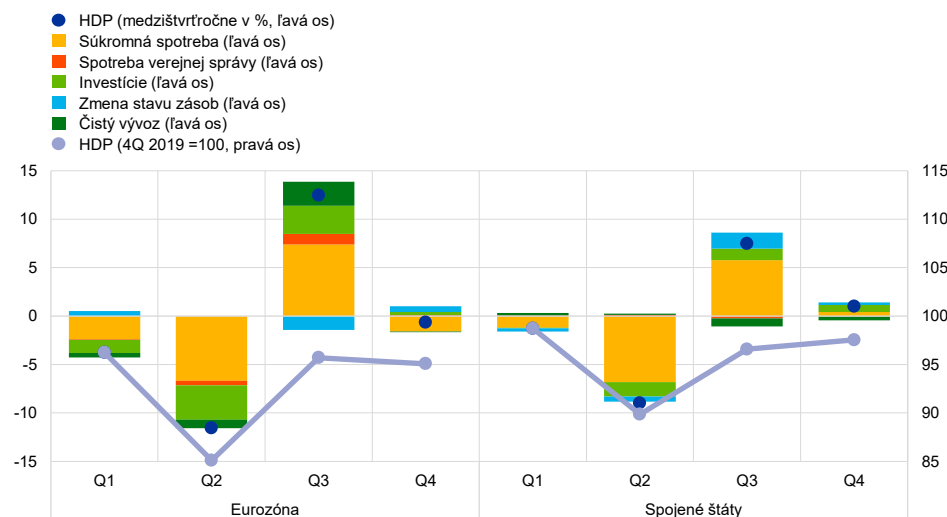
¹ Aron, J. a Muellbauer, J., [The US excess mortality rate from COVID-19 is substantially worse than Europe's](#), VoxEU, 29 September 2020.

súvisieť aj s odlišnou štruktúrou hospodárstva, rastovým potenciálom a politickými krokmi, ako aj časom výskytu pandemických vln. V porovnaní s predkrízovými úrovňami dosiahla kumulovaná strata aktivity v poslednom štvrtroku 2020 v eurozóne 4,9 % a v Spojených štátoch 2,4 % (graf B). Na základe údajov z roka 2019 sa približne tri štvrtiny reálnej pridanej hodnoty v oboch regiónoch spájali s nepriaznivo zasiahnutým sektorom služieb, zatiaľ čo podiel výrobného sektora bol len 15 % v eurozóne a 11 % v Spojených štátoch. Pokiaľ ide o komponenty dopytu, príspevok súkromnej spotreby k HDP bol počas celého roka v oboch regiónoch celkovo porovnateľný, hoci v Spojených štátoch bola poskytnutá takmer dvojnásobná podpora v oblasti príjmov (graf C). To naznačuje, že síce menšia z hľadiska objemu ale cielenejšia politika v eurozóne (t. j. prostredníctvom systémov skráteného pracovného času) mohla byť efektívna pri zmierňovaní prepadu spotreby, ktorý by bol inak zrejme ešte väčší. V prvých dvoch štvrtrokoch 2020 firmy v eurozóne odkladali svoje plánované investície viac ako v Spojených štátoch, čo naznačuje ich väčšiu citlivosť na rastúcu neistotu, klesajúci dopyt a nižšie zisky. V druhom polroku naopak eurozóna zaznamenala väčšie kumulované obnovenie rastu investícií. Pokiaľ ide o vývoz, v prvom polroku 2020 bol v eurozóne nepriaznivejšie ovplyvnený väčšou expozíciou tejto ekonomiky voči Číne a východnej Európe, zatiaľ čo Spojené štáty v prvom polroku horšie zasiahli slabý zahraničný dopyt Kanady a Latinskej Ameriky a následne aj eurozóny (a zvyšku Európy). Príspevok čistého obchodu bol celkovo menší v Spojených štátoch ako v eurozóne.

Graf B

Reálny HDP a výdavkové položky v eurozóne a Spojených štátoch v roku 2020

(ľavá os: štvrťročná percentuálna zmena, príspevky v p. b.; pravá os: 4Q 2019 = 100)



Zdroj: Výpočty ECB, Eurostat a US Bureau of Economic Analysis.

Diskrečné opatrenia fiškálnej politiky zamerané na pandemickú krízu boli v roku 2020 v eurozóne aj v Spojených štátoch rozsiahle, hoci v Spojených štátoch boli väčšie (graf C). Pandemické fiškálne opatrenia v eurozóne pozostávali hlavne z dotácií a transferov pre firmy a domácnosti vrátane programov na udržanie

pracovných miest.² Rovnako v Spojených štátoch bola hlavným opatrením fiškálnej politiky podpora domácností a firmám a poskytovala sa hlavne formou priamych transferov a dávok v nezamestnanosti. Rast spotreby verejnej správy bol väčší v Spojených štátoch a zahŕňal vyšší nárast výdavkov súvisiacich so zdravotnou starostlivosťou. Hoci je ťažké konzistentne porovnať príslušné údaje, diskrečná zložka pandemických fiškálnych opatrení sa odhaduje približne na 4,25 % HDP v eurozóne a okolo 7,75 % HDP v Spojených štátoch.

Ak započítame vplyv automatických stabilizátorov, celkový fiškálny impulz v eurozóne sa v roku 2020 približuje ekvivalentnému impulzu v Spojených štátoch. Automatické stabilizátory (vyjadrené ako zmena cyklického komponentu a iné faktory) boli podľa hodnotenia v eurozóne väčšie.³ Ich fiškálny vplyv spolu s diskrečnými opatreniami sa približuje 7 % HDP v eurozóne a zhruba 10 % HDP v Spojených štátoch. Tento celkový fiškálny impulz, alebo vo všeobecnosti povedané rozpočtové náklady na pandémiu, korešponduje s odhadovanou zmenou primárneho salda medzi rokmi 2019 a 2020. Riziká tohto porovnania sa spájajú s nedostatočným súladom údajov, časom prognózy a použitými metódami hodnotenia, ako aj s nedostupnosťou údajov o konečnom plnení rozpočtu za rok 2020.

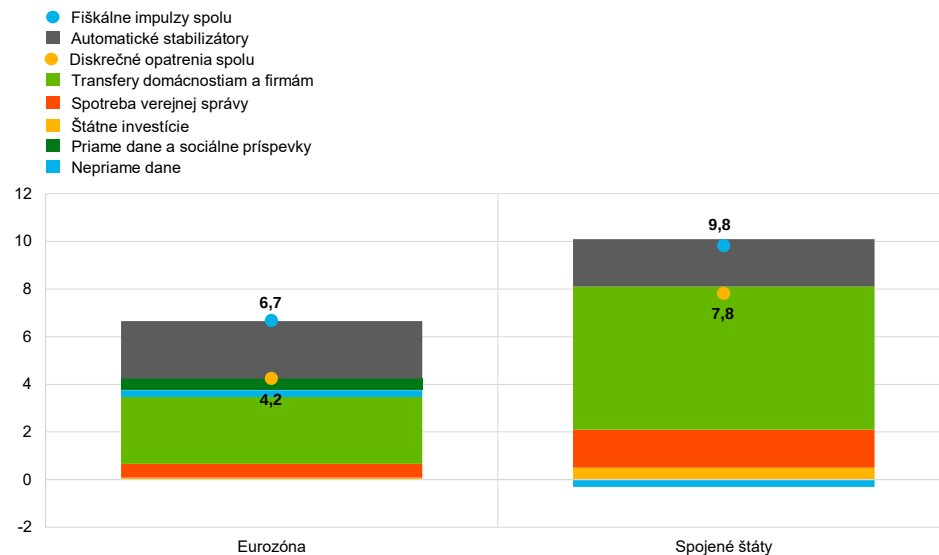
² Prehľad podporných opatrení v krajinách eurozóny je v článku s názvom [The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2021.

³ Automatické fiškálne stabilizátory sú spojené s položkami zakomponovanými do príjmov a výdavkov verejnej správy, ktoré zmierňujú fluktuáciu hospodárskej aktivity bez nutnosti uplatniť diskrečné opatrenia vlády. Podrobnejšie informácie o veľkosti a účinnosti automatických stabilizátorov v krajinách eurozóny a porovnanie so Spojenými štátmi sú v článku s názvom [Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis](#), *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2020. V praxi je ťažké rozlíšiť automatické stabilizátory a diskrečné opatrenia. Niektoré opatrenia možno považovať za kvázi automatické fiškálne stabilizátory, zatiaľ čo iné nediskrečné faktory (ako neočakávaný úbytok alebo prírastok príjmov) sa obvykle v cyklickom komponente nezachytia.

Graf C

Pandemické fiškálne impulzy v eurozóne a Spojených štátoch v roku 2020

(príspevky v p. b. k zmene pomeru salda primárneho rozpočtu a HDP)



Zdroj: Výpočty ECB, *Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2021*, odhady odborníkov Eurosystému pre eurozónu týkajúce sa diskrečných opatrení a IMF World Economic Outlook pre Spojené štáty z októbra 2020.
 Poznámka: Celkový fiškálny impulz sa týka položiek s vplyvom na rozpočtové saldo, t. j. diskrečných fiškálnych opatrení prijatých v reakcii na pandemickú krízu a automatických stabilizátorov (vyjadrených ako zmena v cyklickej položke a iné faktory). Celkový fiškálny impulz zhruba korešponduje so zmenou primárneho salda verejnej správy medzi rokmi 2019 a 2020. Z dôvodu konzistentnosti medzi krajinami sú v prípade eurozóny časti programov na udržanie pracovných miest v Nemecku a Belgicku (súvisiace s bežnými pravidlami) zahrnuté medzi diskrečné opatrenia.

Dodatočná likviditná podpora bola poskytnutá v eurozóne aj v Spojených štátoch. Vlády poskytovali firmám rôzne formy likviditnej podpory, ktorá v eurozóne pozostávala z úverových záruk v celkovom objeme 17 % kombinovaného HDP členských štátov (5,7 % v Spojených štátoch).⁴ Iné opatrenia na podporu likvidity v eurozóne mali formu výrazného odloženia daňových odvodov a kapitálových injekcií.

Reakcia menovej politiky bola významná, v Spojených štátoch však bola väčšia ako v eurozóne. Pokiaľ ide o reakciu menovej politiky, hoci ECB aj Federálny rezervný systém na pandemický šok odpovedali razantne, zníženie sadzby federálnych fondov z 1,50 až 1,75 % na 0,0 až 0,25 % a oslabenie amerického dolára zabezpečilo v Spojených štátoch dodatočný stimul.

Výrazné zvýšenie počtu zamestnancov v programoch na udržanie pracovných miest v eurozóne viedlo k zachovaniu stabilnej miery nezamestnanosti, zatiaľ čo v Spojených štátoch sa počet dočasne nezamestnaných odrazil v jej náraste (graf D).⁵ V eurozóne by sa zaznamenal oveľa väčší pokles zamestnanosti, keby všetci pracovníci v programoch na udržanie pracovných miest (zobrazených žltou farbou v grafe D) zostali nezamestnaní alebo neaktívni. Tieto programy zabránili rastu nezamestnanosti a počtu neaktívnych pracovníkov v eurozóne porovnateľnému s hodnotami v Spojených štátoch. Do konca posledného štvrtroka 2020 bola

⁴ Miera záujmu o tieto garancie bola za eurozónu ako celok relatívne nízka.

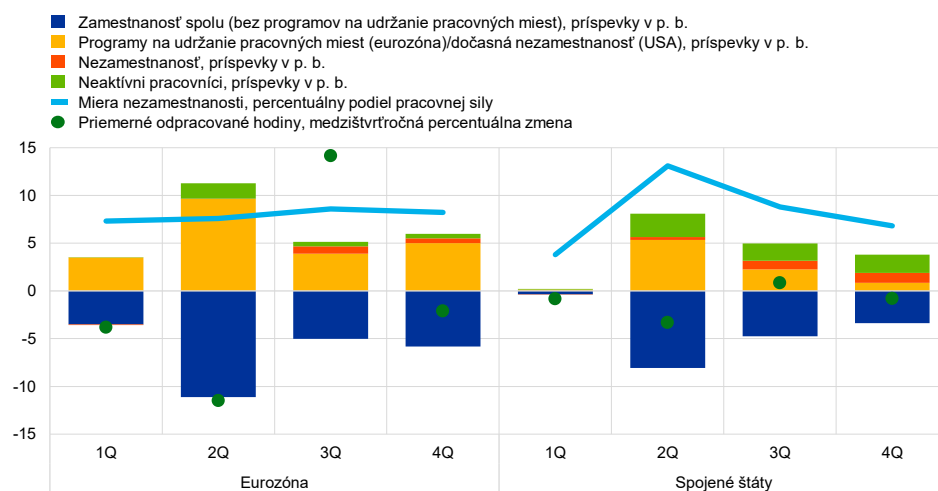
⁵ Viac v článku s názvom [The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#), *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2020.

zamestnanosť v eurozóne 1,9 % pod úrovňou z posledného štvrtroka 2019, kým v Spojených štátoch v rovnakom období klesla o 5,5 %, keďže dostupnosť týchto programov v eurozóne sa v období prijatia ďalších opatrení na obmedzenie pohybu zvýšila, zatiaľ čo oživovanie zamestnanosti v Spojených štátoch sa spomalilo.⁶ Dostupnosť programov v eurozóne znamenala výraznejšiu úpravu priemerných odpracovaných hodín.

Graf D

Vývoj na trhu práce v eurozóne a Spojených štátoch v roku 2020

(príspevky v p. b. k štvrťročnej percentuálnej zmene v populácii v aktívnom veku; pracovná sila v %; štvrťročná percentuálna zmena)



Zdroj: Výpočty ECB, Eurostat a US Bureau of Labor Statistics.

Poznámka: V prípade eurozóny modré časti grafu nezahŕňajú zamestnancov v programoch na udržanie pracovných miest. V prípade Spojených štátov červené časti grafu nezahŕňajú dočasne nezamestnaných pracovníkov.

Počas pandémie sa prudko znížila miera celkovej aj základnej inflácie v eurozóne aj v Spojených štátoch, a to pre klesajúce ceny ropy a prepád dopytu.

Základná inflácia sa v Spojených štátoch v prvom polroku rýchlejšie znižovala a potom sa mierne zvýšila, kým v eurozóne najprv len mierne klesla a v druhom polroku zostala nízka, čiastočne z dôvodu dočasného zníženia sadzby DPH v Nemecku (graf E). V oboch regiónoch možno pokles základnej inflácie pripísať na vrub položkám, ktoré sú nepriaznivo ovplyvňované sociálnymi dištančnými opatreniami. Najviac zasiahnuté položky zahŕňajú služby súvisiace s cestovným ruchom, resp. dopravu, ako aj odevný a obuvnícky sektor.⁷ Príspevok ostatných tovarov k inflácii bol v Spojených štátoch kladný, naopak v eurozóne bol záporný (graf E).⁸ Po odpočítaní vplyvu zníženia sadzby DPH v Nemecku by bol pokles harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien bez energií a potravín (HICPX)

⁶ Bez dočasného prepúšťania v Spojených štátoch, ako alternatívy k programom na udržanie pracovných miest v eurozóne, by miera nezamestnanosti v krajine v priebehu roka 2020 klesla pod 5 %.

⁷ V eurozóne má na negatívnom vplyve cestovného ruchu na ceny najväčší podiel medzinárodný cestovný ruch. Viac v boxe s názvom [Prices for travel during the COVID-19 pandemic: is there commonality across countries and items?](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2021.

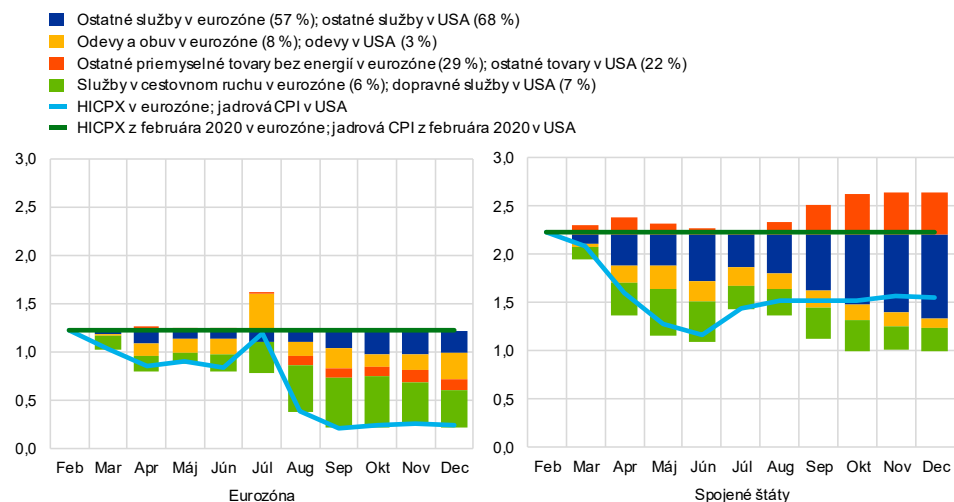
⁸ Časť rozdielov v miere inflácie možno potenciálne vysvetliť inými váhami jednotlivých položiek v koši. Rozdielmi vo váhe však nie je možné celkom vysvetliť odlišný vývoj od vypuknutia pandémie. Napríklad, inflácia iných priemyselných tovarov bez energií (NEIG) v Európe klesala (aj z dôvodu dočasného zníženia sadzby DPH v Nemecku), zatiaľ čo inflácia iných ako odevných tovarov v Spojených štátoch v posledných mesiacoch prispela k rastu inflácie. Vplyv zmien váh v rámci inflácie HICP eurozóny v roku 2021 sa rozoberá v boxe 6 v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

v eurozóne v druhom polroku 2020 menší, no zostal by výrazne pod predpandemickou úrovňou.⁹

Graf E

Základná inflácia v eurozóne a Spojených štátoch v roku 2020

(ročná percentuálna zmena; príspevky v p. b. oproti februáru 2020)



Zdroj: Výpočty ECB, Eurostat a US Bureau of Labor Statistics.

Poznámka: Hodnoty v zátvorkách vyjadrujú podiely v koši základnej inflácie. V prípade eurozóny HICPX vyjadruje HICP bez energií a potravín. V prípade Spojených štátov jadrová CPI nezahŕňa ceny potravín a energií. Posledné údaje sú z decembra 2020.

Záverom možno uviesť, že prísnejšie protipandemické opatrenia a v istej miere aj nižšia úroveň fiškálnej podpory v eurozóne v porovnaní so Spojenými štátmi mohli prispieť k rozdielnym hospodárskym výsledkom. Inflácia bola miernejšia v eurozóne, na čom sa podieľali aj osobitné faktory ako dočasné zníženie sadzby DPH v Nemecku. Politiky v eurozóne sa zdali byť priaznivejšie z hľadiska zamestnanosti, zatiaľ čo v Spojených štátoch sa zamerali všeobecnejšie na oblasť príjmov.

⁹ Napríklad graf 8 v *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2021.

Základný kapitál v eurozóne od začiatku pandémie COVID-19

Julien Le Roux

V tomto boxe sa analyzuje najnovší vývoj v oblasti základného kapitálu v eurozóne a hlavné faktory, ktoré ho ovplyvňujú.

Pozornosť sa pritom kladie na úlohu, ktorú vo vývoji základného kapitálu zohrávajú investície a odpisovanie a vyradovanie fixných aktív. Box tiež približuje, nakoľko sa najnovší vývoj podobá na vývoj počas veľkej finančnej krízy a následnej krízy štátneho dlhu v eurozóne.¹ Analýza vychádza najmä zo štvrťročných odhadov Európskej centrálnej banky (ECB) týkajúcich sa základného kapitálu, ktoré sú založené na optimalizačnom modeli využívajúcom ročné údaje Eurostatu (s dvojročným oneskorením) a ich interpoláciu.² Predovšetkým najnovšie údaje a analýzy je preto potrebné posudzovať s rezervou, keďže v budúcnosti môžu prejsť výraznou revíziou.

Stav základného kapitálu predstavuje významný faktor pri analýze ponuky. Na odhadnutie možného vplyvu krízy spôsobenej pandemiou koronavírusu (COVID-19) na potenciálny rast je preto nevyhnutné vykonať analýzu zmien v základnom kapitále.³ Pri hodnotení trendov produktivity práce je mimoriadne dôležitý aj ukazovateľ množstva kapitálu na pracovníka, teda kapitálová náročnosť. Porozumenie vývoju základného kapitálu v poslednom období je preto dôležité z pohľadu analýzy strednodobého a dlhodobého vplyvu krízy COVID-19 na faktory na strane ponuky a na potenciálny rast.

Tempo rastu reálneho základného kapitálu sa podľa odhadov na začiatku krízy COVID-19 mierne spomalilo. Po stabilnom raste zaznamenanom od začiatku roka 2017 sa reálny základný kapitál v eurozóne v druhom a treťom štvrťroku 2020 medziročne zvýšil o 1,0 %, v porovnaní s rastom o 1,1 % v prvom štvrťroku 2020 (graf A). Relatívna stabilita základného kapitálu zakrýva vplyv, ktorý kríza COVID-19 mohla mať na hodnotu kapitálu. Asymetrická sektorová povaha pandemického šoku môže znamenať výrazné poklesy hodnoty základného kapitálu v jednotlivých sektoroch. Letecké spoločnosti už napríklad znížili hodnotu niektorých aktív.⁴ Vplyv na ocenenie sa minimálne v krátkodobom horizonte neprejavuje na objeme základného kapitálu. Obmedzený vplyv krízy na základný kapitál navyše zakrýva

¹ Box sa zameriava na verejný aj súkromný základný kapitál, hoci väčšinu základného kapitálu a investícií v eurozóne tvoria súkromné aktíva (približne 85 % investícií aj základného kapitálu).

² Hofmeister, Z. a van der Helm, R.: *Estimating non-financial assets by institutional sector for the euro area*, *Statistics Paper Series*, No 23, ECB, May 2017. Metodika je založená najmä na interpolácii ročného základného kapitálu, pričom ako štvrťročný profilový ukazovateľ sa používa štvrťročný ukazovateľ tvorby hrubého fixného kapitálu (Gross Fixed Capital Formation – GFCF). Interpoláčna technika sa aplikuje na prvé diferencie hodnôt ročného základného kapitálu; výsledný štvrťročný základný kapitál (vrátane prognóz posledných štvrťrokov) je následne podľa potreby vyvážený tak, aby sa docielila vyvážená matica aktív podľa sektorov. V prípadoch, keď ročné údaje týkajúce sa základného kapitálu nie sú vzhľadom na dvojročné oneskorenie pri ich zverejňovaní dostupné, sa tieto ročné údaje odvodzia pomocou metódy stálych zásob (Permanent Inventory Method – PIM) alebo tzv. rovnice akumulácie kapitálu. Koeficienty pre posledné roky sú v prípade ich nedostupnosti extrapolované na základe minulého vývoja, inverznej metódy PIM alebo na základe odborných informácií.

³ *The impact of COVID-19 on potential output in the euro area*, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2020.

⁴ *All you need to know about aircraft values in 2021*, International Bureau of Aviation, February 2021.

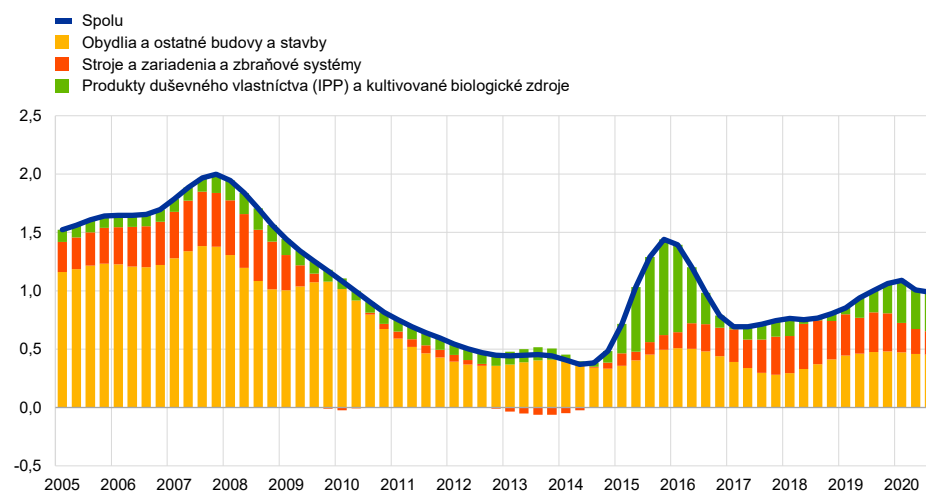
veľké rozdiely v prípade jednotlivých aktív. Pokiaľ ide o konkrétne aktíva, výrazné príspevky k poklesu reálneho základného kapitálu dosiahli zložky stroje a zariadenia a produkty duševného vlastníctva. Naopak, príspevok zložky obydľia a ostatné budovy a stavby k zhoršeniu situácie bol menší (graf A).

Graf A

Doterajšia odolnosť rastu základného kapitálu

Príspevky aktív k rastu reálneho základného kapitálu

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Výpočty ECB založené na údajoch Eurostatu.

Celkovo zostáva tempo rastu reálneho základného kapitálu od nástupu pandémie relatívne stabilné.

Hodnotenie vývoja v prvých štvrtrokoch 2020 a snaha o porovnanie so situáciou počas kríz v rokoch 2008 a 2011 je náročné. Kríza COVID-19 sa ešte neskončila a je odlišnej povahy ako veľká finančná kríza či kríza štátneho dlhu, keďže v oboch prípadoch išlo o hospodársku krízu vyvolanú finančnou krízou. Pandémia výraznejšie postihuje aktivitu v sektore služieb, zatiaľ čo jej vplyv na kapitálovo najnáročnejšie odvetvia, akým je napríklad výroba, je o niečo nižší. Po odznení veľkej finančnej krízy sa tempo rastu základného kapitálu postupne znížilo z ročného priemeru viac ako 1,5 % pred rokom 2008 na približne 0,4 % v období rokov 2011 až 2014 (graf A). Oživenie rastu základného kapitálu nastalo až začiatkom roka 2014, pričom najvýraznejšie k nemu prispelo obnovenie rastu aktív v zložke stroje a zariadenia a v zložke produkty duševného vlastníctva. V prípade odznievajúcej krízy COVID-19 však doposiaľ nebol takýto strednodobý až dlhodobý vývoj zaznamenaný. Podobne ako v rokoch 2008 a 2011, aj kríza COVID-19 výrazne ovplyvňuje rast kapitálu v zložke stroje a zariadenia (graf B). Naopak, investície do obydľia a ostatných budov a stavieb zostávajú voči súčasnému vývoju odolné, a to do rovnakej miery ako v rokoch 2008 a 2011. Kríza v roku 2008 však mala v tomto smere dlhodobý nepriaznivý dosah. Pokiaľ ide o produkty duševného vlastníctva, porovnanie s veľkou finančnou krízou komplikuje presunutie tržieb z predaja a nehmotných aktív

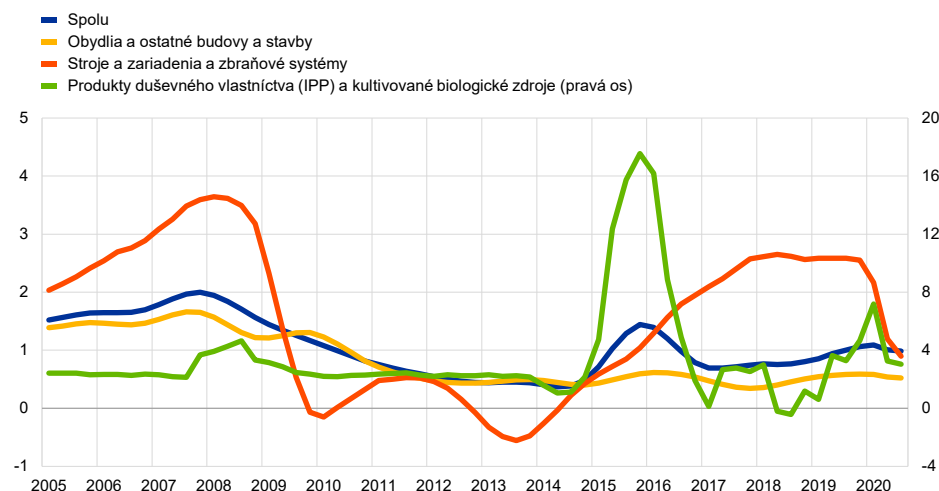
nadnárodných podnikov v niektorých krajinách v posledných rokoch.⁵ Po troch pozorovateľných štvrtrokoch krízy je spomalenie tempa rastu základného kapitálu v prípade produktov duševného vlastníctva výraznejšie ako v rokoch 2008 a 2011, hoci aj východisková hodnota je vyššia (graf B).

Graf B

Celkový rast základného kapitálu a rozdiely v raste v jednotlivých sektoroch

Rast reálneho základného kapitálu podľa aktíva

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Výpočty ECB založené na údajoch Eurostatu.

Tlmený pokles rastu základného kapitálu zrejme spôsobili nižšie investície, ktoré boli čiastočne vykompenzované o niečo nižšími odpismi.⁶ Tvorba hrubého fixného kapitálu v eurozóne sa v prvej polovici roka 2020 znížila, čo nepriaznivo ovplyvnilo základný kapitál. Prvé dostupné predbežné údaje naznačujú, že nižšie odpisy podporili vývoj v oblasti základného kapitálu.

Šok spôsobený pandemiou COVID-19 negatívne ovplyvnil základný kapitál v eurozóne, a to najmä prostredníctvom nižších investícií. Vysoká miera neistoty napriek priaznivým podmienkam financovania nepriaznivo ovplyvňuje investičné rozhodnutia, najmä v prípade podnikových investícií. Slabší domáci dopyt a klesajúce podnikové marže tlmili investičné výdavky. V medziročnom vyjadrení sa preto celková tvorba hrubého fixného kapitálu znížila o 20 % v druhom štvrtroku 2020 a o 4,3 % v treťom štvrtroku 2020. Pandémia výrazne obmedzila investície, zatiaľ čo počas veľkej finančnej krízy bol pokles pomalší a menej prudký (časť a) grafu C).

⁵ Viaceré veľké nadnárodné spoločnosti presunuli v posledných rokoch svoje podnikové aktivity, predovšetkým základné produkty duševného vlastníctva, do Írska. Predaje (produkcia) vygenerované pomocou duševného vlastníctva preto zaznamenali výrazný príspevok k investíciám a základnému kapitálu v Írsku. Viac informácií sa nachádza v Khder, M. a Montornès, J.: [The impact of multinationals' transfers on Irish GDP](#), *Eco Notepad*, No 202, Banque de France, February 2021.

⁶ Odhady čistého základného kapitálu sú vo všeobecnosti založené na metóde trvalých zásob (perpetual inventory method – PIM), ktorú možno aproximovať pomocou rovnice akumulácie kapitálu, v rámci ktorej sa prepája čistý základný kapitál (NCS_t) s investíciami ($GFCF_t$), mierou vyradenia a odpisov δ_t a s preceňovaním β_t : $NCS_t = (1 - \delta_t + \beta_t)NCS_{t-1} + GFCF_t$. Pre jednoduchosť, tzv. miera odpisov v tomto boxe zahŕňa vyradenie aktíva aj spotrebu fixného kapitálu, ktorá zohľadňuje opotrebovanie kapitálu potrebného na výrobu.

Napriek rekordne nízkemu rastu investícií v prvom polroku 2020 nebolo spomalenie tempa rastu investícií také výrazné, ako sa pôvodne očakávalo.

Zmeny v investíciách zvyčajne svojím rozsahom prekonávajú zmeny v pridanej hodnote, pričom tento jav sa bežne označuje ako akceleračný efekt. Počas krízy COVID-19 však akceleračný efekt nepretrval. Zmeny v investíciách zaznamenané v roku 2020 v najväčších krajinách eurozóny boli porovnateľného rozsahu ako v prípade pridanej hodnoty (časť b) grafu C).⁷ Pre odolnosť tvorby hrubého fixného kapitálu existuje niekoľko vysvetlení. Nefinančné korporácie vo všeobecnosti vstúpili do pandémie so zdravými súvahami a aj naďalej mohli využívať dostupné úverové kanály. Sociálne dištančné opatrenia a práca na diaľku môžu tiež zvyšovať potrebu investícií do digitálnych technológií. Nutná reorganizácia dodávateľských reťazcov mohla tiež viesť k vzniku nových investičných príležitostí. Tieto faktory prispeli k odolnosti rastu základného kapitálu.

⁷ [Economic outlook - February 2021](#), Institut national de la statistique et des études économiques, Paris, p. 30-31.

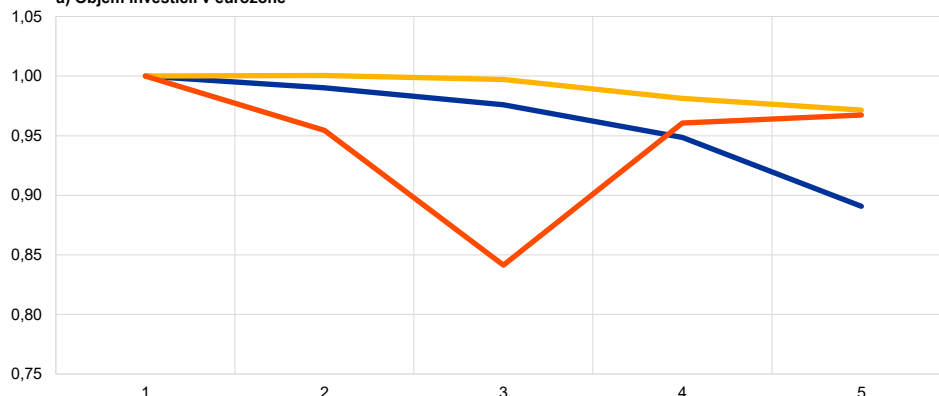
Graf C

Pokles investícií v eurozóne: porovnanie s minulými recesiami

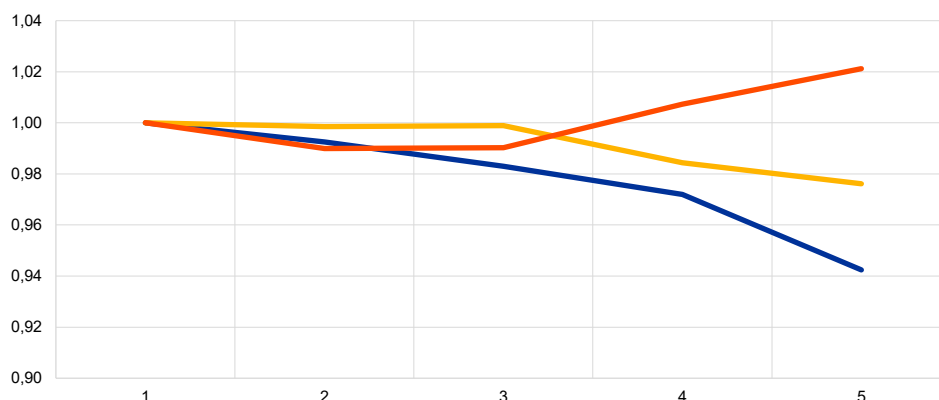
(os x: štvrťroky; os y: v percentuálnych bodoch)

■ 1Q 2008
■ 2Q 2011
■ 4Q 2019

a) Objem investícií v eurozóne



b) Investície v eurozóne ako podiel na pridanej hodnote



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje vývoj tvorby hrubého fixného kapitálu počas každej recesie, pričom prvému štvrťroku pred začiatkom recesie je priradená hodnota 1. Štvrťrok pred začiatkom recesie je uvedený v legende. Vzorka nezahŕňa Írsko, vzhľadom na vysokú volatilitu a jej vplyv na investície v Írsku v posledných rokoch.

Nižšia miera odpisov čiastočne kompenzovala oslabenie vplyvu investícií na základný kapitál.

Z teoretického hľadiska mohla pandémia COVID-19 ovplyvniť vyradovanie a odpisovanie kapitálu odlišným spôsobom. Na jednej strane môžu likvidácie podnikov viesť k vyradovaniu niektorých kapitálových aktív ešte pred koncom ich životnosti. Na strane druhej však môže životnosť existujúcich aktív predlžovať ich menej intenzívne využívanie, napríklad ak boli počas lockdownu vypnuté. Existujú tvrdenia, že odpisovanie kapitálu bude procyklické a bude sa spájať s obdobiami výraznejšej údržby kapitálu v obdobiach poklesu.⁸ Niektoré údaje z prvých troch štvrťrokov 2020 naznačujú, že v danom období prevládal vplyv nižšieho opotrebovania kapitálu, čo viedlo k nižším odpisom základného kapitálu. Z údajov o základnom kapitále a investíciách možno extrahovať mieru odpisov, ktorá sa aj napriek určitej miere neistoty zrejme v prvých štvrťrokoch 2020 v eurozóne a v jej

⁸ Albonico, A., Pappa, E. a Sarantis, K.: Capital maintenance and depreciation over the business cycle, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 39, Issue C, Elsevier, 2014, pp. 273-286.

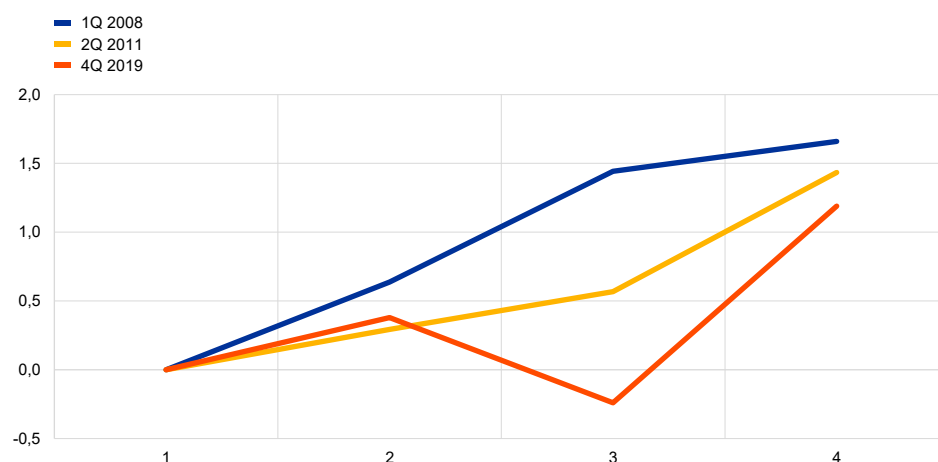
najväčších krajinách znížila. Spotreba fixného kapitálu, ktorá však nezohľadňuje vyradovanie kapitálu,⁹ sa v priebehu roka 2020 spomalila (graf D), čo odráža nižšie opotrebovanie výrobných kapacít. Súčasné politické opatrenia vo forme záruk za úvery a čiastočného zdieľania mzdových nákladov v rámci schém skráteného pracovného času mohli ochrániť spoločnosti pred likvidáciou a predísť vyradovaniu kapitálu. Zdá sa preto, že miera odpisov aspoň dočasne podporila aj vývoj základného kapitálu.

Graf D

Pokles spotreby fixného kapitálu: porovnanie s minulými recesiami

Spotreba fixného kapitálu na jednotku pridanej hodnoty v najväčších krajinách eurozóny

(os x: štvrťroky; os y: v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje kumulované zmeny v tvorbe hrubého fixného kapitálu na jednotku pridanej hodnoty, pričom prvému štvrťroku pred začiatkom recesie je priradená hodnota 1. Štvrťrok pred začiatkom recesie je uvedený v legende. Vzhľadom na volatilitu niektorých radov alebo nedostupnosť údajov v niektorých krajinách tento graf zobrazuje celkovú zmenu zaznamenanú v Nemecku, Francúzku, Taliansku a Španielsku.

Dlhodobý vplyv krízy COVID-19 na základný kapitál zostáva naďalej veľmi neistý, predovšetkým pokiaľ ide o významné štrukturálne zmeny.

Dvojročné oneskorenie pri zverejňovaní oficiálnych štatistických údajov o základnom kapitále sťažuje hodnotenie nedávnych a súčasných zmien. Na jednej strane nemožno vylúčiť, že pandémia môže mať dlhodobé nepriaznivé dôsledky pre základný kapitál. Ukončenie cielených podporných politických opatrení by mohlo viesť k nárastu podnikových zlyhaní a vyradovania kapitálu, ako aj k pomalšiemu rastu investícií. Na druhej strane môže pandémia vyvolať alebo zrýchliť štrukturálne zmeny v hospodárstve. Balík Next Generation EU napríklad podporí úsilie o vnútroštátne investície. Stav základného kapitálu môžu do veľkej miery ovplyvniť aj ďalšie dlhodobé faktory, ako napríklad klimatická zmena, ktorá by podľa očakávaní mala viesť k obnove základného kapitálu. Najnovší každoročný podnikový prieskum Európskej investičnej banky (EIB) konštatuje, že dva z troch podnikov v EÚ uskutočnili

⁹ Spotreba fixného kapitálu sa v eurozóne podieľa na odpisovaní kapitálu v priemere jednou polovicou, pričom zvyšnú časť tvorí vyradovanie kapitálu.

alebo plánujú uskutočniť investície, ktorých cieľom je riešenie vplyvov
poveťernostných udalostí a zníženie emisií uhlíka.¹⁰

¹⁰ [EIB Group survey on investment and investment finance 2020](#), European Investment Bank, 1 December 2020.

Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 4. novembra 2020 do 26. januára 2021

Daniel Gybas a Christian Lizarazo

V tomto boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB a vývoj v oblasti likvidity počas siedmeho a ôsmeho obdobia udržiavania minimálnych povinných rezerv v roku 2020, ktoré trvali od 4. novembra 2020 do 26. januára 2021 (ďalej „sledované obdobie“). Dňa 10. decembra Rada guvernérov ECB prijala niekoľko úprav menovej politiky. Rozhodla o navýšení rámca núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP) o 500 mld. € na spolu 1 850 mld. € a o predĺžení jeho platnosti o deväť mesiacov, t. j. minimálne do konca marca 2022. Okrem toho rozhodla o uskutočnení troch dodatočných cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) a o predĺžení obdobia uplatňovania výrazne výhodnejších podmienok o dvanásť mesiacov do júna 2022. Kompletný prehľad prijatých opatrení sa nachádza v [ôsmom čísle Ekonomického bulletinu v roku 2020](#).

Úroveň likvidity centrálnych bánk v bankovom systéme sa v sledovanom období naďalej zvyšovala. Bolo to spôsobené najmä realizáciou nákupov aktív v rámci programu nákupu aktív (APP) a programu PEPP a vyrovnaním operácie TLTRO III.6, ako aj miernejším poklesom čistých autonómnych faktorov likvidity.

Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a povinných minimálnych rezerv, sa v sledovanom období znížila o 18,2 mld. € na 2 026,3 mld. €. K poklesu pod úroveň zaznamenanú v predchádzajúcom sledovanom období, t. j. počas piateho a šiesteho udržiavacieho obdobia roku 2020, prispelo zníženie čistých autonómnych faktorov o 20,1 mld. € na 1 881,5 mld. €, ktoré prevýšilo mierny nárast povinných minimálnych rezerv o 1,8 mld. € na 144,8 mld. € (časť tabuľky A s názvom Ostatné informácie o likvidite).

Pokles čistých autonómnych faktorov spôsobili predovšetkým nižšie vládne vklady, čím došlo k čiastočnému obratu rastúceho trendu zaznamenaného od marca 2020. Vládne vklady sa znížili o 141,1 mld. € (alebo o 19 %) na 588,7 mld. €. Celkovo dosahujú vládne vklady aj napriek poklesu z rekordného maxima dosiahnutého v septembri 2020 viac ako dvakrát vyššiu hodnotu ako bol ich priemer na úrovni 213,1 mld. € v rovnakom období (4. november až 26. január) predchádzajúcich rokov (2020, 2019 a 2018). Mimoriadne rýchly rast vládnych vkladov v období od marca do septembra 2020 pravdepodobne spôsobila zmena v riadení hotovosti vládami krajín eurozóny počas krízy spôsobenej pandémiou koronavírusu (COVID-19). Hoci pokles vládnych vkladov v sledovanom období môže naznačovať začiatok procesu normalizácie, aj naďalej v tomto smere pretrvávajú riziká v súvislosti s vývojom krízy COVID-19. Nižšie vládne vklady boli čiastočne vykompenzované nárastom hodnoty bankoviek v obehu (o 31,8 mld. €

na 1 416,7 mld. €) a zvýšením ostatných autonómnych faktorov (o 32,0 mld. € na 915,7 mld. €). Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa celkovo znížili o 77,4 mld. € na úroveň 2 921,0 mld. €, čo čiastočne vykompenzoval pokles autonómnych faktorov poskytujúcich likviditu o 57,2 mld. € na 1 039,8 mld. €. Tento pokles spôsobila nižšia hodnota čistých aktív denominovaných v eurách. Celkovo sa čistý sterilizačný vplyv autonómnych faktorov znížil o 20,1 mld. € na 1 881,5 mld. €. Tabuľka A sumarizuje vyššie uvedené autonómne faktory a ich vývoj.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosystéme

Pasíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 4. november 2020 – 26. január 2021						Predchádzajúce sledované obdobie: 22. júl 2020 – 3. november 2020
	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie: 4. november – 15. december		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie: 4. november – 15. december
Autonómne faktory likvidity	2 921,0	(-77,4)	2 966,1	(-56,7)	2 875,8	(-90,3)	2 998,3 (+149,0)
Bankovky v obehu	1 416,7	(+31,8)	1 403,9	(+14,8)	1 429,4	(+25,5)	1 384,9 (+27,3)
Vládne vklady	588,7	(-141,1)	647,0	(-101,9)	530,3	(-116,7)	729,7 (+146,7)
Ostatné autonómne faktory (čisté) ¹	915,7	(+32,0)	915,2	(+30,4)	916,1	(+1,0)	883,7 (-25,1)
Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy	2 850,3	(+287,6)	2 816,7	(+163,3)	2 883,9	(+67,2)	2 562,7 (+529,6)
Povinné minimálne rezervy²	144,8	(+1,8)	144,0	(+0,4)	145,5	(+1,5)	142,9 (+2,6)
Jednodňové sterilizačné operácie	561,2	(+125,8)	535,4	(+74,7)	586,9	(+51,5)	435,4 (+104,8)
Dolaďovacie operácie na stiahnutie likvidity	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0 (+0,0)

Zdroj: ECB.

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

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

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

Aktíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 4. november 2020 – 26. január 2021						Predchádzajúce sledované obdobie: 22. júl 2020 – 3. november 2020	
	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie: 4. november – 15. december		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie: 4. november – 15. december	
Autonómne faktory likvidity	1 039,8	(-57,2)	1 092,9	(-3,1)	986,7	(-106,2)	1 097,0	(+41,6)
Čisté zahraničné aktíva	856,8	(-8,4)	865,1	(+0,7)	848,6	(-16,5)	865,2	(-42,1)
Čisté aktíva v eurách	183,0	(-48,8)	227,8	(-3,8)	138,1	(-89,7)	231,8	(+83,7)
Nástroje menovej politiky	5 437,7	(+395,1)	5 369,6	(+184,7)	5 505,8	(+136,2)	5 042,6	(+744,3)
Operácie na voľnom trhu	5 437,7	(+395,1)	5 369,6	(+184,7)	5 505,8	(+136,2)	5 042,6	(+744,3)
Tendre	1 773,9	(+125,9)	1 754,9	(+45,8)	1 792,9	(+38,0)	1 648,0	(+435,5)
Hlavné refinančné operácie	0,4	(-0,9)	0,5	(-0,8)	0,3	(-0,2)	1,3	(+0,7)
3-mesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO)	0,9	(-0,7)	0,9	(-0,3)	0,9	(-0,0)	1,6	(-0,6)
Operácie TLTRO II	22,5	(-17,9)	29,3	(-4,7)	15,7	(-13,6)	40,4	(-242,4)
Operácie TLTRO III	1 724,2	(+141,5)	1 699,0	(+49,8)	1 749,4	(+50,4)	1 582,7	(+890,8)
Preklenovacie (LTRO)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-228,6)
Núdzové pandemické dlhodobejšie refinančné operácie (PELTRO)	25,9	(+3,9)	25,3	(+1,8)	26,6	(+1,3)	22,1	(+15,7)
Portfóliá priamych nákupov	3 663,8	(+269,2)	3 614,7	(+138,9)	3 712,9	(+98,2)	3 394,6	(+308,8)
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,2)
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,0)	2,7	(-0,0)	2,8	(-0,1)
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	287,3	(+1,5)	286,8	(-0,0)	287,8	(+1,0)	285,8	(+3,5)
Program pre trhy s cennými papiermi	28,6	(-4,5)	28,6	(-3,4)	28,6	(+0,0)	33,1	(-3,6)
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	29,7	(+0,1)	29,9	(+0,6)	29,6	(-0,3)	29,6	(-1,2)
Program nákupu aktív verejného sektora	2 337,1	(+53,9)	2 329,0	(+29,0)	2 345,2	(+16,2)	2 283,2	(+53,1)
Program nákupu aktív podnikového sektora	249,9	(+17,6)	247,9	(+9,7)	252,0	(+4,1)	232,3	(+15,3)
Núdzový pandemický program nákupu aktív	727,9	(+200,6)	689,4	(+103,0)	766,5	(+77,1)	527,3	(+242,0)
Jednodňové refinančné operácie	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Zdroj: ECB.

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

Ostatné informácie o likvidite

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 4. november 2020 – 26. január 2021						Predchádzajúce sledované obdobie: 22. júl 2020 – 3. november 2020	
	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie: 4. november – 15. december		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie: 4. november – 15. december	
Celková spotreba likvidity ¹	2 026,3	(-18,2)	2 017,5	(-53,2)	2 035,0	(+17,5)	2 044,5	(+109,8)
Čisté autonómne faktory ²	1 881,5	(-20,1)	1 873,5	(-53,6)	1 889,5	(+16,0)	1 901,6	(+107,3)
Nadbytočná likvidita ³	3 411,4	(+413,4)	3 352,1	(+238,0)	3 470,8	(+118,7)	2 998,0	(+634,5)

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 autonómymi faktormi likvidity na strane pasív a autonómymi 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 sadzieb

(priemerné hodnoty v %)

	Aktuálne sledované obdobie: 4. november 2020 – 26. január 2021						Predchádzajúce sledované obdobie: 22. júl 2020 – 3. november 2020	
	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie: 4. november – 15. december		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie: 4. november – 15. december	
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	-0,475	(-0,01)	-0,471	(-0,00)	-0,478	(-0,01)	-0,468	(-0,01)
€STR	-0,559	(-0,01)	-0,556	(+0,00)	-0,562	(-0,01)	-0,553	(-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 eurová krátkodobá sadzba (€STR) plus 8,5 bázického bodu. Uvedené rozdiely v zmenách eurovej jednodňovej úrokovej sadzby (EONIA) a €STR sú spôsobené zaokrúhlením.

Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

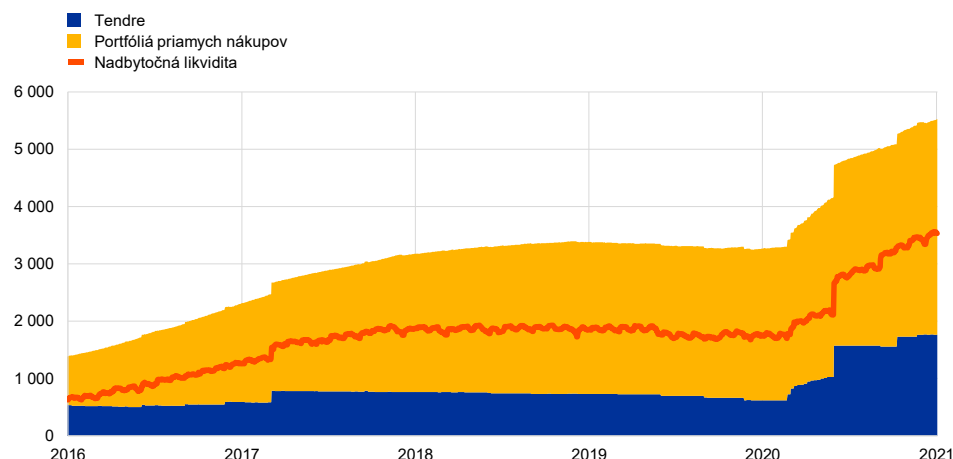
Priemerná výška likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky sa v sledovanom období zvýšila o 395,1 mld. € na 5 437,7 mld. € (graf A).

Približne 68 % tohto zvýšenia likvidity bolo výsledkom pokračujúcich čistých nákupov v rámci programov nákupu aktív, najmä programu PEPP, zatiaľ čo zvyšných 32 % je výsledkom úverových operácií, a to najmä pridelenia operácie TLTRO III.6 v decembri.

Graf A

Vývoj likvidity poskytovanej prostredníctvom operácií na voľnom trhu a nadbytočnej likvidity

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 26. januára 2021.

Priemerná výška likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období zvýšila o 125,9 mld. €, najmä v dôsledku vyrovnania šiestej operácie v programe TLTRO III. Priemerný nárast likvidity poskytnutej prostredníctvom TLTRO III o 141,5 mld. € bol čiastočne vykompenzovaný splatnosťou a/alebo dobrovoľnými predčasnými splátkami v rámci programu TLTRO II, pretože protistrany prechádzali z TLTRO II na TLTRO III. Splacnosti a splátky v rámci programu TLTRO II dosiahli v priemere 17,9 mld. €. Operácie PELTRO navýšili likviditu o ďalších 3,9 mld. €. Hlavné refinančné operácie (MRO) a trojmesačné LTRO naďalej hrali iba okrajovú úlohu, pričom priemerný objem oboch pravidelných refinančných operácií sa v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím znížil o 1,6 mld. € na 1,3 mld. €.

V dôsledku čistých nákupov v rámci programov APP a PEPP sa priame portfóliá zároveň zvýšili o 269,2 mld. € na 3 663,8 mld. €. Priemerné držby v rámci programu PEPP dosiahli 727,9 mld. €, čo v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím predstavuje nárast o 200,6 mld. €. Nákupy v rámci programu PEPP predstavovali zďaleka najväčší nárast zo všetkých programov nákupu aktív. Ďalej nasledovali program nákupu aktív verejného sektora (PSPP) a program nákupu aktív podnikového sektora (CSPP) s priemerným nárastom o 53,9 mld. € na 2 337,1 mld. €, resp. o 17,6 mld. € na 249,9 mld. €.

Nadbytočná likvidita

Priemerný objem nadbytočnej likvidity sa zvýšil o 413,4 mld. € na 3 411,4 mld. € (graf A). Zostatky na bežnom účte v bankách, ktoré presahovali povinné minimálne rezervy, vzrástli o 287,6 mld. € na 2 850,3 mld. €, zatiaľ čo priemerný objem jednoduchých sterilizačných operácií sa zvýšil o 125,8 mld. € na 561,2 mld. €.

Čiastočné oslobodenie nadbytočnej likvidity zo záporného úročenia sadzbou jednoduchých sterilizačných operácií v rámci systému dvojúrovňového úročenia sa vzťahuje iba na zostatky na bežných účtoch. Banky sú preto ekonomicky motivované držať rezervy na svojom bežnom účte namiesto jednoduchých sterilizačných operácií, a to do výšky oslobodenia v rámci systému dvojúrovňového úročenia. Z dôvodu prevádzkovej pohodlnosti a/alebo regulačného prístupu sú zostatky presahujúce oslobodený objem často ponechávané v jednoduchých sterilizačných operáciách.

Vývoj úrokových sadzieb

Priemerná sadzba €STR zostala v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím v podstate bez zmeny. Počas aktuálneho sledovaného obdobia dosahovala sadzba €STR v priemere –55,9 bázického bodu, v porovnaní s priemerom –55,3 bázického bodu v predchádzajúcom sledovanom období. Od októbra 2019 sa sadzba EONIA vypočítava ako €STR plus pevný spread vo výške 8,5 bázického bodu. Z toho dôvodu sa EONIA vyvíjala a aj naďalej sa bude vyvíjať paralelne so sadzbou €STR. Menovopolitické sadzby ECB – úrokové sadzby jednoduchých sterilizačných operácií, hlavných refinančných operácií a jednoduchých refinančných operácií – zostali v sledovanom období bez zmeny.

Vplyv opatrení proti šíreniu nákazy na jednotlivé sektory a krajiny počas pandémie COVID-19

Niccolò Battistini a Grigor Stoevsky

Opatrenia prijaté na zamedzenie šírenia pandémie koronavírusu (COVID-19) mali v roku 2020 rôzny vplyv na hospodársku činnosť v jednotlivých sektoroch a krajinách eurozóny. Zákaz verejných podujatí, prísny lockdown a obmedzenia mnohých aktivít na jar 2020 mali dramatický vplyv na ekonomiku, keď HDP eurozóny poklesol v prvej polovici roka o 15 %. Odvtedy sa tak verejné orgány, ako aj domácnosti a podniky naučili, ako najlepšie reagovať na cielenejšie opatrenia proti šíreniu nákazy s cieľom zmierniť ich ekonomický dosah. Stále však existuje značná neistota ako sa bude pandémia vyvíjať, o účinnosti opatrení proti šíreniu nákazy a o súvisiacich ekonomických účinkoch. V tejto súvislosti sa v tomto boxe skúma rozdielny ekonomický vplyv opatrení proti šíreniu nákazy COVID-19 na jednotlivé sektory a päť najväčších krajín eurozóny, ako aj to, ako sa tento vplyv časom menil.¹

Aktivity vyžadujúce si sociálnu interakciu boli najviac postihnuté vo všetkých analyzovaných krajinách eurozóny. Ekonomické štruktúry špecifické pre jednotlivé krajiny (zloženie sektorov a stupeň otvorenosti), opatrenia proti šíreniu nákazy (politiky na regionálnej úrovni a medzisektorové zloženie politík), reakcie hospodárskej politiky a inštitucionálne charakteristiky však prispeli k významným rozdielom pozorovaných hospodárskych strát v roku 2020 medzi jednotlivými krajinami (graf A)². Nemecko a Holandsko zaznamenali v porovnaní s agregátom eurozóny menšie celkové hospodárske straty, pretože rekreačné služby predstavujú menší podiel na celkovej skutočnej hrubej pridanej hodnote (HPH) v Nemecku (20 % v roku 2019 v porovnaní s 22,5 % za eurozónu ako celok) a boli menej zasiahnuté v oboch krajinách.³ K väčšiemu poklesu aktivity došlo v Španielsku a Taliansku, zatiaľ čo Francúzsko zhruba zodpovedalo agregátu eurozóny. Keďže relatívne vysoké straty, ktoré sa zaznamenali v Taliansku, boli čiastočne spôsobené aj vývojom zahraničného dopytu, priamy nepriaznivý vplyv obmedzení bol zhruba porovnateľný s priemerom v eurozóne (ako je uvedené nižšie).

¹ Analyzované sektory pokrývajú celé hospodárstvo, konkrétne poľnohospodárstvo (klasifikácia NACE Rev. 2: A); iný priemysel (B, D a E); priemyselná výroba (C); stavebníctvo (F); obchod, doprava, ubytovacie a stravovacie služby (G, H a I); informácie a komunikácia (J); financie a poistenie (K); nehnuteľnosti (L); odborné vedecké a technické činnosti (M a N); verejná správa (O, P a Q); a umenie a zábava (R, S, T and U).

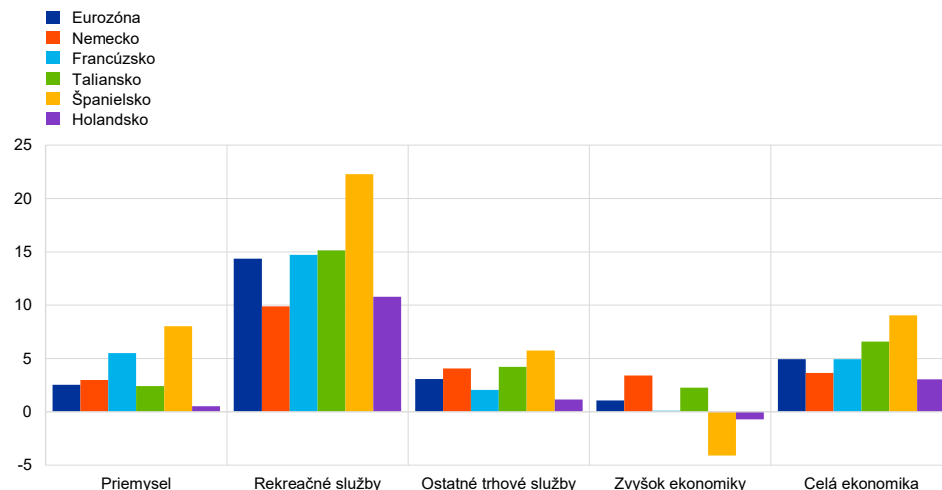
² Viac informácií o tom, ako sa diskrečné fiškálne opatrenia súvisiace s pandemiou COVID-19 v jednotlivých krajinách líšili je uvedených v článku s názvom [The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2021. Analýza vplyvu inštitucionálnych charakteristík na efektívnosť politík proti šíreniu nákazy naprieč krajinami sa nachádza v článku *Lessons learnt or squandered? The evolving policy response and effectiveness of measures to deal with the pandemic*, Organisation for Economic Co-operation and Development, forthcoming.

³ Menšie ekonomické straty pozorované v rekreačných službách v Nemecku a Holandsku boli spôsobené okrem iných faktorov menším negatívnym vplyvom narušení v medzinárodnom cestovnom ruchu týchto dvoch krajín v porovnaní s ostatnými veľkými krajinami eurozóny. Viac v boxe s názvom [Vývoj v sektore turizmu počas pandémie COVID-19](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2020, a v boxe s názvom [Vplyv opatrení proti šíreniu COVID-19 na obchod so službami v cestovnom ruchu](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2020.

Graf A

Ekonomické straty podľa sektorov v piatich najväčších krajinách eurozóny

(strata reálnej HPH v 4. štvrťroku 2020 ako percento úrovne HPH v 4. štvrťroku 2019)



Zdroj: Eurostat, Hale, T. a kol. (poznámka pod čiarou 4), výpočty Eurosystému a ECB.

Poznámka: Priemysel zahŕňa sektory B, C, D, E a F podľa klasifikácie NACE Rev. 2; rekreačné služby zahŕňajú G, H, I, R, S, T a U; ostatné trhové služby zahŕňajú J, K, L, M a N; zvyšok hospodárstva zahŕňa A, O, P a Q; a celkové hospodárstvo sa týka reálneho HDP.

Na kvantifikáciu priamych účinkov opatrení proti šíreniu nákazy používame model medzisektorovej vektorovej autoregresie (VAR). Na sektorové údaje za eurozónu a jej päť najväčších členských krajín sa uplatňuje formálny ekonometrický prístup. Ekonometrický rámec porovnáva sektorovú aktivitu meranú skutočnou HPH s vyjadrením striktnosti národných opatrení proti šíreniu nákazy oxfordským indexom striktnosti (Oxford Stringency Index – OSI), ktorý je porovnateľný v jednotlivých krajinách.⁴ Na kontrolu rôznych hospodárskych štruktúr krajín eurozóny z hľadiska výrobných sietí, aj stupňa otvorenosti model spája sektorovú aktivitu s mierou zahraničného dopytu špecifického pre danú krajinu.⁵ To nám umožňuje identifikovať priamy sektorovo špecifický vplyv vnútroštátnych politík na zamedzenie šírenia nákazy, a zároveň kontrolovať účinky vonkajších faktorov, ako sú narušenia globálnych dodávateľských reťazcov v dôsledku toho, že jednotlivé odvetvia sú viac alebo menej orientované na export.

Model počíta s možnosťou zmien ekonomického vplyvu opatrení proti šíreniu nákazy COVID-19 v priebehu času. Tieto zmeny vychádzajú z procesu učenia sa, a to tak verejných orgánov, pretože upravujú zloženie opatrení na regionálnej a sektorovej úrovni, ako aj súkromných domácností a podnikov, pretože sa

⁴ 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. Súhrnný index OSI eurozóny sa počíta ako priemer indexov OSI 18 krajín eurozóny vážený HDP za rok 2019 (informácie o Malte nie sú k dispozícii). Každý národný index OSI je zložený index, ktorý sumarizuje rôzne politiky proti šíreniu nákazy, ako napríklad zatváranie škôl a obmedzenia pohybu. Index OSI je k dispozícii len na celoštátnej úrovni a nezachytáva rozdiely v opatreniach proti šíreniu nákazy medzi regiónmi v krajine.

⁵ Zahraničný dopyt špecifický pre jednotlivé krajiny sa odvodzuje na základe váženého priemeru objemov dovozu obchodných partnerov a používa sa v makroekonomických projekciách odborníkov ECB/Eurosystému. Bližšie informácie sú uvedené v boxe [Medzinárodné prostredie, Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2021](#); [A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#), ECB, July 2016; a Hubrich, K. a Karlsson, T., [Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises an overview](#), *Occasional Paper Series*, No 108, ECB, March 2010.

prispôsobujú tak, aby minimalizovali hospodárske straty. Tento box predstavuje výsledky založené na odhadovaných sektorových elasticitách (konštantných, aj meniacich sa časom), ktoré nám umožňujú zistiť citlivosť celého hospodárstva (reálneho HDP) na striktnosť opatrení proti šíreniu nákazy.⁶ Vývoj časovo premenlivých elasticít odráža proces učenia sa hospodárskych subjektov v priebehu času, ako aj kompenzujúce pretrvávajúce dlhodobých účinkov obmedzení.⁷

Zatiaľ čo domáce opatrenia proti šíreniu nákazy mali závažný dopad na rekreačné služby, obmedzenie výroby bolo do veľkej miery spôsobené vonkajšími faktormi. Rekreačné služby vrátane obchodu, dopravy, ubytovania, stravovania, umenia a zábavy vykazujú najvyššiu (absolútnu) elasticitu voči zmenám indexu OSI, čo naznačuje, že to boli sektory najviac postihnuté opatreniami proti šíreniu nákazy (graf B). Zatiaľ čo prvý lockdown mal vplyv aj na výrobné zariadenia, priemerný vplyv obmedzení na výrobu bol v roku 2020 relatívne malý, pretože činnosť v tomto sektore je v relatívne veľkej miere ovplyvnená vývojom zahraničného dopytu. Vysoká elasticita výroby voči zahraničnému dopytu (nezobrazená) v skutočnosti odráža vysoký stupeň otvorenosti tohto sektora voči medzinárodnému obchodu. To poukazuje na ďalšie náklady narušenia globálnych dodávateľských reťazcov počas počiatkových fáz pandémie a vysvetľuje to výrazné oživenie tohto sektora potom, ako došlo k oživeniu medzinárodného obchodu v druhej polovici roka 2020. Napokon, poľnohospodárstvo vykazuje negatívnu elasticitu a zdá sa, že s podporou neprerušeneho dopytu v skutočnosti v priemere ťažilo z obmedzení pravdepodobne kvôli procesom poľnohospodárskej výroby, ktoré si vyžadujú iba obmedzenú sociálnu interakciu.

⁶ Výsledky reálneho HDP sa získavajú vážením výsledkov pre každý sektor príslušným podielom na celkovej reálnej HPH vo štvrtom štvrťroku 2019.

⁷ Odhad je založený na údajoch skutočnej HPH za jednotlivé krajiny a sektory od prvého štvrťroku 1995 do štvrtého štvrťroku 2020. Formálne možno medzisektorový model VAR, ktorý sa odhaduje osobitne pre každú krajinu, predstaviť takto:

$$Y_t = A + B Y_{t-1} - C_t \Delta s_t + D W_t + u_t$$

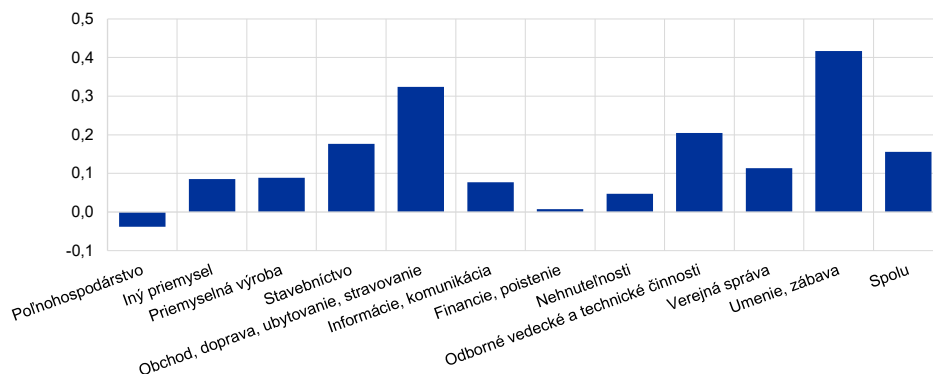
$$C_t = C_{t-1} + e_t$$

kde Δ označuje operátora prvého rozdielu a $Y_t = [y_{1,t}, \dots, y_{s,t}, \dots, y_{11,t}]$ označuje vektor medzištvrtročných mier rastu reálnej sektorovej HPH v štvrťroku t . Pojem vektorová chyba u_t zachytáva agregované zvyškové ekonomické účinky, ktoré ovplyvňujú hospodársku činnosť sektorov a priamo nesúvisia s opatreniami proti šíreniu nákazy alebo so zahraničným dopytom. Navyše, A je vektor konštantných parametrov vzťahujúcich sa na priemernú sektorovo špecifickú mieru rastu skutočnej HPH, B je matica autoregresných parametrov zodpovedajúcich za vnútrosektorovú a medzisektorovú dynamiku a C_t označuje vektor parametrov pre konštantné alebo časovo sa meniace sektorovo špecifické elasticity vzhľadom na prvé rozdiely s_t , t. j. ekonomický vplyv. Trajektória vývoja elasticít zachytáva aj účinky učenia sa. Premenná s_t je striktnosť opatrení proti šíreniu nákazy, vyjadrená priemerným OSI v štvrťroku t . Využitie modelu v prognózovanom období si vyžaduje predpoklady budúcich hodnôt indexu OSI a časovo premenlivých elasticít. Po získaní odhadov konštantnej elasticity štandardnými technikami používame Kalmanov filter na odhad časovo premenlivých citlivostí, pri ktorých sa predpokladá, že sa riadia náhodným pohybom. Predpoklad, že koeficienty sa riadia náhodným stochastickým procesom, je v makroekonomickej literatúre bežný. Bližšie informácie sú uvedené okrem iného aj v príspevku autorov King, R., Plosser, C., Stock, J. a Watson, M., *Stochastic Trends and Economic Fluctuations*, *American Economic Review*, Vol. 81, No 4, 1991, pp. 819-840.

Graf B

Sektorové elasticity striktnosti opatrení v eurozóne

(vplyv poklesu OSI (Oxford Stringency Index) o jeden bod na medzishtrtrročný rast skutočnej hrubej pridanej hodnoty (HPH), percentuálne body)



Zdroj: Eurostat, citované dielo Hale, T. a kol., výpočty Eurosystému, O*NET a ECB.

Poznámka: Uvádzané sektorové elasticity sa odhadujú pomocou medzisektorového modelu VAR s konštantnými parametrami. Spolu sa týka reálneho HDP.

Opatrenia proti šíreniu nákazy obzvlášť zasiahli sektory, v ktorých nie je možná práca z domu, zamestnania s intenzívnymi kontaktmi. Zatiaľ čo heterogenita

priameho vplyvu obmedzení by mohla odrážať rôzne charakteristiky špecifické pre jednotlivé sektory, nedávne dôkazy naznačujú, že sociálne dištančné opatrenia mali väčší vplyv na sektory, kde je menej príležitostí na prácu z domu (t. j. zamestnania, ktoré nie je možné vykonávať z domu). V rámci týchto sektorov boli najviac ovplyvnené aktivity s vyššou frekvenciou osobnej tímovej práce alebo osobnej interakcie so zákazníkom (t. j. povolania náročné na kontakt).⁸ Potvrdzuje to pozitívna korelácia medzi odhadovanými elasticitami sektorov a indexom zamestnaní, ktoré sa nedajú vykonávať z domu (graf C: modré bodky), bez poľnohospodárstva, ako aj pozitívna korelácia medzi rovnakými elasticitami a indexom povolaní, pri ktorých dochádza často ku kontaktu a nedajú sa vykonávať z domu (graf C: žlté bodky) vrátane poľnohospodárstva.⁹

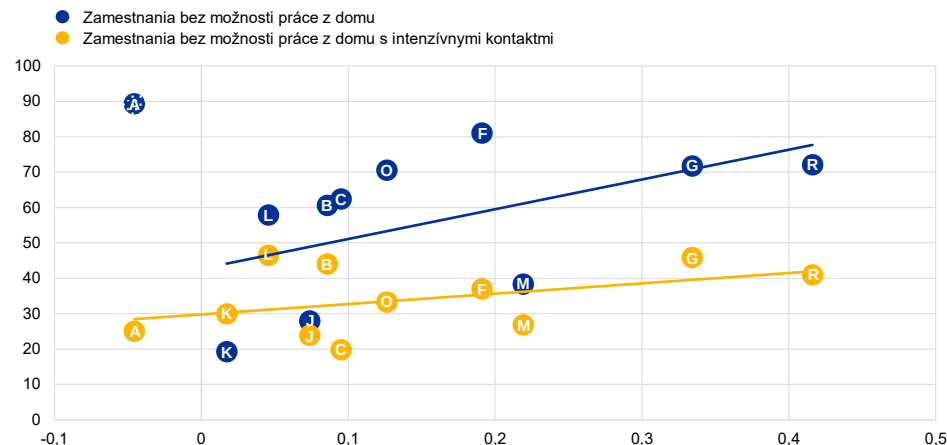
⁸ Dingel, J. a Neiman, B., How Many Jobs Can be Done at Home?, *Discussion Papers, No 14584*, Centre for Economic Policy Research, April 2020; a Koren, M. a Pető, R., Business disruptions from social distancing, *PLoS ONE*, September 2020.

⁹ Poľnohospodárstvo je zamestnanie, ktoré sa nedá vykonávať z domu, ale nie je intenzívne na kontakt, takže sa s ním pri prvej korelácii zaobchádzalo ako s okrajovou hodnotou.

Graf C

Korelácia sektorových elasticít a typov zamestnaní v eurozóne

(os x: sektorové elasticity, percentuálne body; os y: podiel pracovníkov v zamestnaniach bez možnosti práce z domu alebo v zamestnaniach s intenzívnymi kontaktmi, zamestnania bez možnosti práce z domu, percentuálny podiel)



Zdroj: Eurostat, citované dielo Hale, T. a kol., výpočty Eurosystému, O*NET a ECB.

Poznámka: Uvádzané sektorové elasticity sa odhadujú pomocou medzisektorového modelu VAR s konštantnými parametrami. Označenia písmenom sa týkajú nasledujúcich sektorov: poľnohospodárstvo (A); iný priemysel (B); priemyselná výroba (C); stavebníctvo (F); obchod, doprava, ubytovanie a stravovacie služby (G); informácie a komunikácia (J); financie a poisťovníctvo (K); nehnuteľnosti (L); odborné vedecké a technické činnosti (M); verejná správa (O); a umenie a zábava (R). Podrobné údaje o povolaniach vychádzajú zo súboru údajov O*NET (O*NET OnLine, National Center for O*NET Development, 2020). Index zamestnaní bez možnosti práce z domu je vyjadrený ako 100 mínus index zamestnaní, ktoré sa dajú vykonávať z domu, v citovanom diele Dingel, J. a Neiman, B. Index zamestnaní bez možnosti práce z domu s intenzívnymi kontaktmi vytvoril Koren, M. a Pető, R., v citovanom diele, kombináciou indexu zamestnaní bez možnosti práce z domu so zloženým indexom osobnej tímovej práce, interakcie so zákazníkmi, fyzickej prítomnosti a komunikácie. Tieto podrobné údaje sú zoskupené do 11 sektorov na základe váh s pridanou hodnotou pre odvetvia na úrovni dvojmiestnych označení podľa NACE Rev. 2 z údajov World Input-Output Database 2014 za eurozónu. Plná modrá čiara zodpovedá trendu medzi sektorovými elasticitami a zamestnaniami bez možnosti práce z domu za všetky sektory okrem poľnohospodárstva. Plná žltá čiara zodpovedá trendu medzi sektorovými elasticitami a povolaniami s intenzívnymi kontaktmi, ktoré sa nedajú vykonávať z domu za všetky sektory.

Vplyv opatrení proti šíreniu nákazy sa líšil v jednotlivých krajinách a tiež sa časom menil, pretože sa hospodárske subjekty naučili zvládať obmedzenia.

Túto zmenu zachytávajú odhadované časovo premenlivé elasticity (graf D). Rýchle rozšírenie pandémie znamenalo, že tieto účinky učenia sa mali v prvej polovici roku 2020 malý dopad, čo naznačuje silný nárast citlivosti činnosti v prostredí sprísňujúcich sa obmedzení. To bolo bežné vo väčšine sektorov (graf D, časť a)), najmä v rekreačných službách a v priemysle (vrátane výroby, stavebníctva a iného priemyslu), a vo väčšine krajín (graf D, časť b)), najmä v Španielsku. Naopak, tieto účinky učenia sa mali významný vplyv v druhej polovici roku 2020. V treťom štvrťroku sa elasticity výrazne zvýšili, zatiaľ čo obmedzenia sa uvoľnili, čo umožnilo výrazné oživenie činností. V štvrtom štvrťroku sa proces učenia sa ďalej posilňoval, pretože elasticity prudko poklesli v prostredí obnoveného sprísňovania opatrení, čo zmiernilo hospodársky pokles. Tento efekt bol pomerne výrazný v priemyselnom sektore, ako aj v Nemecku a Holandsku. Aj keď existujú dôkazy o tom, že sa človek časom učí, model nemôže určiť, či hlavnými faktormi v pozadí toho učenia boli cielenejšie (alebo lokalizované) opatrenia proti šíreniu nákazy zavádzané orgánmi alebo zlepšené reakcie správania sa domácností a podnikov.¹⁰ Celkovo možno povedať, že zatiaľ čo úrovne obmedzení boli do značnej miery porovnateľné, menšie hospodárske straty v Nemecku a Holandsku znamenali relatívne malú odhadovanú elasticitu, zatiaľ čo

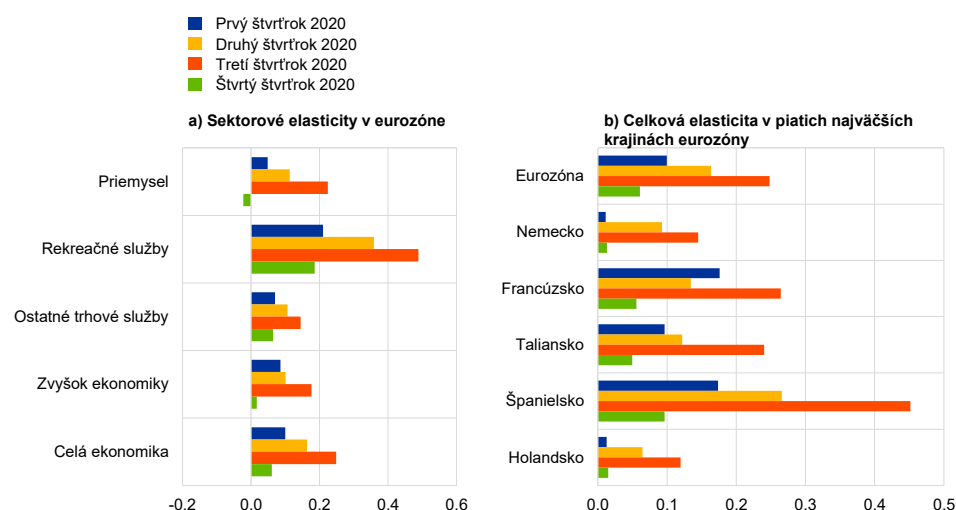
¹⁰ Medzi behaviorálne reakcie patria postupy zamerané na minimalizáciu prerušenia činnosti. Tieto prerušenia môžu byť spôsobené okrem iného dobrovoľným sociálnym odstupom ako reakcia na zvyšujúci sa počet infikovaných a oneskorenie očkovania. Bližšie informácie sú uvedené v kapitole 2 v publikácii [World Economic Outlook](#), International Monetary Fund, October 2020.

vyššie straty v Španielsku znamenali vyššiu elasticitu. Výsledky tiež naznačujú, že priemerný nepriaznivý ekonomický dosah obmedzení vo Francúzsku a Taliansku v roku 2020 bol zhruba porovnateľný s odhadovaným dopadom na eurozónu ako celok.

Graf D

Časový priebeh odhadovaných elasticít v eurozóne

(vplyv poklesu OSI o jeden bod na medzištvrťročný rast skutočnej HPH, percentuálne body)



Zdroj: Eurostat, citované dielo Hale, T. a kol., výpočty Eurosystému a ECB.
Poznámka: Celá ekonomika sa týka reálneho HDP.

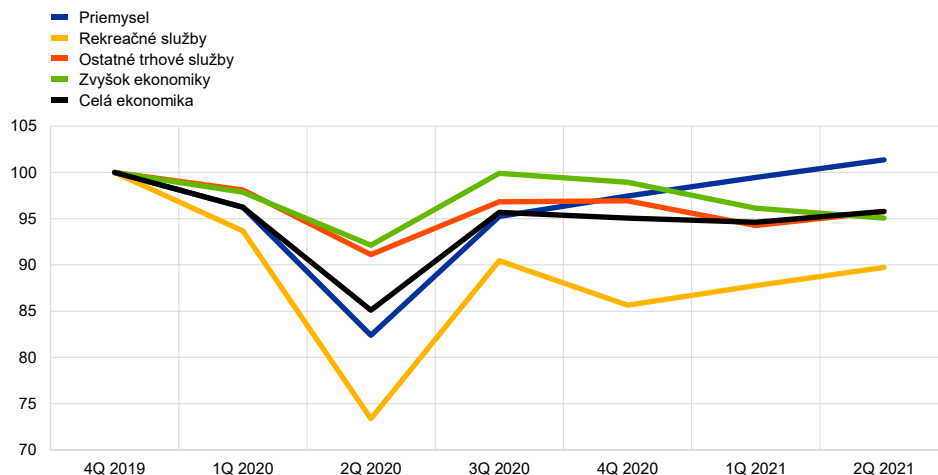
Očakáva sa, že oživenie hospodárskej činnosti zostane v prvej polovici roku 2021 heterogénne vo všetkých sektoroch, čím sa zmení zloženie činnosti.

Medzisektorový model VAR sa môže použiť na členenie profilu rastu reálneho HDP z makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2021 na profily skutočnej HPH špecifické pre jednotlivé sektory (graf E). Tieto profily odrážajú historické medzisektorové interakcie a odhadované elasticity, predpokladaný zahraničný dopyt a obmedzenia spojené s pandémiou a predpokladaný vplyv opatrení proti šíreniu nákazy v budúcnosti. Podľa týchto výsledkov rekreačné služby, ktoré najviac trpia pandémiou v krátkodobom horizonte, do polovice roku 2021 dosiahnu úroveň asi o 10% nižšiu, ako bola ich úroveň pred pandémiou. Očakáva sa, že ostatné (nie rekreačné) trhové služby budú asi o 4 % pod úrovňou pred pandémiou. Naopak predpokladá sa, že priemyselný sektor sa bude v súčasnej fáze pandémie naďalej dobre vyvíjať a do druhého štvrťroku 2021 prekročí úroveň, ktorú mal vo štvrtom štvrťroku 2019, o približne 1 %. Celkovo tieto extrapolácie založené na mechanických modeloch znamenajú pokračujúce prerozdelenie činností v rámci trhových služieb, zo sektorov náročných na kontakt do sektorov menej postihnutých sociálnymi dištančnými opatreniami a opatreniami proti šíreniu nákazy.

Graf E

Sektorové členenie reálneho HDP v eurozóne

(index, 4Q 2019 = 100)



Zdroj: Eurostat, citované dielo Hale, T. a kol., výpočty Eurosystému a ECB.

Poznámka: Modelovo implikovaný vývoj sektorov je založený na prognózach reálneho HDP a zahraničného dopytu v prvom a druhom štvrtroku 2021 z marca 2021.

Na záver možno konštatovať, že opatrenia proti šíreniu nákazy COVID-19 mali rôzny ekonomický vplyv na jednotlivé sektory a krajiny, ako aj v priebehu času.

Cielené opatrenia proti šíreniu nákazy a reakcie správania hospodárskych subjektov pomohli limitovať ekonomické náklady na obmedzenia. Čo sa týka budúcnosti, aspoň v krátkodobom horizonte pravdepodobne budú pretrvávať veľké rozdiely v hospodárskom vplyve opatrení proti šíreniu nákazy medzi jednotlivými sektormi.

Úloha ziskových marží pri prispôsobovaní sa šoku z pandémie COVID-19

Elke Hahn

Ziskové marže sú neoddeliteľnou súčasťou domácej cenotvorby a ovplyvnili reakciu inflácie eurozóny na šok spôsobený pandemiou koronavírusu (COVID-19). Rast deflátoru HDP zostal v prvej polovici roku 2020 silný aj napriek prudkému poklesu hospodárskej aktivity. Tento box ukazuje, že vývoj ziskových marží z hľadiska jednotkových ziskov (t. j. hrubého prevádzkového prebytku na jednotku HDP) bol počas krízy výnimočný, aj pri porovnaní s recesiami v minulosti, a ovplyvnil vývoj inflácie na základe deflátoru HDP. Tento box tiež analyzuje pravdepodobné zdroje neobvyklej reakcie ziskovej marže a skúma vývoj podrobnejších ukazovateľov zisku v hlavných inštitucionálnych sektoroch od začiatku krízy.

Vývoj deflátoru HDP a jeho zložiek bol od začiatku krízy COVID-19 výnimočný (graf A). Napriek recesii sa ročná miera rastu deflátoru HDP zvýšila v druhom štvrťroku 2020 na 2,3 % z 1,8 % v prvom štvrťroku predtým ako v nasledujúcich dvoch štvrťrokoch klesla na úroveň okolo 1,0 %. Bol to historicky najväčší pohyb medzi dvoma štvrťrokmi. Namiesto toho, aby výkyv v profile deflátoru HDP odrážal skutočné zmeny v domácich cenových tlakoch, pravdepodobne odráža hlavne účinky štatistického merania.¹ Zmeny v zložkách deflátoru HDP zároveň išli nad rámec zmien zaznamenaných v predchádzajúcich krízach. Najmä jednotkové náklady práce sa v druhom štvrťroku dočasne prudko zvýšili a jednotkové dane znížené o výrobné dotácie zaznamenali bezprecedentne veľký záporný príspevok k deflátoru HDP. To bolo v dôsledku vládnych podporných opatrení zavedených v rámci programov na udržanie pracovných miest, zatiaľ čo v treťom a vo štvrtom štvrťroku viedlo slabšie využitie týchto programov vzhľadom na oživenie hospodárskej činnosti k výraznému

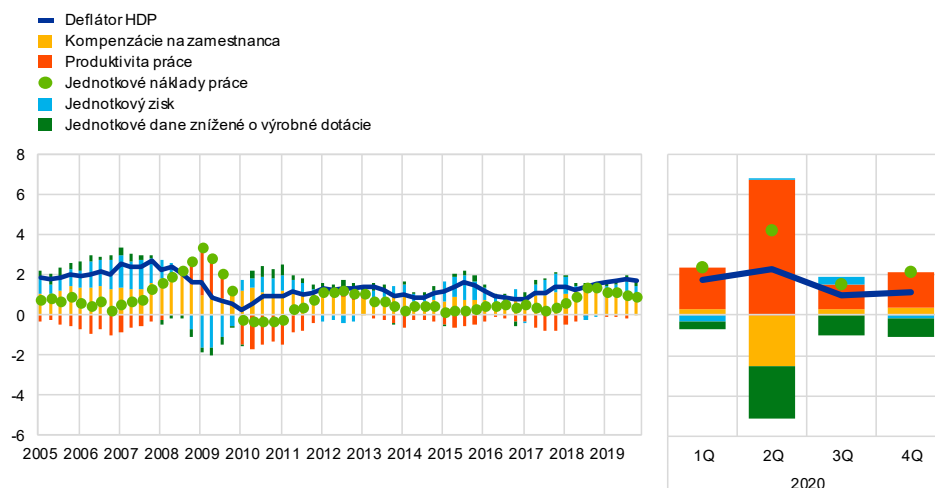
¹ Implicitný deflátor HDP v národných účtoch sa odvodzuje vydelením nominálneho HDP reálnym (reťazeným objemom) HDP. Následne je ho možné analyzovať z výdavkovej a príjmovej stránky a zo stránky produkcie HDP. Štruktúra deflátoru HDP zo strany produkcie ukazuje, že na zvýšení ročnej miery rastu deflátoru HDP v druhom štvrťroku 2020 sa vo veľkej miere podieľal deflátor sektora verejnej správy, obrany, školstva, zdravotníctva a aktivít v oblasti sociálnej práce. Deflátor verejného sektora sa v druhom štvrťroku zvýšil, pretože nominálna produkcia neklesla až o toľko ako reálna produkcia. Mnohé národné štatistické úrady mali problémy s meraním netrhovej produkcie v dôsledku krízy COVID-19 a naliehali na Eurostat, aby v tejto oblasti poskytol konkrétne usmernenie (pozri [Guidance on non-market output in the context of the COVID-19 crisis](#), Eurostat, máj 2020). Podľa tohto usmernenia nie je odchýlenie od konvenčného prístupu založeného na súčte nákladov pre produkciu v bežných cenách z dôvodu dočasných zmien v činnosti opodstatnené a v tejto súvislosti by sa mala naďalej dodržiavať právna požiadavka Európskeho systému účtov (ESA 2010). Zabezpečuje to tiež harmonizovaný prístup vo všetkých členských štátoch EÚ. Skutočnosť, že v súčasnej podobe došlo k protichodnému vývoju deflátoru verejného sektora v druhom štvrťroku 2020, mohla byť čiastočne spôsobená nedostatkom informácií, ktoré v tom čase mali národné štatistické úrady k dispozícii. Nemožno vylúčiť revízie týchto výsledkov v následných zverejneniach HDP a aj po tom, ako budú neskôr v roku 2021 k dispozícii úplné ročné výsledky za rok 2020.

poklesu tohto príspevku.² Programy na udržanie pracovných miest mali tiež značný vplyv na vývoj ziskových marží počas krízy, ako sa v tomto boxe opisuje ďalej.³

Graf A

Deflátor HDP a jeho zložky

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



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú zo štvrtého štvrťroka 2020.

Celkové zisky počas krízy COVID-19 prudko poklesli v sektore nefinančných spoločností aj v sektore domácností (graf B). Hrubý prevádzkový prebytok nefinančných spoločností a hrubý zmiešaný príjem menších podnikateľov – fyzických osôb spadajúcich do sektora domácností, ktoré spolu tvoria zhruba tri štvrtiny celkových ziskov ekonomiky, v druhom štvrtroku 2020 výrazne poklesli, a to oveľa výraznejšie ako počas veľkej finančnej krízy.⁴ Veľká časť poklesu ziskov za predchádzajúci štvrťrok sa v treťom štvrtroku 2020 vykompenzovala. To isté platilo pre väčšinu konkrétnejších ukazovateľov zisku dostupných pre sektor nefinančných spoločností. Na skromnejšej úrovni zostali iba čisté nerozdelené zisky, ktoré sa v posledných rokoch vyvíjali relatívne priaznivo.

² Zaznamenávanie takýchto vládnych podporných opatrení v národných účtoch sa v jednotlivých krajinách eurozóny líši, keďže spôsob poskytovania vládnej podpory je v každej krajine iný. V niektorých krajinách sa podpora poskytuje ako dotácia zamestnávateľom, ktorí ju poskytujú zamestnancom vo forme kompenzácií. To má tlmiaci vplyv na deflátor HDP v zložke „dane znížené o výrobné dotácie“ a zodpovedajúci vplyv na kompenzácie na zamestnanca smerom nahor.

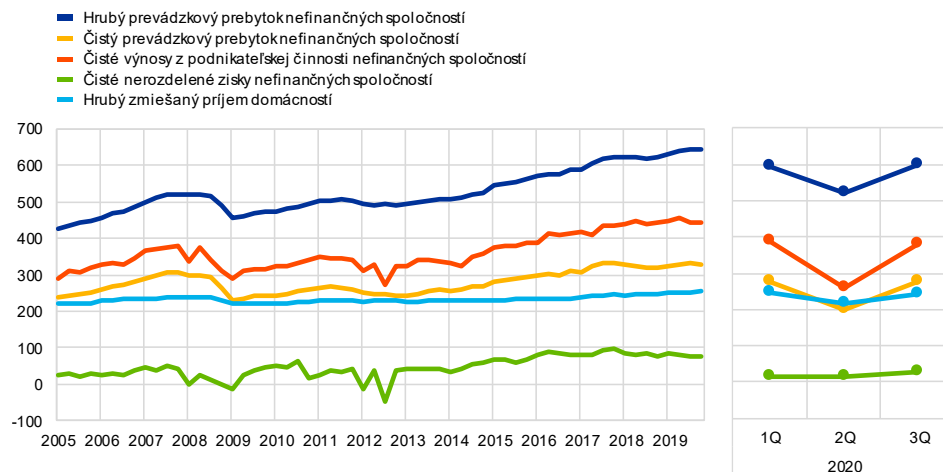
³ Ďalšie informácie o účinkoch programov na udržiavanie pracovných miest na mzdy sú v boxe s názvom *Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic* v článku s názvom *The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market*, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2020.

⁴ Hrubý prevádzkový prebytok sektora domácností sa tu neberie do úvahy, pretože sa vzťahuje najmä na činnosti spojené s nehnuteľnosťami obývanými ich vlastníkmi.

Graf B

Zisky v sektore nefinančných spoločností a v sektore domácností

(v mld. EUR)



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty autorky.
Poznámka: Posledné údaje sú z tretieho štvrťroka 2020.

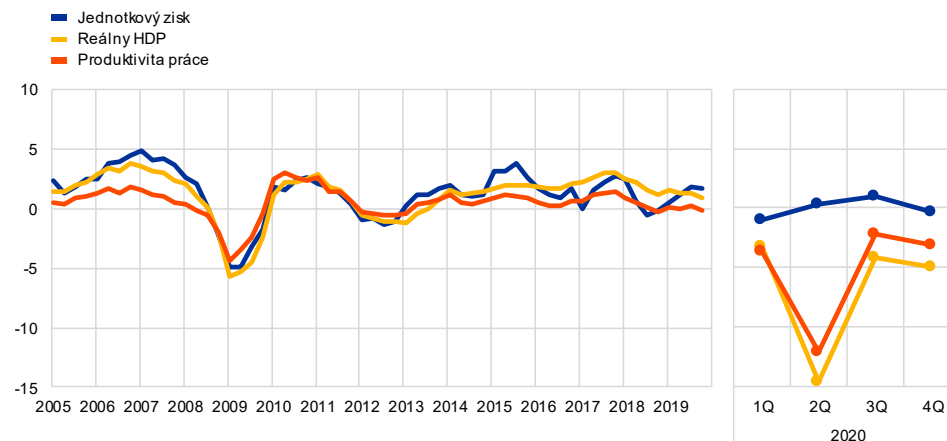
Napriek celkovému prepadu ziskov jednotkové zisky potvrdili odolnosť

vzhľadom na hĺbku recesie. Vývoj jednotkových ziskov je vysoko cyklický a má tendenciu byť silne naviazaný na cyklické ukazovatele, ako sú HDP a produktivita práce (graf C). V druhom štvrťroku 2020 sa však typický spoločný cyklický pohyb jednotkových ziskov a reálnej ekonomickej aktivity rozpadol. Toto sa dá zreteľne pozorovať pri porovnávaní vývoja počas veľkej finančnej krízy a po nej. V druhom štvrťroku 2020 boli jednotkové zisky slabé, ale zachovali si oveľa lepšiu úroveň, ako naznačoval typický spoločný cyklický pohyb. A aj napriek výraznému prepadu HDP dokonca poskytli malý kladný príspevok k deflátoru HDP. V treťom a štvrtom štvrťroku 2020 zostali jednotkové zisky slabé a odpojené od prudkého cyklického oživenia, boli však stále silnejšie ako naznačovala cyklická situácia, ktorá sa prejavila napríklad vo vývoji HDP. Aj keď je pravdepodobné, že účinky štatistického merania zohrali úlohu pri vývoji jednotkových ziskov, nedokážu vysvetliť ich zaznamenanú odolnosť.

Graf C

Jednotkové zisky, reálny HDP a produktivita práce

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú zo štvrtého štvrťroka 2020.

Empirické dôkazy založené na predchádzajúcich recesiách poukazujú na nelineárnosť a relatívne miernejšie cyklické úpravy jednotkových ziskov počas recesií než počas expanzií (graf D).⁵ Výsledky autoregresného modelu prahového vektora naznačujú, že dopytový šok má proporcionálne menší vplyv na infláciu v recesiách než na expanzie z dôvodu slabšej reakcie jednotkových ziskov a zdá sa, že toto správanie prevládalo aj počas krízy COVID-19.⁶ Odhadovaná nelineárnosť v reakcii jednotkových ziskov taktiež pomáha vysvetliť, prečo mala inflácia v predchádzajúcich recesiách tendenciu klesať o niečo menej, ako signalizujú lineárne modely, čo je správanie známe ako „chýbajúca dezinflácia“. Odolnosť ziskových marží počas krízy COVID-19 je napriek tomu výnimočná, a to aj v porovnaní s predchádzajúcimi recesiami.

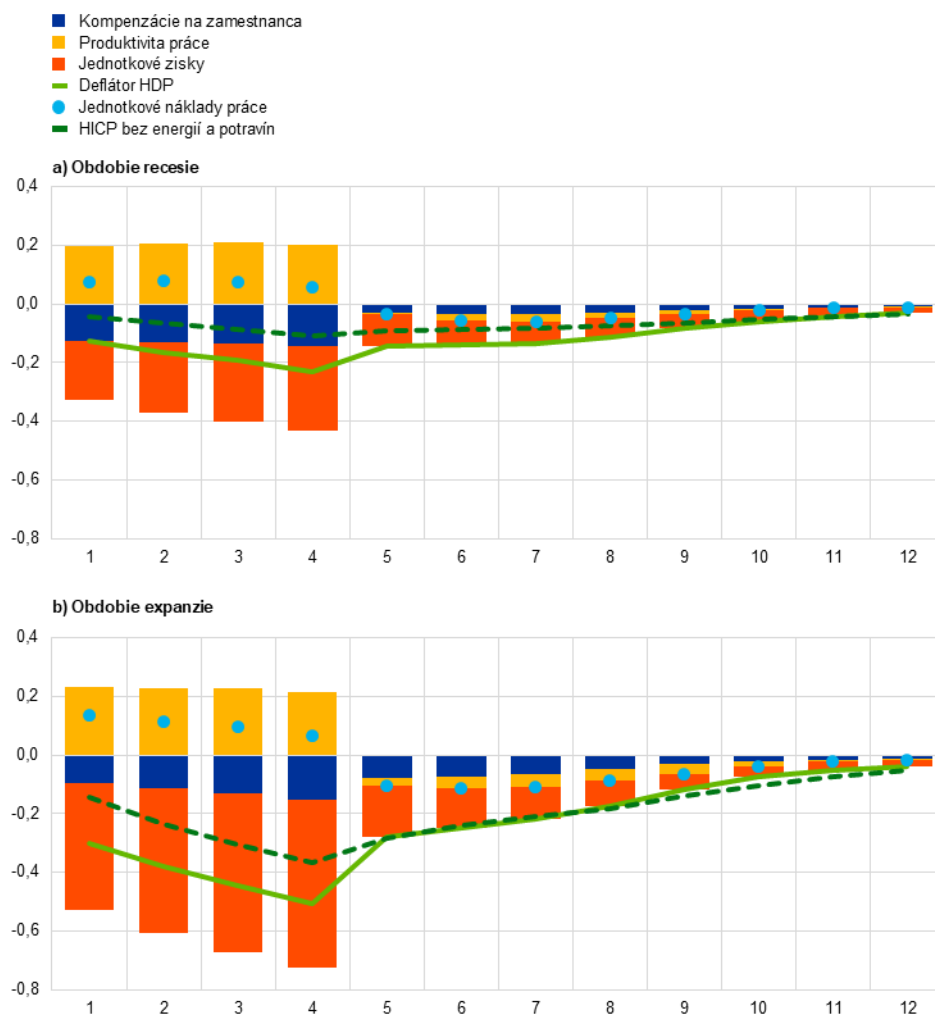
⁵ Hahn, E., [The wage-price pass-through in the euro area: does the growth regime matter?](#), *Working Paper Series*, No 2485, ECB, október 2020.

⁶ Pokiaľ ide o šoky na strane ponuky, v empirickej analýze sa nezistilo žiadne nelineárne správanie medzi recesiami a expanziami.

Graf D

Reakcia deflátoru HDP, jeho zložiek a HICP bez energií a potravín na nepriaznivé dopytové šoky v recesiách a expanziách

(ročná percentuálna zmena, príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Hahn, E. (2020).

Poznámka: Os x sa vzťahuje na horizont impulzných odpovedí v jednotlivých štvrtkoch. Rozsah dopytového šoku zodpovedá 1 % poklesu reálneho HDP v prvom roku. Predpokladá sa, že nepriame dane bez dotácií reagujú proporcionálne k reálnemu HDP, takže táto zložka neprispieva k zmenám deflátoru HDP.

Programy na udržanie pracovných miest zohrávali dôležitú úlohu v odolnosti jednotkových ziskov počas krízy COVID-19.⁷ V počiatočných fázach

hospodárskeho poklesu sa firmy spravidla snažia udržať pracovníkov, a to aj za cenu nižších ziskových marží. Tento tlak na zníženie ziskových marží je možné zmierniť vládnymi programami na podporu miezd. Takéto programy boli počas krízy COVID-19 oveľa bežnejšie ako počas predchádzajúcich recesií, a to by pravdepodobne mohlo byť vysvetlením odolnosti ziskových marží v súčasnej kríze v porovnaní s minulými recesiami.

⁷ Viac informácií o programoch na udržanie pracovných miest v článku [The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#), *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2020.

Záverom možno konštatovať, že zatiaľ čo zisky počas krízy COVID-19 klesli výraznejšie ako počas predchádzajúcich recesií, vo vzťahu k činnosti vykazovali vysoký stupeň odolnosti. To prispelo k zmierneniu tlakov na znižovanie inflácie počas tohto obdobia. Je pravdepodobné, že silná odolnosť ziskových marží počas tejto krízy odráža normálnu odolnosť ziskových marží v recesiách, ako aj vplyv programov na udržanie pracovných miest. Keďže programy na udržanie pracovných miest pravdepodobne zostanú účinné, kým bude kríza COVID-19 pretrvávať, možno očakávať, že ziskové marže zostanú vzhľadom na vývoj hospodárskej činnosti relatívne odolné.

Eduardo Gonçalves, Lukas Henkel, Omiros Kouvavas, Mario Porqueddu a Riccardo Trezzi

Pandémia koronavírusu (COVID-19) a následný lockdown spôsobili od začiatku roka 2020 výnimočné zmeny v štruktúre spotreby. Domácnosti zvýšili relatívny podiel svojich výdavkov v určitých kategóriách koša HICP na úkor ostatných. Tento box sa zaoberá týmito zmenami v spotrebe a ich dôsledkami na meranie inflácie.

Váhy HICP na rok 2021 boli aktualizované pomocou údajov, ktoré odrážajú aj výdavky spotreby domácností v roku 2020.¹ HICP je navrhnutý na základe prístupu pevného spotrebného koša, podľa ktorého sa váhy HICP aktualizujú na začiatku každého roka a ich cieľom je premietnuť spotrebu domácností v predchádzajúcom roku. Tieto váhy HICP sú pevne stanovené do decembra každého roka.² Keďže štruktúra spotreby domácností má tendenciu meniť sa len postupne, použitie podielov spotreby z predchádzajúceho roka (namiesto súčasného) pri výpočte súčasnej inflácie má zvyčajne iba malý vplyv. Pre obdobie COVID-19 to však znamená, že váhy HICP použité na zostavenie ročnej inflácie v roku 2020 plne neodrážali veľké zmeny vo výdavkoch domácností spôsobené pandémiou. Veľké zmeny v spotrebe domácností v roku 2020 sa tak teraz premietajú v najnovších váhach HICP, ktoré sa použili na výpočet mier inflácie HICP na rok 2021.³

Posledné ročné váhy HICP, ktoré boli zavedené na začiatku roku 2021, ukazujú veľké posuny v rámci kategórií. Graf A ukazuje hodnoty váh HICP použitých na zostavenie inflácie v rokoch 2020 a 2021 pomocou špeciálnych agregátov a ich historické rozloženie v období rokov 2012 až 2019 (sivé „fúzy“). Najväčšie zníženie váh možno pozorovať v službách, najmä pri rekreácii a doprave, kým najviac sa zvýšila váha potravinových položiek a služieb v oblasti bývania.⁴ Rozsah posunov sa dá lepšie pochopiť pri pohľade na rozloženie historických zmien (ľavá strana grafu A). Pre niektoré kategórie sú tieto zmeny bezprecedentné. Takmer všetky položky vykazujú v roku 2021 zmenu výrazne nad 75 % intervalu historických zmien a mnohé zmeny sú výrazne nad historickou hranicou. Napríklad zmena váhy pre odbor rekreácie bola okolo 20 štandardných odchýlok od historického rozloženia.

¹ Viac informácií v [metodickej poznámke Eurostatu](#). Rozsah, v akom sa národné štatistické úrady riadili týmto usmernením, je rôznorodý, resp. sa trochu líši.

² HICP je indexom Laspeyresovho typu, ktorý sa získava každoročným reťazením 13-mesačných indexov (december až december). December je v každom roku mesiacom, ktorý sa prekrýva alebo spája, a kedy sa stanovuje cena produktov nového a starého koša a zodpovedajúcim spôsobom sa zosúladujú indexy. Ďalšie podrobnosti sú v [metodickej príručke HICP](#) a v právnych požiadavkách podľa článku 3 vykonávacieho aktu HICP.

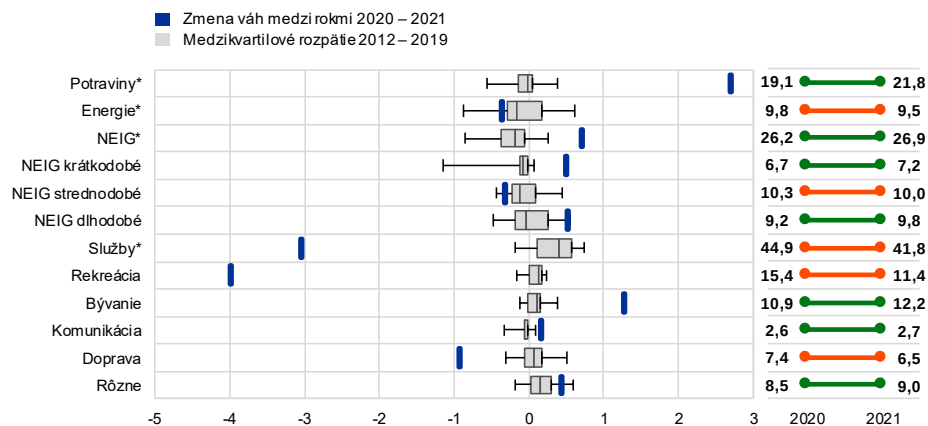
³ Predchádzajúce analýzy ECB na túto tému sú v [Consumption patterns and inflation measurement issues during the COVID-19 pandemic, Economic Bulletin, Issue 7, ECB, 2020](#), a [Inflation measurement in times of economic distress, Economic Bulletin, Issue 3, ECB, 2020](#).

⁴ Váhy výdavkov HICP sú relatívne váhy. Váha položky sa preto zvyšuje nielen vtedy, keď sa výdavky v tejto položke zvyšujú viac ako celkové výdavky (napríklad v prípade potravinových položiek v roku 2020), ale aj vtedy, ak výdavky ostávajú zhruba nezmenené a domácnosti znížia celkové výdavky (napríklad v roku 2020 za služby v oblasti bývania).

Graf A

Váhy HICP: úrovne a rozloženie historických zmien

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty autorov.

Poznámka: Graf ukazuje váhy HICP v rokoch 2020 a 2021 (pravá strana). Zelená čiara označuje zvýšenie váh a červená zníženie. Graf tiež zobrazuje zmeny váh (modré značky na ľavej strane) a ich historické rozloženie (sivé „fúzy“ na ľavej strane). Kategórie zvýraznené hviezdikou* označujú hlavné špeciálne agregáty. Nezvýraznené kategórie sú subagregáty zahrnuté do hlavných agregátov. Sivé „fúzy“ vykazujú medián, 25. percentil, 75. percentil, minimum a maximum historického rozloženia. NEIG sú priemyselné tovary bez energií. Historické rozpätia sú založené na vzorke od roku 2012 (prvý rok, v ktorom boli ročné váhy HICP k dispozícii) do roku 2019.

Zmena váh mala v januári 2021 rastúci vplyv na infláciu HICP. Graf B ukazuje zmenu vo váhe výdavkov a zodpovedajúcu zmenu miery inflácie podľa podrobných kategórií výdavkov.⁵ Veľkosť bubliny odzrkadľuje váhu výdavkov HICP v roku 2021. Položky s najväčším poklesom podielu spotreby vykazujú v priemere najväčší pokles inflácie.⁶ Intuitívne, v súvislosti so zmenou váh na rok 2021, HICP v súčasnosti pripisuje väčšiu váhu kategóriám s vyššou ako priemernou mierou inflácie, zatiaľ čo menšiu váhu pripisuje položkám s nižšou ako priemernou mierou inflácie. Posun váh teda vedie k vyššej agregovanej miere inflácie, ako by to bolo bez posunov podielov spotreby.

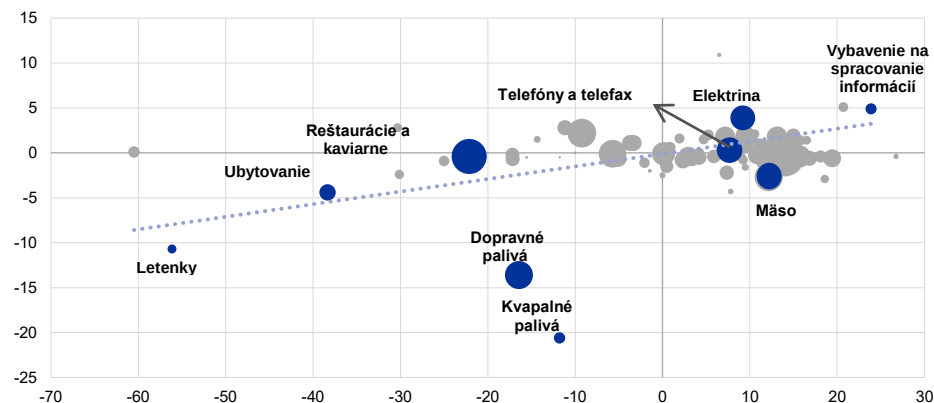
⁵ Graf B zobrazuje položky HICP na štvormiestnej úrovni agregácie COICOP. COICOP je klasifikácia individuálnej spotreby podľa účelu. HICP používa klasifikačný systém COICOP, ďalšie podrobnosti sú v [metodickej príručke HICP](#).

⁶ Ak vezmeme do úvahy skôr ročnú mieru inflácie v januári 2021 ako zmenu ročnej miery inflácie v období od januára 2020 do januára 2021, výsledky sú veľmi podobné.

Graf B

Zmeny váh HICP a inflácia podľa podrobných kategórií výdavkov

(os x: percentuálna zmena váh HICP medzi rokmi 2020 a 2021; os y: zmena ročnej miery inflácie medzi januárom 2020 a januárom 2021)



Zdroj: Eurostat a výpočty autorov.

Poznámka: Graf ukazuje koreláciu medzi zmenou váh HICP (os x) a zmenou medziročnej miery inflácie HICP (os y). Každá bublina predstavuje položku HICP na štvormiestnej úrovni agregácie COICOP. Rozmery bublín zodpovedajú váham HICP na rok 2021. Modré bubliny označujú vybrané položky. Modrá bodkovaná čiara predstavuje lineárne uloženie údajov.

Hypotetickým výpočtom môžeme kvantifikovať vzostupný vplyv zmeny váh na mieru inflácie HICP v januári 2021. Na základe zverejnenej miery inflácie HICP za január 2021 sme vytvorili hypotetický index HICP s použitím váh z roku 2020 namiesto váh z roku 2021 (graf C).⁷ Rozdiel medzi zverejnenou mierou inflácie HICP (modré stĺpce) a našou hypotetickou mierou inflácie (žlté stĺpce) v hornom paneli grafu C odráža vplyv nových váh na agregovanú infláciu. Celková inflácia je o približne 0,3 percentuálneho bodu vyššia ako hypotetická miera inflácie. Miera inflácie HICP bez energií a potravín (HICPX) je o približne 0,4 percentuálneho bodu vyššia, keďže vplyv váh na infláciu potravín a energie je obmedzený. Ako však ukazuje dolný panel grafu C, tento vplyv bol v jednotlivých krajinách rozdielny.⁸

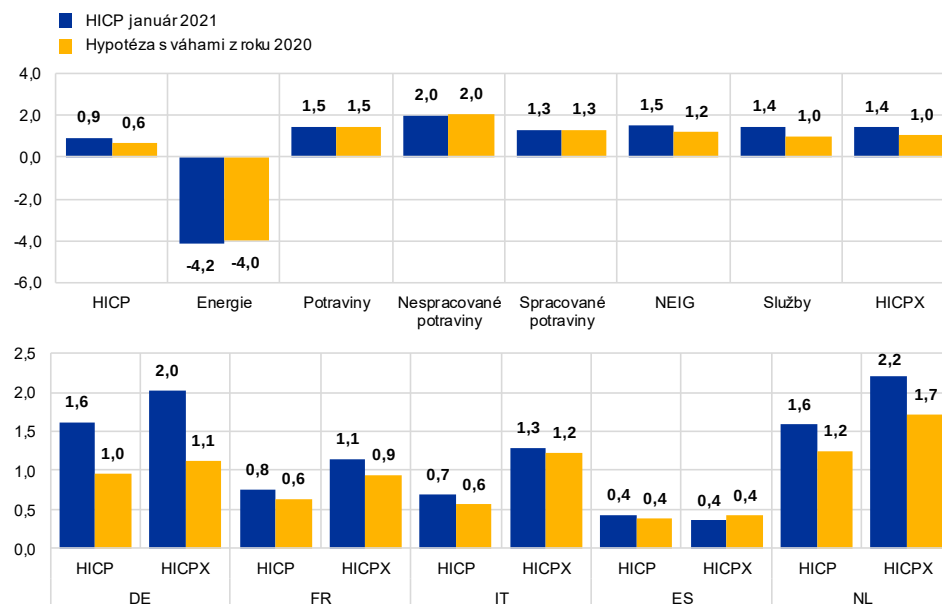
⁷ Aby sme zreprodukovali presnú metodiku HICP, v našom hypotetickom výpočte sme použili údaje na päťmiestnej úrovni agregácie COICOP.

⁸ Rozdiely v účinku váh v jednotlivých krajinách môžu byť spôsobené dvoma faktormi. Po prvé, veľkosťou zmeny váh kategórií na úrovni krajiny. Rozdiely medzi krajinami v zmenách váh môžu odrážať rozdielny vývoj v spotrebných návykoch, ale aj postup aktualizácie váh používaný národnými štatistickými úradmi a rozsah, v akom sa plne odrážali spotrebné návyky v roku 2020. Po druhé, rozdiely medzi krajinami môžu odrážať tiež rozdiely v mierach inflácie na úrovni jednotlivých kategórií v interakcii so zmenami váh.

Graf C

Zverejnené medziročné miery inflácie HICP a hypotetické miery inflácie

(v %)



Zdroj: Eurostat a výpočty autorov.

Poznámka: Graf znázorňuje medziročnú mieru inflácie HICP v januári 2021 (modré stĺpce) a hypotetické miery vytvorené pomocou váh na rok 2020 (žlté stĺpce). NEIG sú priemyselné tovary bez energií. HICPX je HICP bez energií a potravín.

Zmena váh bude aj naďalej ovplyvňovať mieru inflácie HICP počas celého roku 2021. Rozsah a znamienko vplyvu váh na ročnú infláciu HICP by sa v priebehu nasledujúcich mesiacov mohli zmeniť. Zatiaľ čo sa v januári 2021 váhy kategórií s nadpriemernou mierou inflácie zvýšili, tieto kategórie nemusia vykazovať nadpriemernú mieru inflácie počas celého roka. S vývojom cien v jednotlivých kategóriách z mesiaca na mesiac sa zodpovedajúcim spôsobom vyvíja aj účinok váh na ročnú infláciu HICP. Povaha reťazenia indexu HICP by mohla tieto účinky potenciálne zosilniť.⁹ Reťazené indexy na nízkej (vysokej) úrovni indexu znamenajú, že aj keď sa váhy a ceny vrátia na svoje predpandemické úrovne, samotné indexy sa nemusia úplne vrátiť na svoje predchádzajúce úrovne. Ako príklad možno uviesť prípad podindexu dopravného paliva, ktorý bol pri reťazení indexov na nízkej úrovni (december 2020). Súčasne sa znížila váha, čím sa minimalizovali budúce príspevky tejto položky do indexu energií. To by opäť mohlo viesť k tomu, že sa index energií úplne nevráti na svoje predchádzajúce úrovne, aj keď sa ceny aj váhy na svoje predchádzajúce úrovne vrátia.

Váhy HICP budú pravdepodobne v nasledujúcich niekoľkých rokoch

ovplyvňovať meranie inflácie viac ako zvyčajne. Pandémia spôsobila v roku 2020 významné zmeny v štruktúre výdavkov domácností, pričom tieto posuny sa teraz odrážajú vo váhach HICP v roku 2021 a následne aj v nameranej inflácii v roku 2021.

⁹ Reťazenie je metodickým dôsledkom indexu cien s pravidelnou aktualizáciou váhy. Ako sa vysvetľuje v [Chain linking over December and methodological changes in the HICP: view from a central bank perspective](#), „vo všeobecnosti platí, že hodnota v spojovacom období, či je to mesiac alebo rok, ovplyvňuje reťazené časové rady od okamihu prepojenia posledného indexu s touto hodnotou. Reťazené série indexov sú „závislé od cesty“, t. j. sú ovplyvnené hodnotami každého spojovacieho obdobia, ktoré majú trvalý vplyv na časové rady.“, *Statistics Paper Series*, ECB, February 2021

V nadchádzajúcom období by sa váhy v kategóriách koša HICP mohli v roku 2022 opäť výrazne zmeniť, v závislosti od toho, či a ako sa (znovu) upraví štruktúra výdavkov vzhľadom na očakávané oživenie hospodárstva a následný vývoj pandémie COVID-19.

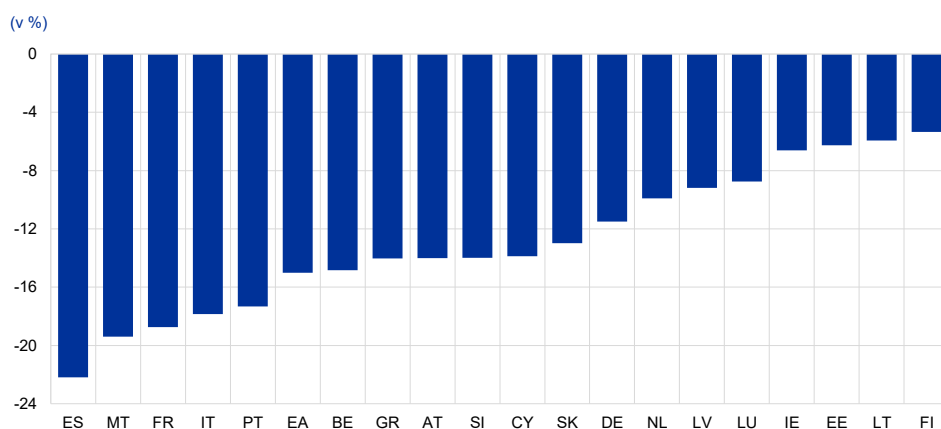
Na ceste k účinnej implementácii balíka ozdravných opatrení EÚ

Nico Zorell a Sander Tordoir

Hoci pandémia koronavírusu (COVID-19) predstavuje šok, ktorý zasiahol všetky krajiny eurozóny, jej vplyv na jednotlivé ekonomiky nie je rovnaký. Pokles reálneho HDP medzi posledným štvrtkom 2019 a druhým štvrtkom 2020, ktorý vo väčšine krajín zodpovedá prepadu z vrcholu na dno, sa v jednotlivých krajinách eurozóny pohyboval medzi 5 % až 22 % (graf A).¹ Heterogénny dôsledok pandemického šoku odráža rozdiely medzi krajinami, pokiaľ ide o ich situáciu v oblasti verejného zdravia, o opatrenia proti šíreniu nákazy a ekonomické faktory (ako odvetvová špecializácia ekonomiky či odolnosť trhu práce a trhu tovarov a služieb), ale aj o rôznu mieru fiškálneho priestoru.² Podľa prognóz európskych a medzinárodných inštitúcií existuje riziko, že počas fázy oživenia budú pretrvávajúť rozdiely v raste, ktoré ovplyvnia konvergenciu v oblasti príjmov v eurozóne v strednodobom horizonte.

Graf A

Zmena reálneho HDP medzi štvrtým štvrtkom 2019 a druhým štvrtkom 2020



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: EA označuje eurozónu.

Nástroj Európskej únie pre budúce generácie (Next Generation EU – NGEU), ktorý je účinný od 19. februára 2021, predstavuje novú kapitolu európskych politík prijatých v reakcii na pandémiu COVID-19.³ Hlavným cieľom tohto nástroja je podpora oživenia a polozenie základov pre ekologickejšiu, digitálnejšiu a odolnejšiu európsku ekonomiku. V tejto súvislosti bola Európska komisia poverená získať na

¹ Podobnú heterogenitu možno pozorovať aj v reakcii zamestnanosti na pandemický šok. Viac informácií v článku [The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#), *Economic Bulletin*, Issue 8, 2020.

² Kríza vyvolaná ochorením COVID-19 zároveň prehĺbila makroekonomickú zraniteľnosť krajín eurozóny, ako potvrdzuje Európska komisia v poslednej *správe o mechanizme varovania*. Správa konkrétne poukazuje na zvýšenú verejnú a súkromnú zadlženosť, vyhladky nevýrazného rastu a nepriaznivý stav podnikového sektora. Európska komisia, *Správa o mechanizme varovania na rok 2021*, november 2020.

³ Podrobnosti o riadení nástroja NGEU a jeho fiškálnych aspektoch sú v boxe [Vplyv ozdravných opatrení EÚ na rozpočet](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2020.

kapitálových trhoch v mene EÚ až 750 mld. € (približne 5 % HDP EÚ). Tieto finančné prostriedky sa môžu využiť na poskytnutie grantov do výšky 390 mld. € a úverov v objeme do 360 mld. € pre členské štáty EÚ a budú sa čerpať do konca roka 2026. Hlavnou časťou nástroja NGEU je mechanizmus na podporu obnovy a odolnosti (Recovery and Resilience Facility – RRF) s objemom 672,5 mld. €. Alokačný kľúč mechanizmu zaisťuje väčšiu fiškálnu pomoc krajinám, ktoré sú zraniteľnejšie a nepriaznivo zasiahnuté pandemickou krízou. Ak chcú členské štáty túto podporu získať, musia si pripraviť plány podpory obnovy a odolnosti s programom verejných investícií a reforiem, ktorý zohľadní odporúčania pre jednotlivé krajiny vydané v rámci európskeho semestra.⁴ Plány sa musia zamerať hlavne na ciele v oblasti klímy a digitalizácie. Najmenej 37 % výdavkov plánovaných členskými štátmi by sa malo použiť na dosahovanie klimatických cieľov a aspoň 20 % celkových investícií by malo ísť na podporu digitálnej transformácie. Finančné prostriedky mechanizmu RRF sa budú uvoľňovať po častiach, vždy po dosiahnutí míľnikov a cieľov stanovených v schválených plánoch.

Ak bude balík озdravných opatrení implementovaný účinne, môže prispieť k rýchlejšiemu, väčšiemu a rovnomernejšiemu hospodárskemu oživeniu a zároveň podporiť odolnosť a rastový potenciál ekonomiky eurozóny. Očakáva sa, že nástroj obnovy poskytne značný stimul na strane dopytu, najmä v krajinách, ktoré sú veľkými čistými príjemcami týchto prostriedkov. Skutočnosť, že 13 % prostriedkov sa vypláca ako preddavky, podčiarkuje dôležitosť, ktorú európske rozhodovacie orgány pripisujú tomuto stabilizačnému účinku. V strednodobom horizonte by investičné a reformné projekty financované z nástroja NGEU mohli podporiť odolnosť, rastový potenciál a konvergenciu hospodárstva eurozóny. Tento озdravný balík by teda mohol prispieť k tomu, aby sa menové, fiškálne a štrukturálne politiky, ktoré sa síce v eurozóne vykonávajú nezávisle, navzájom posilňovali. Zmiernením heterogénnych následkov pandémie COVID-19 by tento balík taktiež mohol posilniť účinnosť menovej politiky v eurozóne.

Jeho efektivnosť však bude závisieť od dosiahnutia primeranej rovnováhy medzi vzájomne sa podporujúcimi investíciami a reformami. V tejto súvislosti je nanajvýš dôležité dôkladné preskúmanie národných plánov podpory obnovy a odolnosti a zabezpečenie ich úplného súladu s hodnotiacimi kritériami stanovenými v príslušnom nariadení EÚ. Odporúčania pre jednotlivé krajiny v rámci európskeho semestra a právne predpisy EÚ v oblasti klímy a digitalizácie, ako je napríklad taxonómia EÚ pre udržateľné činnosti,⁵ môžu slúžiť ako užitočné ukazovatele investičných a reformných priorít. Mieru náročnosti cieľov možno zvýšiť spojením minimálnych cieľov pre výdavky mechanizmu RRF na oblasť klímy a digitalizácie s požiadavkami na financovanie ďalších investícií z tohto mechanizmu. Vo všeobecnosti teda platí, že čím viac bude nástroj NGEU orientovaný na produktívne investície v porovnaní s bežnými výdavkami, tým silnejší môže byť jeho potenciálny

⁴ Európsky semester zabezpečuje rámec na koordináciu hospodárskych politík v celej Európskej únii. Viac informácií je v materiáli [The European Semester in your country](#).

⁵ [Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady \(EÚ\) 2020/852 z 18. júna 2020 o vytvorení rámca na uľahčenie udržateľných investícií.](#)

vplyv na dlhodobý rast.⁶ Nástroj NGEU poskytne v priemere granty na úrovni okolo 1 % HDP ročne. Na porovnanie, v roku 2019 dosiahli verejné investície úroveň 3 % HDP eurozóny. Ambiciózne a ciele reformy v národných plánoch podpory obnovy a odolnosti môžu ešte viac posilniť rastový potenciál, konvergenciu a odolnosť. Existuje množstvo dôkazov, že rozdiely v strednodobom raste medzi krajinami eurozóny možno čiastočne pripísať rozdielom v ich ekonomickej štruktúre a inštitúciách.⁷ Okrem toho krajiny s nedostatkami v tejto oblasti môžu v prípade spoločného šoku utpieť až dvojnásobnú stratu v produkcii v porovnaní s krajinami s najlepšimi výsledkami.⁸ Reformná časť mechanizmu RRF tak môže pomôcť zaistiť dlhodobé prínosy z hľadiska rastu a odolnosti voči šokom. Plány s ucelenými a ambicióznymi investičnými a reformnými piliermi môžu byť efektívnejšie ako súhrnný prínos ich jednotlivých častí. Efekt dodatočných verejných investícií na rast by mohol prevážiť možné krátkodobé makroekonomické náklady spojené s niektorými štrukturálnymi reformami.⁹ Dobré ciele štrukturálne reformy by zároveň mohli znížiť administratívne prekážky pre verejné investície a pomôcť stimulovať súkromné investície, čím by sa znásobil vplyv nástroja NGEU.¹⁰

Aby sa zabezpečilo včasné a efektívne čerpanie fondov na podporu oživenia ako súčasti produktívnych verejných výdavkov, osobitná pozornosť by sa mala venovať posilneniu administratívnych kapacít a obmedzeniu implementačných prekážok. Európska komisia predpokladá, že približne 20 % všetkých prostriedkov z nástroja NGEU bude vyplatených v rokoch 2021 a 2022, zatiaľ čo zvyšné prostriedky sa budú čerpať do konca roka 2026. Predpokladaná rýchlosť vyplácania z tohto nástroja je výrazne rýchlejšia ako pri štrukturálnych fondoch z bežného rozpočtu EÚ. Cyklus viacročného finančného rámca (VFR) EÚ trvá sedem rokov, hoci k samotnému vyplácaniu môže pri niekoľkoročnom odklade dôjsť až v ďalšom období.¹¹ Počas posledných dvoch cyklov bolo v časovom horizonte porovnateľnom s nástrojom NGEU, teda v priebehu šiestich rokov, zo štrukturálnych fondov EÚ určených pre krajiny eurozóny vyplatených menej ako 50 % prostriedkov (graf B). Výrazne sa líšila aj rýchlosť čerpania fondov v jednotlivých krajinách eurozóny. Prebiehajúca pandémia COVID-19 by viazaním administratívnych zdrojov mohla čerpanie prostriedkov ešte viac skomplikovať. Uvidí sa, či orientácia mechanizmu RRF viac na ústredné štátne ako regionálne orgány, jeho široký záber z hľadiska politických priorít a absencia nutnosti spolufinancovania povedú k rýchlejšiemu čerpaniu prostriedkov ako pri typických projektoch hradených z rozpočtu EÚ. V každom prípade, rýchlosť čerpania nie je dokonalou náhradou efektívneho

⁶ Bańkowski, K., Ferdinandusse, M., Hauptmeier, S., Jacquinot, P. a Valenta, V., [The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area](#), *Occasional Paper Series*, No 255, ECB, Frankfurt am Main, January 2021.

⁷ Masuch, K., Moshhammer, E. a Pierluigi, B., [Institutions, public debt and growth in Europe](#), *Working Paper Series*, No 1963, ECB, September 2016.

⁸ Sondermann, D., [Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures](#), *Working Paper Series*, No 1984, ECB, November 2016. Taktiež je pravdepodobnejšie, že v prípade šoku dôjde v krajinách eurozóny, ktoré už čelili makroekonomickým problémom, k značnému hospodárskemu poklesu. Sondermann, D. a Zorell, N., [A macroeconomic vulnerability model for the euro area](#), *Working Paper Series*, No 2306, ECB, August 2019.

⁹ V tejto súvislosti je rozhodujúce stanoviť priority a dôkladne naplánovať postupnosť investícií a reforiem.

¹⁰ Consolo, A., Langiulli, M. a Sondermann, D., Business investment in euro area countries: the role of institutions and debt overhang, *Applied Economics Letters*, Vol. 26(7), 2019.

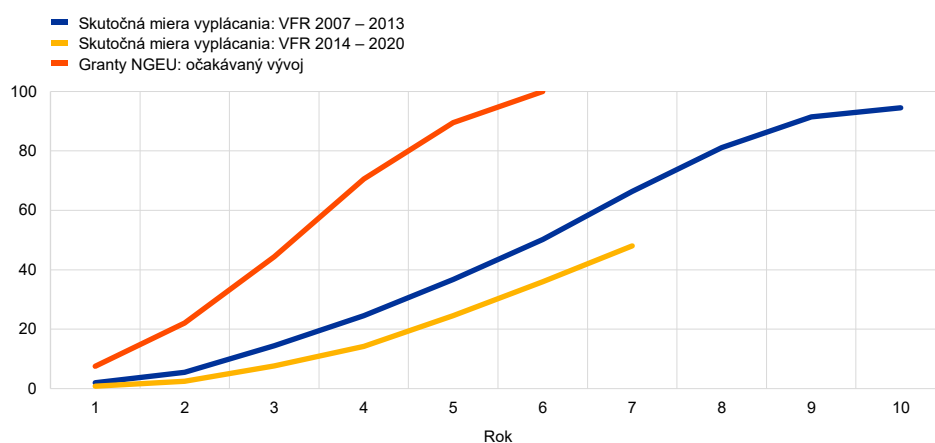
¹¹ V prípade viacročného finančného rámca na roky 2014 až 2020 bolo obdobie odkladu trojročné, kým pri rámci na roky 2007 až 2013 to boli dva roky a pri rámci na roky 2021 až 2027 to budú tiež dva roky.

a účinného využívania finančných prostriedkov EÚ. Unáhlené čerpanie finančných prostriedkov EÚ na konci rozpočtového cyklu, ako dokumentuje Európsky dvor audítorov, môže viesť k ich nehospodárnemu využitiu.¹² To naznačuje, že kvalita a kapacita verejnej správy sú pravdepodobne rozhodujúcimi faktormi úspešného využívania prostriedkov nástroja NGEU a môžu predstavovať oblasť, ktorá si vyžiada reformu. Keďže dosiahnutie plného potenciálu reforiem verejného sektora zameraných na zvýšenie jeho kapacít môže trvať istý čas, kapacitné obmedzenia na národnej úrovni by, najmä z krátkodobého hľadiska, mohlo zmierniť efektívne využitie nástroja technickej pomoci (TSI) Európskej komisie.¹³ Tento nástroj môže členským štátom pomôcť pri riadení životného cyklu investičných a reformných projektov tým, že posilní kapacity na prípravu, realizáciu, monitorovanie a hodnotenie týchto projektov. Rovnako legislatíva EÚ môže zavedením harmonizovanej a jasnej právnej infraštruktúry uľahčiť a urýchliť potrebnú implementáciu.

Graf B

Miery vyplácania štrukturálnych fondov EÚ a predpokladaná miera vyplácania NGEU

(v %)



Zdroj: Európska komisia a výpočty ECB na základe Darvas, Z., Will European Union countries be able to absorb and spend well the bloc's recovery funding?, *Bruegel Blog*, 24. September 2020.

Poznámka: Rok 1 je prvým rokom príslušného programu, t. j. 2007 v prípade VFR 2007 – 2013; 2014 v prípade VFR 2014 – 2020 a rok 2021 v prípade NGEU. VFR na roky 2007 – 2013 zahŕňa Kohézny fond, Európsky fond regionálneho rozvoja a Európsky sociálny fond; VFR na roky 2014 – 2020 nezahŕňa Európsky sociálny fond. Miera vyplácania VFR predstavuje podiel vyplatený Komisiou z celkovej sumy vyčlenenej v rozpočte EÚ pre členský štát. Výpočty súvisiace s VFR zahŕňajú iba krajiny eurozóny (nevážený priemer). Profil krivky NGEU vyjadruje úhrady očakávané Európskou komisiou.

Pri zabezpečení efektívnej implementácie ozdravného balíka by mohli kľúčová úlohu zohrať aj primerané národné systémy kontroly a auditu. Ako sa zdôrazňuje v usmernení Európskej komisie pre členské štáty k príprave plánov podpory obnovy a odolnosti, tieto systémy kontroly by mohli obsahovať preventívne opatrenia na predchádzanie korupcii, podvodom a konfliktu záujmov.¹⁴ Bezproblémovej implementácii investičných a reformných projektov by tiež pomohla včasná príprava postupov týkajúcich sa environmentálnych vplyvov a presné procesné vymedzenie

¹² Európsky dvor audítorov, *Činnosti Komisie a členských štátov v posledných rokoch programov v období 2007 – 2013 riešili problém nízkej miery čerpania, ale neboli dostatočne zamerané na výsledky*, *Osobitná správa*, č. 17, 2018.

¹³ Hlavným cieľom nástroja technickej pomoci je podpora členských štátov pri príprave a realizácii plánov podpory obnovy a odolnosti, napríklad poskytovaním odbornej pomoci, ľudských zdrojov a zaškolenia. V súčasnom rozpočtovom období EÚ bola pre tento nástroj vyčlenená čiastka vo výške 864 mil. €.

¹⁴ European Commission, Guidance to Member States recovery and reconciliation plans, *Staff Working Document (2021) 12 final*, 22 January.

spolupráce na úrovni ústřednej správy a miestnej samosprávy, aby sa zabránilo kompetenčným sporom. Dostatočná pozornosť venovaná týmto aspektom by pravdepodobne viedla k zvýšeniu celkového makroekonomického účinku balíka ozdravných opatrení.

© 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. Záväzným je pôvodné anglické znenie.

Uzávierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 10. marca 2021.

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

PDF ISSN 2363-3549, QB-BP-21-002-SK-N