EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTÉM

Ekonomický bulletin

Číslo 2/2020

Obsah

Hospodársky a menový vývoj **2**

Prehľad **2**

Dodatok k rozhodnutiam Rady guvernérov prijatým 18. marca **7**

1 Vonkajšie prostredie 9

2 Finančný vývoj 17

3 Hospodárska aktivita 23

4 Ceny a náklady 29

5 Peňažná zásoba a úvery 34

6 Fiškálny vývoj 43

Boxy **46**

1 Využívanie informácií z novinových článkov ako ukazovateľ aktivity v reálnej ekonomike 46

2 Rola zdaňovania nadnárodných spoločností pri prvom obrate tokov priamych zahraničných investícií v eurozóne 49

3 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 30. októbra 2019 do 28. januára 2020 53

4 Dôsledky fiškálnych opatrení zameraných na riešenie klimatického vývoja 59

Hospodársky a menový vývoj

Prehľad

Rada guvernérov na menovopolitickom zasadaní 12. marca rozhodla o prijatí komplexného balíka opatrení menovej politiky. Spolu s doterajšími rozsiahlymi menovými stimulmi tieto opatrenia podporia likviditu a podmienky financovania pre domácnosti, podniky a banky a pomôžu zachovať plynulé poskytovanie úverov reálnej ekonomike. Od posledného zasadania Rady guvernérov sa šírenie koronavírusu (COVID-19) ako zásadný šok prejavuje na vyhliadkach rastu svetového hospodárstva a hospodárstva eurozóny a vedie k zvýšeniu trhovej volatility. Aj ak nakoniec bude len dočasnej povahy, bude mať výrazný dosah na hospodársku aktivitu. Vzhľadom na narušenie dodávateľských reťazcov predovšetkým spomalí produkciu a obmedzí domáci a zahraničný dopyt, najmä v dôsledku nepriaznivého vplyvu nevyhnutných opatrení na obmedzenie šírenia nákazy. Zvýšená neistota navyše negatívne ovplyvňuje plánovanie výdavkov a ich financovanie. Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne sú jednoznačne na strane pomalšieho rastu. Popri doteraz identifikovaných rizikách spojených s geopolitickými faktormi, rastúcim protekcionizmom a zraniteľnosťou rozvíjajúcich sa trhových ekonomík predstavuje šírenie koronavírusu nový a zároveň významný zdroj rizík spomalenia prognózovaného hospodárskeho rastu. Rada guvernérov ECB za týchto okolností prijala viacero menovopolitických rozhodnutí na zachovanie nastavenia menovej politiky a transmisie menovej politiky do reálnej ekonomiky.

Hodnotenie hospodárskej a menovej situácie v čase zasadania Rady guvernérov 12. marca 2020

Šírenie epidémie COVID-19 zhoršuje výhľad vývoja svetovej ekonomiky, zakomponovaný do makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2020. Vývoj po dni uzávierky projekcií poukazuje na čiastočné naplnenie rizík spomalenia svetovej hospodárskej aktivity v dôsledku epidémie COVID-19, z čoho vyplýva, že svetová hospodárska aktivita bude tento rok oproti projekciám slabšia. Epidémia svetovú ekonomiku zasiahla v čase, keď sa začali objavovať známky stabilizácie hospodárskej aktivity a obchodu a znižovania neistoty v nadväznosti na podpísanie tzv. prvej fázy obchodnej dohody medzi Spojenými štátmi a Čínou a s tým spojené zníženie ciel. Čo sa týka ďalšieho vývoja, projektované oživenie svetového rastu bude podľa očakávaní len mierne. Bude závisieť od oživenia vo viacerých stále zraniteľných rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách, zatiaľ čo na strednodobý výhľad bude negatívne vplývať projektované cyklické spomalenie v rozvinutých ekonomikách a štrukturálny prechod na pomalšiu trajektóriu rastu v Číne. Riziká ohrozujúce svetovú hospodársku aktivitu sa zmenili, no ich bilancia zostáva naďalej naklonená na stranu pomalšieho rastu. Momentálne najvýraznejšie

riziko súvisí s potenciálne rozsiahlejšími a dlhšie trvajúcimi účinkami prebiehajúcej epidémie COVID-19. Globálne inflačné tlaky zostávajú obmedzené.

Ku koncu sledovaného obdobia (od 12. decembra 2019 do 11. marca 2020) došlo vzhľadom na šírenie koronavírusu po celom svete k prudkému zhoršeniu globálneho rizikového sentimentu a výraznému nárastu trhovej volatility. Dlhodobé bezrizikové sadzby v eurozóne značne klesli na úroveň podstatne nižšiu než na začiatku sledovaného obdobia. Forwardová krivka jednodňovej eurovej úrokovej sadzby EONIA klesla prudko nadol; jej inverzia pri kratších až strednodobých splatnostiach poukazovala na to, že trhy pri oceňovaní počítali s ďalšou akomodáciou menovej politiky. Spolu s prudkým zvýšením globálnej averzie voči riziku došlo v eurozóne k výraznému poklesu cien akcií a zároveň k rozšíreniu spreadov štátnych a podnikových dlhopisov. Na volatilných devízových trhoch došlo k výraznému zhodnoteniu eura voči menám 38 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny.

Medzikvartálny rast reálneho HDP eurozóny bol v poslednom štvrťroku 2019 vzhľadom na pokračujúci slabý vývoj vo výrobnom sektore a spomaľovanie rastu investícií naďalej tlmený a dosiahol 0,1 % (0,3 % v predchádzajúcom štvrťroku). Aktuálne ekonomické údaje a výsledky prieskumov poukazujú na nízku úroveň dynamiky rastu v eurozóne, no nezohľadňujú v plnej miere vývoj v súvislosti s koronavírusom, ktorý sa koncom februára začal šíriť v kontinentálnej Európe, s negatívnymi dôsledkami na hospodársku aktivitu. Odhliadnuc od rušivých dôsledkov šírenia koronavírusu sa očakáva oživenie hospodárskeho rastu v eurozóne v strednodobom horizonte, ku ktorému budú prispievať priaznivé podmienky financovania, nastavenie rozpočtovej politiky krajín eurozóny a očakávané oživenie svetovej hospodárskej aktivity.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2020 by sa mal ročný reálny HDP zvýšiť o 0,8 % v roku 2020, o 1,3 % v roku 2021 a o 1,4 % v roku 2022. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z decembra 2019 bola projekcia rastu reálneho HDP znížená o 0,3 percentuálneho bodu na rok 2020 a o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2021, najmä v dôsledku epidémie koronavírusu, hoci aktuálne rýchle šírenie vírusu v eurozóne je v projekciách zohľadnené len čiastočne. Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne sú preto jednoznačne na strane pomalšieho rastu Popri rizikách spojených s geopolitickými faktormi, rastúcim protekcionizmom a zraniteľnosťou rozvíjajúcich sa trhových ekonomík predstavuje šírenie koronavírusu nový a zároveň významný zdroj rizík zhoršenia výhľadu hospodárskeho rastu.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne vo februári 2020 klesla z januárových 1,4 % na 1,2 %. Na základe prudkého poklesu súčasných cien ropy a cien ropných futures je pravdepodobné, že celková inflácia bude v najbližších mesiacoch výrazne klesať. Toto hodnotenie sa len čiastočne odráža v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2020, podľa ktorých ročná miera inflácie HICP dosiahne 1,1 % v roku 2020, 1,4 % v roku 2021 a 1,6 % v roku 2022. V porovnaní s projekciami odborníkov Eurosystému z decembra 2019 sú marcové projekcie celkovo bez zmeny.

V strednodobom horizonte budú infláciu podporovať menovopolitické opatrenia ECB. Vplyv koronavírusu na infláciu je spojený so značnou mierou neistoty, keďže tlmiaci účinok spojený so slabším dopytom môže byť vykompenzovaný proinflačným účinkom narušenia dodávok. Z nedávneho prudkého poklesu cien ropy vyplýva riziko výrazného zhoršenia výhľadu vývoja inflácie v krátkodobom horizonte.

Dynamika menového vývoja sa v porovnaní s priaznivými hodnotami z konca leta 2019 o niečo zmiernila. Pokiaľ ide o poskytovanie úverov súkromnému sektoru, jednotlivé úverové kategórie naďalej vykazovali odlišný vývoj. Poskytovanie úverov domácnostiam bolo naďalej stabilné, no v prípade podnikov došlo k jeho spomaleniu. Priaznivé podmienky bankového financovania a poskytovania bankových úverov naďalej podporovali tok úverov a tým aj hospodársky rast. Celkové čisté externé financovanie podnikov eurozóny sa vzhľadom na priaznivé podmienky dlhového financovania stabilizovalo. Nedávne zvýšenie negatívneho rizikového sentimentu však pravdepodobne povedie k zhoršeniu podmienok nebankového financovania pre nefinančné korporácie.

Rozpočtové saldo verejnej správy krajín eurozóny sa má podľa projekcií v rokoch 2020 a 2021 znížiť a v roku 2022 stabilizovať. Pokles je do značnej miery dôsledkom nižších primárnych prebytkov. Tento vývoj sa odráža aj v projektovanej expanzívnej rozpočtovej politike v roku 2020 i 2021 a jej celkovom neutrálnom nastavení v roku 2022. Napriek pomerne expanzívnej rozpočtovej politike sa v projekciách očakáva, že pomer dlhu verejnej správy krajín eurozóny k HDP bude pokračovať v postupnom klesajúcom trende, a to vzhľadom na priaznivý diferenciál rastu a úrokovej miery a mierne kladné primárne saldo za celé sledované obdobie. Z vývoja v súvislosti so šírením koronavírusu (COVID-19) po dokončení projekcií vyplýva jednoznačné zhoršenie výhľadu vývoja rozpočtovej politiky. Popri už oznámených rozpočtových opatreniach je vzhľadom na šírenie koronavírusu potrebné jednoznačne podporiť snahu Euroskupiny o jednotné a koordinované kroky.

Súbor opatrení menovej politiky

Rada guvernérov 12. marca 2020 rozhodla o prijatí komplexného balíka opatrení menovej politiky. Reakcia menovej politiky pozostávala z troch hlavných prvkov: po prvé, zachovať likviditné podmienky v bankovom systéme prostredníctvom série cenovo výhodných dlhodobejších refinančných operácií (LTRO); po druhé, udržať tok úverov do reálnej ekonomiky prostredníctvom zásadnej rekalibrácie cielených dlhodobejších refinančných operácií (TLTRO); a po tretie, zabrániť procyklickému sprísneniu podmienok financovania ekonomiky prostredníctvom rozšírenia programu nákupu aktív (APP).[1]

1. V čase zvýšenej neistoty je nevyhnutné poskytovať finančnému systému likviditu za veľkorysých podmienok s cieľom zabrániť nedostatku likvidity a tlakom na jej cenu, a to aj vzhľadom na skutočnosť, že účastníci finančného

[1] Podrobnejšie informácie: Lane, P.R., The Monetary Policy Package: An Analytical Framework, *The ECB Blog*, ECB, 13. marca 2020.

systému môžu byť v dôsledku koronavírusu vystavení operačnému riziku. Rada guvernérov sa preto na poskytnutie okamžitej likviditnej podpory finančnému systému eurozóny rozhodla dočasne uskutočňovať dodatočné dlhodobejšie refinančné operácie. Hoci neregistruje žiadne zásadné známky napätia na peňažných trhoch ani nedostatok likvidity v bankovom systéme, tieto operácie budú v prípade potreby účinným zabezpečovacím mechanizmom. Operácie sa budú uskutočňovať formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených finančných prostriedkov, a to za veľmi výhodných cenových podmienok: s úrokovou sadzbou na úrovni priemernej sadzby jednodňových sterilizačných operácií. Tieto nové operácie LTRO s priaznivými podmienkami budú zabezpečovať likviditu na preklenutie obdobia do operácie TLTRO III v júni 2020.

2. Keďže šírenie koronavírusu narušilo príjmové a výdavkové plány domácností a podnikov, je nevyhnutné podporiť poskytovanie bankových úverov subjektom, ktorých sa ekonomické dôsledky dotýkajú najviac, predovšetkým malým a stredným podnikom. Rada guvernérov preto rozhodla, že počas obdobia od júna 2020 do júna 2021 sa budú na všetky operácie TLTRO III nevyrovnané počas tohto obdobia vzťahovať podstatne priaznivejšie podmienky. Úroková sadzba týchto operácií TLTRO III bude počas tohto obdobia o 25 bázických bodov nižšia ako priemerná sadzba hlavných refinančných operácií Eurosystému. V prípade protistrán, ktoré zachovajú svoju úroveň poskytovania úverov, bude sadzba týchto operácií nižšia a počas obdobia končiaceho sa v júni 2021 môže byť až o 25 bázických bodov nižšia ako priemerná úroková sadzba jednodňových sterilizačných operácií. Okrem toho bola celková maximálna suma, ktorú si protistrany budú môcť v rámci operácií TLTRO III požičať, zvýšená na 50 % ich objemu akceptovateľných úverov k 28. februáru 2019. Celkový objem prostriedkov, ktoré si protistrany v rámci tohto programu môžu požičať, sa tak zvyšuje o viac než 1 bil. € na takmer 3 bil. €. Nové podmienky operácií TLTRO celkovo pomôžu výrazne uvoľniť podmienky financovania, ktoré určujú ponuku bankových úverov poskytovaných podnikom a domácnostiam. Rada guvernérov v tejto súvislosti poverila výbory Eurosystému úlohou preveriť možné opatrenia na zmiernenie požiadaviek na kolaterál, aby boli protistrany aj naďalej schopné v plnej miere využívať finančnú podporu ECB.

3. Je nevyhnutné zabezpečiť dostatočne akomodačné nastavenie menovej politiky, predovšetkým v prostredí vysokej neistoty a zvýšenej finančnej volatility. Za týchto okolností sa Rada guvernérov rozhodla do konca roka dočasne zaviesť rámec dodatočných čistých nákupov aktív v objeme 120 mld. € na zabezpečenie vysokej účinnosti programov nákupu aktív súkromného sektora. Čistý nákup aktív má naďalej podľa očakávaní prebiehať dovtedy, kým to bude potrebné na posilnenie akomodačného vplyvu menovopolitických sadzieb ECB, a skončiť sa má krátko predtým, ako Rada guvernérov začne zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB. Spolu s existujúcim programom nákupu aktív tento rámec dočasných nákupov umožní rozsiahlejšiu podporu finančných podmienok a tým aj uvoľnenie úrokových sadzieb dôležitých pre reálnu ekonomiku. Vyššie tempo nákupov navyše zabezpečí výraznejšiu

prítomnosť Eurosystému na trhu v čase zvýšenej neistoty, vrátane plného využitia flexibility programu APP v reakcii na trhové podmienky. Mohlo by tak dôjsť k dočasným fluktuáciám v distribúcii tokov nákupov medzi jednotlivými triedami aktív i jednotlivými krajinami v reakcii na šoky vyvolané „únikom do bezpečia“ a likviditné šoky. Takéto odchýlky od stabilnej alokácie medzi jednotlivé krajiny program umožňuje, avšak za predpokladu, že celkový objem aktív v držbe Eurosystému z dlhodobého hľadiska naďalej vychádza z kľúča na upisovanie základného imania ECB.

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

5. Rada guvernérov má napokon v úmysle pokračovať v reinvestovaní plnej výšky istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív ešte po dlhšiu dobu od chvíle, keď začne zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB, v každom prípade však dovtedy, kým to bude potrebné na zachovanie priaznivého stavu likvidity a výraznej miery menovej akomodácie.

Vzhľadom na aktuálnu situáciu bude Rada guvernérov naďalej pozorne sledovať dôsledky šírenia koronavírusu na ekonomiku, na vývoj inflácie v strednodobom horizonte a na transmisiu menovej politiky. Rada guvernérov je pripravená podľa potreby upraviť všetky svoje nástroje, aby zabezpečila trvalý vývoj inflácie smerom k svojmu inflačnému cieľu, v súlade so svojou snahou o symetriu.

Vzhľadom na zhoršenie výhľadu a s cieľom zabrániť ďalšiemu naplneniu rizík spomalenia hospodárskeho rastu je teraz zároveň nevyhnutná ambiciózna a koordinovaná fiškálna pozícia. Rada guvernérov víta opatrenia, ktoré už boli prijaté v rôznych krajinách na zabezpečenie dostatočných zdrojov v zdravotníctve a poskytnutie podpory dotknutým podnikom a zamestnancom. Na doplnenie a posilnenie menovopolitických opatrení prijatých Radou guvernérov sú potrebné predovšetkým opatrenia ako napríklad poskytovanie úverových záruk.

Dodatok k rozhodnutiam Rady guvernérov prijatým 18. marca

Pandémia koronavírusu je kolektívnou núdzovou situáciou v oblasti verejného zdravia, ktorá v nedávnej minulosti takmer nemá obdobu. Zároveň ide aj o extrémny hospodársky šok, ktorý si vyžaduje ambicióznu, koordinovanú a naliehavú politickú reakciu na všetkých frontoch. Rada guvernérov 18. marca v reakcii na bezprecedentnú situáciu, ktorej čelí eurozóna, oznámila nový núdzový pandemický program nákupu aktív (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP). Pomocou tohto dočasného programu bude môcť ECB zachovať transmisiu menovej politiky a v konečnom dôsledku i svoju schopnosť zabezpečovať cenovú stabilitu v eurozóne. Vývoj na finančných trhoch predovšetkým viedol k sprísneniu podmienok financovania, najmä v dlhodobejšej časti spektra splatností. Bezriziková výnosová krivka sa posunula nahor a krivky výnosov štátnych dlhopisov – kľúčové pri oceňovaní všetkých aktív – všade vzrástli a zvýšil sa aj ich rozptyl. Rada guvernérov v rámci plnenia svojho mandátu prijala nasledujúce rozhodnutia:.

1. Zavedenie nového dočasného programu nákupu aktív súkromného a verejného sektora na potlačenie vážnych rizík spojených s čoraz rýchlejším šírením epidémie COVID-19, ktoré ohrozujú transmisný mechanizmus menovej politiky a výhľad vývoja v eurozóne.

Celkový rámec tohto nového núdzového pandemického programu nákupu aktív (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) bude predstavovať 750 mld. €. Nákupy budú prebiehať do konca roka 2020 a budú zahŕňať všetky kategórie aktív akceptovateľných v existujúcich programoch nákupu aktív.

V rámci nákupov cenných papierov verejného sektora sa bude alokácia medzi jednotlivé jurisdikcie naďalej riadiť kľúčom na upisovanie podielov národných centrálnych bánk na základnom imaní ECB. Nákupy v rámci programu PEPP sa zároveň budú realizovať flexibilne, čo umožňuje upravovať distribúciu nákupných tokov z hľadiska času, jednotlivých tried aktív i jurisdikcií.

Na nákupy cenných papierov vydaných gréckou vládou sa bude v rámci programu PEPP vzťahovať výnimka z požiadaviek na akceptovateľnosť.

Rada guvernérov čisté nákupy aktív v rámci programu PEPP ukončí, keď podľa nej pominie kritická fáza epidémie koronavírusu, v každom prípade však nie pred koncom tohto roka.

2. Rozšírenie okruhu aktív akceptovateľných v rámci programu nákupu aktív podnikového sektora o komerčné cenné papiere vydané nefinančnými spoločnosťami, čím sa v rámci programu nákupu aktív podnikového sektora stávajú akceptovateľnými všetky komerčné cenné papiere dostatočnej kreditnej kvality.

3. Uvoľnenie kolaterálových štandardov úpravou hlavných rizikových parametrov kolaterálového rámca. Dôjde predovšetkým k rozšíreniu okruhu dodatočných úverových pohľadávok o pohľadávky súvisiace s financovaním podnikového sektora.

Protistrany tak budú môcť aj naďalej v plnej miere využívať refinančné operácie Eurosystému.

Rada guvernérov ECB je odhodlaná plniť svoju úlohu pri podpore všetkých občanov eurozóny v tomto mimoriadne náročnom období. ECB v tomto smere zabezpečí, aby mohli priaznivé podmienky financovania na absorbovanie tohto šoku využiť všetky sektory hospodárstva. Platí to rovnakou mierou pre rodiny, podniky, banky i vlády.

Rada guvernérov urobí v medziach svojho mandátu všetko potrebné. Je plne pripravená zvýšiť objem svojich programov nákupu aktív a upraviť ich štruktúru, a to v nevyhnutnej miere a na tak dlho, ako bude potrebné. Preverí všetky možnosti a eventuality, aby ekonomike pomohla prekonať tento šok.

V prípade, že by určité vlastné limity mohli obmedzovať opatrenia, ktoré je ECB povinná prijať na naplnenie svojho mandátu, Rada guvernérov zváži ich revíziu v rozsahu potrebnom nato, aby jej kroky boli primerané rizikám, ktorým čelíme. ECB nebude tolerovať žiadne riziká ohrozujúce plynulú transmisiu jej menovej politiky vo všetkých jurisdikciách eurozóny.

1 Vonkajšie prostredie

Vypuknutie epidémie koronavírusu (COVID-19) ohrozuje výhľad globálnej ekonomiky, ktorý predpokladali makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2020. Vývoj po uzávierke projekcií naznačuje, že riziká spojené s poklesom globálnej hospodárskej aktivity v súvislosti s vypuknutím epidémie sa čiastočne naplnili. To signalizuje, že globálna hospodárska aktivita tento rok bude slabšia, ako sa predpokladalo v marcových projekciách. Vypuknutie nákazy zasiahlo globálnu ekonomiku, práve keď sa začali objavovať signály stabilizácie v aktivite a obchode a keď uzavretie prvej fázy obchodnej dohody medzi Spojenými štátmi a Čínou sprevádzané znížením ciel viedlo k zmierneniu neistoty. Oživovanie globálnej hospodárskej aktivity, hoci len veľmi pomalým tempom, sa očakáva v horizonte presahujúcom tento rok. Bude závisieť od oživenia v mnohých stále zraniteľných ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov. Na strednodobý výhľad však bude nepriaznivo vplývať prognózované cyklické spomalenie vo vyspelých ekonomikách a štrukturálny prechod na trajektóriu pomalšieho rastu v Číne. Riziká ohrozujúce globálnu aktivitu sa zmenili, no stále prevažuje možnosť jej spomalenia. V tomto momente sa najakútnejšie riziko poklesu spája s potenciálne rozsiahlejším a dlhodobejším vplyvom ďalšieho vývoja epidémie koronavírusu. Globálne inflačné tlaky sú obmedzené.

Globálna hospodárska aktivita a obchod

Šírenie koronavírusu zhoršuje globálny výhľad. Keďže situácia sa stále vyvíja, je veľmi zložité odhadnúť, ako dlho budú trvať obmedzenia výroby a obchodu a ako budú spotrebitelia na celom svete reagovať na súvisiacu neistotu. Prepuknutie epidémie navyše prišlo po období slabej globálnej aktivity. Rast globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) poklesol minulý rok na 2,9 %, čo bolo najpomalšie tempo od veľkej recesie. Toto spomalenie bolo rozsiahlejšie a výraznejšie v porovnaní s nedávnymi epizódami v rokoch 2012 až 2013 a 2015 až 2016. Kľúčovým faktorom tohto vývoja bola opakujúca sa eskalácia obchodného napätia, ktorá pre zvýšenú neistotu viedla firmy k odkladaniu investícií a spotrebiteľov k odďaľovaniu nákupu tovarov dlhodobej spotreby. To následne viedlo k prudkému poklesu globálnej výrobnej aktivity a obchodu. V niektorých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov sa navyše prejavili idiosynkratické šoky, čo ešte viac spomalilo globálnu aktivitu v minulom roku. Mnohé kľúčové významné a rozvíjajúce sa trhové ekonomiky však uplatnili politiky stimulujúce dopyt, čím zmiernili tempo aj mieru spomaľovania rastu v roku 2019.

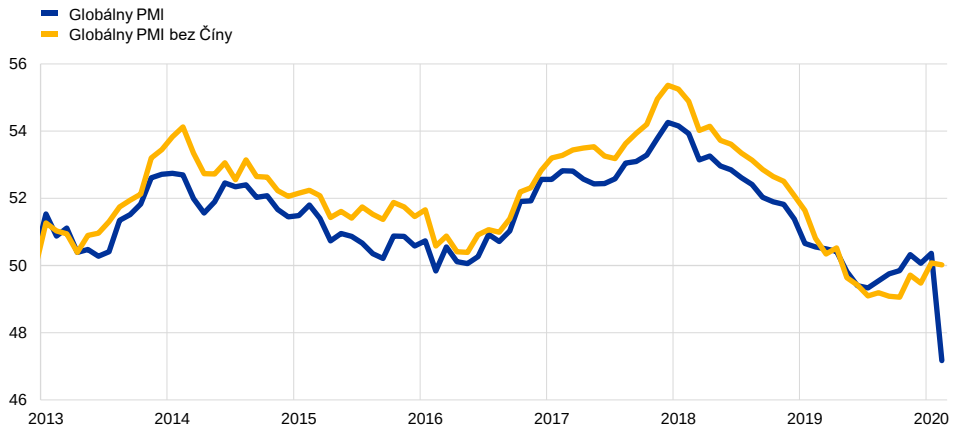
Vypuknutie epidémie zasiahlo globálnu ekonomiku v čase, keď sa začali objavovať signály stabilizácie hospodárskej aktivity a obchodu. Globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre výrobu (bez eurozóny) sa v januári zvýšil a sprevádzal ho priaznivejší vývoj vo výrobnom sektore aj sektore služieb. Lepšia produkcia vo výrobnom sektore naznačovala, že po dlhšom slabom vývoji by sa mohlo rodiť určité oživenie. Tieto signály boli viditeľné hlavne v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov, kým vývoj vo vyspelých ekonomikách bol rôznorodejší. Tento trend prerušilo vypuknutie nákazy koronavírusom COVID-19,

ktorú sa čínske orgány pokúsili zastaviť predĺžením čínskych novoročných prázdnin a zavedením prísnych karanténnych opatrení v provincii Hubei, ktorá bola epicentrom nákazy. V dôsledku týchto opatrení sa výrobná aktivita Číny vo februári prepadla a negatívny vplyv sa šíril aj v ázijsko-tichomorskom regióne, ktorý je prirodzene prepojený s Čínou prostredníctvom ponukových reťazcov a predstavuje jednu z najpopulárnejších destinácií čínskych turistov. Širšie globálne šírenie nákazy bolo vo februári skôr obmedzené, čo naznačoval relatívne stabilný vývoj globálneho PMI pre výrobu bez Číny (graf 1). Keďže čínska produkcia sa do normálu vracia len veľmi pomaly a mnoho krajín prijalo opatrenia na zabránenie rozširovania vírusu, vplyv na globálnu výrobnú aktivitu v krátkodobom horizonte môže byť trvalejší a väčší.

Graf 1

Globálny PMI pre výrobu

(difúzne indexy)



Zdroj: Markit a Haver Analytics.
Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2020.

Po období uvoľnenia sa globálne podmienky financovania aktuálne výrazne zhoršili. Po oznámení spomenutej prvej fázy obchodnej dohody nasledovalo obdobie uvoľnenia, ktoré sa prejavilo zvýšeným záujmom o rizikové aktíva. Toto zotavenie sa náhle prerušilo v polovici februára, keď sa globálne akciové trhy prepadli v dôsledku pretrvávajúceho vplyvu vírusu v Číne a jeho rozšírenia do ďalších krajín. Po uzávierke marcových makroekonomických projekcií odborníkov ECB sa globálne podmienky financovania výrazne zhoršili vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách, nakoľko vplyv značných úprav na akciových trhoch a nárast spreadov podnikových dlhopisov bol len čiastočne eliminovaný poklesom bezrizikových sadzieb. V ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov bolo zhoršenie v porovnaní s nedávnymi epizódami finančného napätia (napríklad v lete 2018) miernejšie, pretože výmenný kurz ich mien voči americkému doláru zostal celkovo stabilný. Vo vývoji dolára sa odrážali hlavne aktuálne a očakávané opatrenia uvoľnenia menovej politiky prijaté Federálnym rezervným systémom, ktoré znižovali jeho hodnotu a zmierňovali tlak na jeho zhodnocovanie v dôsledku prílevu investícií z bezpečných útočísk do amerických štátnych dlhopisov.

Makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2020 predpokladajú, že v horizonte projekcie dôjde len k veľmi pomalému globálnemu oživovaniu. Globálna hospodárska aktivita bez eurozóny podľa projekcií tento rok dosiahne 3,1 %, čo je mierne viac ako 2,9 % odhadovaných na rok 2019. V strednodobom horizonte by sa globálny rast mal mierne zvýšiť na 3,5 % v roku 2021 a na 3,4 % v roku 2022, bude teda pod svojím dlhodobým priemerom 3,8 %. V porovnaní s decembrovými makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému zostala prognóza globálneho rastu na rok 2020 v zásade nezmenená, keďže úpravy smerom nahor súvisiace s nižšími obchodnými clami sú negované úpravami smerom nadol v 1. štvrťroku 2020 v dôsledku vypuknutia nákazy koronavírusom v Číne. V marcových projekciách sa strednodobý výhľad globálnej ekonomiky spájal s oživením v mnohých ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov. Oživenie v týchto krajinách sa však považuje za veľmi krehké vzhľadom na to, že nepriaznivá externá situácia a domáca politická nestabilita by mohli zmariť ich vyhliadky na oživenie. Vývoj po uzávierke projekcií zreteľne naznačuje, že bezprostredné riziko poklesu globálnej ekonomiky v súvislosti s dôsledkami koronavírusu sa čiastočne naplnilo. To následne signalizuje, že globálna hospodárska aktivita v tomto roku bude veľmi pravdepodobne slabšia ako sa predpokladalo v marcových makroekonomických projekciách odborníkov ECB.

Podľa očakávaní mala hospodárska aktivita v Spojených štátoch v krátkodobom horizonte zostať stabilná. Anualizovaný reálny HDP v poslednom štvrťroku 2019 narástol o 2,1 %, čím si udržal tempo z predchádzajúceho štvrťroka. Rast spotreby sa spomalil viac, ako sa očakávalo, a fixné obchodné investície klesali tretí štvrťrok po sebe. V prvom štvrťroku 2020 bude mať na výrobnú aktivitu zrejme nepriaznivý vplyv zastavenie výroby lietadla Boeing 737 Max. Čo sa týka budúceho obdobia, očakávalo sa spomalenie rastu z dôvodu ukončenia obchodného cyklu a doznievajúceho vplyvu daňovej reformy z roku 2018. Celková ročná inflácia spotrebiteľských cien sa vo februári mierne znížila na 2,3 % z 2,5 % v januári. Ročná miera inflácie bez cien potravín a energií sa mierne zvýšila na 2,4 % z 2,3 % zaznamenaných v predchádzajúcich štyroch mesiacoch. Očakáva sa, že inflácia bude do konca horizontu prognózy postupne stúpať nad 2-percentný cieľ americkej centrálnej banky. Po mimoriadnom rokovaní 3. marca banka znížila svoju menovopolitickú úrokovú sadzbu o 50 bázických bodov na 1 až 1,25 %, pričom ako dôvod uviedla riziko nepriaznivého vplyvu koronavírusu na hospodársku aktivitu. Na zmiernenie vplyvu vírusu na ekonomiku boli prijaté aj ďalšie opatrenia vrátane dodatočných fiškálnych výdavkov a dodania likvidity.

V Číne sa v prvom štvrťroku očakáva výrazné oslabenie aktivity, ktorá sa neskôr oživí. V strednodobom horizonte by sa reálny HDP mal naďalej postupne spomaľovať. Ročný rast HDP v roku 2019 klesol na 6,1 % (zo 6,6 % v roku 2018) v dôsledku nižšieho príspevku investícií a čistého obchodu. Vypuknutie nákazy koronavírusom bude vplývať na vývoj v krátkodobom horizonte, naopak nižšie clá vyplývajúce z obchodnej dohody so Spojenými štátmi by mali podporiť obchod. V strednodobom horizonte sa očakáva ďalšia realizácia štrukturálnych reforiem zameraných na riadené spomaľovanie a reštrukturalizáciu čínskej ekonomiky. Údaje prichádzajúce z Číny po dátume uzávierky projekcií naznačujú, že spomalenie v prvom štvrťroku by mohlo byť väčšie, ako sa očakávalo. Okrem toho pomalšia

normalizácia produkcie indikuje, že oživenie aktivity by mohlo trvať dlhšie, ako sa predpokladalo v marcových makroekonomických projekciách odborníkov ECB. Od vypuknutia nákazy koronavírusom sa v Číne prijal rad hospodárskych opatrení vrátane, okrem iného, výraznejšie akomodačnej menovej politiky a ďalších fiškálnych výdavkov.

V Japonsku sa hospodárska aktivita v poslednom štvrťroku 2019 značne znížila, a to v dôsledku súbehu negatívnych šokov, vrátane poklesu domáceho dopytu v reakcii na zvýšenie spotrebnej dane, výpadku produkcie spôsobeného silnými tajfúnmi v októbri a slabého externého dopytu. Negatívne dôsledky nákazy koronavírusom v Číne, ktoré zasiahli japonskú ekonomiku prostredníctvom veľkého poklesu spotreby v sektore turizmu počas čínskych novoročných prázdnin, a prvé známky potenciálnych výpadkov v ponukových reťazcoch zrejme budú nepriaznivo ovplyvňovať aktivitu v prvom štvrťroku 2020. Japonské orgány navyše prijali rad opatrení na zmiernenie šírenia koronavírusu v krajine, ktoré spolu s obozretnejším správaním spotrebiteľov zrejme zasiahnu hospodársku aktivitu. Japonská vláda preto odpovedala dvoma pohotovostnými fiškálnymi balíkmi opatrení vrátane opatrení na podporu malých a stredných podnikov. Bank of Japan vyhlásila, že pozorne sleduje vývoj a je pripravená poskytnúť likviditu a zaistiť stabilitu na finančných trhoch. Očakáva sa, že fiškálne stimuly oznámené japonskými orgánmi na konci roka 2019 podporia rast v rokoch 2020 až 2021.

V Spojenom kráľovstve sa v prvom štvrťroku očakávalo oživenie aktivity. Vplyv koronavírusu na hospodárstvo však pravdepodobne povedie k opätovnému hospodárskemu spomaleniu v druhom štvrťroku. Rast reálneho HDP v poslednom štvrťroku 2019 stagnoval, keď odrážal pokračujúce spomaľovanie základného tempa zo začiatku roka a rozsiahlejšie spomaľovanie prejavujúce sa od referenda v roku 2016. Domáci dopyt sa výrazne spomalil v druhom polroku 2019 v súvislosti s neistotou spojenou s brexitom a všeobecnými voľbami v poslednom štvrťroku. Hoci sa sentiment výrazne zlepšil po rozhodujúcich volebných výsledkoch a následnom ukončení procesu odchodu z Európskej únie dohodou ku koncu januára, v roku 2020 sa (ani pred vypuknutím nákazy) neočakávalo výrazné zlepšenie aktivity vzhľadom na pretrvávajúcu neistotu v súvislosti s budúcimi rokovaniami o obchodných vzťahoch medzi Spojeným kráľovstvom a EÚ. V reakcii na vypuknutie nákazy koronavírusom Bank of England znížila svoju menovopolitickú sadzbu o 50 bázických bodov na 0,25 % a zaviedla špecializovaný úverový program pre malé a stredné podniky, zatiaľ čo vládny návrh rozpočtu zahŕňa rad fiškálnych opatrení na riešenie hospodárskych dôsledkov nákazy.

V krajinách strednej a východnej Európy sa očakávalo spomalenie hospodárskej aktivity a pokles z úrovne nad potenciálom rastu. Toto spomalenie odrážalo hlavne miernejší rast investícií vzhľadom na pokročilejšiu fázu cyklu finančných prostriedkov EÚ. Spotrebiteľské výdavky mali byť podporované dobrou situáciou na trhu práce.

Hospodárska aktivita veľkých komoditných vývozcov sa mala v tomto roku mierne zlepšiť. V Rusku sa hospodárska aktivita v priebehu roka 2019 zvýšila a očakávalo sa jej ďalšie zrýchľovanie vzhľadom na dodatočné sociálne výdavky prijaté novou vládou. Črtá sa však veľké riziko spomalenia, keďže globálne šírenie

koronavírusu, nedávne zrušenie dohody OPEC+ a prudký pokles cien ropy signalizujú nezvyčajne neistý výhľad. Strednodobý výhľad sa primárne spája s neistotou súvisiacou s ďalšími medzinárodnými sankciami, ako aj politickými prioritami aktuálne zvolenej vlády. HDP v krátkodobom horizonte bol upravený smerom nahor, a to najmä vďaka vyšším verejným výdavkom. V Brazílii sa hospodársky sentiment začal v poslednom štvrťroku 2019 zlepšovať. Rast však brzdia prísne fiškálne obmedzenia (vrátane zmrazenia rozpočtu) a neisté externé prostredie, pričom situácia sa aktuálne zhoršila s rozširujúcou sa nákazou koronavírusom. Vyhliadky rastu v strednodobom horizonte budú hlavne závisieť od miery, v akej sa budú realizovať nevyhnutné dodatočné fiškálne reformy. Fiškálna nerovnováha zároveň zostáva hlavným zdrojom rizika, ak sa nebude riešiť. Preto dodržiavanie fiškálnych pravidiel ako napríklad výdavkový strop znižuje potrebu veľkých fiškálnych stimulov.

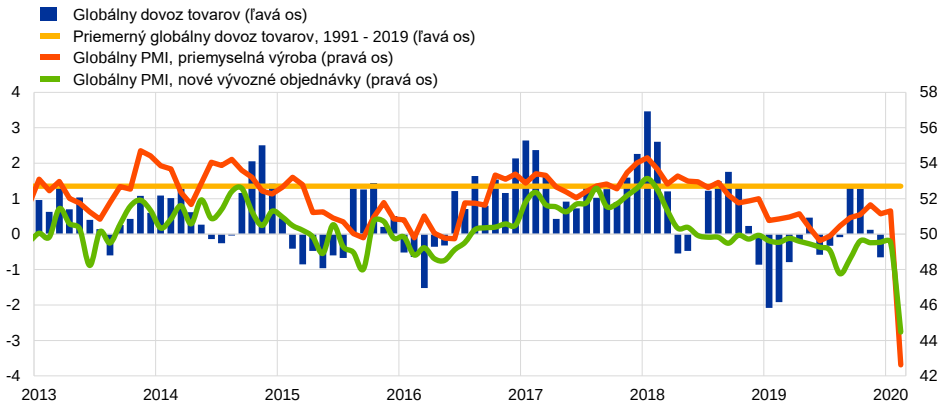
Úroveň aktivity v Turecku sa naďalej výrazne oživuje z recesie spojenej s krízou. Anualizovaný rast reálneho HDP sa v treťom štvrťroku 2019 dostal do kladného pásma a v poslednom štvrťroku sa ďalej zlepšoval. Expanzívna fiškálna politika a rýchla expanzia úverov vyvolali výrazný nárast spotreby domácností a investície súkromného sektora sa odrazili od dna. Očakáva sa, že obe oblasti budú v tomto roku prispievať k rastu. Napriek tomu miera rastu zostáva z historického hľadiska relatívne nízka vzhľadom na oslabený potenciál tureckej ekonomiky.

Na konci roka 2019 sa začali objavovať signály stabilizácie globálneho obchodu. Globálny dovoz bol nakoniec silnejší najmä vďaka výraznému nárastu dovozu v Turecku, Číne a iných ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov. Naopak oproti očakávaniam horšie výsledky v dovoze vyspelých ekonomík v poslednom štvrťroku 2019 odrážali množstvo idiosynkratických šokov, ktoré by sa mali v krátkodobom horizonte stratiť. V Japonsku tieto faktory súvisia s kontrakciou domáceho dopytu po zvýšení spotrebnej dane a so silným tajfúnom. V Spojenom kráľovstve a Spojených štátoch odrážajú uvoľnenie predtým nahromadených zásob. Rozdielny vývoj obchodu vo vyspelých a rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách bol taktiež zreteľne viditeľný na údajoch z obchodu s tovarmi. Globálny dovoz tovarov sa celkovo v poslednom štvrťroku 2019 znížil o 0,7 % (graf 2). Vypuknutie nákazy koronavírusom však zrejme oddiali stabilizáciu globálneho obchodu, keď nepriaznivo vplýva najmä na globálny výrobný sektor, ako to naznačujú najnovšie údaje z prieskumov. Keďže vírus sa šíri po celom svete, jeho dosah na obchod bude oveľa väčší, ako sa predpokladalo v makroekonomických projekciách odborníkov ECB z marca 2020.

Graf 2

Svetový obchod s tovarom a prieskumy (bez eurozóny)

(ľavá os: medzištvrťročná percentuálna zmena; pravá os: difúzne indexy)



Zdroj: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje o indexoch PMI sú z februára 2020 a o globálnom dovoze tovarov z decembra 2019. Indexy a údaje sa vzťahujú na globálne agregáty bez eurozóny.

Nedávne podpísanie takzvanej prvej fázy obchodnej dohody medzi Spojenými štátmi a Čínou ponúka dočasnú úľavu od napätia v obchodných vzťahoch. Na základe tejto dohody obe krajiny znížili vzájomné obchodné clá a Čína sa zaviazala nakúpiť počas nasledujúcich dvoch rokov tovar a služby od Spojených štátov v dodatočnej hodnote 200 miliárd USD. Hoci táto čiastočná deeskalácia obchodného konfliktu podporuje oživenie v globálnej výrobnej aktivite a obchode, neistota súvisiaca s budúcim vývojom globálnej obchodnej politiky zostáva veľká.

Výhľad svetového obchodu zostáva z historického pohľadu tlmený, keďže sa očakáva, že príjmová elasticita obchodu zostane pod svojou „novou normou“.[2] V tomto vývoji sa odráža súhra viacerých faktorov vrátane, napríklad, doteraz platných vyšších ciel a zvýšenej politickej neistoty. Podľa marcových makroekonomických projekcií odborníkov ECB sa očakáva, že rast globálneho dovozu (bez eurozóny) sa bude postupne zvyšovať z minuloročných 0,3 % na 1,4 % v roku 2020, 2,6 % v roku 2021 a 2,7 % v roku 2022. Zahraničný dopyt eurozóny by mal tento rok stúpnuť o 1,6 % a následne sa očakáva jeho zrýchlenie na 2,5 % v roku 2021 a 2,6 % v roku 2022. Hoci bol zahraničný dopyt eurozóny v roku 2020 oproti makroekonomickým projekciám odborníkov Eurosystému z decembra 2019 upravený smerom nahor, tieto úpravy súvisia hlavne s prekvapivým rastom v druhom polroku 2019, ako aj s vyšším objemom bilaterálneho dovozu medzi Spojenými štátmi a Čínou v dôsledku zníženia ciel na základe prvej fázy obchodnej dohody. Keďže táto dohoda podporuje hlavne bilaterálny obchod medzi signatárskymi krajinami, nemala by sa považovať za signál zvýšeného zahraničného dopytu po tovaroch a službách produkovaných v eurozóne. Po zohľadnení týchto faktorov sa v marcových projekciách očakáva, že vývoj zahraničného dopytu eurozóny bude zhodný s decembrovými projekciami na tento a budúci rok. Vývoj po dátume uzávierky projekcií naznačuje, že vypuknutie globálnej epidémie koronavírusu ohrozuje celosvetový obchod a následne aj zahraničný dopyt eurozóny. Zohľadnenie

[2] Viac napríklad v IRC Trade Task Force, Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?, *Occasional Paper Series*, No 178, ECB, September 2016.

tohto vývoja by znamenalo, že globálny dovoz a zahraničný dopyt eurozóny by boli slabšie, ako sa predpokladalo v marcových makroekonomických projekciách odborníkov ECB.

Riziká spojené s výhľadom globálnej aktivity sa zmenili, prevláda však pravdepodobnosť jej spomalenia. Nové a v súčasnosti najakútnejšie riziko sa spája s potenciálne rozsiahlejším a dlhším vplyvom stále sa šíriaceho koronavírusu. Vývoj globálnej ekonomiky po dátume uzávierky projekcií naznačuje, že riziká sa už čiastočne napĺňajú.[3] Riziká prameniace z obchodného napätia sa po uzavretí prvej fázy obchodnej dohody čiastočne zmiernili, neistota súvisiaca s budúcim nasmerovaním globálnych obchodných politík však zostáva zvýšená. Riziko spojené s brexitom bez dohody sa posunulo na koniec roka a bude závisieť od výsledku rokovaní o budúcom usporiadaní vzťahov medzi EÚ a Spojeným kráľovstvom. Ak by navyše došlo k prudšiemu spomaleniu v Číne, mohlo by byť čoraz náročnejšie vyrovnať ho pomocou politických stimulov, a potenciálne by ohrozovalo prebiehajúci reštrukturalizačný proces. Preceňovanie rizika na finančných trhoch by mohlo negatívne vplývať na globálnu hospodársku aktivitu najmä v ekonomikách rozvíjajúcich sa trhov.

Vývoj globálnych cien

Ceny ropy zaznamenali výrazný pokles, keď sa v súvislosti s vypuknutím epidémie zväčšovali obavy o globálny dopyt. Tento pokles prehĺbili aj nezhody medzi členmi združenia OPEC+, pokiaľ ide o obmedzenie produkcie. Najprv na ceny najsilnejšie doľahli správy o vypuknutí nákazy v Číne na konci januára. Následne sa nachvíľu čiastočne zvýšili, potom však s rozširovaním nákazy po celom svete opäť začali klesať. Na začiatku marca sa aliancia OPEC+ medzi členmi OPEC a niekoľkými významnými producentmi mimo OPEC rozpadla, keď Rusko odmietlo znížiť svoju ropnú produkciu. Saudská Arábia odpovedala oznámením, že zvýši produkciu a ponúkne lacnejšiu ropu, aby získala väčší podiel na trhu. Táto situácia viedla k jednému z doposiaľ najväčších denných poklesov v cenách ropy.

V makroekonomických projekciách odborníkov ECB z marca 2020 sa v horizonte projekcie očakávali relatívne stabilné ceny ropy. Klesajúce spotové ceny posunuli kratší koniec krivky ropných futures viac nadol v porovnaní s dlhším koncom, čo viedlo k vyrovnaniu krivky v horizonte projekcie. V porovnaní s decembrovými makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému bol v marci predpoklad ceny ropy nižší o 5,5 % na rok 2020, 3,2 % na rok 2021 a 2,5 % na rok 2022. Po uzávierke údajov pre marcové makroekonomické projekcie ceny ropy výrazne klesli a cena ropy Brent bola 11. marca na úrovni 34,5 USD za barel.

Globálna inflácia zostáva tlmená, pričom odráža dynamiku rastu. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien v krajinách patriacich do Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) v decembri 2019 stúpla na 2,1 % v porovnaní s 1,8 % zaznamenanými v novembri (graf 3). Ročná miera inflácie cien energií sa v decembri

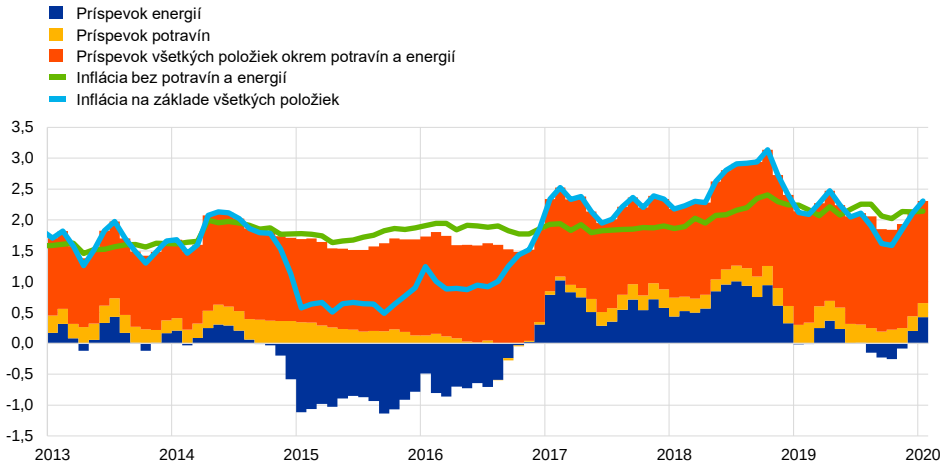
[3] Ďalšie podrobnosti o rizikových scenároch sa rozoberajú v boxe 3 makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2020.

dostala do kladného pásma po tom, ako bola počas predchádzajúcich štyroch mesiacov záporná. Ceny potravín naopak zostali relatívne stabilné. Ročná miera jadrovej inflácie CPI (bez cien potravín a energií) sa oproti predchádzajúcemu mesiacu nezmenila a zotrvala na úrovni 2,1 %.

Graf 3

Inflácia spotrebiteľských cien OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



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

2 Finančný vývoj

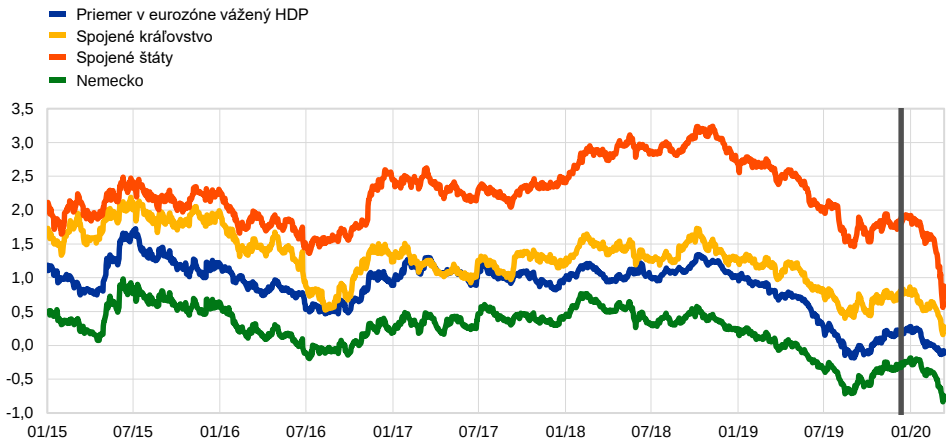
Celkové vnímanie rizika sa prudko zhoršilo a volatilita na trhoch náhle vzrástla po tom, ako sa ku koncu sledovaného obdobia (12. decembra 2019 až 11. marca 2020) koronavírus (COVID-19) rozšíril po celom svete. Dlhodobé bezrizikové sadzby v eurozóne výrazne poklesli na úrovne oveľa nižšie ako na začiatku obdobia, zatiaľ čo spready medzi výnosmi štátnych dlhopisov v eurozóne sa ku koncu sledovaného obdobia zreteľne zvýšili. Krivka priemerného indexu forwardových sadzieb EONIA (euro overnight index average) sa posunula prudko smerom nadol, pričom jej inverzia pri krátkodobých a strednodobých splatnostiach signalizuje ocenenie ďalšieho uvoľnenia menovej politiky trhom. Ceny akcií v eurozóne v súlade s prudkým nárastom globálnej neochoty podstupovať riziko výrazne poklesli a spready podnikových dlhopisov sa rozšírili. Na volatilných devízových trhoch došlo k výraznému posilneniu eura voči menám 38 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny.

V prostredí vysokej volatility výrazne poklesli výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov v celej eurozóne i na celom svete (graf 4). Pohyby priemerných výnosov štátnych dlhopisov eurozóny možno rozdeliť do troch rôznych fáz. V období od 12. decembra 2019 do polovice januára 2020 sa výnosy mierne zvýšili v dôsledku zlepšenia celkového vnímanie rizika a niektorých vnímaných obmedzení makroekonomických ukazovateľov. V druhej fáze až do 21. februára 2020 viedli správy súvisiace s koronavírusom a sklamanie z makroekonomického vývoja k zhoršeniu vnímania rizika a výnosy štátnych dlhopisov začali v priemere klesať. V poslednej fáze výnosy štátnych dlhopisov utrpeli ďalší výrazný pokles, keď sa po celom svete začal šíriť koronavírus a obavy z jeho hospodárskych a sociálnych dôsledkov začali otriasať globálnymi finančným trhmi. Počas sledovaného obdobia poklesli výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP o 33 bázických bodov na –0,12 %, čím sa vrátili do záporných hodnôt. Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v Spojených štátoch a Spojenom kráľovstve tak isto poklesli na 0,88 %, resp. 0,27 % (pričom klesli o 102, resp. 54 bázických bodov), čo odráža najmä globálne obavy z koronavírusu a očakávanú reakciu menovej politiky, ako aj presuny do bezpečných bezrizikových aktív.

Graf 4

Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov

(v percentuálnych bodoch za rok)



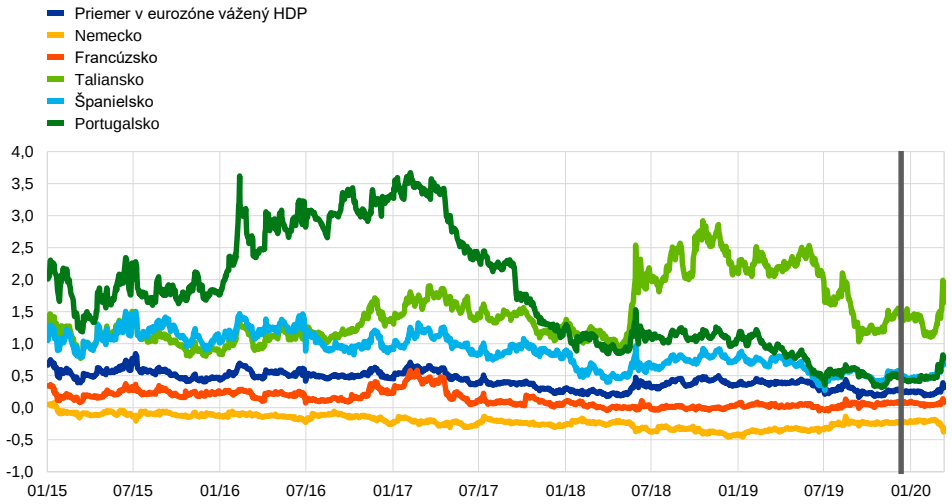
Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Denné údaje. Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 12. decembra 2019. Posledné údaje sú z 11. marca 2020.

V súlade s meniacim sa vnímaním rizika sa spready štátnych dlhopisov eurozóny oproti úrokovým mieram jednodňových indexových swapov v niektorých krajinách zvýšili, pričom Nemecko bolo nápadnou výnimkou (graf 5). Konkrétne spready desaťročných gréckych, talianskych, portugalských a španielskych štátnych dlhopisov sa zodpovedajúco zvýšili o 45, 25, 15 a 32 bázických bodov na 1,87, 1,64, 0,77 a 0,67 percentuálneho bodu. Naopak, spready desaťročných štátnych dlhopisov v Nemecku poklesli o 10 bázických bodov na –0,32 percentuálneho bodu, zatiaľ čo vo Francúzsku zostali prevažne stabilné na úrovni 0,08 percentuálneho bodu. Spready desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP sa zvýšili o 5 bázických bodov na 0,31 bázického bodu.

Graf 5

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

(percentuálne body)



Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Tento spread sa počíta odrátaním desaťročných úrokových mier jednodňových indexových swapov z výnosov desaťročných štátnych dlhopisov. Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 12. decembra 2019. Posledné údaje sú z 11. marca 2020.

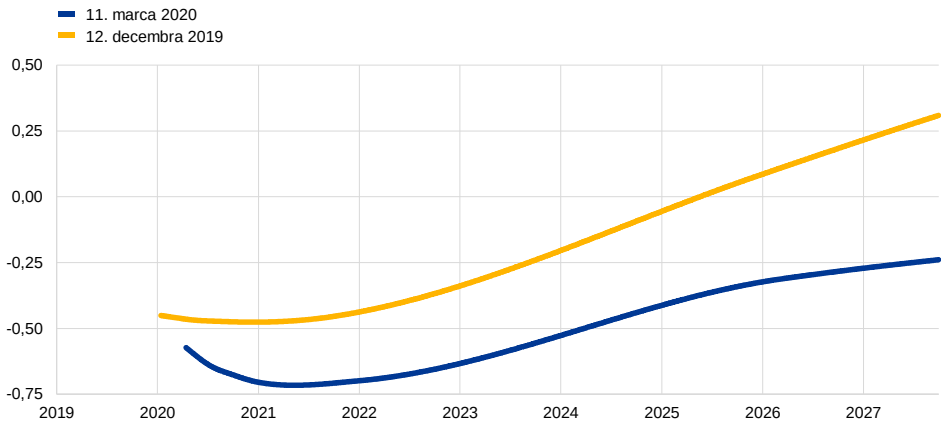
Sadzba EONIA dosahovala počas sledovaného obdobia v priemere –45 bázických bodov a nová referenčná krátkodobá úroková miera v eurách (€STR) –54 bázických bodov.[4] Nadbytočná likvidita poklesla o takmer 22 mld. € na približne 1 770 mld. €. Táto zmena odráža najmä dobrovoľné splátky v druhej sérii cielených dlhodobejších refinančných operácií (TLTRO II) a v menšej miere aj nárast autonómnych faktorov absorbujúcich likviditu, ktoré vyrovnávajú zvýšenú likviditu vyplývajúcu z obnovenia čistých nákupov aktív Eurosystémom 1. novembra 2019.

Krivka forwardových sadzieb EONIA sa posunula smerom nadol a do konca sledovaného obdobia sa jej sklon pri kratších až strednodobých splatnostiach obrátil (graf 6). Kým spočiatku bola krivka pri kratších až strednodobých splatnostiach prakticky plochá, koncom sledovaného obdobia v polovici mája 2020 dosiahla –0,60 % a minimum –0,72% v apríli 2021. Napriek tomuto poklesu ostáva krivka forwardových sadzieb EONIA nad úrovňami, ktoré sa zaznamenali počas leta 2019. Účastníci trhu celkovo očakávajú predĺžené obdobie nízkych a záporných úrokových sadzieb.

[4] Metodika výpočtu sadzby EONIA sa zmenila 2. októbra 2019. Teraz sa počíta ako €STR plus fixné rozpätie 8,5 bázických bodov. Viac v boxe s názvom Goodbye EONIA, welcome €STR!, *Economic bulletin,* Volume 7, ECB, 2019.

Graf 6
Forwardové sadzby EONIA

(v percentuálnych bodoch za rok)

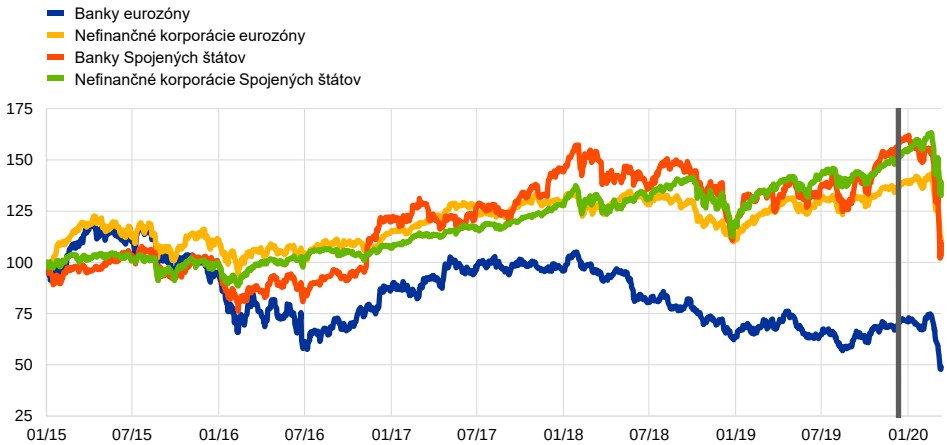


Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Koncom februára začali ceny akcií v eurozóne výrazne klesať z dôvodu zvýšených rizikových prémií (graf 7). V prvej časti sledovaného obdobia ceny akcií v eurozóne i vo svete ďalej rástli a v niektorých segmentoch trhu dosiahli nové rekordné maximá. Akciové trhy zaznamenali koncom januára prvý, ale len krátkodobý pokles, keď sa začali zintenzívňovať obavy z koronavírusu, ktoré boli spájané najmä s Čínou. Ceny akcií však napokon prudko poklesli celoplošne, keď sa koronavírus rozšíril aj mimo Číny, pričom koncom februára sa súčasne zvýšila aj neistota, aj averzia podstupovať riziko. Konkrétne ceny akcií nefinančných korporácií v eurozóne od 21. februára do 11. marca 2020 klesli o 19 %, zatiaľ čo ceny akcií bánk klesli o 30 %. V Spojených štátoch klesli ceny akcií nefinančných korporácií o 12 % a ceny akcií bánk o 36 %. Implikovaná volatilita na akciových trhoch prudko vzrástla tak v eurozóne, ako aj na celom svete.

Graf 7
Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2015 = 100)



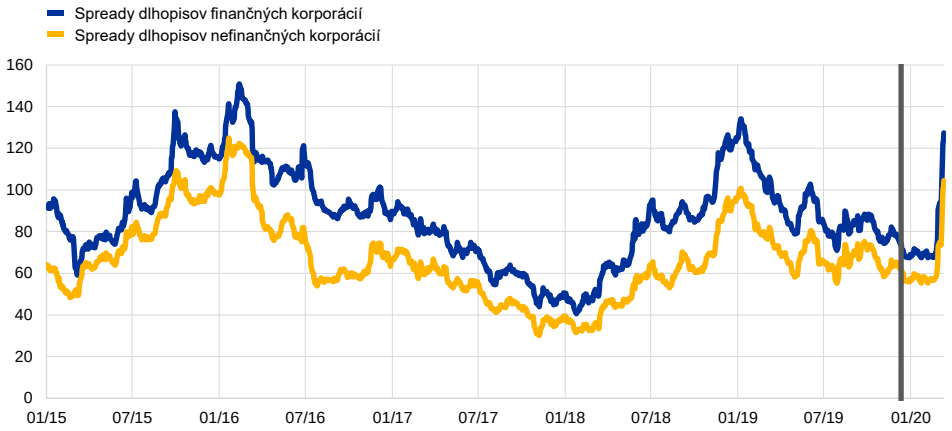
Zdroje: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 12. decembra 2019. Posledné údaje sú z 11. marca 2020.

Spready dlhopisov finančných a nefinančných korporácií boli určitý čas relatívne stabilné, no koncom februára sa prudko zvýšili po tom, ako sa koronavírus rozšíril aj mimo Číny (graf 8). Dňa 21. februára 2020 sa spready medzi dlhopismi nefinančných korporácií s ratingom investičného stupňa a bezrizikovými mierami zvýšili o 42 bázických bodov na 104 bázických bodov a zodpovedajúce spready pre dlhopisy finančného sektora o 53 bázických bodov na 127 bázických bodov. Toto rozšírenie odrážalo zhoršenie vnímanie rizika, ktoré sa prejavilo aj na akciových trhoch. Ratingy a ukazovatele očakávaných mier nesplácania zároveň zostali v podstate nezmenené.

Graf 8

Spready podnikových dlhopisov eurozóny

(v bázických bodoch)



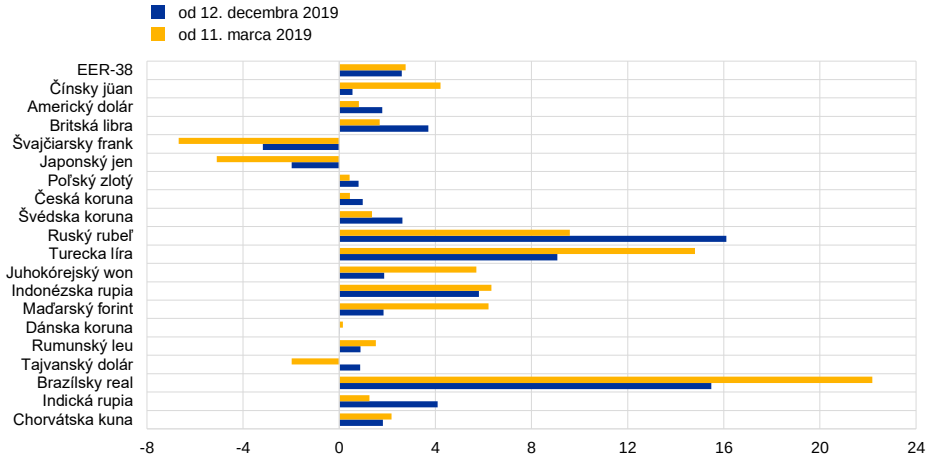
Zdroje: Indexy iBoxx a výpočty ECB.
Poznámka: Spready sa počítajú ako spready medzi swapmi na aktíva a bezrizikovými mierami. Indexy zahŕňajú dlhopisy s rôznymi splatnosťami (najmenej však jeden rok do splatnosti) s ratingom investičného stupňa. Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 12. decembra 2019. Posledné údaje sú z 11. marca 2020.

V prostredí zvýšenej volatility na devízových trhoch sa euro vážené zahraničným obchodom výrazne posilnilo (graf 9). Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 38 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa v sledovanom období posilnil o 2,6 %. Pokiaľ ide o vývoj dvojstranných výmenných kurzov, euro sa voči americkému doláru výrazne posilnilo (o 1,8 %), aj keď v prostredí zvýšenej volatility. Americký dolár sa v prvej polovici februára posilnil, čiastočne z dôvodu väčšej neistoty spojenej s globálnym hospodárskym výhľadom, ale koncom februára sa začal oslabovať v dôsledku očakávaní uvoľňovania menovej politiky v Spojených štátoch, pričom tento trend pokračoval aj po znížení sadzieb Federálnym rezervným systémom začiatkom marca a po ďalšom zhoršení správ týkajúcich sa koronavírusu. Euro sa zároveň veľmi výrazne posilnilo voči britskej libre (o 3,7 %) a posilnilo sa aj voči väčšine ostatných mien vrátane mien členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny a hlavných rýchlo sa rozvíjajúcich ekonomík. Euro sa výrazne oslabilo voči švajčiarskemu franku (o 3,2 %) a japonskému jenu (o 2,0 %) v súlade s poklesom ochoty podstupovať riziko.

Graf 9

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálne zmeny)



Zdroj: ECB.
Poznámka: EER-38 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 38 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny. Kladná (záporná) zmena znamená zhodnotenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané použitím výmenných kurzov z 11. marca 2020.

3 Hospodárska aktivita

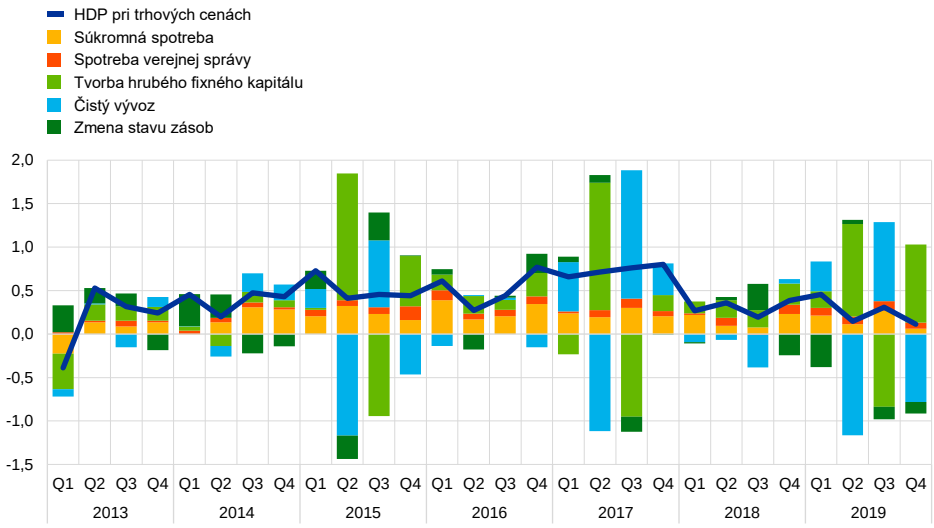
Rast reálneho HDP eurozóny zostal vo štvrtom štvrťroku 2019 tlmený, medzištvrťročne na úrovni 0,1 %, pričom v predchádzajúcom štvrťroku predstavoval 0,3 %, v dôsledku pretrvávajúceho oslabenia výrobného sektora a spomalenia rastu investícií. Dostupné ekonomické údaje a informácie z prieskumov naznačujú dynamiku rastu eurozóny, aj keď na nízkej úrovni. Úplne však neodrážajú vývoj súvisiaci s koronavírusom (COVID-19), ktorý sa koncom februára začal šíriť v kontinentálnej Európe, čo nepriaznivo ovplyvňuje hospodársku aktivitu. Po prekonaní tohto narušenia spôsobeného šírením koronavírusu sa očakáva, že rast eurozóny sa v strednodobom horizonte obnoví, a to v dôsledku priaznivých podmienok financovania, fiškálnej pozície eurozóny a očakávaného obnovenia globálnej aktivity. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2020 sa v eurozóne v roku 2020 predpokladá ročný rast reálneho HDP na úrovni 0,8 %, v roku 2021 by mal dosiahnuť 1,3 % a v roku 2022 by to malo byť 1,4 %. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z decembra 2019 sa výhľad rastu reálneho HDP upravil nadol o 0,3 percentuálneho bodu v roku 2020 a o 0,1 percentuálneho bodu v roku 2021, a to najmä v dôsledku vypuknutia nákazy koronavírusom, hoci súčasné rýchle šírenie vírusu v eurozóne sa v rámci tohto výhľadu odráža len čiastočne. Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu eurozóny preto jednoznačne pretrvávajú. Šírenie koronavírusu predstavuje nový a významný zdroj rizika spomalenia rastu, okrem rizík súvisiacich s geopolitickými faktormi, rastúcim protekcionizmom a zraniteľnosťou rozvíjajúcich sa ekonomík.

Rast v eurozóne sa vo štvrtom štvrťroku 2019 spomalil v dôsledku pretrvávajúceho oslabenia výrobného sektora. Reálny HDP sa vo štvrtom štvrťroku 2019 zvýšil medzištvrťročne o 0,1 %, pričom v predchádzajúcom štvrťroku predstavoval 0,3 % (graf 10). Nízky rast vo štvrtom štvrťroku bol spôsobený prudkým poklesom vo výrobnom sektore, zatiaľ čo sektory služieb a stavebníctva naďalej vykazovali odolnejšiu dynamiku. Domáci dopyt zaznamenal kladný príspevok k rastu vo výške 1,0 percentuálneho bodu, zatiaľ čo príspevky čistého vývozu a zmien stavu zásob boli záporné, vo výške 0,8 resp. 0,1 percentuálneho bodu. Celkovo viedol rast produkcie vo štvrtom štvrťroku k ročnému rastu HDP v roku 2019 vo výške 1,2 %, v porovnaní s 1,9 % v roku 2018.

Graf 10

Rast reálneho HDP eurozóny a jeho zložky

(medzištvrťročná percentuálna zmena a medzištvrťročný príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2019.

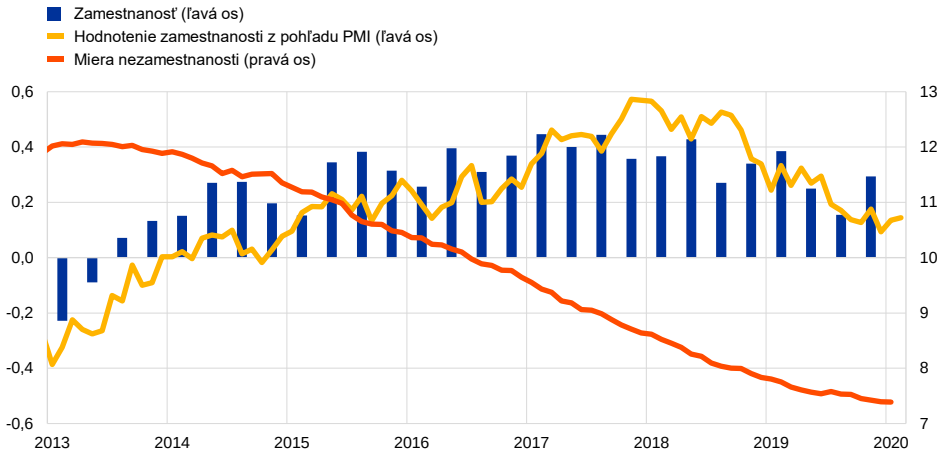
Zamestnanosť vo štvrtom štvrťroku 2019 pokračovala v raste, pričom sa zvýšila medzištvrťročne o 0,3% (graf 11). Vo väčšine krajín eurozóny došlo k nárastu zamestnanosti, ktorý sa však viac koncentroval v odvetviach stavebníctva a služieb. Úroveň zamestnanosti je v súčasnosti takmer o 4,3 % vyššia ako maximálna predkrízová úroveň zaznamenaná v prvom štvrťroku 2008. Po zohľadnení posledného zvýšenia predstavuje kumulatívny nárast zamestnanosti v eurozóne o 12 miliónov zamestnaných ľudí viac ako počas obdobia najnižšej úrovne zamestnanosti v druhom štvrťroku 2013. Reálna hospodárska aktivita sa na rozdiel od pozitívneho vývoja rastu zamestnanosti vo štvrtom štvrťroku 2019 oslabila, pričom produktivita práce na zamestnanú osobu klesla o 0,2 %. Neočakávane vyšší rast zamestnanosti v eurozóne by mohol takisto zodpovedať odolnosti domáceho dopytu, ktorý je náročnejší na pracovnú silu, v porovnaní s nižším rastom v sektore zahraničného obchodu, ktorý je na pracovnú silu menej náročný.

Napriek stabilným údajom najnovších krátkodobých ukazovateľov trhu práce v prvom štvrťroku 2020, krátkodobá dynamika zamestnanosti bude závisieť od vplyvu koronavírusu. Miera nezamestnanosti v eurozóne dosiahla v januári 2020 úroveň 7,4 %, pričom od štvrtého štvrťroka 2019 sa nezmenila, a zostáva na najnižšej úrovni od júla 2008. Ukazovatele z prieskumov naznačujú ďalšie zvyšovanie zamestnanosti v prvom štvrťroku 2020, pričom kompozitný ukazovateľ zamestnanosti podľa indexu nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index − PMI) zostal vo februári 2020 v zásade stabilný na úrovni 51,4 po dosiahnutí úrovne 51,4 v januári 2020 a úrovne 51,3 vo štvrtom štvrťroku 2019.

Graf 11

Zamestnanosť, hodnotenie zamestnanosti z pohľadu indexu PMI a nezamestnanosť v eurozóne

(medzištvrťročná percentuálna zmena; difúzny index; percentuálny podiel na pracovnej sile)



Zdroj: Eurostat, Markit a výpočty ECB.
Poznámka: Index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) je vyjadrený ako odchýlka od 50 delené 10. Posledné údaje sú za posledný štvrťrok 2019 v prípade zamestnanosti, z februára 2020 v prípade indexu PMI a z januára 2020 v prípade miery nezamestnanosti.

Súkromná spotreba vo štvrtom štvrťroku 2019 naďalej rástla, aj keď pomalším tempom ako v predchádzajúcom štvrťroku. Súkromná spotreba sa vo štvrtom štvrťroku 2019 zvýšila medzištvrťročne o 0,1 %, po mierne vyššom náraste v treťom štvrťroku. Nedávne oslabenie výdavkov domácností čiastočne odrážalo kalendárny vplyv v decembri. Rast zamestnanosti sa vo štvrtom štvrťroku 2019 posilnil v prostredí výrazného rastu miezd. Znamená to stabilný rast skutočného disponibilného príjmu domácností a podporu spotrebiteľskej dôvery a výdavkov. Okrem toho, keďže podmienky financovania zostávajú veľmi priaznivé, čisté bohatstvo domácností sa v treťom štvrťroku 2019 zvýšilo.

Dostupné krátkodobé ukazovatele naznačujú určitú odolnosť súkromnej spotreby na začiatku roka 2020, na ktorú však bude mať vplyv šírenie koronavírusu v Európe. Najnovšie údaje o maloobchodnom predaji naznačujú mierny, ale stabilný rast spotrebiteľských výdavkov, pričom na prelome roka sa zaznamenala určitá volatilita. Objem maloobchodného predaja sa v januári 2020 zvýšil o 0,6 %, po poklese vo výške 1,1 % v decembri 2019. Dôvera spotrebiteľov sa navyše vo februári 2020 zvýšila už druhý mesiac po sebe. Najnovšie zlepšenie odráža priaznivejšie vnímanie minulej a budúcej finančnej situácie zo strany domácností. Dôvera spotrebiteľov zostáva nad historickým priemerom a vyvíja sa v súlade s pokračujúcim stabilným rastom súkromnej spotreby. Najnovšie opatrenia zamerané na spomalenie šírenia koronavírusu však budú mať na budúcu spotrebu pravdepodobne výrazný vplyv.

Očakáva sa, že oživenie trhov s nehnuteľnosťami na bývanie bude pokračovať pomalším tempom ako v roku 2019 a bude negatívne ovplyvnené vypuknutím nákazy koronavírusom. Investície do nehnuteľností na bývanie sa vo štvrtom štvrťroku 2019 zvýšili medzištvrťročne o 0,4 %, čo odráža zmiernenie tempa rastu na trhoch s nehnuteľnosťami na bývanie v eurozóne. Hoci rast investícií do

nehnuteľností na bývanie sa v roku 2019 znížil už tretí rok po sebe, najnovšie krátkodobé ukazovatele a výsledky z prieskumov naznačujú pozitívny, aj keď pomalší vývoj. Stavebná produkcia v segmente budov sa vo štvrtom štvrťroku 2019 znížila medzištvrťročne o 1,0 %, čo predstavuje pokles už tretí štvrťrok po sebe. Ukazovatele dôvery v stavebníctve Európskej komisie za posledné mesiace naznačujú pozitívny, aj keď pomalší vývoj vo štvrtom štvrťroku 2019 a na začiatku roku 2020. Priemerná hodnota indexu PMI pre aktivity v oblasti nehnuteľností na bývanie dosiahla vo štvrtom štvrťroku 2019 úroveň 50,6, pričom v januári a vo februári 2020 dosiahla úroveň 52,6.

Rast podnikateľských investícií v eurozóne bol v roku 2019 mimoriadne volatilný v dôsledku spomalenia investícií do strojov a zariadení a veľkých výkyvov v rámci nehmotných investícií. Nestavebné investície sa vo štvrtom štvrťroku 2019 zvýšili medzištvrťročne o 8,0 % v dôsledku štvrťročného nárastu investícií do produktov duševného vlastníctva vo výške 20 %, ktorý sa týka najmä Írska. Štvrťročný rast investícií do strojov a zariadení v roku 2019 sa medzitým spomalil a vo štvrtom štvrťroku zaznamenal pokles, čo sa prejavilo najmä v slabej priemyselnej produkcii investičného tovaru v tomto štvrťroku. V rámci tejto straty dynamiky sa čiastočne odráža pretrvávajúca zvýšená hospodárska neistota a menej priaznivé podmienky dopytu. Podľa informácií dostupných pred vypuknutím nákazy koronavírusom sa v januári a vo februári 2020 mierne zlepšilo hodnotenie úrovne nevybavených vývozných objednávok a očakávanie výroby v sektore investičného tovaru v Európe. Pokiaľ ide o ukazovatele dôvery PMI v sektore investičného tovaru za január a ukazovateľ ekonomického sentimentu (ESI) za február, oba sa zvýšili nad svoje úrovne zo štvrtého štvrťroka 2019, zostali však pod historickými priemermi. Výhľadové ukazovatele, ako napríklad výrobná neistota, sa v januári znížili a pokles očakávaní ziskov spoločností kótovaných na burze sa vo februári zastavil. Oživenie ziskov, priaznivé podmienky financovania a rozsiahle rezervy likvidity spoločností by mali podporovať aj postupné oživenie rastu investícií.

Aj keď sa vývoz tovaru mimo eurozóny vo štvrtom štvrťroku 2019 oživil v dôsledku zlepšenia v porovnaní s rozvíjajúcimi sa ekonomikami, je pravdepodobné, že toto oživenie sa v prvom štvrťroku 2020 utlmí v dôsledku vypuknutia nákazy koronavírusom. Nominálny vývoz tovaru mimo eurozóny sa vo štvrtom štvrťroku 2019 zvýšil medzištvrťročne o 1,3 %. Koncom roka 2019 sa oživil najmä vývoz do Turecka, Brazílie, Číny a zvyšku Ázie. V tom istom období sa však oslabil vývoz tovaru do Spojených štátov amerických v dôsledku menšieho objemu vývozu farmaceutických produktov a do Spojeného kráľovstva v dôsledku likvidácie zásob, ktoré sa predtým vytvorili v súvislosti s Brexitom. Obchod v rámci eurozóny zostal nevýrazný, čo odráža oslabenie priemyselnej produkcie a investícií v eurozóne. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, dostupné hlavné ukazovatele naznačujú pokles vývozu v dôsledku šírenia koronavírusu. Index PMI pre nové vývozné objednávky v eurozóne vo februári 2020 prudko klesol a ukazovatele objemu lodnej dopravy (napr. Baltic Dry Index) sa v poslednom období výrazne znížili. Tieto ukazovatele zatiaľ nezahŕňajú vplyv vypuknutia nákazy koronavírusom v Taliansku a iných krajinách eurozóny. Očakáva sa, že vplyv koronavírusu na obchod v eurozóne sa prejaví prostredníctvom narušenia dodávateľských reťazcov mimo eurozóny aj

v rámci nej, nižšieho zahraničného dopytu, oslabenia dôvery a prudkého poklesu v odvetví služieb, napríklad v cestovnom ruchu a doprave.

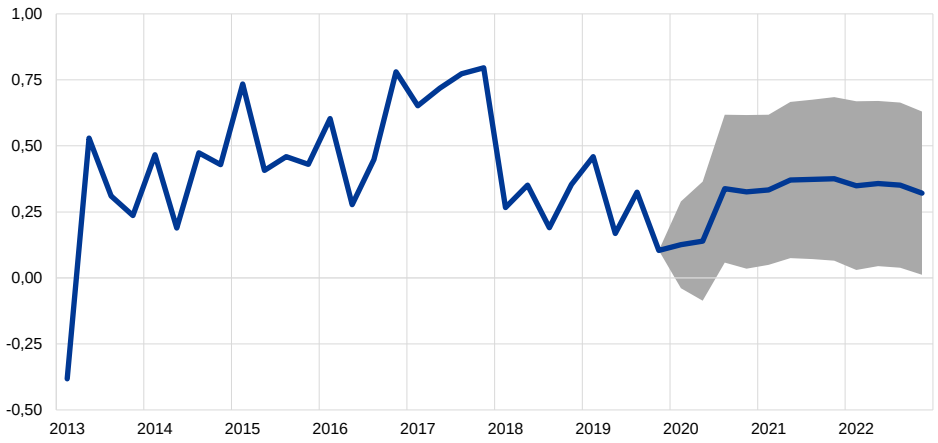
Dostupné ekonomické údaje a informácie z prieskumov naznačujú určitú stabilizáciu rastu eurozóny, aj keď na nízkej úrovni, úplne však neodrážajú vývoj súvisiaci s vypuknutím nákazy koronavírusom v kontinentálnej Európe. Kompozitný index PMI pre výrobu sa vo februári 2020 zvýšil, pričom sa zlepšili komponenty výroby a služieb, a v dôsledku toho sa priemerná úroveň za prvé dva mesiace roku 2020 zvýšila nad priemernú úroveň za štvrtý štvrťrok 2019 (51,4 v porovnaní s 50,7). Ukazovateľ ekonomického sentimentu (ESI) Európskej komisie sa vo februári zvýšil a dosiahol úroveň nad svojim dlhodobým priemerom. Doterajšia priemerná úroveň v roku 2020 vykazovala hodnotu 103,0, pričom priemerná úroveň vo štvrtom štvrťroku 2019 bola 100,6. Aj keď sa ukazovateľ ESI v sektore stavebníctva znížil a v maloobchodnom sektore sa mierne znížil, toto zníženie sa do veľkej miery vykompenzovalo zlepšením sentimentu v odvetviach výroby a služieb a sentimentu domácností. Napriek tomu, že údaje z prieskumov naznačujú stabilizáciu, dodacie lehoty dodávateľov a obchodné očakávania podľa prieskumov uskutočnených do februára už naznačili obmedzenia hospodárskej činnosti v eurozóne v dôsledku vplyvu koronavírusu v Číne. Vývoj súvisiaci so šírením tohto vírusu po vypuknutí nákazy v Európe by mohol viesť k ďalším narušeniam dodávateľského reťazca a ovplyvniť spotrebu aj investície v dôsledku veľmi vysokých úrovní neistoty a zvýšenej volatility finančného trhu.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2020 sa v eurozóne v roku 2020 predpokladá ročný rast reálneho HDP na úrovni 0,8 %, v roku 2021 by mal dosiahnuť 1,3 % a v roku 2022 by to malo byť 1,4 % (graf 12). V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z decembra 2019 sa výhľad rastu reálneho HDP upravil nadol o 0,3 percentuálneho bodu v roku 2020 a o 0,1 percentuálneho bodu v roku 2021, a to najmä v dôsledku vypuknutia nákazy koronavírusom, hoci súčasné rýchle šírenie vírusu v eurozóne sa v rámci tohto výhľadu odráža len čiastočne. Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu eurozóny preto jednoznačne pretrvávajú. Šírenie koronavírusu predstavuje nový a významný zdroj rizika spomalenia rastu, okrem rizík súvisiacich s geopolitickými faktormi, rastúcim protekcionizmom a zraniteľnosťou rozvíjajúcich sa ekonomík.

Graf 12

Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(medzištvrťročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok s názvom Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – marec 2020 uverejnený na internetovej stránke ECB 12. marca 2020.
Poznámka: Intervaly okolo stredu projekcií sa určujú na základe rozdielu medzi skutočnými výsledkami a predchádzajúcimi projekciami za niekoľko rokov. Šírka intervalu je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty týchto rozdielov. Tento postup výpočtu intervalov, ktorý zahŕňa tiež úpravy v prípade výnimočných udalostí, je bližšie opísaný v dokumente New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges, ECB, december 2009.

4 Ceny a náklady

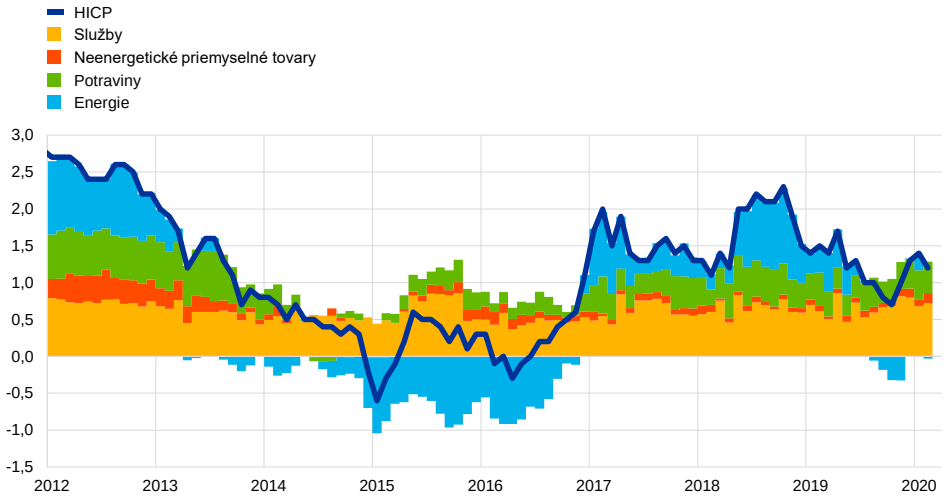
Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne vo februári 2020 klesla z januárových 1,4 % na 1,2 %. Na základe nedávneho prudkého poklesu súčasných cien ropy a cien ropných futures je pravdepodobné, že celková inflácia bude v najbližších mesiacoch výrazne klesať. Toto hodnotenie sa len čiastočne odráža v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2020, podľa ktorých ročná miera inflácie HICP dosiahne 1,1 % v roku 2020, 1,4 % v roku 2021 a 1,6 % v roku 2022. V porovnaní s projekciami odborníkov Eurosystému z decembra 2019 sú marcové projekcie celkovo bez zmeny. V strednodobom horizonte budú infláciu podporovať menovopolitické opatrenia ECB. Vplyv koronavírusu na infláciu je spojený so značnou mierou neistoty, keďže tlmiaci účinok spojený so slabším dopytom môže byť vykompenzovaný stimulačným účinkom spojeným s narušením dodávok. Z nedávneho prudkého poklesu cien ropy vyplýva riziko výrazného zhoršenia výhľadu vývoja inflácie v krátkodobom horizonte.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa inflácia HICP vo februári znížila. Pokles z 1,4 % v januári na 1,2 % vo februári bol odrazom zníženia inflácie energetickej zložky, ktoré viac než vyrovnalo nárast inflácie cien potravín, služieb a neenergetických priemyselných tovarov. Hoci hlavným faktorom dynamiky celkovej inflácie bola aj naďalej inflácia energetickej zložky, na úrovni inflácie sa nedávno výrazne podieľala aj inflácia cien potravín, ktorej miera prekročila 2 %.

Graf 13

Príspevok jednotlivých zložiek celkovej inflácie HICP v eurozóne

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



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

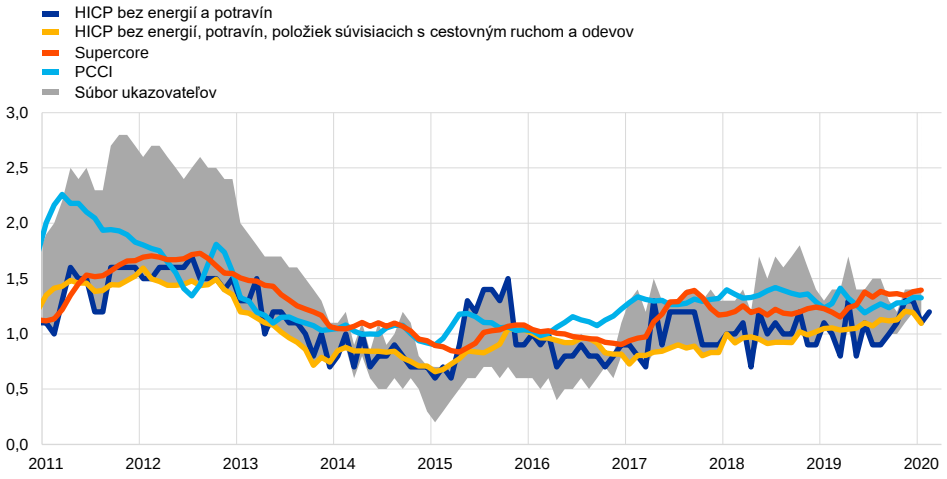
Ukazovatele základnej inflácie zostali vo všeobecnosti tlmené. Inflácia HICP bez potravín a energií, ktorá sa v novembri a decembri zvýšila na 1,3 % a v januári klesla na 1,1 %, vo februári vzrástla na 1,2 %. Ostatné ukazovatele základnej inflácie boli v posledných mesiacoch stabilnejšie (údaje dostupné len do januára; graf 14). Inflácia HICP bez energií, potravín, položiek súvisiacich s cestovným ruchom

a odevov ako aj ukazovatele Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) a Supercore[5] pokračovali v celkovo horizontálnom trende pozorovanom počas minulého roka.

Graf 14

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



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

Cenové tlaky v neskorších fázach ponukového reťazca v prípade HICP neenergetických priemyselných tovarov zostali celkovo stabilné. Inflácia cien výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov predávaných v eurozóne, ktorá je ukazovateľom cenových tlakov v neskorších fázach ponukového reťazca, dosiahla v januári (v medziročnom vyjadrení) 0,7 %, čo je rovnako ako v októbri a nad úrovňou historického priemeru. Súvisiaca ročná miera inflácie dovozných cien sa v januári zvýšila z decembrových -0,1 % na 0,5 %. Ukazovatele cenových tlakov v skorších fázach ponukového reťazca zostali slabé, no zaznamenali mierny rast: ročná inflácia cien výrobcov polotovarov v januári vzrástla na −1,0 % (−1,1 % v decembri) a inflácia dovozných cien polotovarov v januári vzrástla na −0,4 % (z −1,2 % v decembri).

Rast miezd sa spomalil. Ročný rast kompenzácií na zamestnanca dosiahol v poslednom štvrťroku 2019 úroveň 1,7 %, oproti 2,1 % v treťom štvrťroku (graf 15). Priemer za rok 2019 predstavoval 2,0 % (mierny pokles oproti 2,2 % za rok 2018). Údaje za rok 2019 sú ovplyvnené výrazným znížením odvodov sociálneho zabezpečenia vo Francúzsku.[6] Ročný rast miezd a platov na zamestnanca, ktorý nezahŕňa odvody sociálneho zabezpečenia, vo štvrtom štvrťroku dosiahol 2,1 % (pokles oproti 2,5 % v treťom štvrťroku) a za rok 2019 dosiahol v priemere 2,4 %

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

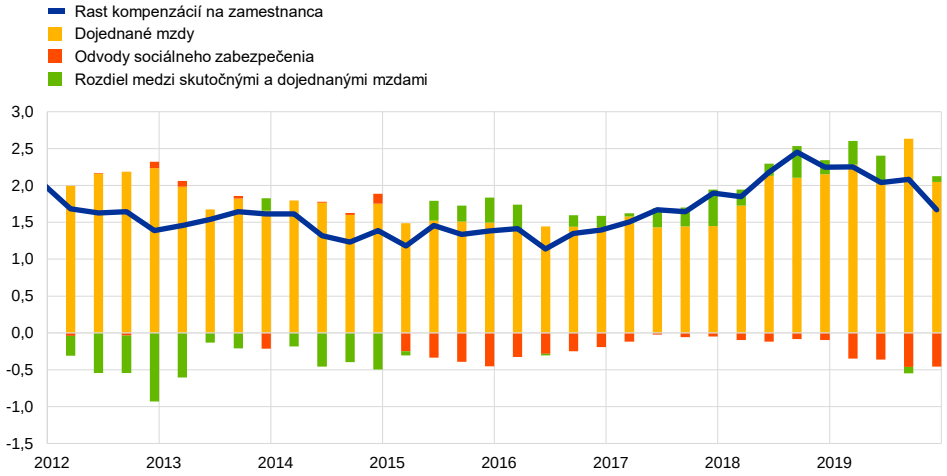
[6] Bližšie informácie sú v boxe 5 Aktuálny vývoj príspevkov na sociálne zabezpečenie a minimálnej mzdy v eurozóne, *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2019.

(2,3 % za rok 2018). Ročný rast dojednaných miezd v eurozóne v poslednom štvrťroku 2019 dosiahol 2,0 % (pokles oproti 2,6 % v treťom štvrťroku). Tento pokles bol spôsobený predovšetkým jednorazovými platbami v priemyselnom sektore v Nemecku v treťom štvrťroku. Odhliadnuc od dočasných faktorov z rôznych ukazovateľov vyplýva mierny pokles mzdového rastu v priebehu roka 2019, hoci tempo poklesu je v blízkosti historických priemerov alebo mierne nad nimi.

Graf 15

Príspevok zložiek kompenzácií na zamestnanca

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)

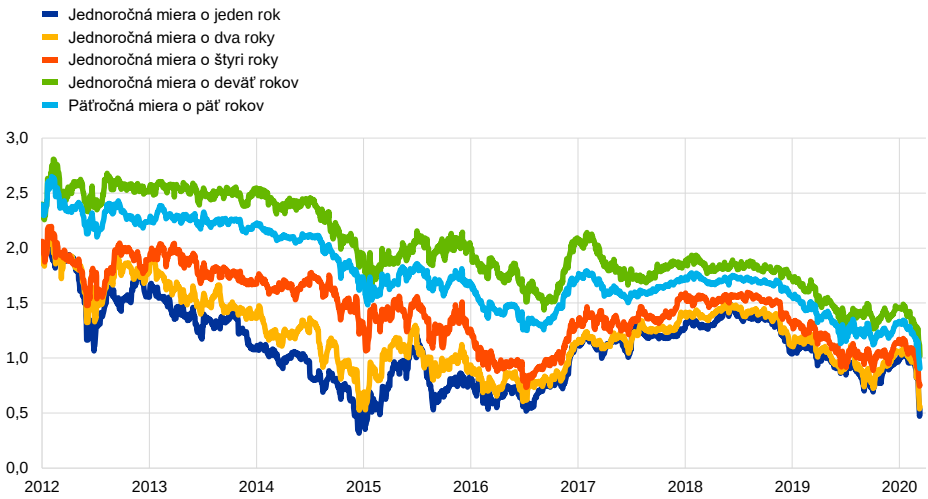


Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú za posledný štvrťrok 2019.

Po prudkej korekcii v reakcii na celosvetové šírenie koronavírusu trhové ukazovatele dlhodobejších inflačných očakávaní začiatkom marca klesli na nové historické minimum. Aktuálnemu poklesu trhových ukazovateľov inflačných očakávaní predchádzal nárast pozorovaný v poslednom štvrťroku 2019 a až do januárového zasadania Rady guvernérov. Päťročná forwardová sadzba inflačných swapov o päť rokov od polovice januára klesla o 42 bázických bodov na 0,91 %. Trhovo odvodená (rizikovo neutrálna) pravdepodobnosť deflácie (na základe priemernej inflácie počas nasledujúcich piatich rokov pod nulou) sa zároveň zvýšila na 22 %. Z forwardového profilu trhových ukazovateľov inflačných očakávaní naďalej vyplýva dlhšie obdobie nízkej inflácie. Na základe prieskumu ECB Survey of Professional Forecasters za prvý štvrťrok 2020 uskutočneného v druhom januárovom týždni 2020, ako aj na základe najnovších údajov Consensus Economics a Euro Zone Barometer, sú na historicky nízkej úrovni i dlhodobé inflačné očakávania odvodené z výsledkov prieskumov.

Graf 16
Trhové ukazovatele inflačných očakávaní

(ročná percentuálna zmena)



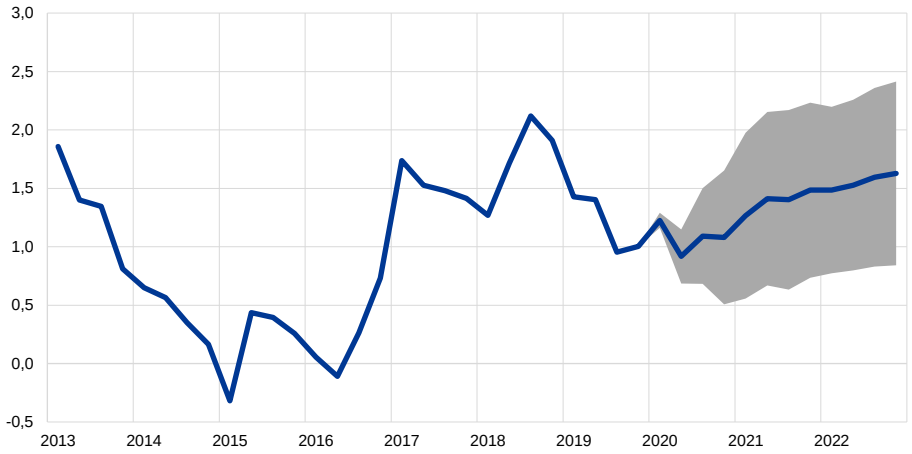
Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z 11. marca 2020.

Makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2020 predpokladajú nárast základnej inflácie v strednodobom horizonte. Celková inflácia HICP by mala podľa týchto projekcií dosiahnuť v priemere 1,1 % v roku 2020, 1,4 % v roku 2021 a 1,6 % v roku 2022, čo je v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z decembra 2019 celkovo bez zmeny (graf 17). Slabšia miera celkovej inflácie v roku 2020 v porovnaní s rokom 2019 odráža výrazný pokles cien energetickej zložky inflácie HICP vzhľadom na nevýrazný vývoj cien ropy (až do dátumu uzávierky technických predpokladov 18. februára), čiastočne z dôvodu epidémie COVID-19. V priebehu roka 2020 má inflácia HICP bez energií a potravín zostať stabilná na úrovni 1,2 %, v roku 2021 sa má postupne zvýšiť na 1,4 % a v roku 2022 na 1,5 %. Odhliadnuc od vplyvu na ceny ropy sú účinky šírenia vírusu COVID-19 na infláciu spojené so značnou neistotou. Projekcie predpokladajú, že tlaky na znižovanie cien súvisiace so slabším dopytom v roku 2020 budú do značnej miery vyvážené rastovými účinkami narušenia ponuky, hoci tento záver je spojený s jednoznačnými rizikami pomalšieho vývoja.

Graf 17

Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – marec 2020 zverejnený 12. marca 2020 na internetovej stránke ECB.
Poznámky: Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2019 (údaje) a štvrtý štvrťrok 2022 (projekcie). Uvedené intervaly okolo stredových hodnôt projekcií vychádzajú z rozdielov medzi skutočnými hodnotami a projektovanými hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov. Postup výpočtu intervalov vrátane úprav v dôsledku mimoriadnych udalostí je bližšie opísaný v dokumente ECB New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges z decembra 2009. Redakčná uzávierka údajov uvedených v tejto správe bola 18. februára 2020.

5 Peňažná zásoba a úvery

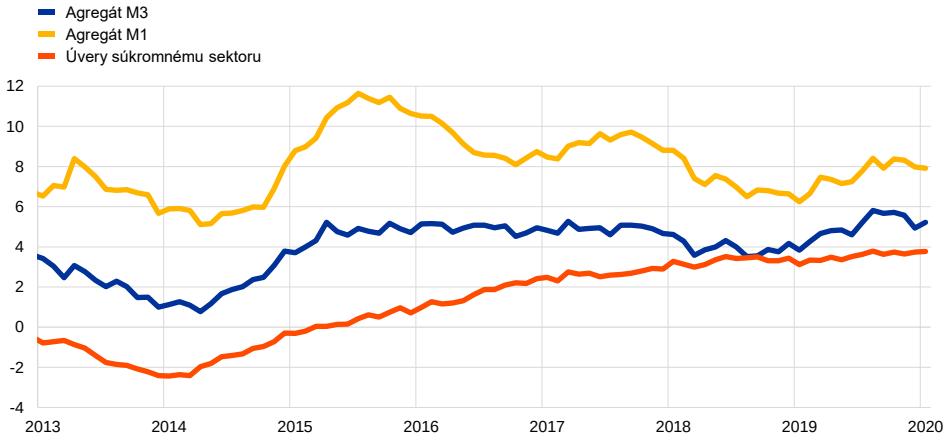
Dynamika rastu peňažnej zásoby sa spomalila z komfortných úrovní z konca leta 2019. Úvery súkromnému sektoru naďalej vykazujú vo všetkých kategóriách úverov odlišný vývoj. Zatiaľ čo poskytovanie úverov domácnostiam stále odoláva, poskytovanie úverov spoločnostiam sa zmiernilo. Priaznivé podmienky financovania bánk a poskytovania úverov naďalej podporovali poskytovanie úverov, a tým aj hospodársky rast. Celkové čisté financovanie spoločností eurozóny z vonkajších zdrojov sa stabilizovalo, k čomu prispeli priaznivé náklady na dlhové financovanie. Nedávne zvýšenie averzie voči riziku však pravdepodobne spôsobí zhoršenie podmienok poskytovania nebankových úverov nefinančným spoločnostiam.

Od konca leta 2019 sa dynamika rastu peňažnej zásoby zmiernila. Ročná miera rastu agregátu M3 sa v januári zvýšila na 5,2 % z decembrových 4,9 % (graf 18), najmä v dôsledku pozitívneho bázického efektu súvisiaceho s obchodovateľnými nástrojmi, ktorý maskoval pokračujúce zmierňovanie krátkodobej dynamiky rastu peňažnej zásoby. K rastu peňažnej zásoby prispeli veľmi nízke oportunitné náklady na držbu peňažných nástrojov. Naopak, spomalenie hospodárskeho rastu pôsobilo ako brzda rastu menového agregátu M3. Podobne ako v predchádzajúcich štvrťrokoch, k rastu menového agregátu M3 naďalej prispieval najmä úzky agregát M1 zložený z jednodňových vkladov a z objemu peňazí v obehu. Ročná miera rastu menového agregátu M1 sa zvýšila z úrovne 8,0 % v decembri na 7,9 % v januári.

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 za január 2020.

K rastu peňažnej zásoby naďalej hlavnou mierou prispievali jednodňové vklady. Ročná miera rastu jednodňových vkladov zostala v januári stabilná na úrovni 8,4 % po decembrových 8,5 %, zatiaľ čo jej príspevok k ročnému rastu agregátu M3 sa od jesene 2019 trochu zmiernil. Zo sektorového hľadiska k tomuto spomaleniu prispeli tak jednodňové vklady spoločností, ako aj jednodňové vklady domácností. Ročná miera rastu objemu peňazí v obehu sa v januári naďalej pohybovala na úrovni okolo 5 %, čo nepoukazuje na zrýchlené nahrádzanie vkladov hotovosťou vzhľadom

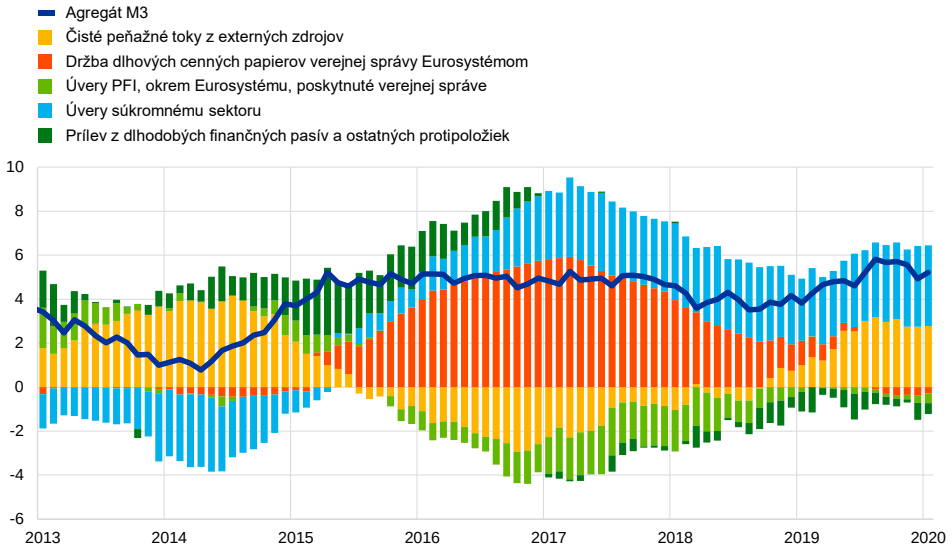
na záporné úrokové sadzby. Mierne zrýchlenie ročnej miery rastu agregátu M3 v januári bolo spôsobené najmä obchodovateľnými nástrojmi (t. j. M3 mínus M2), ktoré mali kladný vplyv na mesačnú dynamiku rastu agregátu M3. To v decembri zvrátilo tlmiaci účinok obchodovateľných nástrojov na agregát M3 v dôsledku výrazne negatívneho čistého vydávania dlhových cenných papierov v uvedenom mesiaci, čo môže byť odrazom koncoročných vplyvov.

Peňažná zásoba naďalej rástla najmä vďaka úverom súkromnému sektoru. Úvery súkromnému sektoru naďalej stabilne významnou mierou prispievali k rastu peňažnej zásoby (modré časti grafu 19). Ročný príspevok úverov súkromnému sektoru do januára 2020 do značnej miery odrážal výrazný ročný rast objemu úverov. Druhým hlavným zdrojom tvorby peňažnej zásoby boli peňažné toky z vonkajších zdrojov, ktoré od novembra 2019 prevažne stabilnou mierou prispievali k rastu agregátu M3, čo je odrazom väčšieho záujmu investorov o aktíva eurozóny (žlté časti grafu 19). Novembrové obnovenie čistých nákupov aktív ECB v rámci programu nákupu aktív malo v prvých troch mesiacoch len obmedzený priamy vplyv na agregát M3; je to pravdepodobne preto, lebo banky a nerezidenti patria medzi hlavných predajcov dlhopisov Eurosystému. Obnovenie nákupu čistých aktív nevykompenzovalo ani brzdenie rastu agregátu M3, ktoré bolo spôsobené splatnosťou dlhových cenných papierov nesúvisiacich s programom nákupu aktív (červené časti grafu 19). Brzdiaci vplyv dlhodobých finančných pasív bol naďalej malý (tmavozelené časti grafu 19).

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. Posledné údaje sú za január 2020.

Ročné tempo rastu úverov poskytovaných súkromnému sektoru zostalo v podstate celkovo stabilné, hoci vývoj v jednotlivých sektoroch bol rozdielny. Ročná miera rastu úverov PFI súkromnému sektoru (upravená o predaj úverov,

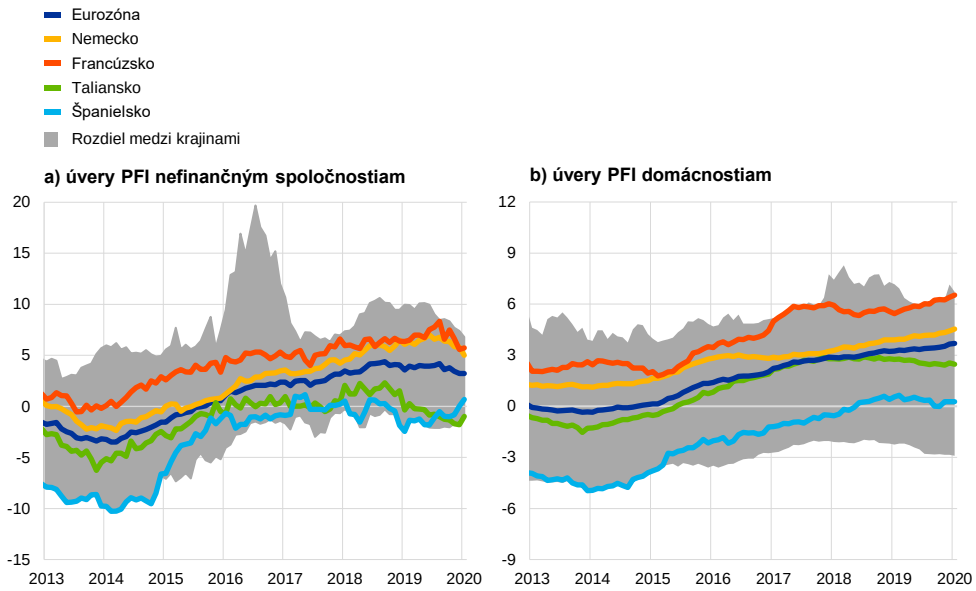
sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov) dosahovala v januári 3,8 %, pričom v decembri to bolo 3,7 % (graf 18). Kým ročná miera rastu úverov domácnostiam pokračovala naďalej v mierne stúpajúcom trende (3,7 % v januári po 3,6 % v decembri), ročná miera rastu úverov spoločnostiam sa stabilizovala na úrovni 3,2 %, čím potvrdila svoje spomaľovanie od septembra 2018. Výrazné rozdiely v raste úverov medzi jednotlivými krajinami odrážajú okrem iného rozdiely v hospodárskom raste, rozdiely v dostupnosti ďalších finančných zdrojov, rôznu úroveň zadlženosti domácností a spoločností a odlišný vývoj cien nehnuteľností v jednotlivých krajinách (graf 20).

Spomalenie rastu úverov spoločnostiam je v súlade s jeho zaostávaním za cyklickým vývojom reálnej ekonomickej aktivity. K spomaleniu poskytovania úverov spoločnostiam naďalej dochádza najmä vo výrobnom sektore a v sektore obchodu, ktoré sú zvlášť postihnuté pretrvávajúcim spomalením celkovej hospodárskej aktivity vo svete. Doteraz sa však objavili len malé náznaky, že by sa tento vývoj rozšíril aj do sektora služieb (vrátane spoločností poskytujúcich služby súvisiace s nehnuteľnosťami), ktorý sa najväčšou mierou podieľa na raste úverov nefinančným spoločnostiam. Z výsledkov prieskumu úverovej aktivity bánk v eurozóne vyplýva, že spomalenie rastu úverov spoločnostiam je spôsobené najmä dopytom, napr. v dôsledku nižšej potreby financovania dlhodobých investícií. Hlavné ukazovatele z prieskumu úverovej aktivity bánk poukazujú na ďalšie spomalenie rastu úverov spoločnostiam v prvej polovici roku 2020. Podmienky poskytovania úverov zostali doteraz v podstate nezmenené, keďže došlo k miernemu negatívnemu prehodnoteniu úverového rizika spoločností, najmä malých a stredných podnikov, ktoré sú zvlášť citlivé na hospodársky cyklus.

Graf 20

Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny

(ročné percentuálne zmeny)

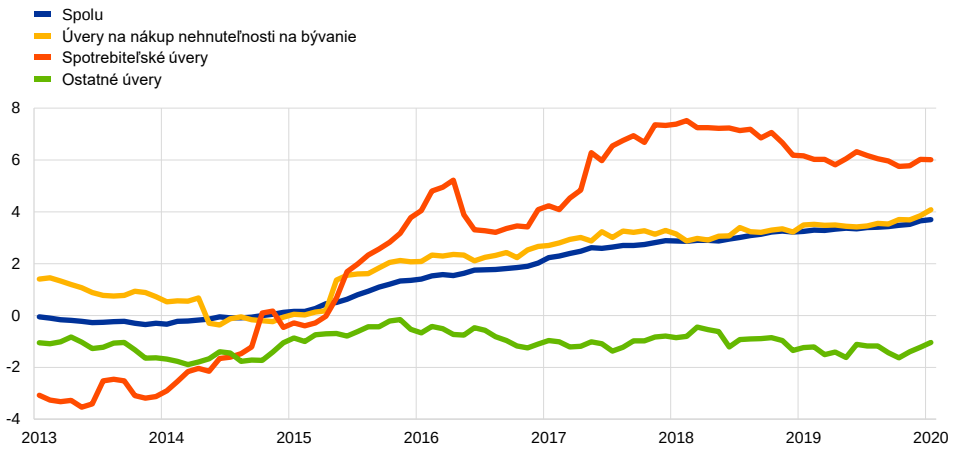


Zdroj: ECB.
Poznámka: Údaje upravené o predaj a sekuritizáciu úverov. V prípade nefinančných spoločností sú úvery upravené aj o účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Rozdiel medzi krajinami je vypočítaný na základe minimálnych a maximálnych hodnôt z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny.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

Poskytovanie úverov domácnostiam na nákup nehnuteľností na bývanie pokračovalo v postupnom rastúcom trende, zatiaľ čo rast spotrebiteľských úverov sa stabilizoval. Ročná miera rastu úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností sa v januári zvýšila na 4,1 % z decembrovej úrovne 3,9 % a pokračovala tak v postupnom rastúcom trende od roku 2015 (graf 21). Ročná miera rastu spotrebných úverov zostala na úrovni eurozóny stabilná a v januári dosiahla 6 %, takže v porovnaní s úrovňou z decembra sa nezmenila. To znamená, že sa mierne spomalila z úrovne nad 7 % zo začiatku roka 2018. Na rozdiel od výrazného rastu hypotekárnych úverov a spotrebiteľských úverov zostala ročná miera rastu ostatných úverov domácnostiam v januári tlmená na úrovni –1,0 %, pričom v decembri dosiahla úroveň –1,2 %. Spomalenie tohto typu úverov možno do značnej miery pripísať poskytovaniu úverov malým spoločnostiam (živnostníkom a spoločnostiam nezapísaným v obchodnom registri), ktoré sa vykazujú v sektore domácností. Tieto subjekty mohli byť zvlášť ovplyvnené spomalením ekonomickej aktivity a môžu sa pri uspokojovaní svojich finančných potrieb spoliehať na nebankové zdroje financovania vrátane vlastných finančných prostriedkov.

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 2020.

Hrubá zadlženosť domácností sa v rámci eurozóny v posledných štvrťrokoch stabilizovala blízko úrovne z konca roka 2007.[7] K stabilizácii na úrovni eurozóny došlo v prostredí rozdielneho vývoja dlhu domácností v jednotlivých krajinách. Náklady domácností na splácanie dlhu zároveň dosiahli nové historické minimum, čo podporuje udržateľnosť dlhu.

Podmienky financovania bánk zostali priaznivé. Zložené náklady na dlhové financovanie bánk eurozóny, ktoré od začiatku roka 2019 klesali v súlade so sadzbami na trhu, zostali v štvrtom štvrťroku 2019 a v januári 2020 na veľmi nízkej úrovni (graf 22). Tento vývoj odzrkadľuje značný pokles výnosov bankových dlhopisov na historické minimum v priebehu roka 2019, pričom tieto výnosy sa opätovne zvýšili, najmä v reakcii na šírenie koronavírusu (COVID-19) od konca februára. Úrokové sadzby vkladov bánk v eurozóne, ktoré tvoria podstatnú časť financovania bánk a o ktorých sú k dispozícii údaje do januára 2020, zostali na historickom minime, čím prispeli k priaznivým podmienkam financovania dlhu bánk. Ako uvádzali banky v prieskume úverovej aktivity bánk, podmienky financovania bánk ťažia aj z operácií tretej série cielených dlhodobejších refinančných operácií (TLTRO-III), ako aj z obnovenia čistých nákupov aktív ECB v novembri 2019.

Rozpätia medzi úrokovými sadzbami úverov a vkladov bánk v eurozóne zostali v januári v podstate stabilné. Rozpätia medzi úrokovými sadzbami úverov a vkladov nových obchodov boli od roku 2014 zúžené, no keďže pokles úrokových sadzieb úverov bol výraznejší ako v prípade úrokových sadzieb vkladov, dôsledky tohto zúženia na ziskovosť boli vyvážené narastajúcim objemom úverov. Celkový vplyv na čisté úrokové výnosy (vyjadrené ako súčin úverových marží a objemov) bol v tomto období mierne pozitívny. Od zníženia úrokovej sadzby pre jednodňové

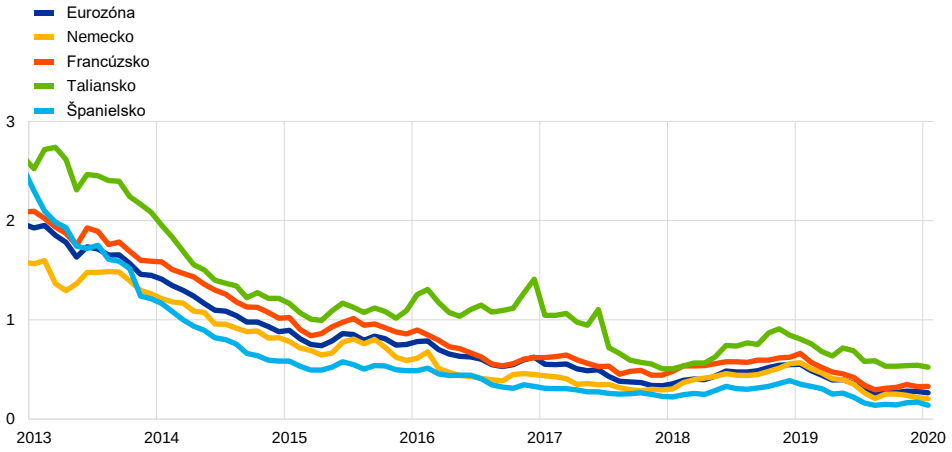
[7] Bližšie informácie sú v tlačovej správe Európskej centrálnej banky z januára 2020 Households and non-financial corporations in the euro area: third quarter of 2019 (Domácnosti a nefinančné spoločnosti eurozóny: tretí štvrťrok 2019).

sterilizačné operácie ECB v septembri 2019 sa podiel vkladov spoločností, ktoré sú úročené zápornými úrokovými sadzbami, ďalej zvyšoval, čím prispieval k rozpätiam bánk medzi úrokovými mierami úverov a vkladov, ktoré v januári 2020 dosiahli 1,34 %. Banky dosiahli ďalší pokrok v zlepšovaní svojich bilancií, napríklad znižovaním nesplácaných úverov. Ziskovosť bánk v eurozóne je stále nízka v porovnaní s historickými úrovňami, a to aj v dôsledku silnej konkurencie v bankovom sektore a zo strany nebankových subjektov a tiež z dôvodu potreby vyššej nákladovej efektívnosti v tomto sektore.[8]

Graf 22

Zložené náklady bánk na dlhové financovanie

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



Zdroje: ECB, Markit iBoxx a výpočty ECB.
Poznámka: Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených dennými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi splatnými na požiadanie, ktoré sú vážené zodpovedajúcimi nesplatenými sumami. Posledné údaje sú za január 2020.

Priaznivé úrokové sadzby bankových úverov naďalej prispievali k hospodárskemu rastu. Zložené úrokové sadzby bankových úverov spoločnostiam a úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie zostali počas troch mesiacov do januára 2020 v podstate stabilné (graf 23). Je to v súlade s obmedzenými pohybmi krátkodobých úrokových sadzieb na peňažnom trhu, aj napriek volatilite dlhodobých úrokových sadzieb na peňažnom trhu. Zložené úrokové sadzby bankových úverov spoločnostiam zostali v januári 2020 v porovnaní s decembrom nezmenené na úrovni 1,55 %, teda len miene nad historickým minimom, ktoré sa zaznamenalo v august 2019. Zložené úrokové sadzby bankových úverov na kúpu nehnuteľností na bývanie zostali v januári v podstate stabilné na úrovni 1,44 %, v porovnaní s historickým minimom 1,41% z decembra 2019. Konkurenčné tlaky, priaznivé náklady na financovanie bánk a prenos zníženia úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií ECB v septembri 2019 udržiaval úrokové sadzby úverov spoločnostiam a domácnostiam eurozóny na úrovniach blízkych historickým minimám. Zložené úrokové sadzby bankových úverov spoločnostiam a domácnostiam od vyhlásenia opatrení ECB na uľahčenie prístupu k úverom v júni 2014 výrazne poklesli. Od mája 2014 do januára 2020 klesli zložené

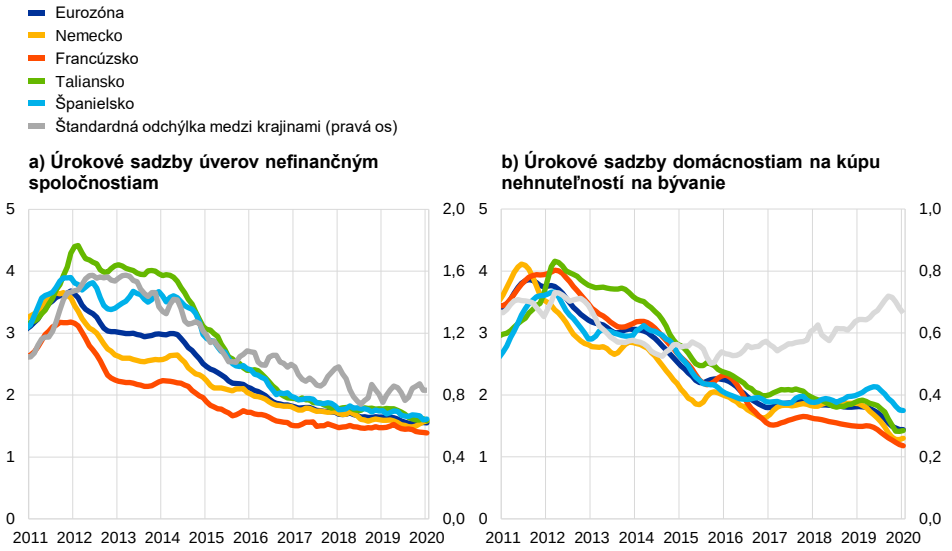
[8] Bližšie informácie sú uvedené v publikácii Európskej centrálnej banky z marca 2020 Financial Integration and Structure in the Euro Area (Finančná integrácia a štruktúra eurozóny).

úrokové sadzby úverov spoločnostiam o približne 140 bázických bodov a domácnostiam o približne 150 bázických bodov.

Graf 23

Zložené úrokové sadzby bankových úverov vo vybraných krajinách eurozóny

(v percentách za rok; trojmesačný kĺzavý priemer)



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

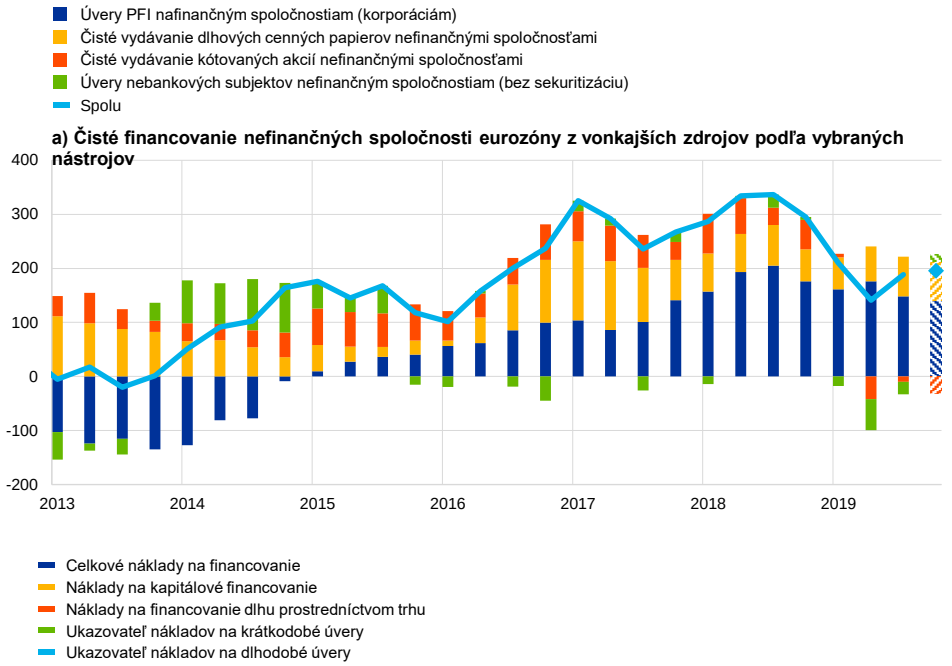
Celkový ročný tok financovania nefinančných spoločností eurozóny z vonkajších zdrojov sa v štvrtom štvrťroku 2019 stabilizoval na vysokých úrovniach (časť a) grafu 24) . Toky dlhového financovania do nefinančných spoločností sa od štvrtého štvrťroka 2018 zmenšovali spolu so spomaľovaním ekonomickej aktivity. V poslednom štvrťroku 2019 sa však klesajúci trend tokov financovania z vonkajších zdrojov zastavil. Čisté vydávanie dlhopisov dosiahlo v roku 2019 celkovo podobné úrovne ako v rokoch 2016 až 2017, pričom výrazne prekročilo úroveň z roku 2018. Zároveň sa koncom roka 2019 spomalilo poskytovanie bankových úverov v dôsledku nižších potrieb financovania spoločností súvisiacich s oneskorenými účinkami spomalenia ekonomickej aktivity od polovice roka 2018, a to aj napriek priaznivým relatívnym nákladom na financovanie dlhu. Úvery od nebankových subjektov (iných ako PFI) dosiahli v treťom štvrťroku 2019 nižšie záporné hodnoty, pričom v štvrtom štvrťroku sa dostali do nízkych kladných hodnôt, čo poukazuje na mierne posilnenie emisie podnikových dlhopisov prostredníctvom financovania nefinančnými spoločnosťami. Najnovšie údaje naznačujú, že čisté vydávanie dlhových cenných papierov bolo v januári a februári 2020 výrazné. Čisté emisie kótovaných akcií sa v štvrtom štvrťroku 2019 v ročnom vyjadrení dostali do vyšších záporných hodnôt, čo odráža pokračujúce oslabovanie činnosti v oblasti vydávania cenných papierov, presun kótovaných akcií na nekótované akcie v druhom štvrťroku 2019 a významný bázický efekt. Pretrvávajúce vyššie náklady na kótované akcie v porovnaní s nákladmi spoločností na dlhové financovanie navyše tlmia používanie kótovaných akcií ako nástroja financovania.

V januári 2020 sa náklady na financovanie nefinančných spoločností priblížili k úrovni, na ktorej sa nachádzali v septembri 2019, ale podľa odhadov sa odvtedy výrazne zvýšili (časť b) grafu 24). Celkové nominálne náklady na financovanie nefinančných spoločností z externých zdrojov, ktoré tvoria bankové úvery, vydávanie dlhových cenných papierov na trhu a kapitálové financovanie, dosiahli v januári 2020 úroveň 4,7 %. Náklady na financovanie boli v januári 2020 len o 14 bázických bodov vyššie ako v apríli 2019, keď dosiahli historické minimum. Odhaduje sa však, že odvtedy sa celkové náklady na financovanie do konca referenčného obdobia (11. marca 2020) prudko zvýšili na 5,1 %. Tento nárast je odrazom zvýšenia nákladov na kapitálové financovanie o 85 bázických bodov a nákladov na financovanie prostredníctvom trhu o 10 bázických bodov. Vývoj oboch nákladových ukazovateľov možno pripísať rýchlemu a prudkému zhoršeniu vnímania rizika v dôsledku rozšírenia koronavírusu, čo viedlo k vyšším rizikovým prémiám akcií a širšiemu rozpätiu podnikových dlhopisov (pozri časť 2).

Graf 24

Financovanie nefinančných spoločností z vonkajších zdrojov

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



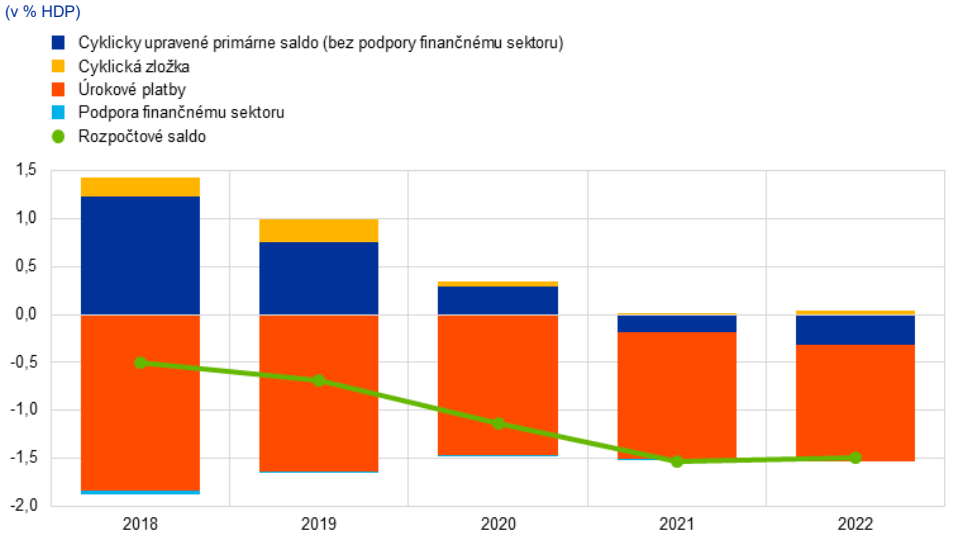
Zdroje: Eurostat, Dealogic, ECB, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters a odhady ECB.
Poznámka: Časť a): Čisté financovanie z vonkajších zdrojov je súčet úverov PFI, čistej emisie dlhových cenných papierov, čistej emisie kótovaných akcií a úverov nepeňažných finančných inštitúcií. Úvery PFI sú upravené o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Úvery nepeňažných finančných inštitúcií zahŕňajú úvery ostatných finančných inštitúcií a poisťovní a dôchodkových fondov bez sekuritizovaných úverov. Šrafovaný stĺpec znázorňuje krátkodobú prognózu za štvrtý štvrťrok 2019. Časť b): Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností vypočítané ako vážený priemer nákladov na bankové úvery, nákladov na financovanie prostredníctvom dlhu a nákladov na kapitálové financovanie, na základe príslušných nesplatených objemov. Modrý kosoštvorec znázorňuje krátkodobé prognózy celkových náklady na financovanie v marci 2020, za predpokladu, že úrokové sadzby bankových úverov zostanú nezmenené na úrovni z januára 2020. Posledné údaje pre časť a) sú za tretí štvrťrok 2019 v prípade údajov o účtoch eurozóny. Odhady za štvrtý štvrťrok 2019 na základe údajov ECB o bilančných položkách a dočasných údajov ECB, ako aj údajov Dealogic. Posledné údaje pre časť b) sú za 11. marec 2020 v prípade nákladov na kapitálové financovanie a nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a za január 2020 v prípade nákladov na poskytovanie úverov.

6 Fiškálny vývoj

V makroekonomických projekciách odborníkov ECB z marca 2020 sa predpokladá, že saldo rozpočtu verejnej správy v eurozóne bude v rokoch 2020 až 2021 klesať a v roku 2022 sa bude stabilizovať. Pokles možno pripísať na vrub predovšetkým nižším primárnym prebytkom. Uvedený vývoj sa odráža aj vo fiškálnej pozícii, ktorá by podľa projekcií mala byť v rokoch 2020 a 2021 expanzívna a v roku 2022 celkovo neutrálna. Napriek relatívne expanzívnej fiškálnej pozícii sa v projekciách očakáva, že pomer dlhu verejnej správy k HDP eurozóny bude počas celého obdobia naďalej postupne klesať z dôvodu priaznivého diferenciálu úrokovej miery a rastu a mierne pozitívneho primárneho salda. Vývoj súvisiaci so šírením koronavírusu (COVID-19) po vydaní projekcií však poukazuje na ďalšiu expanziu fiškálnej pozície. Z tohto pohľadu musí mať záväzok Euroskupiny realizovať spoločné a koordinované politické kroky silnú podporu.

Saldo rozpočtu verejnej správy v eurozóne by malo podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2020 v rokoch 2020 a 2021 klesať a v roku 2022 by sa malo stabilizovať.[9] Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2020 by sa mal pomer deficitu verejnej správy eurozóny zvýšiť z 0,7 % HDP odhadovaných na rok 2019 na 1,1 % HDP v roku 2020 a 1,5 % v rokoch 2021 a 2022 (graf 25). Pokles rozpočtového salda v rokoch 2020 a 2021 je spôsobený najmä nižším cyklicky upraveným primárnym saldom. Čiastočne je to kompenzované nižšími úrokovými výdavkami, zatiaľ čo cyklická zložka v horizonte projekcie mierne klesá.

Graf 25
Rozpočtové saldo a jeho zložky



Zdroj: ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2020.
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy v eurozóne.

[9] Viac v Makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2020, zverejnených na internetovej stránke ECB 12. marca 2020.

Fiškálny výhľad eurozóny na obdobie rokov 2020 až 2022 podľa marcových makroekonomických projekcií odborníkov ECB naznačuje výrazne väčšiu podporu fiškálnej politiky v porovnaní s projekciami odborníkov Eurosystému z decembra 2019. Saldo rozpočtu verejnej správy eurozóny ako podiel HDP sa upravilo smerom nadol: v roku 2020 o 0,2 percentuálneho bodu a v rokoch 2021 a 2022 o 0,4 percentuálneho bodu. Táto revízia je výsledkom nižšieho primárneho zostatku aj oproti očakávaniam slabšej cyklickej zložky, zatiaľ čo zložka úrokových výdavkov zostáva na nezmenenej úrovni.

Odhaduje sa, že agregovaná fiškálna pozícia eurozóny bude v rokoch 2020 a 2021 expanzívna a v roku 2022 celkovo neutrálna.[10] Fiškálna pozícia bola podľa odhadov v roku 2019 mierne expanzívna a predpokladá sa, že v rokoch 2020 a 2021 sa uvoľní ešte viac, čím podporí hospodársku aktivitu. Dôvodom sú najmä vyššie výdavky (najmä na prevody) v Nemecku, Španielsku a Taliansku, ako aj zníženie priamych daní a príspevkov na sociálne zabezpečenie vo Francúzsku a Holandsku. V roku 2022 by fiškálna pozícia mala byť celkovo neutrálna.

V makroekonomických projekciách odborníkov ECB z marca 2020 sa predpokladá, že agregovaný pomer verejného dlhu k HDP eurozóny sa bude naďalej postupne znižovať. Podľa projekcií by sa mal agregovaný pomer dlhu verejnej správy k HDP v eurozóne znížiť z 84,5 % HDP v roku 2019 na 82,6 % HDP v roku 2022. Toto zníženie je podporené priaznivým diferenciálom úrokovej miery a rastu[11], zatiaľ čo akumulovaný príspevok primárneho salda sa počas celého horizontu prognózy približuje k nule (graf 26). V porovnaní s projekciami z decembra 2019 by mal pomer dlhu, vzhľadom na nižšie predpokladané primárne prebytky a menej priaznivú cyklickú zložku, klesať pomalšie. Rýchlejšie šírenie koronavírusu po finalizácii marcových makroekonomických projekcií odborníkov ECB naznačuje, že vývoj pomeru verejného dlhu k HDP bode horší, ako predpokladali projekcie.

---

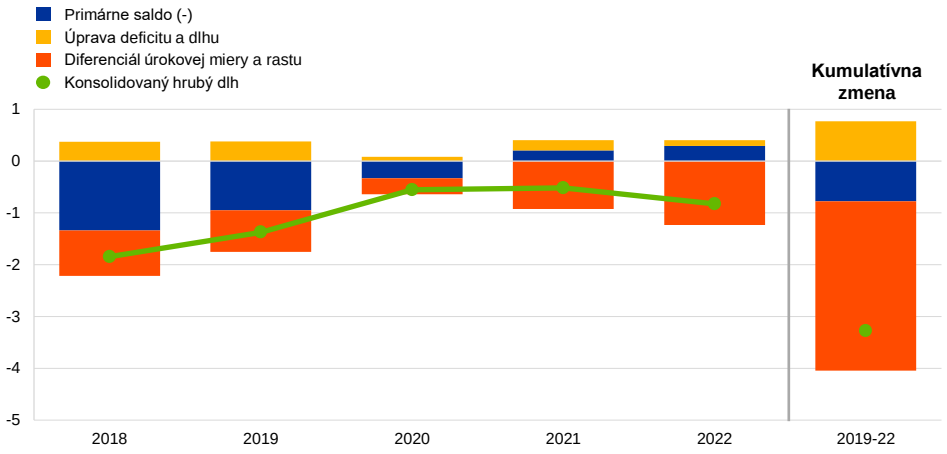
[10] Fiškálna pozícia okrem automatickej reakcie verejných financií na obchodný cyklus odzrkadľuje aj nasmerovanie a veľkosť fiškálnych stimulov pre hospodárstvo. Meria sa tu ako zmena pomeru cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od štátnej pomoci finančnému sektoru. Koncepcia fiškálnej pozície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

[11] Viac informácií je v boxe s názvom Dynamika diferenciálu úrokovej miery a rastu a verejného dlhu *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2019.

Graf 26

Faktory zmeny verejného dlhu

(v percentuálnych bodoch HDP)



Zdroj: ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2020.
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy v eurozóne.

Rozšírenie koronavírusu predstavuje veľký šok pre svetové hospodárstvo aj pre ekonomiku eurozóny a vyžaduje si ambicióznu a koordinovanú odozvu fiškálnych politík. Momentálne je potrebná včasná a cielená podpora pre odvetvie zdravotníctva, zasiahnuté firmy a domácnosti, ktorá pomôže čeliť hrozbe pre zdravie verejnosti, aby sa zamedzilo šírenie koronavírusu a zmiernil jeho nepriaznivý vplyv na ekonomiku. Preto má záväzok Euroskupiny realizovať spoločné a koordinované politické kroky silnú podporu.

Boxy

1 Využívanie informácií z novinových článkov ako ukazovateľ aktivity v reálnej ekonomike

Massimo Ferrari a Helena Le Mezo

V ekonomickej literatúre sa na meranie makroekonomických rizík a neistoty vo veľkej miere využívajú metódy analýzy textu.[12] Existuje však málo dôkazov, pokiaľ ide o množstvo informácií o reálnej hospodárskej aktivite, ktoré je možné extrahovať z takýchto indexov. V tomto boxe predstavujeme ukazovateľ reálnej hospodárskej aktivity v Spojených štátoch založený na textovej analýze novinových článkov. Ukazovateľ je konštruovaný z údajov pochádzajúcich z databázy Factiva, v ktorej sú zozbierané všetky články zverejnené v popredných novinách veľkej skupiny krajín. Z databázy sa extrahujú novinové články publikované v Spojených štátoch, ktoré sa použijú na skonštruovanie ukazovateľa aktivity založeného na texte.[13] Ukazovateľ meria počet článkov, ktoré sa venujú spomaleniu (alebo recesii) v americkej ekonomike za každý deň od januára 1970, v pomere k počtu všetkých článkov zverejnených v Spojených štátoch. Konštruovaný index by sa mal, intuitívne, pohybovať paralelne s obchodným cyklom, keďže noviny téme hospodárskeho spomalenia venujú viac priestoru. Okrem toho by mal ukazovateľ rýchlejšie reagovať na vývoj ekonomického cyklu, ktorý sa v agregovaných makro premenných stáva viditeľný až po čase, keďže sa obvykle zverejňuje s odstupom. Tento index sa navyše dá aktualizovať ľahko a s veľkou frekvenciou (na dennej báze) a je možné aplikovať ho na veľký počet vyspelých ekonomík aj ekonomík rozvíjajúcich sa trhov.

Konštruovaný index je možné využiť ako ukazovateľ aktivity reálnej ekonomiky Spojených štátov v reálnom čase. V grafe A je vidieť, ako ukazovateľ dobre koreluje s obdobiami hospodárskeho spomalenia v Spojených štátoch, ak sa merajú z hľadiska poklesu priemyselnej produkcie alebo období recesie určených Národným úradom pre ekonomický výskum (National Bureau of Economic Research – NBER). Táto korelácia naznačuje, že index založený na texte možno využiť ako ukazovateľ na sledovanie hospodárskeho vývoja v reálnom čase s vysokou frekvenciou, keďže obsahuje relevantné informácie o obchodnom cykle.

---

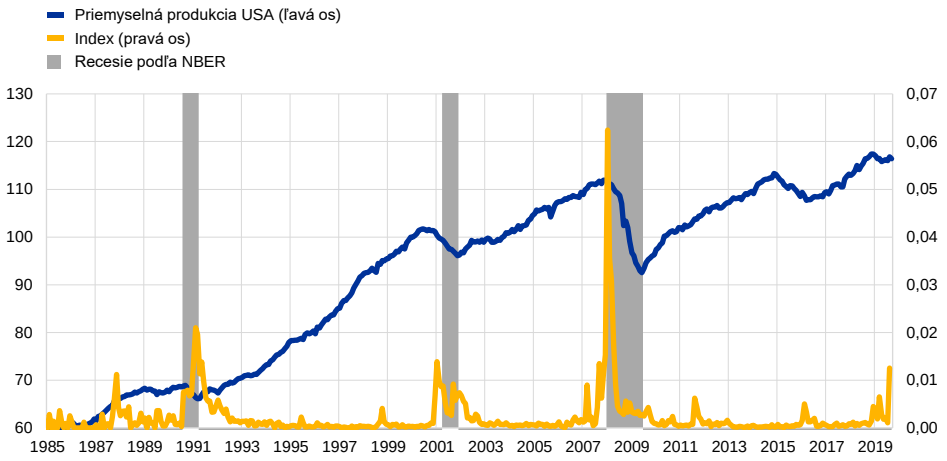
12 Aktuálne príklady zahŕňajú práce Caldara, D. a Iacoviello, M., *Measuring Geopolitical Risk, International Finance Discussion Papers,* No 1222, Board of Governors of the Federal Reserve System (United States), 2018; Baker, R.S., Bloom, N. a Davis, S.J., Measuring Economic Policy Uncertainty, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131(4), Oxford University Press, 2016, pp. 1593-1636; najnovší prístup textovej analýzy aplikovaný na eurozónu sa nachádza v Azqueta-Gavaldón, A., Hirschbühl, D., Onorante, L. a Saiz, L., Sources of economic policy uncertainty in the euro area: a machine learning approach, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, Frankfurt am Main, November 2019.

13 Pričom sa používa rovnaká metodika, ako uplatňujú Caldara, D. a Iacoviello, M., Measuring Geopolitical Risk, *International Finance Discussion Papers*, No 1222, Board of Governors of the Federal Reserve System (United States), 2018.

Graf A

Index založený na texte a recesie v USA

(ukazovateľ spomalenia založený na texte; recesie a priemyselná produkcia v USA, index (2010=100))



Zdroj: Factiva, Haver Analytics a výpočty autorov.
Poznámka: Ukazovateľ založený na texte sa konštruuje na základe pomeru počtu článkov o spomalení v americkej ekonomike publikovaných v Spojených štátoch a celkového počtu článkov publikovaných v Spojených štátoch denne. Dáta sa potom mesačne agregujú. Posledné údaje sú z januára 2020.

Index tiež obsahuje prediktívne údaje k budúcej hospodárskej aktivite. Tento predpoklad je možné formálne overiť pridaním ukazovateľa založeného na texte do štandardného modelu pravdepodobnosti recesie.[14] Odhad vyjadruje táto rovnica:

$$P(kríza)_{t+k} = \alpha + \beta^1\left[výnos_t^{3-mesiace} - výnos_t^{10-\text{rokov}}\right] + \beta^2 Index_t + \varepsilon_{t+k} \qquad (1)$$

kde sa pravdepodobnosť recesie v budúcnosti $(t+k)$ prognózuje na základe sklonu výnosovej krivky v súčasnosti (rozdiel medzi krátkodobými a dlhodobými výnosmi), ktorá je štandardným predikujúcim ukazovateľom recesie, a na základe ukazovateľa založeného na texte.[15] Index poskytuje dodatočné informácie o sklone krivky amerických výnosov. Vhodnosť modelov pravdepodobnosti recesie sa sumarizuje v tzv. ROC krivke, ktorú možno vnímať ako ukazovateľ presnosti predikcií vygenerovaných na základe modelu.[16] Štatistika ROC je znázornená v grafe B a ukazuje, že špecifikácia, ktorá využíva index založený na novinových článkoch, je pre krátkodobé horizonty presnejšia ako jednoduchá výnosová krivka. Zaradenie údajov z novinových článkov do odhadu významne zlepšuje výsledky modelu. Toto hodnotenie je nezávislé od definície recesie, ktorá sa líši od definície používanej NBER (a podľa ktorej sa recesia definuje ako osem po sebe nasledujúcich mesiacov

[14] Podľa Wright, J.H., The yield curve and predicting recessions, *Finance and Economics Discussion Series,* 2006-07, Divisions of Research and Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington D.C., February 2006.

[15] Modely výnosovej krivky boli nedávno upravené v kontexte programu nákupu aktív významných centrálnych bank. Viac v boxe s názvom US yield curve inversion and financial market signals of recession, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, Frankfurt am Main, 2020.

[16] ROC porovnáva skutočne pozitívne hodnotenie, teda hodnotenie recesie v čase, keď je recesia, oproti klamlivo pozitívnemu hodnoteniu, teda hodnotenie recesie v čase, keď recesia nie je. Čím bližšie je odhadovaná štatistika ROC k vertikálnej osi, tým lepšia je prediktívna schopnosť modelu. Dodatočne je možné sumarizovať graf ROC vypočítaním oblasti, ktorá je pod krivkou ROC ale nad hranicou 45 stupňov (ktorá znamená náhodné priradenia). Čím väčšia je oblasť pod krivkou, tým je model presnejší.

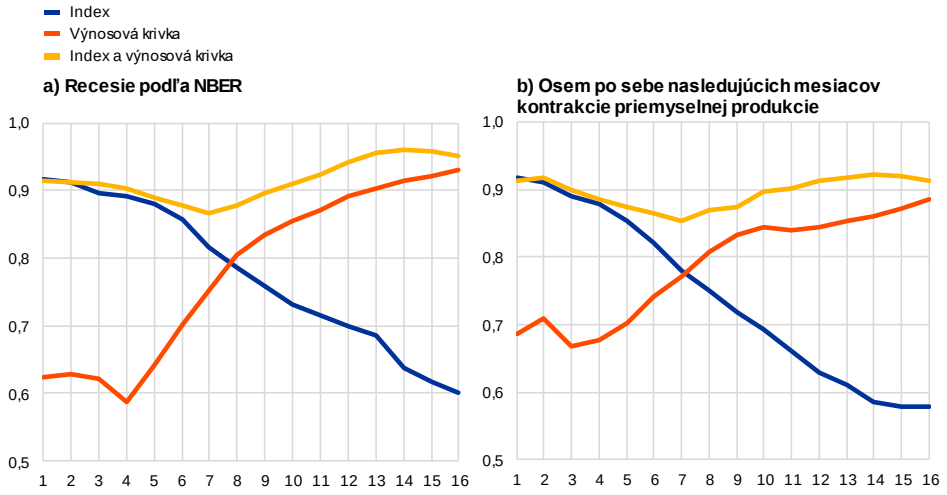
kontrakcie priemyselnej produkcie), ako aj od vylúčenia obdobia globálnej finančnej krízy.

Dôkazy predložené v tomto boxe poukazujú na fakt, že informácie extrahované z novinových článkov sú užitočné pri monitorovaní ekonomického vývoja a dopĺňajú makroekonomické údaje. V novinových článkoch sú zozbierané obrovské súbory informácií o obchodnom cykle, ktoré sa okamžite neobjavujú v makroekonomických časových radoch. Skutočnosť, že tento typ ukazovateľa založeného na texte je dostupný a aktualizovaný na dennej báze, podčiarkuje jeho užitočnosť a relevantnosť v rámci monitorovania a predikovania ekonomického vývoja, a to najmä v krátkodobom horizonte.

Graf B

Vhodnosť štatistiky pre modely pravdepodobnosti recesie v rôznych horizontoch prognózy s mesačným predstihom

(index, ľavá strana)



Zdroj: Factiva, Haver Analytics a výpočty autorov.
Poznámka: Vhodnosť vychádza zo štatistiky ROC odvodenej z modelu pravdepodobnosti recesie odhadovaného na základe i) iba výnosovej krivky, ii) iba indexu založeného na texte, iii) spoločne indexu založeného na texte a výnosovej krivky pre každý horizont prognózy. Štatistika sa vypočítava ako normalizovaná vzdialenosť medzi správnymi predikciami modelu a náhodným priradením (t. j. 50 % konštantná pravdepodobnosť kontrakcie); čím je vzdialenosť väčšia, tým väčšia je hodnota štatistiky ROC. Posledné údaje sú z januára 2020.

2 Rola zdaňovania nadnárodných spoločností pri prvom obrate tokov priamych zahraničných investícií v eurozóne

Virginia Di Nino a Andrejs Semjonovs

Tento box sa zameriava na zdaňovanie nadnárodných spoločností v kontexte nedávnej reformy korporátnej dane v Spojených štátoch a jeho vplyv na toky priamych zahraničných investícií (PZI) do eurozóny a z nej.[17] Podobne ako v iných rozvinutých ekonomikách, aj v eurozóne zvykne objem investícií rezidentských spoločností v zahraničí prevyšovať objem investícií zahraničných spoločností v eurozóne. Počas roka 2018 sa však z čistých odlevov PZI – ktoré možno v rámci PZI opísať ako čisté aktíva eurozóny, keďže vo všeobecnosti ide o investície domácich spoločností do zahraničných pridružených spoločností – stali prílevy, zatiaľ čo z čistých prílevov PZI – čistých pasív, keďže ide o čisté investície zahraničných spoločností v eurozóne – sa stali odlevy. Tieto pohyby kapitálu vo výraznej miere súviseli s niektorými opatreniami prijatými v rámci reformy korporátnej dane v Spojených štátoch, ktoré vstúpili do platnosti na začiatku roka 2018.[18]

Obrat v tokoch PZI v eurozóne bol spôsobený výlučne tokmi z a do i) Spojených štátov a ii) offshore centier (graf A). Americké nadnárodné spoločnosti začali sťahovať svoje investície z eurozóny (vznik čistých odlevov PZI v bilaterálnom vyjadrení) v roku 2017, t. j. pred zavedením reformy korporátnej dane. Agregátne toky PZI v eurozóne však zaznamenali obrat v priebehu druhej polovice roka 2018, keď aj offshore centrá začali ustupovať zo svojich pozícií v eurozóne.

---

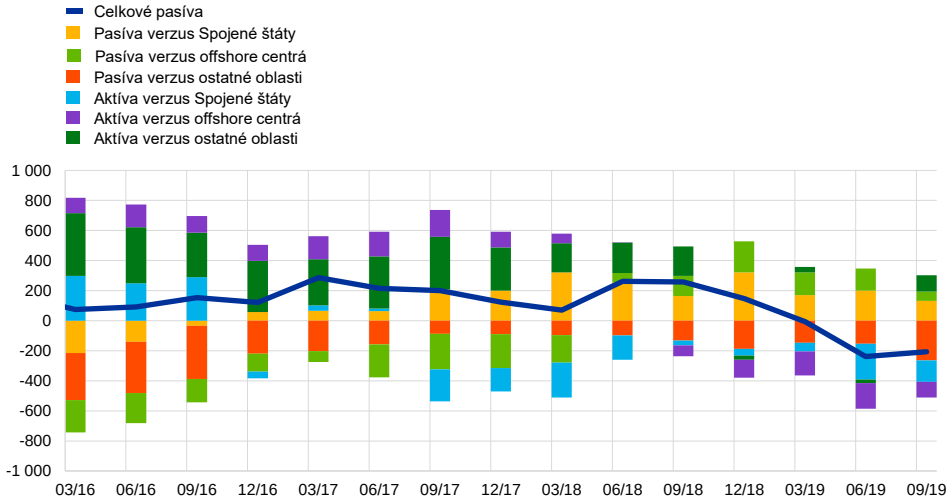
17 Viac v boxe s názvom Euro area foreign direct investment since 2018: the role of special purpose entities, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2019.

18 Viac v článku s názvom Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

Graf A

Toky PZI v eurozóne (čisté aktíva a čisté pasíva) podľa regiónu pôvodu alebo určenia

(kĺzavý súčet transakcií za štyri štvrťroky, v mld. EUR, sezónne neočistené)



Zdroj: Eurostat.
Poznámka: Pokiaľ ide o aktíva, kladné (záporné) číslo predstavuje čisté nákupy (predaje) nástrojov mimo eurozóny investormi z eurozóny. Pokiaľ ide o pasíva, kladné (záporné) číslo predstavuje čisté nákupy (predaje) nástrojov eurozóny investormi z krajín nepatriacich do eurozóny. Offshore centrá: Andorra, Antigua a Barbuda, Anguilla, Aruba, Barbados, Bahrajn, Bermudy, Bahamy, Belize, Cookove ostrovy, Curaçao, Dominika, Grenada, Guernsey, Gibraltár, Hongkong, ostrov Man, Jersey, Svätý Krištof a Nevis, Kajmanské ostrovy, Libanon, Svätá Lucia, Lichtenštajnsko, Libéria, Marshallove ostrovy, Montserrat, Maurícius, Nauru, Niue, Panama, Filipíny, Seychely, Singapur, Sint Maarten, ostrovy Turks a Caicos, Svätý Vincent a Grenadíny, Britské Panenské ostrovy, Panenské ostrovy, Vanuatu a Samoa. Najnovšie údaje sú za tretí štvrťrok 2019.

K obratu čistých tokov PZI došlo iba v niektorých finančných centrách eurozóny, t. j. v krajinách zaznamenávajúcich veľké finančné toky, a prebiehal prostredníctvom transakcií účelových subjektov (graf B). V ostatných ekonomikách eurozóny zostali toky tlmené a nebolo možné identifikovať žiadne výrazné zmeny geografického rozloženia transakcií súvisiacich s PZI. Dvojstranný obrat (aktíva a pasíva) zároveň odráža vysokú mieru spoločných pohybov tokov aktív a pasív v krajinách, v ktorých nadnárodné spoločnosti vykonávajú operácie typu „tam a späť“ (round-tripping) a tzv. „pass-through“ praktiky.[19] V Írsku sa však pokles hrubých prílevov a odlevov PZI týkal najmä transakcií s inými finančnými centrami eurozóny (nie so Spojenými štátmi) a začal sa prejavovať skôr, a to už od posledného štvrťroka 2017.[20] Vzhľadom na zložitú štruktúru globálnej siete PZI možno tento vývoj vysvetliť tak, že k repatriácii určitej časti ziskov z Írska mohlo dochádzať cez iné finančné centrá eurozóny.

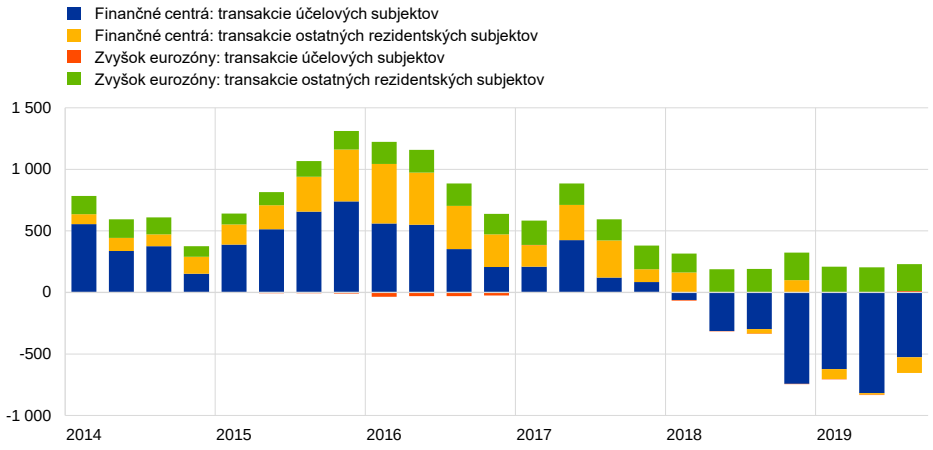
[19] Pri operáciách typu „tam a späť“ (round-tripping) spoločnosť predáva aktíva inej spoločnosti (alebo spoločnostiam), väčšinou v inej jurisdikcii, pričom sú dohodnuté na spätnom odkúpení tých istých alebo podobných aktív za približne rovnakú cenu. Takéto transakcie nafukujú príjmy a náklady, bez vplyvu na zisky. Často súvisia s tzv. „pass-through“ praktikami, pri ktorých kupujúca spoločnosť zaplatí dane z výnosov z aktív a predávajúca spoločnosť získa daňovú úľavu.

[20] Emter L., Kennedy, B. a McQuade, P.: US profit repatriations and Ireland's Balance of Payments statistics, *Quarterly Bulletin*, Central Bank of Ireland, Q2 2019.

Graf B

PZI transakcie s pasívami v eurozóne: účelové subjekty verzus ostatné rezidentské pridružené subjekty

(kĺzavý súčet transakcií za štyri štvrťroky, v mld. EUR, sezónne neočistené)



Zdroj: OECD a Eurostat.
Poznámka: Modré a červené oblasti predstavujú čisté investície do prevádzkových jednotiek, ktoré sú účelovými subjektmi. Žlté a zelené oblasti predstavujú čisté PZI do všetkých ostatných rezidentských subjektov v eurozóne, ktoré sú pridruženými subjektmi zahraničných spoločností. Finančné centrá: Belgicko, Luxembursko a Holandsko. Zvyšok eurozóny zahŕňa všetky ostatné členské krajiny okrem Španielska, Cypru, Lotyšska a Malty, ktoré nie sú zahrnuté z dôvodu nedostatku údajov. Najnovšie údaje sú za tretí štvrťrok 2019.

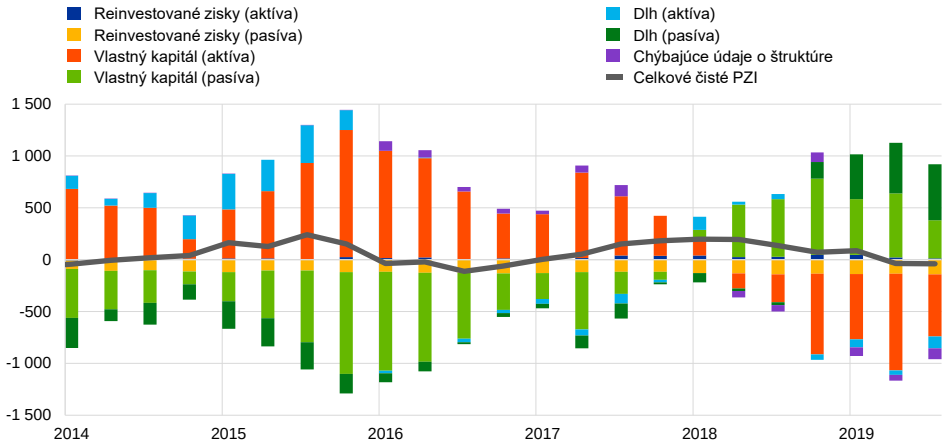
Rozloženie hrubých tokov PZI podľa druhu nástroja naznačuje, že obrat sa týkal predovšetkým vlastného kapitálu a nezahŕňal zložku reinvestovaných ziskov (graf C). Epizóda obratu preto zvýrazňuje skutočnosť, že na rozhodnutia o PZI majú vplyv najmä otázky zdanenia. Zaznamenaný obrat neviedol k zmene zloženia ani k presunu vlastného kapitálu či dlhu v rámci PZI do iných ekonomík eurozóny. Reinvestované zisky navyše zostali takmer bez zmeny, keďže zisky minulých období repatriované pri jednorazovej zvýhodnenej daňovej sadzbe poskytnutej US corporate neboli zaevidované ako rozdelenie príjmov („super“, resp. veľké alebo mimoriadne dividendy sú v platobnej bilancii evidované ako PZI transakcie s vlastným kapitálom). V prostredí stabilných čistých PZI v Írsku a redomicilácie niektorých veľkých amerických nadnárodných spoločností späť do Írska preto príjmy z korporátnych daní v Írsku pokračovali v roku 2018 v raste.[21]

[21] Znižovanie korporátnej dane v Spojených štátoch v minulosti mohlo viesť k vyššej zamestnanosti a rýchlejšiemu hospodárskeho rastu v Írsku prostredníctvom investícií do odvetví financovaných z externých zdrojov. Vzhľadom na zmenu aktivít nadnárodných spoločností v krajine však tentoraz hrozí riziko kapitálových odlevov. Viac v Clancy, D.: US corporate tax rate cuts: Spillovers to the Irish economy, *Working Paper Series*, No 38, European Stability Mechanism, 2019.

Graf C

Čisté toky PZI vo finančných centrách eurozóny (aktíva a pasíva) podľa druhu finančných nástrojov

(kĺzavý súčet transakcií za štyri štvrťroky, v mld. EUR, sezónne neočistené)



Zdroj: OECD.
Poznámka: Údaje za Írsko v zložkách dlh, vlastný kapitál a reinvestované zisky neboli v niektorých štvrťrokoch zverejnené. Údaje za Maltu a Cyprus nie sú k dispozícii. Čisté pasíva sa vykazujú na obrátenej škále v zápornej časti (ak sú kladné) vertikálnej osi. Najnovšie údaje sú za tretí štvrťrok 2019.

Zatiaľ čo pri niektorých opatreniach prijatých v rámci daňovej reformy v Spojených štátoch sa očakával prechodný vplyv na PZI transakcie, súčasťou reformy boli aj opatrenia proti erózii základu dane, ktoré môžu v dlhodobom horizonte ovplyvniť hrubé a čisté toky PZI. Reforma zahŕňala jednorazovú nižšiu sadzbu dane z nerepatriovaných ziskov z minulých období. Súčasné úplné oslobodenie zahraničných ziskov vo forme dividend od dane sa však vo všeobecnosti vzťahuje tak na repatriované zisky, ako aj na zisky držané v zahraničí, čo znižuje motiváciu amerických nadnárodných spoločností reinvestovať zisky v zahraničí. Súčasťou reformy sú navyše aj opatrenia zamerané proti erózii základu dane, ktoré dokážu v dlhodobom horizonte ovplyvniť hrubé a čisté toky PZI. Reforma znižuje motiváciu amerických korporácií presunúť svoje nehmotné aktíva do offshore centier tým, že umožňuje odpočet dane v prípade nehmotných príjmov zo zahraničia až do výšky 37,5 %. Obrat hrubých tokov PZI v eurozóne preto môže znamenať prechod na nové ekvilibrium v oblasti zahraničných investícií. Aj keď je zatiaľ priskoro na akékoľvek hodnotenie, sťahovanie investícií pokračovalo aj v roku 2019 a vo finančných centrách eurozóny ovplyvnilo nielen pasíva v rámci vlastného kapitálu, ale tiež dlhovú zložku PZI (graf C). Mesačné odhady za posledný štvrťrok 2019 naznačujú zastavenie obratu a možnú postupnú normalizáciu podmienok, aj keď z historického hľadiska zostávajú toky pomerne tlmené.

3 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 30. októbra 2019 do 28. januára 2020

Pamina Karl a Marco Weißler

V tomto boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB počas siedmeho a ôsmeho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv, ktoré trvali od 30. októbra do 17. decembra 2019 a od 18. decembra 2019 do 28. januára 2020. Sledované obdobie zahŕňa zavedenie systému dvojúrovňového úročenia nadbytočnej likvidity. Od siedmeho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv, ktoré sa začalo 30. októbra 2019, tento systém oslobodzuje časť nadbytočnej likvidity úverovej inštitúcie (t. j. rezervy nad rámec povinných minimálnych rezerv) od záporného úročenia podľa sadzby uplatniteľnej na jednodňové sterilizačné operácie.[22] Namiesto toho sa v súčasnosti táto nadbytočná likvidita úročí ročnou sadzbou vo výške 0 %. Medzi ďalšie nedávne zmeny patria čisté splátky likvidity poskytované prostredníctvom cielených dlhodobejších refinančných operácií (TLTRO), ako aj obnovenie nákupu aktív.

Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a povinných minimálnych rezerv, dosiahla počas sledovaného obdobia 1 505,7 mld. €. V porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím (čiže s piatym a šiestym obdobím udržiavania povinných minimálnych rezerv roku 2019, tabuľka A) sa znížila o 53,7 mld. €. Čisté autonómne faktory sa znížili o 55,4 mld. €, zatiaľ čo povinné minimálne rezervy sa zvýšili o 1,7 mld. € na úroveň 134,3 mld. €.

Pokles čistých autonómnych faktorov bol spôsobený najmä nárastom na strane aktív súvahy Eurosystému (čisté zahraničné aktíva a čisté aktíva v eurách). Autonómne faktory na strane aktív sa zvýšili o 55,1 mld. € na úroveň 1 009,1 mld. €, čo odráža nárast čistých zahraničných aktív o 33,2 mld. €, ktorý bol podobný nárastu v predchádzajúcom sledovanom období, a nárast čistých aktív v eurách o 21,9 mld. € na úroveň 238,0 mld. €. Celkové autonómne faktory na strane pasív sa v podstate nezmenili (pokles o 0,4 mld. €). Hoci ostatné autonómne faktory sa zvýšili o 42,3 mld. € a hodnota bankoviek v obehu sa zvýšila o 20,0 mld. €, tieto zvýšenia sa úplne vykompenzovali nižšími vládnymi vkladmi, ktoré počas sledovaného obdobia predstavovali v priemere 219,8 mld. €, pričom v šiestom období udržiavania povinných minimálnych rezerv dosiahli historicky najvyššiu hodnotu 298,6 mld. €. Čisté autonómne faktory – vymedzené ako autonómne faktory absorbujúce likviditu na strane pasív znížené o autonómne faktory poskytujúce likviditu na strane aktív – sa celkovo znížili na úroveň 1 371,4 mld. EUR.

[22] Príslušné rezervy finančných inštitúcií sa vypočítavajú na základe priemerného zostatku ku koncu kalendárneho dňa vedeného na bežných účtoch inštitúcií počas udržiavacieho obdobia. Oslobodenie od záporných úrokových sadzieb sa uplatňuje na nadbytočnú likviditu na bežnom účte do určitého násobku povinných minimálnych rezerv inštitúcie. Rada guvernérov pôvodne stanovila túto hodnotu na šesťnásobok.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosystéme

Pasíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 30. október 2019 – 28. január 2020						Predchádzajúce sledované obdobie: 31. júl 2019 – 29. október 2019	
	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie 30. október – 17. december		Ôsme udržiavacie obdobie 18. december – 28. január		Piate a šieste udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory likvidity	**2 380,2**	**(-0,4)**	**2 384,8**	**(-37,1)**	**2 375,0**	**(-9,8)**	**2 380,6**	**(+87,3)**
Bankovky v obehu	1 271,8	(+20,0)	1 262,9	(+10,1)	1 282,2	(+19,3)	1 251,8	(+17,8)
Vládne vklady	219,8	(-62,7)	226,6	(-72,1)	211,8	(-14,7)	282,4	(+11,9)
Ostatné autonómne faktory[1]	888,7	(+42,3)	895,3	(+24,8)	880,9	(-14,4)	846,4	(+57,6)
Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy	**1 510,1**	**(+284,9)**	**1 528,0**	**(+272,7)**	**1 489,2**	**(-38,8)**	**1 225,2**	**(-17,2)**
Požiadavky na povinné minimálne rezervy	**134,3**	**(+1,7)**	**134,1**	**(+0,9)**	**134,5**	**(+0,3)**	**132,6**	**(+2,5)**
Jednodňové sterilizačné operácie	**256,4**	**(-253,6)**	**257,9**	**(-198,7)**	**254,6**	**(-3,3)**	**510,0**	**(-77,4)**
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.

Aktíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 30. október 2019 – 28. január 2020						Predchádzajúce sledované obdobie: 31. júl 2019 – 29. október 2019	
	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie 30. október – 17. december		Ôsme udržiavacie obdobie 18. december – 28. január		Piate a šieste udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory likvidity	**1 009,1**	**(+55,1)**	**1 020,9**	**(+32,7)**	**995,4**	**(-25,5)**	**954,0**	**(+41,7)**
Čisté zahraničné aktíva	771,1	(+33,2)	773,3	(+14,8)	768,6	(-4,7)	737,9	(+38,5)
Čisté aktíva v eurách	238,0	(+21,9)	247,6	(+17,9)	226,9	(-20,7)	216,1	(+3,2)
Nástroje menovej politiky	**3 272,2**	**(-22,4)**	**3 284,3**	**(+5,1)**	**3 258,1**	**(-26,2)**	**3 294,6**	**(-46,6)**
Operácie na voľnom trhu	3 272,2	(-22,4)	3 284,3	(+5,1)	3 258,1	(-26,2)	3 294,6	(-46,4)
Tendre	644,0	(-39,9)	665,5	(-5,0)	619,0	(-46,5)	683,9	(-31,1)
Hlavné refinančné operácie	2,3	(-0,2)	1,8	(-0,2)	2,9	(+1,1)	2,5	(-2,6)
3-mesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO)	3,4	(+0,5)	2,7	(-0,1)	4,3	(+1,6)	2,9	(-0,3)
Operácie TLTRO II	589,8	(-87,3)	657,6	(-5,3)	510,8	(-146,8)	677,2	(-29,5)
Operácie TLTRO III	48,5	(+47,2)	3,4	(+0,6)	101,1	(+97,7)	1,3	(+1,3)
Portfóliá priamych nákupov	2 628,2	(+17,5)	2 618,8	(+10,1)	2 639,1	(+20,3)	2 610,7	(-15,1)
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	2,0	(-0,8)	2,3	(-0,5)	1,7	(-0,5)	2,8	(-0,3)
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	2,9	(-0,3)	2,9	(-0,1)	2,9	(-0,0)	3,2	(-0,3)
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	263,8	(+2,8)	262,9	(+2,3)	264,8	(+1,9)	260,9	(-0,8)
Program pre trhy s cennými papiermi	47,9	(-4,9)	47,8	(-3,6)	47,9	(+0,0)	52,8	(-8,6)
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	28,2	(+2,1)	27,9	(+1,7)	28,6	(+0,7)	26,1	(-0,1)
Program nákupu aktív verejného sektora	2 099,9	(+12,3)	2 093,4	(+6,0)	2 107,6	(+14,3)	2 087,6	(-4,8)
Program nákupu aktív podnikového sektora	183,5	(+6,2)	181,6	(+4,2)	185,6	(+4,0)	177,3	(-0,4)
Jednodňové refinančné operácie	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,2)

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: 30. október 2019 – 28. január 2020						Predchádzajúce sledované obdobie: 31. júl 2019 – 29. október 2019	
	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie 30. október – 17. december		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie 30. október – 17. december	
Celková spotreba likvidity[1]	1 505,7	(-53,7)	1 498,4	(-69,0)	1 514,3	(+15,9)	1 559,5	(+48,2)
Čisté autonómne faktory[2]	1 371,4	(-55,4)	1 364,3	(-69,9)	1 379,8	(+15,6)	1 426,9	(+45,6)
Nadbytočná likvidita[3]	1 766,5	(+31,3)	1 785,9	(+74,0)	1 743,8	(-42,0)	1 735,2	(-94,5)

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 autonómnymi faktormi likvidity na strane pasív a autonómnymi faktormi likvidity na strane aktív. Na účely tejto tabuľky sa do čistých autonómnych faktorov pridávajú aj položky v procese zúčtovania.
3) Vypočítava sa ako súčet bežných účtov presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a použitých prostriedkov z jednodňovej sterilizačnej operácie mínus vklady v rámci jednodňových refinančných operácií.

Vývoj úrokových sadzieb

(priemer; v percentách)

	Aktuálne sledované obdobie: 30. október 2019 – 28. január 2020						Predchádzajúce sledované obdobie: 31. júl 2019 – 29. október 2019	
	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie 30. október – 17. december		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie 30. október – 17. 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	(-0,05)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,45	(-0,05)
EONIA[1]	-0,454	(-0,05)	-0,454	(+0,01)	-0,454	(+0,00)	-0,408	(-0,04)
€STR[2]	-0,539	(-0,04)	-0,539	(+0,00)	-0,540	(-0,00)	-0,496	(-0,05)

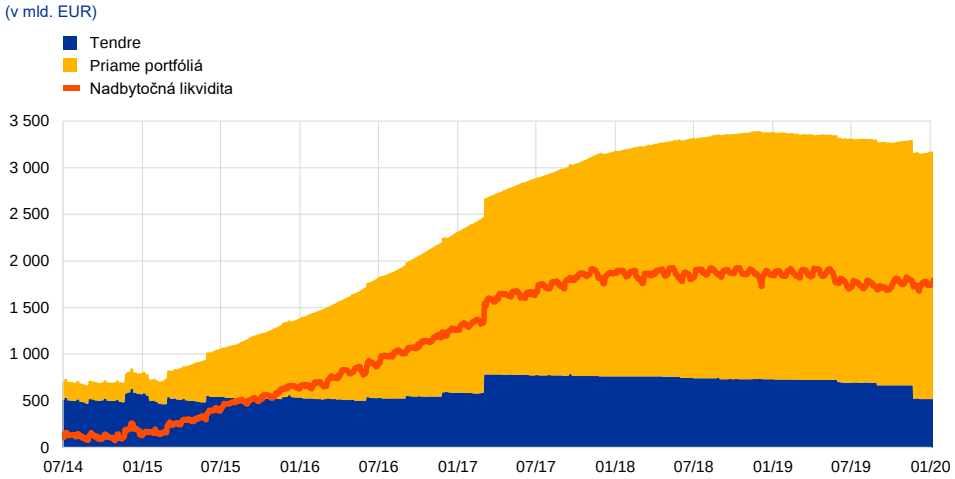
Zdroj: ECB.
Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokrúhlené na najbližších 0,1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcej revízii alebo predchádzajúcemu udržiavaciemu obdobiu.
1) Od 1. októbra 2019 sa vypočítava ako €STR plus 8,5 bázických bodov. Rozdiely v zmenách sadzieb EONIA a €STR sú spôsobené zaokrúhľovaním.
2) Číselné údaje z obdobia pred sadzbou €STR sú zahrnuté do výpočtu priemerov pred 30. septembrom 2019.

Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom operácií na voľnom trhu – vrátane tendrov a menovopolitických portfólií – sa znížil o 22,4 mld. € na úroveň 3 272,2 mld. € (graf A). Podobne ako v predchádzajúcich dvoch udržiavacích obdobiach, tento pokles bol vyvolaný najmä nižším dopytom v tendroch. Naopak, na rozdiel od predchádzajúcich sledovaných období v roku 2019 sa likvidita poskytovaná prostredníctvom portfólií menovej politiky opäť zvýšila v dôsledku obnovenia čistých nákupov v rámci programu nákupu aktív (APP) v novembri 2019.

Graf A

Vývoj likvidity poskytovanej prostredníctvom operácií na voľnom trhu a nadbytočnej likvidity



Zdroj: ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z 28. januára 2020.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom tendrov sa v sledovanom období znížil, podobne ako v predchádzajúcom sledovanom období. Tento pokles o 39,9 mld. € na úroveň 644,0 mld. € súvisel najmä s nižšou likviditou poskytovanou prostredníctvom cielených dlhodobejších refinančných operácií (TLTRO). Finančné inštitúcie v eurozóne počas dvoch udržiavacích období dobrovoľne splatili prostriedky z financovania TLTRO II v priemernej výške 87,3 mld. €. Tento objem prekročil využívanie prostriedkov z nového financovania TLTRO III, ktoré sa v sledovanom období zvýšilo o 47,2 mld. € na priemernú úroveň 48,5 mld. €. Poskytovanie likvidity prostredníctvom hlavných refinančných operácií (MRO) sa okrem toho mierne znížilo z 2,5 mld. € na 2,3 mld. €. Tento priemerný pokles by bol bez MRO na konci roka v objeme 7,9 mld. € ešte výraznejší. Objem nesplatených trojmesačných dlhodobejších refinančných operácií (LTRO) sa mierne zvýšil o 0,5 mld. €.

Objem likvidity poskytnutej prostredníctvom menovopolitických portfólií Eurosystému sa v dôsledku obnovenia čistých nákupov aktív zvýšil o 17,5 mld. € na úroveň 2 628,2 mld. €. Priemerné objemy sa zvýšili o 12,3 mld. € na úroveň 2 099,9 mld. € v rámci programu nákupu aktív verejného sektora (PSPP) a o 6,2 mld. € na úroveň 183,5 mld. € v rámci programu nákupu aktív podnikového sektora (CSPP). Okrem toho sa objemy v rámci tretieho programu nákupu krytých dlhopisov (CBPP3) zvýšili o 2,8 mld. € a objemy v rámci programu nákupu cenných papierov krytých aktívami (ABSPP) sa zvýšili o 2,1 mld. €.[23] Splácanie dlhopisov držaných v rámci programu pre trhy s cennými papiermi (SMP) dosiahlo v sledovanom období úroveň 4,9 mld. €.

[23] Aj pri úplnom opätovnom investovaní sa môžu z prevádzkových dôvodov vyskytnúť obmedzené dočasné odchýlky v celkovej veľkosti a zložení APP. Článok s názvom Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2019.

Nadbytočná likvidita

V dôsledku celkového poklesu potreby likvidity sa priemerný objem nadbytočnej likvidity v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím zvýšil o 31,3 mld. € na úroveň 1 766,5 mld. € (graf A). Napriek nižšiemu poskytovaniu likvidity prostredníctvom tendrov sa v dôsledku poklesu čistých autonómnych faktorov a obnovenia čistých nákupov aktív objem nadbytočnej likvidity v eurozóne zvýšil.

Štruktúru nadmernej likvidity okrem toho ovplyvnilo zavedenie systému dvojúrovňového úročenia nadbytočnej likvidity v eurozóne od siedmeho udržiavacieho obdobia. Dôvodom je skutočnosť, že od záporného úročenia podľa sadzby uplatniteľnej na jednodňové sterilizačné operácie sú oslobodené len zostatky vedené na bežných účtoch finančných inštitúcií do určitej maximálnej hodnoty. Finančné inštitúcie v dôsledku toho presunuli finančné prostriedky z jednodňových sterilizačných operácií, ktorých objem sa znížil o 253,6 mld. €, na svoje bežné účty, ktorých objem sa zvýšili o 284,9 mld. €.

Vývoj úrokových sadzieb

Počas siedmeho a ôsmeho udržiavacieho obdobia zostala sadzba €STR v podstate stabilná. Sadzba jednodňových sterilizačných operácií ECB a sadzby MRO a jednodňových refinančných operácií zostali počas sledovaného obdobia nezmenené. V dôsledku toho zostala sadzba €STR stabilná, pričom počas siedmeho udržiavacieho obdobia dosahovala úroveň –53,9 bázických bodov a počas ôsmeho udržiavacieho obdobia dosahovala úroveň –54,0 bázických bodov. Zavedenie systému dvojúrovňového úročenia nemalo na úroveň sadzby €STR významný vplyv. Sadzba EONIA, ktorá sa od októbra 2019 vypočítava ako €STR plus pevný spread, sa vyvíjala v súlade so sadzbou €STR.

4 Dôsledky fiškálnych opatrení zameraných na riešenie klimatického vývoja

Steffen Osterloh

Tento box hodnotí vplyv fiškálnych opatrení na zníženie emisií skleníkových plynov na rast a infláciu v horizonte projekcií odborníkov ECB z marca 2020. Súčasné celoúnijné ciele znižovania emisií a politické ciele na obdobie rokov 2021 až 2030 vychádzajú z klimatického a energetického rámca na obdobie do roku 2030, ktorý Európska rada prijala v roku 2014. Rámec stanovuje záväzné ciele znižovania emisií skleníkových plynov pod úroveň z roku 1990, konkrétne znížiť emisie o 20 % do roku 2020 a minimálne o 40 % do roku 2030. Politiky pre znižovanie uhlíkových emisií v Európskej únii zahŕňajú: a) systém EÚ na obchodovanie s emisiami (Emissions Trading System – ETS), ktorý pokrýva približne 45 % emisií skleníkových plynov v EÚ a obmedzuje emisie predovšetkým v energeticky náročných sektoroch v EÚ a na Islande, v Lichtenštajnsku a v Nórsku, akými sú napríklad elektrárne, energeticky náročné priemyselné odvetvia a letecká preprava medzi letiskami v Európskom hospodárskom priestore (EHP), a b) vnútroštátne opatrenia v sektoroch, na ktoré sa nevzťahuje systém ETS, ako napríklad doprava, vykurovanie či poľnohospodárstvo.

ETS EÚ poskytuje istotu, pokiaľ ide o ročné znižovanie emisií v dotknutých sektoroch, avšak spôsobuje neistotu týkajúcu sa vývoja cien emisných kvót. ETS EÚ ako systém obchodovania s emisiami (cap and trade) stanovuje strop pre celkový objem skleníkových plynov vypúšťaný inštaláciami, na ktoré sa systém vzťahuje, a umožňuje podnikom obchodovať so svojimi emisnými kvótami. Stanovené stropy sa postupne znižujú, aby klesal aj celkový objem emisií. Podiel kvót určených na obchodovanie formou aukcie, t. j. kvót, ktoré nie sú podnikom prideľované bezodplatne, sa postupne zvyšuje a na obdobie obchodovania 2013 až 2020 predstavuje 57 %. Cena, za ktorú podniky nakupujú podiel emisných kvót určených na obchodovanie formou aukcie, má podobný efekt ako daň z uhlíkovej zložky ich vstupov, keďže okamžite zvyšuje ich výrobné náklady. Empirická odborná literatúra ukazuje, že zvyšujúce sa náklady v dôsledku rastúcich cien emisných kvót v systéme ETS podniky do veľkej miery preniesli do spotrebiteľských cien.[24]

Vývoj cien emisných kvót v systéme ETS EÚ za posledné dva roky mohol spôsobiť určité obmedzené inflačné tlaky, v horizonte projekcií však trhy očakávajú nanajvýš ich mierny rast. Po období stabilne nízkych hodnôt v rokoch 2012 až 2017 na priemernej úrovni približne 6 € za tonu CO2 sa cena kvót v systéme ETS v rokoch 2018 a 2019 výrazne zvýšila, pričom na konci roka 2019 predstavovala približne 25 € za tonu. Toto zvýšenie sa premietlo aj do prudkého nárastu príjmov verejnej správy z aukcií emisných kvót a do dodatočných nákladov pre podniky. Výsledkom bol pozitívny vplyv na infláciu v eurozóne v rokoch 2018 a 2019 a záporný, hoci veľmi malý vplyv na rast HDP. Napriek pokračovaniu v prideľovaní emisných kvót ETS futures v súčasnosti nenaznačujú ďalší nárast ich

[24] Napríklad Martin, R. et al.: The Impact of the European Union Emissions Trading Scheme on Regulated Firms: What Is the Evidence after Ten Years?, *Review of Environmental Economics and Policy*, Vol. 10, issue 1, 2016, pp. 129 -148.

cien. V najbližších rokoch sa teda neočakáva výrazný vplyv na spotrebiteľské ceny, volatilná cena emisných kvót však aj naďalej predstavuje rizikový faktor pre HICP.

Znižovanie emisií v sektoroch, na ktoré sa nevzťahuje systém ETS, upravuje nariadenie o spoločnom úsilí. Toto nariadenie pre členské štáty EÚ stanovuje záväzné ciele ročných emisií skleníkových plynov na obdobie rokov 2013 až 2020 a 2021 až 2030. V porovnaní s úrovňami z roku 2005 si vnútroštátne ciele kladú za úlohu kolektívne dosiahnuť zníženie emisií o približne 10 % do roku 2020 a o 30 % do roku 2030. Na rozdiel od sektorov, na ktoré sa vzťahuje systém ETS, zodpovednosť za vypracovanie postupov na dosiahnutie vnútroštátnych cieľov v sektoroch mimo systému ETS nesú členské štáty.

Nemecko nedávno prijalo dohodu o vnútroštátnom systéme na oceňovanie uhlíka pre sektory nespadajúce pod ETS EÚ, ktorý by mal mať pozitívny vplyv na infláciu. Vnútroštátny systém oceňovania uhlíka pre sektory dopravy a vykurovania budov tvorí súčasť klimatického balíka prijatého v decembri 2019, s ktorého zavedením sa počíta v roku 2021. Keďže systém oceňovania uhlíka začne s pevne stanovenou cenou, ktorá sa bude do roku 2025 postupne zvyšovať, spočiatku pripomína uhlíkovú daň. Projekcie z decembra 2019 vychádzali z pôvodnej koaličnej dohody na úvodnej cene na rok 2021 vo výške 10 € za tonu CO2. Projekcie odhadovali pozitívny vplyv na HICP v rokoch 2021 a 2022 a iba malý vplyv na HDP.[25] Dosah na ceny a HDP by mal zostať tlmený, keďže veľká časť príjmov z predaja emisných kvót bude použitá na kompenzovanie priemyslu a spotrebiteľov, a to najmä prostredníctvom nižších cien elektriny v dôsledku znižovania výšky odvodu, zavedeného nemeckým zákonom o obnoviteľných zdrojoch energie (*Erneuerbare-Energien-Gesetz* – EEG), podľa rastu ceny CO2. Okrem toho sa zvýšia výdavky súvisiace s klimatickým vývojom. Projekcie z marca 2020 už zohľadňujú revidovaný balík, ktorý na rok 2021 počíta s oveľa vyššou cenou CO2 na úrovni 25 € za tonu, ktorá by sa mala do roku 2025 zvýšiť na 55 € za tonu. Makroekonomické dôsledky tejto revízie by však nemali byť výrazné, keďže podľa nedávnych vyhlásení vplyv vyššej ceny CO2 vykompenzuje skutočnosť, že všetky dodatočné príjmy budú použité na ďalšie znižovanie cien elektriny prostredníctvom nižšieho odvodu EEG.

V najbližších rokoch sa neočakáva takmer žiadne zvyšovanie uhlíkových daní. Uhlíkové dane uvalené na obsah uhlíka v palive sú spolu so systémami na obchodovanie s emisiami považované za nákladovo najúčinnejší nástroj na znižovanie uhlíkových emisií. Automatické postupné zvyšovanie cien uhlíka na účely plnenia vnútroštátnych cieľov znižovania emisií by umožnilo domácnostiam a podnikom, aby sa novým okolnostiam prispôsobili, avšak ani jedna z ôsmich krajín eurozóny so zavedenou uhlíkovou daňou v súčasnosti takýto automatický mechanizmus nevyužíva. Írsko podniklo legislatívne kroky na zvýšenie uhlíkovej dane v roku 2020 s veľmi malými fiškálnymi dôsledkami pre eurozónu ako celok, pričom írska vláda informovala o svojom pláne lineárne zvyšovať túto daň do roku 2030. V Portugalsku je sadzba uhlíkovej dane naviazaná na cenu kvót v systéme

[25] Konkrétne údaje sa nachádzajú v boxe s názvom The impact of the Climate Package on economic growth and inflation, *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, December 2019.

ETS EÚ z predchádzajúceho roka, čo nedávno viedlo k jej miernemu nárastu. Ostatné krajiny v súčasnosti neplánujú zvyšovanie sadzieb uhlíkovej dane.

Viaceré krajiny plánujú v horizonte projekcií zvyšovať environmentálne dane, na úrovni eurozóny je však ich celková výška iba obmedzená. Viac ako polovica krajín eurozóny plánuje v najbližších dvoch rokoch zvyšovať iné environmentálne dane než uhlíkovú daň. Tieto zvýšenia sa dotknú predovšetkým spotrebných daní z energií a palív, daní z motorových vozidiel, ako aj zdaňovania leteniek. Najväčší nárast týchto daní sa očakáva v Holandsku, hoci ich makroekonomický dosah by malo vo veľkej miere vykompenzovať zníženie energetických daní. V ostatných krajinách je rozsah podobných opatrení väčšinou malý (takmer vo všetkých prípadoch sa ročný nárast pohybuje pod úrovňou 0,1 % HDP) a z pohľadu eurozóny ako celku je ich výška zanedbateľná. V niektorých prípadoch budú navyše zavedené nepriame daňové opatrenia s expanzívnym vplyvom, ako napríklad zníženie daní na stimuláciu využívania verejnej dopravy, elektrickej mobility alebo pohonu LPG. Na záver treba konštatovať, že priame daňové opatrenia sa na podporu ekologickej transformácie využívajú iba vo veľmi malej miere.

Celkový vplyv klimatických opatrení na HDP a infláciu eurozóny v rokoch 2020 až 2022 by mal byť malý, v strednodobom horizonte by však sprísňovanie cieľov znižovania emisií mohlo predstavovať riziko rastu inflačného výhľadu. Zatiaľ čo v prípade nemeckého balíka sa v rokoch 2021 a 2022 očakáva určitý vplyv na infláciu eurozóny, žiadny iný veľký členský štát v súčasnosti nemá konkrétne plány na zavedenie podobného systému na oceňovanie uhlíka. Výrazný vplyv sa neočakáva ani v ďalších krajinách s už zavedenou uhlíkovou daňou. Viaceré členské štáty plánujú zvýšenie environmentálnych daní, aj keď ich vplyv na rast a ceny v eurozóne ako celku by mal byť v horizonte projekcií malý. Zo strednodobého hľadiska by však mohlo dôjsť k nárastu vplyvu klimatických opatrení na ceny, a to v dôsledku možného ďalšieho sprísňovania cieľov znižovania emisií v nadväznosti na Európsku zelenú dohodu, ktorú Európska komisia oznámila v decembri 2019. Ambicióznejšie ciele by mohli mať pozitívny vplyv na ceny emisných kvót v systéme ETS EÚ a mohli by viesť k zavádzaniu nových vnútroštátnych opatrení s pozitívnym vplyvom na všeobecnú cenovú úroveň, ako napríklad vnútroštátnych systémov na obchodovanie s emisiami či uhlíkových daní.

© Európska centrálna banka 2020

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

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

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

Redakčná uzávierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 11. marca 2020.

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

PDF ISSN 2363-3549 QB-BP-20-002-SK-N