



EURÓPSKA CENTRÁLNÁ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 4/2021



Obsah

Hospodársky a menový vývoj	2
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	8
2 Finančný vývoj	17
3 Hospodárska aktivita	23
4 Ceny a náklady	29
5 Peňažná zásoba a úvery	36
6 Fiškálny vývoj	45
Boxy	49
1 Vývoj bežného účtu eurozóny počas pandémie	49
2 Vplyv podporných fiškálnych opatrení na likviditu podnikov v čase pandémie	56
3 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 27. januára do 27. apríla 2021	62
4 Vplyv krízy COVID-19 na trh práce v eurozóne u mužov a žien	68
5 Vývoj cien nehnuteľností na bývanie v eurozóne počas pandémie koronavírusu	76
6 Nedostatok polovodičov a jeho dôsledky pre obchod, výrobu a ceny v eurozóne	80
7 Dôsledky programov stability z roku 2021 pre fiškálnu politiku v eurozóne	85

Hospodársky a menový vývoj

Prehľad

Po kontrakcii zaznamenanej v prvom štvrtroku tohto roka sa hospodárstvo eurozóny vďaka zlepšovaniu pandemickej situácie spôsobenej koronavírusom (COVID-19) a výraznému napredovaniu očkovacích kampaní postupne znova otvára. Najnovšie údaje signalizujú oživenie aktivity v sektore služieb a naďalej dynamický vývoj priemyselnej produkcie. Očakáva sa, že postupné rušenie opatrení proti šíreniu nákazy povedie v druhej polovici tohto roka k zrýchleniu hospodárskej aktivity. Jej oživenie zásadným spôsobom podporí nárast spotrebných výdavkov, výrazný svetový dopyt a akomodačná rozpočtová a menová politika. Zároveň však pretrváva určitá neistota, pretože krátkodobé vyhliadky hospodárskej aktivity naďalej závisia od vývoja pandémie a od reakcie hospodárstva na znovuoživenie. Inflácia v posledných mesiacoch zaznamenala nárast, a to najmä v dôsledku bázičných efektov, prechodných faktorov a zvýšenia cien energií. Očakáva sa, že v druhom polroku bude ďalej rásť, než po ústupe prechodných faktorov znova klesne. Najnovšie projekcie odborníkov Eurosystému poukazujú na postupný nárast základných inflačných tlakov počas celého sledovaného horizontu, aj keď aj naďalej zostávajú tlmené v dôsledku stále výraznej miery nevyužitých kapacít, ktorá bude počas sledovaného obdobia absorbovaná len postupne. Celková inflácia má počas celého projekčného horizontu zostať pod cieľom Rady guvernérov.

Zachovanie priaznivých podmienok financovania počas trvania pandémie zostáva nevyhnutné na zníženie neistoty a posilnenie dôvery v záujme podpory hospodárskej aktivity a ochrany strednodobej cenovej stability.

Podmienky financovania domácností a podnikov od marcového menovopolitického zasadania Rady guvernérov zostali celkovo stabilné. Trhové úrokové miery však ďalej rastú. Hoci je to čiastočne odrazom lepších hospodárskych vyhliadok, trvalejší nárast trhových mier by mohol vyvolať sprísnenie širších podmienok financovania, ktoré sú relevantné pre celú ekonomiku. Takéto sprísnenie by bolo predčasné a mohlo by ohroziť prebiehajúce hospodárske oživenie a výhľad vývoja inflácie. Za týchto okolností a na základe spoločného posúdenia podmienok financovania a výhľadu vývoja inflácie sa Rada guvernérov rozhodla potvrdiť výrazne akomodačné nastavenie menovej politiky.

Hodnotenie hospodárskej a menovej situácie v čase zasadania Rady guvernérov 10. júna 2021

Ako vyplýva z makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z júna 2021, na prelome roka napriek zintenzívneniu pandémie, keď sa svetovým epicentrom nových infekcií stali rozvíjajúce sa trhové ekonomiky, pokračovalo oživenie svetovej hospodárskej aktivity. Hoci sa aktivita v poslednom štvrtroku 2020 ukázala byť mierne výraznejšia, než sa očakávalo v predchádzajúcich projekciách, do roka 2021 vstupovalo svetové hospodárstvo oslabené vzhľadom na

opätovný rast nových infekcií a prísnejšie opatrenia proti šíreniu nákazy. Z nedávnych prieskumov vyplývajú signály výraznej dynamiky svetovej hospodárskej aktivity, napriek čoraz zreteľnejším známkam rozdielov medzi vyspelými a rozvíjajúcimi sa trhovými ekonomikami, ako aj medzi výrobným sektorom a sektorom služieb. Rozsiahle rozpočtové stimuly schválené vládou prezidenta Bidena majú podľa projekcií posilniť oživenie v Spojených štátoch, s určitými pozitívnymi účinkami na svetové hospodárstvo. Za týchto okolností sa výhľad rastu svetového hospodárstva oproti predchádzajúcim projekciám príliš nezmenil. Predpokladá sa, že rast svetového reálneho HDP (bez eurozóny) sa v tomto roku zrýchli o 6,2 % a neskôr sa spomalí na 4,2 % v roku 2022 a 3,7 % v roku 2023. Oproti predchádzajúcemu vydaniu však došlo k zvýšeniu projekcií v prípade zahraničného dopytu po produkcii eurozóny: v tomto roku sa má zvýšiť o 8,6 % a následne o 5,2 % v roku 2022 a 3,4 % v roku 2023. Jeho rast je predovšetkým odrazom vyššieho dopytu zo strany Spojených štátov a Spojeného kráľovstva, hlavných obchodných partnerov eurozóny. Vývozné ceny konkurentov eurozóny boli na tento rok upravené nahor vzhľadom na vyššie ceny komodít a vyšší dopyt. Riziká ohrozujúce základný scenár projekcií svetového vývoja súvisia hlavne s budúcim vývojom pandémie. Ďalšie riziká zhoršenia výhľadu svetovej hospodárskej aktivity sa považujú za celkovo vyvážené, pričom výhľad svetového cenového vývoja ohrozujú skôr inflačné riziká.

Od posledného zasadania Rady guvernérov dochádza v prostredí kladného rizikového sentimentu v eurozóne k ďalšiemu miernemu sprísňovaniu finančných podmienok. Počas sledovaného obdobia (od 11. marca do 9. júna 2021) došlo k miernemu zvýšeniu výnosov štátnych dlhopisov eurozóny a ich spreadov oproti sadzbám jednodňových indexových swapov (overnight index swap – OIS), predovšetkým v dôsledku lepšieho hospodárskeho výhľadu vzhľadom na napredovanie očkovacích kampaní v rámci eurozóny a pokračujúcu podporu politických opatrení. Forwardová krivka jednodňovej eurovej úrokovej sadzby (EONIA) sa pri strednodobých až dlhodobých splatnostiach marginálne zvýšila, zatiaľ čo v prípade krátkodobých splatností zostala viac-menej rovnaká, z čoho vyplýva, že sa neočakávajú žiadne bezprostredné zmeny menovopolitických sadzieb v najbližšom horizonte. V dôsledku kombinácie naďalej pomerne nízkych diskontných sadzieb a výrazného oživenia očakávaní rastu podnikových ziskov sa zvýšili aj ceny akcií. Spready podnikových dlhopisov eurozóny sa v reakcii na ceny akcií naďalej zužovali a v súčasnosti dosahujú úroveň naposledy zaznamenanú pred marcom 2020. Na devízových trhoch došlo k miernemu posilneniu nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura.

V prvom štvrtroku tohto roka sa reálny HDP eurozóny opäť znížil – o 0,3 % na úroveň o 5,1 % nižšiu ako v poslednom štvrtroku 2019 pred vypuknutím pandémie. Podnikové a spotrebiteľské prieskumy a vysokofrekvenčné ukazovatele indikujú značný nárast aktivity v druhom štvrtroku tohto roka. Podnikové prieskumy naznačujú výrazné oživenie aktivity v sektore služieb vďaka klesajúcemu počtu infikovaných osôb, ktorý umožňuje postupnú normalizáciu činností spojených s priamym osobným stykom. Priemyselná produkcia je naďalej stabilná i vďaka solídnejmu svetovému dopytu, aj keď určité obmedzenia na strane ponuky by mohli priemyselnú aktivitu v najbližšom období pribrzdiť. Ukazovatele spotrebiteľskej

dôvery rastú a poukazujú na výrazný nárast súkromnej spotreby v nasledujúcom období. Podnikové investície sú i napriek zhoršenému stavu podnikových súvah a stále neistým hospodárskym vyhlídkam odolné. Čo sa týka ďalšieho vývoja, vďaka napredovaniu očkovacích kampaní, ktoré umožní ďalšie uvoľňovanie opatrení proti šíreniu nákazy, sa v druhej polovici roka 2021 očakáva výrazné zrýchlenie rastu. V strednodobom horizonte má oživenie hospodárstva v eurozóne podporiť vyšší svetový a domáci dopyt, ako aj pokračujúca podpora zo strany menovej i rozpočtovej politiky.

Toto hodnotenie sa v zásade odráža aj v základnom scenári makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2021. Podľa projekcií by malo ročné tempo rastu reálneho HDP dosiahnuť 4,6 % v roku 2021, 4,7 % v roku 2022 a 2,1 % v roku 2023. V porovnaní s projekciami odborníkov ECB z marca 2021 bola projekcia hospodárskej aktivity na roky 2021 a 2022 zvýšená, a na rok 2023 zostáva nezmenená.

Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne sú celkovo vyvážené. Na jednej strane, vzhľadom na svetlejšie vyhlídky svetového dopytu a v porovnaní s očakávaniami rýchlejšie znižovanie úspor domácností po odstránení sociálnych obmedzení a obmedzení cestovného ruchu by oživenie mohlo byť ešte výraznejšie. Na druhej strane, pokračovanie pandémie vrátane šírenia mutácií vírusu a súvisiace následky na hospodársky vývoj a podmienky financovania naďalej predstavujú zdroj rizík pomalšieho rastu.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa ročná miera inflácie v eurozóne zvýšila z marcových 1,3 % na 1,6 % v apríli a 2,0 % v máji 2021. Jej nárast spôsobilo najmä výrazné zvýšenie inflácie cien energií v dôsledku značných bazických efektov ako aj mesačných nárastov, a v menšej miere i v dôsledku mierneho nárastu inflácie cien neenergetických priemyselných tovarov. Celková inflácia sa bude do jesene pravdepodobne ďalej zvyšovať, najmä z dôvodu ukončenia dočasného zníženia DPH v Nemecku. Začiatkom budúceho roka má inflácia po uplynutí prechodných faktorov a zmiernení svetových cien energií opäť klesnúť. Základné cenové tlaky sa majú tento rok vzhľadom na prechodné ponukové obmedzenia a oživovanie domáceho dopytu mierne zvýšiť. Napriek tomu však cenové tlaky podľa všetkého zostanú celkovo obmedzené, čiastočne v dôsledku nízkych mzdových tlakov v prostredí stále výraznej miery nevyužitých kapacít a zhodnocovania výmenného kurzu eura. Po odznení následkov pandémie má klesanie vysokej miery nevyužitých kapacít, podporované akomodačnou menovou a rozpočtovou politikou, prispieť k postupnému nárastu základnej inflácie v strednodobom horizonte. Ukazovatele odvodené z výsledkov prieskumov i trhové ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní zostávajú na nízkej úrovni, aj keď trhové ukazovatele naďalej rastú.

Toto hodnotenie sa celkovo odráža aj v základnom scenári makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2021, podľa ktorých by mala ročná miera inflácie dosiahnuť 1,9 % v roku 2021, 1,5 % v roku 2022 a 1,4 % v roku 2023. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2021 bol inflačný výhľad na roky 2021 a 2022 najmä v dôsledku dočasných faktorov a vyššej inflácie cien energií zvýšený. Na rok 2023 zostáva nezmenený, pretože nárast základnej inflácie je v prevažnej miere

vyvážený očakávaným poklesom inflácie cien energií. Inflácia HICP bez energií a potravín má podľa projekcií vzrásť z 1,1 % v roku 2021 na 1,3 % v roku 2022 a 1,4 % v roku 2023, čo v porovnaní s projekciami z marca 2021 znamená zvýšenie projektovaných hodnôt na celé sledované obdobie.

Tvorba peňazí v eurozóne sa v apríli 2021 zmiernila a po masívnej menovej expanzii spojenej s krízou koronavírusu vykázala určité počiatočné známky normalizácie. Miera rastu menového agregátu M3 v apríli 2021 klesla na 9,2 % (z 10,0 % v marci a 12,3 % vo februári). Spomalenie zaznamenané v marci a apríli bolo čiastočne zapríčinené silne negatívnymi bazickými efektmi, keď zo štatistiky ročného rastu vypadli vysoko kladné toky z počiatočnej fázy pandemickej krízy. Odráža tiež zmiernenie krátkodobejšej dynamiky rastu peňažnej zásoby, ktoré pramení najmä z pomalšieho rastu vkladov domácností a podnikov v apríli a nižších likviditných potrieb vďaka zlepšovaniu pandemickej situácie. Pokračujúci nákup aktív zo strany Eurosystému je i naďalej najväčším zdrojom tvorby peňazí. K rastu peňažnej zásoby i napriek spomaľovaniu naďalej najväčšou mierou prispieval menový agregát M1. Jeho výrazný podiel zodpovedá naďalej zvýšenému záujmu o likviditu v sektore držby peňazí a nízkym oportunitným nákladom držby najlikvidnejších foriem peňazí.

Ročná miera rastu objemu úverov súkromnému sektoru v apríli klesla na 3,2 % (z 3,6 % v marci a 4,5 % vo februári). K jej poklesu došlo v prostredí protichodnej dynamiky úverovania nefinančných korporácií a domácností. Ročná miera rastu objemu úverov nefinančným korporáciám v apríli klesla na 3,2 % (z 5,3 % v marci a 7,0 % vo februári). Táto kontrakcia je odrazom silne negatívnych bazických efektov a určitého predzásobenia v tvorbe úverov v marci v porovnaní s aprílom. Ročná miera rastu objemu úverov domácnostiam v apríli vzrástla na 3,8 % (z 3,3 % v marci a 3,0 % vo februári), i vďaka solídnym mesačným tokom a kladným bazickým efektom. Celkovo opatrenia menovej politiky Rady guvernérov spolu s opatreniami, ktoré prijali vlády jednotlivých krajín a ďalšie európske inštitúcie, zostávajú nevyhnutné na podporu podmienok poskytovania bankových úverov a prístupu k financovaniu, predovšetkým pre subjekty najviac postihnuté pandémiou.

V dôsledku veľmi prudkého hospodárskeho útlmu počas pandémie koronavírusu a výraznej reakcie rozpočtovej politiky došlo k podstatnému nárastu deficitu rozpočtu verejnej správy v eurozóne – z 0,6 % HDP v roku 2019 na 7,3 % HDP v roku 2020. Vzhľadom na nové vlny pandémie v krajinách eurozóny došlo tento rok k predĺženiu mnohých núdzových opatrení a zavedeniu dodatočných opatrení na podporu oživenia. Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému z júna 2021 tak počítajú len s marginálnym zlepšením rozpočtového salda verejnej správy v eurozóne na –7,1 % HDP v roku 2021. S postupným ustupovaním pandémie a rozširovaním hospodárskeho oživenia sa však očakáva rýchlejšie znižovanie pomeru deficitu – na 3,4 % v roku 2022 a 2,6 % na konci horizontu projekcií v roku 2023. Dlh eurozóny má v roku 2021 podľa projekcií dosiahnuť maximum tesne pod 100 % DPH. V roku 2023 má klesnúť na okolo 95 %, čo je približne 11 percentuálnych bodov vyššie ako pred krízou koronavírusu. Ambiciózna a koordinovaná rozpočtová politika má popritom naďalej zásadný význam, pretože predčasné ukončenie rozpočtovej podpory by predstavovalo riziko

spomalenia oživenia a znásobenia dlhodobějších hospodárskych následkov. Jednotlivé krajiny by tak mali prostredníctvom rozpočtovej politiky pokračovať v poskytovaní zásadnej a včasnej podpory podnikom a domácnostiam najviac vystaveným prebiehajúcej pandémie a súvisiacim opatreniam proti šíreniu nákazy. Rozpočtové opatrenia by zároveň mali zostať dočasné a proticyklické a zároveň dostatočne ciele v záujme účinného potláčania rizík a podpory rýchleho oživenia hospodárstva eurozóny. Popri národných rozpočtových opatreniach má v rámci podpory rýchlejšieho, výraznejšieho a jednotnejšieho oživenia zohrávať kľúčovú úlohu aj balík opatrení Next Generation EU. Mal by zvýšiť hospodársku odolnosť a rastový potenciál ekonomík členských štátov EÚ, najmä ak budú jeho prostriedky vynaložené na produktívne verejné výdavky v spojení so štrukturálnymi opatreniami na zvyšovanie produktivity. Podľa júnových makroekonomických projekcií by mala kombinácia grantov a pôžičiek z programu Next Generation EU od roku 2021 do roku 2023 poskytnúť dodatočný stimul vo výške približne 0,5 % HDP za rok.

Rozhodnutia o menovej politike

Rada guvernérov sa 10. júna 2021 rozhodla opätovne potvrdiť výrazne akomodačné nastavenie menovej politiky v záujme zachovania priaznivých podmienok financovania pre všetky hospodárske sektory, čo je potrebné na trvalé oživenie hospodárskej aktivity a ochranu cenovej stability.

1. Rada guvernérov sa rozhodla ponechať kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Na súčasnej alebo nižšej úrovni majú podľa očakávaní zostať, až kým sa výhľad vývoja inflácie počas horizontu projekcií nebude výrazne približovať k úrovni dostatočnej blízkej, ale nižšej ako 2 %, a kým sa tento vývoj inflácie nebude konzistentne odrážať v dynamike základnej inflácie.
2. Rada guvernérov bude pokračovať v čistom nákupe aktív v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP) s celkovým rámcom 1 850 mld. € aspoň do konca marca 2022, v každom prípade však dovtedy, kým podľa Rady guvernérov nepominie fáza krízy spôsobenej koronavírusom. Na základe spoločného posúdenia podmienok financovania a výhľadu vývoja inflácie Rada guvernérov očakáva, že počas nasledujúceho štvrtého roka sa budú čisté nákupy v rámci programu PEPP aj naďalej uskutočňovať podstatne rýchlejším tempom než počas prvých mesiacov roka. Rada guvernérov bude nákupy realizovať flexibilne v závislosti od trhových podmienok, s cieľom predísť sprísneniu finančných podmienok, ktoré by nebolo v súlade s neutralizovaním tlmiaceho účinku pandémie na projektovaný vývoj inflácie. Flexibilný priebeh nákupov z hľadiska času, jednotlivých tried aktív a jurisdikcií bude navyše aj naďalej podporovať plynulú transmisiu menovej politiky. Ak bude možné priaznivé podmienky financovania zachovať i pri objeme nákupov, ktorý počas horizontu čistých nákupov v rámci programu PEPP nevyčerpá stanovený rámec, jeho rámec nemusí byť využitý v plnom rozsahu. V prípade potreby zachovať priaznivé podmienky financovania, ktoré pomáhajú zmierňovať negatívne následky pandémie na vývoj inflácie, je rovnako možné rámec rekalibrovať. Rada guvernérov bude

okrem toho pokračovať v reinvestovaní istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu PEPP minimálne do konca roka 2023. Redukcia portfólia PEPP v budúcnosti bude v každom prípade prebiehať riadeným spôsobom, aby nenarúšala primerané nastavenie menovej politiky.

3. Čistý nákup v rámci programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP) bude pokračovať tempom 20 mld. € za mesiac. Rada guvernérov naďalej očakáva, že mesačný čistý nákup aktív v rámci programu APP bude prebiehať dovtedy, kým to bude potrebné na posilnenie akomodačného vplyvu menovopolitických sadzieb ECB, a že sa skončí krátko predtým, ako Rada guvernérov začne zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB. Rada guvernérov má tiež v úmysle pokračovať v reinvestovaní plnej výšky istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív ešte po dlhšiu dobu od chvíle, keď začne zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB, v každom prípade však dovtedy, kým to bude potrebné na zachovanie priaznivého stavu likvidity a výraznej miery menovej akomodácie.
4. A napokon, Rada guvernérov bude naďalej poskytovať dostatok likvidity prostredníctvom svojich refinančných operácií. Finančné prostriedky získané prostredníctvom tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operation – TLTRO III) zohrávajú zásadnú úlohu v podpore poskytovania bankových úverov podnikom a domácnostiam.

Rada guvernérov bude okrem toho naďalej sledovať vývoj výmenných kurzov a jeho potenciálne účinky na strednodobý inflačný výhľad. Je pripravená podľa potreby upraviť všetky svoje nástroje, aby zabezpečila trvalý vývoj inflácie smerom k svojmu inflačnému cieľu, a to v súlade so svojím záväzkom týkajúcim sa jeho symetrie.

Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému z júna 2021 naznačujú, že globálna hospodárska aktivita na prelome rokov pokračovala v oživovaní. Hoci si aktivita v poslednom štvrtroku 2020 viedla trochu lepšie, ako sa očakávalo v predošlých projekciách, vývoj globálnej ekonomiky bol na začiatku roka 2021 poznačený opätovným nárastom incidencie ochorenia a prísnejšími opatreniami proti šíreniu nákazy. Aktuálne prieskumy poukazujú na výrazné tempo globálnej aktivity, no signály rozdielného vývoja vo vyspelých a rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách a vo výrobnom sektore a sektore služieb sú čoraz zreteľnejšie. Očakáva sa, že značné fiškálne stimuly schválené Bidenovou administratívou podporia oživenie v Spojených štátoch a do istej miery budú mať aj pozitívny globálny vplyv. Na základe uvedeného sa výhľad rastu globálnej ekonomiky v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami čiastočne zmenil. Globálny reálny HDP (bez eurozóny) by sa mal tento rok zvýšiť o 6,2 %, následne sa v roku 2022 spomali na 4,2 % a v roku 2023 na 3,7 %. Zahraničný dopyt eurozóny sa oproti predchádzajúcim projekciám upravil nahor. Predpokladá sa, že tento rok narastie o 8,6 % a v rokoch 2022 a 2023 sa jeho rast spomali na 5,2 % a 3,4 %. V tomto vývoji sa odráža najmä silnejší dopyt Spojených štátov a Spojeného kráľovstva ako hlavných obchodných partnerov eurozóny. V prostredí vyšších cien komodít a silnejšieho dopytu sa vývozné ceny konkurentov eurozóny na tento rok upravili nahor. Riziká základných globálnych projekcií sa spájajú hlavne s budúcim vývojom pandémie. Ostatné riziká výhľadu globálnej aktivity sa považujú za celkovo vyvážené, zatiaľ čo riziká globálnej inflácie súvisia s jej zvyšovaním.

Globálna hospodárska aktivita a obchod

Napriek intenzívnejšiemu šíreniu pandémie sa globálna hospodárska aktivita na prelome rokov ďalej oživovala. Rast globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) sa v poslednom štvrtroku 2020 medzištvrtročne zrýchlil o 2,6 %, čo bolo viac, ako sa očakávalo v marcových makroekonomických projekciách odborníkov ECB. Vývoj globálnej ekonomiky bol však na začiatku roka 2021 poznačený opätovným nárastom ochorenia, čo prinútilo vlády sprísniť opatrenia proti šíreniu nákazy. Odhaduje sa, že to viedlo k výraznému spomaleniu rastu globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) v prvom štvrtroku 2021, medzištvrtročne len na 0,7 %. Tento vývoj odráža pomalší rast vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. Zároveň však bola aktivita vo vyspelých ekonomikách odolnejšia ako sa očakávalo v predchádzajúcich projekciách, pretože domácnosti aj firmy sa lepšie prispôbili pandemickým obmedzeniam a prijali sa tiež ďalšie politické stimuly. Naopak spomalenie v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách bolo výraznejšie.

Pandémia sa zhoršila v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, zatiaľ čo vo vyspelých ekonomikách sa situácia s napredujúcou vakcinačnou kampaňou výrazne zlepšila. Začiatkom roka sa situácia zhoršila aj v Európe, zatiaľ čo rýchle tempo vakcinácie v Spojenom kráľovstve a Spojených štátoch pomohlo znížiť počet nových prípadov vo vyspelých ekonomikách ako celku. Pandemická situácia

v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách je stále neistá a zohráva kľúčovú úlohu v hospodárskom vývoji jednotlivých krajín.

Údaje z prieskumov naznačujú výrazné tempo globálnej aktivity, pričom v jednotlivých krajinách a sektoroch sa prejavujú zjavné rozdiely. Globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre produkciu stúpol v máji na 58,8, teda výrazne nad svoj dlhodobý priemer a mimo svojho historického medzikvartilového rozsahu. Hoci toto tempo je možné pozorovať vo výrobnom sektore aj sektore služieb, v poslednom čase sa rozdiely medzi jednotlivými krajinami aj sektormi stávajú zreteľnejšími. Po prvé, tempo rastu vo vyspelých ekonomikách je stabilné a ďalej sa zrýchľuje, čo je v protiklade s rozvíjajúcimi sa trhovými ekonomikami, kde sa aktivita oživuje pomalšie (graf 1, horný panel). Po druhé, tempo hospodárskej expanzie v sektore služieb sa prudko zvýšilo po tom, ako sa zrušili pandemické obmedzenia. Túto rýchlu expanziu treba vnímať tiež v kontexte skutočnosti, že k oživeniu dochádza z nízkych úrovní, a to najmä v službách s intenzívnymi osobnými kontaktmi. Naopak produkcia vo výrobnom sektore, ktorá bola odolnejšia aj v čase pandemického vrcholu, rastie síce pomalším, no stále výrazným tempom napriek určitým prekážkam spôsobeným problémami v dodávkach (graf 1, dolný panel).

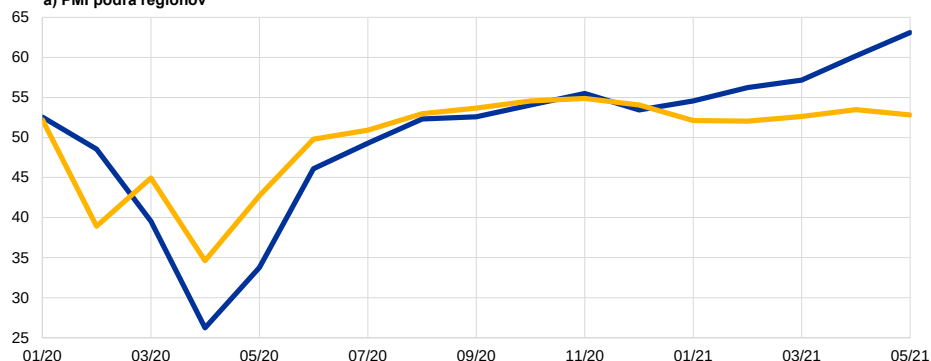
Graf 1

Globálny PMI pre produkciu (bez eurozóny) v členení podľa regiónov a sektorov

(difúzný index)

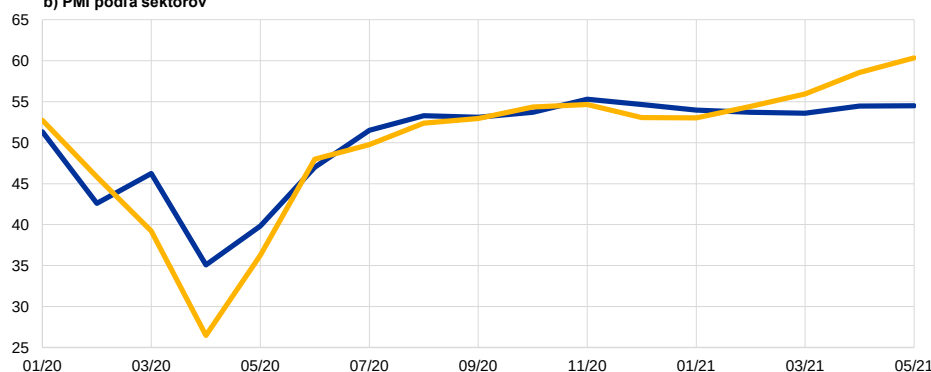
— Vyspelé ekonomiky bez eurozóny
— Rozvíjajúce sa trhové ekonomiky

a) PMI podľa regiónov



— Priemyselná výroba
— Služby

b) PMI podľa sektorov



Zdroj: Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z mája 2021.

Globálne oživenie podporovali výrazne priaznivé finančné podmienky. Vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách zostávajú finančné podmienky priaznivé, keď narastajúce výnosy dlhopisov boli vykompenzované vyššími cenami akcií a znižujúcimi sa spreadmi podnikových dlhopisov.

Krátkodobý výhľad globálnej ekonomiky je naďalej formovaný potenciálnym vývojom pandémie. Vo vyspelých ekonomikách mimo eurozóny predstavuje rýchle napredovanie vakcinácie príslub, že pandémiu možno potlačiť, čo povedie k postupnému opätovnému otváraniu ekonomík a následne k relatívne rýchlemu oživeniu. Je to v protiklade s pandemickou situáciou v niektorých veľkých rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách, v ktorých sa očakáva ďalšie spomaľovanie hospodárskej aktivity napriek relatívne miernym obmedzeniam mobility, ktoré doposiaľ prijali príslušné orgány.

Určitý pozitívny vplyv na globálnu ekonomiku sa očakáva v súvislosti so značnými fiškálnymi stimulmi schválenými Bidenovou administratívou, ktoré podpora oživenie v Spojených štátoch. Americký plán záchrany v hodnote 1,9 bil. USD (8,9 % HDP) zahŕňa obnovenie dávok v nezamestnanosti, ďalšie

jednorazové platby pre domácnosti a zvýšenie lokálnych aj štátnych výdavkov v oblasti verejného zdravotníctva a vzdelávania. Dodatočné stimuly aplikované potom, ako bol plán záchrany prijatý v polovici marca vo forme zákona, by mali v nadchádzajúcich štvrtrokoch podporiť súkromnú spotrebu. Prostredníctvom obchodných stykov by sa mal ich pozitívny efekt rozšíriť aj do ostatných krajín. Bidenova administratíva medzičasom oznámila dva nové strednodobé fiškálne plány, menovite Americký plán pracovných miest a Americký plán pre rodiny. Prvý plán navrhuje čiastočne financovať rôzne infraštruktúrne investície z vyšších daní z príjmov právnických osôb, zatiaľ čo plán pre rodiny sa zameriava na sociálne výdavky a daňové pôžičky a takmer v plnom rozsahu sa financuje z vyšších daní z príjmov fyzických osôb. Vo všeobecnosti sa odhaduje, že dosah týchto dvoch plánov na hospodársku aktivitu bude oveľa menší v porovnaní s plánom záchrany, jednak pre ich desaťročnú realizáciu, jednak preto, že budú financované z vyšších daní.

Výhľad rastu globálnej ekonomiky sa v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami čiastočne zmenil. Globálny reálny HDP (bez eurozóny) by mal tento rok stúpnuť o 6,2 %, následne sa v roku 2022 spomaliť na 4,2 % a v roku 2023 na 3,7 %. V porovnaní s predchádzajúcimi projekciami došlo k jeho úprave na rok 2021 o 0,3 percentuálneho bodu nadol, na rok 2022 o 0,3 percentuálneho bodu nahor a na rok 2023 zostal nezmenený. V tomto vývoji sa odráža súhra viacerých faktorov vrátane zhoršenia pandémie vo vyspelých ekonomikách na začiatku roka či v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách nedávno, ako aj makroekonomický vplyv veľkých fiškálnych stimulov v Spojených štátoch a zlepšujúci sa výhľad v iných vyspelých ekonomikách v dôsledku napredujúcej vakcinácie. Spomedzi rozvíjajúcich sa trhov ekonomík sa krátkodobý výhľad výrazne zhoršil v Indii pre jej nepriaznivú epidemiologickú situáciu. Ukazovatele mobility a ekonomické ukazovatele však naznačujú, že dôsledky súčasnej vlny by nemuseli byť také závažné ako minulý jar.

V Spojených štátoch sa predpokladá expanzia hospodárskej aktivity v dôsledku značnej politickej podpory a postupného otvárania ekonomiky. Po silnom medzištvrtročnom anualizovanom raste na úrovni 6,4 % v prvom štvrtroku 2021 sa očakáva ďalší rast aktivity aj v druhom štvrtroku. Prispejú k nemu veľké spotrebiteľské výdavky podporené priamou štátnou podporou príjmov domácností. Na trhu práce bola zatiaľ zvýšená miera voľných pracovných miest, pričom miera nezamestnanosti zostala relatívne vysoká. To naznačuje, že nesúlad pracovných zručností na trhu práce a nedostatok pracovníkov v službách s vysokou intenzitou osobných kontaktov môže po opätovnom otvorení ekonomiky viesť k problémom. Prieskumy zamestnanosti ukazujú, že rast hodinovej mzdy sa v apríli zrýchlil a počet odpracovaných hodín za týždeň stúpol na historické maximum, a to najmä v odvetviach s veľkým počtom voľných miest ako napríklad v stravovacích službách. Celková ročná miera inflácie spotrebiteľských cien sa v apríli zvýšila na 4,2 %. Kým rast celkovej inflácie vyplýval najmä z výrazného ročného nárastu energetického komponentu, jadrová inflácia rýchlo stúpala, keď po opätovnom otvorení ekonomiky došlo k značnému zvýšeniu cien v sektorech najviac zasiahnutých pandemiou (napríklad ceny leteniek a ubytovania). Výpadky v globálnych dodávateľských

reľazcoch nepriaznivo ovplyvnili výrobu v automobilovom priemysle v Spojených štátoch a je pravdepodobné, že prispeli k aprílovému zvýšeniu cien jazdených áut.

V Spojenom kráľovstve sa očakáva, že ekonomiku podporia fiškálne výdavky a rozšírenie kľúčových opatrení prijatých v reakcii na koronavírus.

Rast reálneho HDP sa v prvom štvrtroku 2021, keď sa zaviedol prísny lockdown, znížil o 1,5 %. Táto relatívne mierna kontrakcia naznačuje, že podniky aj domácnosti sa dobre adaptovali na vládne obmedzenia. Príspevok súkromnej spotreby bol však záporný, rovnako ako výrazný obrat v nahromadených zásobách z konca minulého roka v obavách pred brexitom bez dohody. Ku koncu prvého štvrtroka sa hospodárska aktivita v dôsledku napredovania vo vakcinácii a postupného uvoľňovania obmedzení pohybu začala zrýchľovať. Podnikateľský prieskum a sledovania spotrebiteľskej dôvery a mobility signalizujú výrazné obnovenie aktivity aj v druhom štvrtroku. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien sa v apríli zvýšila na 1,5 % z marcových 0,7 % a jadrová inflácia sa v rovnakom období zvýšila z 1,1 % na 1,3 %. Popri zvyšujúcich sa cenách dopravy podporili rast inflácie najmä ceny energií, keďže nedávny nárast cien ropy sa začal prejavovať aj v cenách energií pre domácnosti. Očakáva sa, že v niekoľkých najbližších mesiacoch sa celková inflácia bude ďalej približovať k 2-percentnej cieľovej hodnote Bank of England, a to najmä v dôsledku bazických efektov z nízkych cenových tlakov na jar 2020 a vplyvom aktuálneho zvyšovania cien energií.

Hospodárska aktivita v Číne by mala naďalej rásť rovnomerným tempom v celom horizonte projekcií.

Údaje z prieskumov v máji poukázali na stabilné tempo rastu. Predchádzali mu oproti očakávaniam horšie výsledky rastu v priemyselnej produkcii a maloobchodnom predaji v predchádzajúcom mesiaci, zatiaľ čo rast vývozu bol v apríli stabilný a vzhľadom na zväčšujúci sa globálny dopyt sa začína celkovo posilňovať. K oživeniu naďalej prispievali aj expanzívne politiky, hoci ich nastavenie začína byť postupne vyváženejšie. Očakáva sa, že hlavnou hybnou silou hospodárskej aktivity bude miesto investícií súkromná spotreba vzhľadom na zlepšujúci sa výhľad zamestnanosti a príjmov. Ročná miera celkovej inflácie spotrebiteľských cien v máji mierne stúpila na 1,3 % z aprílových 0,9 %. Inflácia spotrebiteľských cien zostáva celkovo tlmená. Kým ceny energií sa zreteľne zvýšili, zlepšenie v dodávkach bravčového mäsa (po minuloročnom výskyte afrického moru ošípaných) udržiava infláciu cien potravín na nízkych úrovniach. Ročná miera inflácie cien výrobcov v máji stúpila na 9,0 %.

Výraznejšie hospodárske oživenie v Japonsku sa predpokladá neskôr v priebehu tohto roka, pričom by následne malo pokračovať miernym tempom.

Očakáva sa, že silnejší domáci dopyt po uvoľnení opatrení proti šíreniu nákazy, ako aj pokračujúca fiškálna pomoc a oživujúci sa zahraničný dopyt budú podporovať postupné ale stabilné oživovanie. Reálny HDP v prvom štvrtroku 2021 klesol o 1,3 % ako dôsledok druhého mimoriadneho stavu vyhláseného od januára do polovice marca, čo nepriaznivo vplývalo na súkromnú spotrebu a podnikateľské investície. Mimoriadny stav vyhlásený po tretí raz koncom apríla a pomalá vakcinácia pravdepodobne povedú k posunutiu výraznejšieho oživenia až do druhého polroka. Ročná miera celkovej inflácie CPI bola v apríli na úrovni -0,4 %, pretože vplyv rastúcich cien energií bol prevážený prudkým poklesom poplatkov za služby

mobilných operátorov. Predpokladá sa, že ročná miera inflácie CPI bude v horizonte projekcií postupne rásť, zostane však pod cieľom Bank of Japan.

V členských štátoch EÚ v strednej a východnej Európe došlo na prelome rokov k výraznému spomaleniu oživenia.

Očakáva sa, že v krátkodobom horizonte sa bude ďalej spomaľovať v dôsledku nepriaznivého vplyvu horšej pandemickej situácie na hospodársku aktivitu. Po uvoľnení pandemických opatrení a s napredovaním vakcinácie sa predpokladá postupné zrýchľovanie aktivity, ktoré podporí aj priaznivá fiškálna a menová politika.

Vo veľkých krajinách vývozcov komodít sa s rastúcim globálnym dopytom oživuje aj hospodárska aktivita.

V Rusku sa po relatívne miernej recesii v minulom roku odhaduje pomalý rast aktivity v prvom štvrťroku 2021. Očakáva sa, že v horizonte projekcií hospodársku aktivitu podporí silnejší globálny dopyt po ropu a obnovenie spotreby a investícií. V Brazílii sa v prvom štvrťroku 2021 aktivita ďalej oživovala a priblížila sa svojej predpandemickej úrovni napriek opätovnému nárastu nových prípadov infekcie. Predpokladá sa, že oživenie bude v budúcnosti podporované silnejším zahraničným dopytom a súkromnou spotrebou, kým menová politika sa sprísňuje a fiškálny priestor zostáva obmedzený.

V Turecku sa v prostredí postupného rušenia úverových stimulov spomaľoval domáci dopyt.

Okrem toho, rastúca politická neistota a oslabená dôvera trhu naďalej nepriaznivo vplyvajú na krátkodobý hospodársky výhľad. Vplyv slabšieho absorbovania hospodárskej aktivity v domácom prostredí bol vykompenzovaný lepšou situáciou vo vývoze v prvom štvrťroku 2021. Za predpokladu, že sa súčasný posun v orientácii politiky na makroekonomickú stabilitu zachová, rast reálneho HDP zostane v budúcnosti zrejme tlmený ale oveľa vyváženejší.

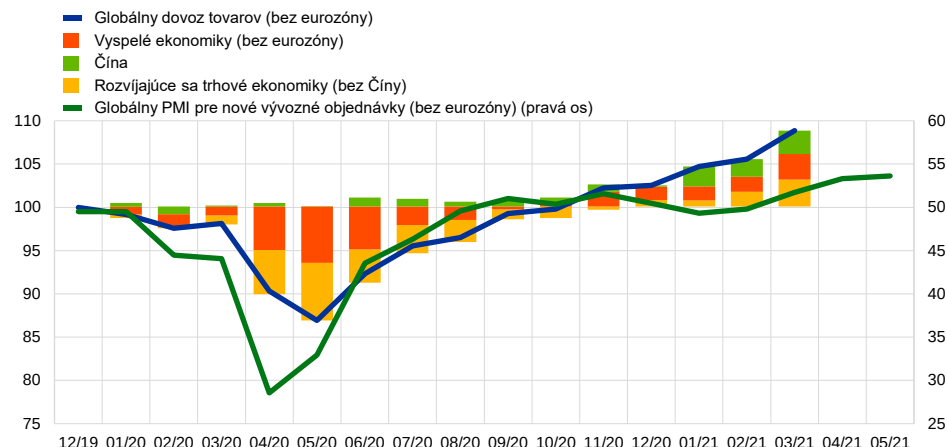
Oživovanie globálneho obchodu napreduje s posilňovaním domáceho dopytu vo vyspelých ekonomikách a v Číne.

Po dynamickom oživení globálneho dovozu tovarov (bez eurozóny) na konci roka 2020 sa tempo rastu v súčasnosti mierne spomaľuje. Oživenie podporila najmä lepšia domáca absorpcia v kľúčových vyspelých ekonomikách a tiež v Číne, napriek zvýšenej volatilite v čase sviatkov nového lunárneho roka (graf 2). Hoci medzinárodný obchod so službami naberá na obrátkach, nárast z najnižších hodnôt zaznamenaných na konci jari 2020 je pomalý, pretože stále platia opatrenia proti šíreniu nákazy a cestovné obmedzenia. V krátkodobom horizonte sa očakáva, že oživenie obchodu bude pokračovať bez prerušenia. Index nákupných manažérov (PMI) pre nové vývozné objednávky vo výrobe sa v máji ďalej zvyšoval a zostal bezpečne nad svojím dlhodobým priemerom, čo naznačuje ďalšie zrýchľovanie globálneho obchodu v blízkej budúcnosti. Oživenie globálneho obchodu však stále spomaľujú výpadky v globálnych dodávateľských reťazcoch. Vysokofrekvenčné ukazovatele prekážok v dodávateľských reťazcoch, ako napríklad PMI pre nedokončené práce, stúpili na najvyššie úrovne od globálnej finančnej krízy, pričom PMI pre dodacie lehoty ukazuje na ich predlžovanie až na najvyššie úrovne zaznamenané v čase vrcholu pandémie. Okrem toho, vysoká úroveň indexov PMI pre pomer nových objednávok k zásobám a pre nedokončené práce signalizuje, že výroba má problém uspokojiť silný a rastúci dopyt, najmä v technologickom a automobilovom priemysle.

Graf 2

Globálny dovoz tovarov (bez eurozóny) a nové vývozné objednávky

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



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

Poznámka: Posledné údaje o indexoch PMI sú z mája 2021 a o globálnom dovoze tovarov z marca 2021.

Zlepšujúci sa výhľad kľúčových obchodných partnerov eurozóny viedol k vyššiemu zahraničnému dopytu eurozóny.

Zahraničný dopyt eurozóny by mal v tomto roku stúpnuť o 8,6 % a v rokoch 2022 a 2023 o 5,2 % a 3,4 %. V porovnaní s marcovými makroekonomickými projekciami odborníkov ECB ide o revíziu nahor vo všetkých troch obdobiach. V tomto vývoji sa odráža nad očakávania veľký dopyt Spojených štátov a Spojeného kráľovstva napriek oproti očakávaniam slabším výsledkom v prvom štvrtroku. Celkovo teda priaznivejšie výsledky na začiatku roka a lepší výhľad niektorých kľúčových obchodných partnerov eurozóny naznačujú, že rozdiel vo vývoji globálneho obchodu v porovnaní s predpandemickou situáciou sa ďalej znižuje. Globálny dovoz (bez eurozóny) bol v horizonte projekcií taktiež upravený nahor, pričom v roku 2021 sa očakáva jeho nárast o 10,8 % a následne v rokoch 2022 a 2023 jeho spomalenie na 4,9 % a 3,7 %.

Riziká v základnom scenári projekcií globálneho rastu sa považujú za celkovo vyvážené, zatiaľ čo riziká spojené s globálnou infláciou poukazujú skôr na jej nárast.

Zhodne s predchádzajúcimi projekciami sa na ilustrovanie neistoty súvisiacej s budúcim vývojom pandémie použili dva alternatívne scenáre vývoja globálneho výhľadu. Tieto scenáre odrážajú vzájomný vzťah medzi vývojom pandémie a súvisiacimi opatreniami proti šíreniu nákazy.¹ Ďalšie riziká spojené s globálnym výhľadom aktivity sa spájajú s uvoľňovaním nadmerných úspor nahromadených počas pandémie vo vyspelých ekonomikách, ktoré by mohlo byť rýchlejšie, ako predpokladajú projekcie. Mohlo by to viesť k výraznejšej súkromnej spotrebe v týchto ekonomikách, a teda väčšej aktivite a inflácii. Výhľad silnejšieho a rýchlejšieho oživenia vo vyspelých ekonomikách môže zmeniť očakávania účastníkov trhu, pokiaľ ide o výhľad globálnej menovej politiky, a spôsobiť tak nárast rizika zmeny cien na globálnych finančných trhoch. Takýto druh preceňovania má obvykle nepriaznivý vplyv na rozvíjajúce sa trhové ekonomiky, najmä tie s horšími fundamentmi, a mohlo

¹ Ďalšie podrobnosti sú časti 5 s názvom [Alternatívne scenáre výhľadu hospodárskeho vývoja eurozóny](#) v Makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2021.

by zintenzívniť riziká spojené s vyššou zadlženosťou vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. Pokiaľ budú výpadky v globálnych dodávateľských reťazcoch dlhšie, ako sa v súčasnosti očakáva, mohlo by to viesť k väčším inflačným tlakom a spomaleniu oživovania globálnej aktivity a obchodu.

Vývoj globálnych cien

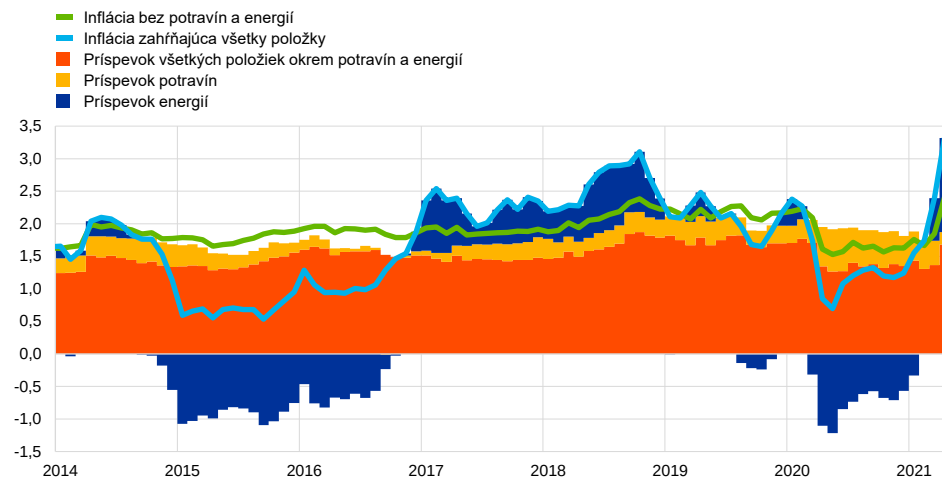
Globálne ceny komodít sa od posledných projekcií ďalej zvyšovali. Oživovanie cien, ktoré začalo už minulé leto, sa v marci prechodne zastavilo vzhľadom na volatilnú náladu na trhu vyvolanú rastúcimi výnosmi štátnych dlhopisov. Viedlo to k istým úpravám cien ropy, zatiaľ čo ceny potravín a kovov zostali celkovo stabilné. Odvtedy sa však ceny začali zvyšovať, keďže akomodačné politiky s napredovaním vakcinácie a očakávaným zrušením opatrení proti šíreniu nákazy prispeli k lepšiemu výhľadu dopytu po komoditách. Podľa Medzinárodnej agentúry pre energetiku (IEA) by globálny dopyt po ropy mohol do konca roka 2021 vykompenzovať takmer všetky svoje straty zaznamenané počas pandémie. Združenie OPEC+ v tejto situácii postupne upravilo svoje produkčné ciele nahor, čo zahŕňa aj postupné rušenie jednostranného zníženia produkcie Saudskej Arábie. Možno konštatovať, že na vývoj globálnych cien ropy vplýva silnejší dopyt spolu s postupným zvyšovaním ponuky a zároveň pozitívny globálny rizikový sentiment.

Globálna inflácia spotrebiteľských cien by mala vzhľadom na vyššie ceny komodít a oživujúci dopyt narastať. Tento predpokladaný nárast však zrejme bude len prechodný z dôvodu značnej miery nevyužitých kapacít v globálnej ekonomike a ukotvených inflačných očakávaní. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien v členských štátoch Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) sa v apríli zvýšila na 3,3 % z marcových 2,4 % (graf 3). Ceny energií sa prudko zvýšili, naopak ceny potravín sa v apríli ďalej znižovali. Jadrová inflácia CPI (bez potravín a energií) v apríli stúpila na 2,4 % oproti 1,8 % v predchádzajúcom mesiaci. Ročná miera celkovej inflácie spotrebiteľských cien sa zvýšila vo všetkých vyspelých ekonomikách, no v Japonsku zostala záporná. Pokiaľ ide o popredné rozvíjajúce sa trhovú ekonomiku nepatriace do OECD, ročná miera celkovej inflácie v Číne sa po dvoch mesiacoch, keď sa približovala nulovej hodnote, posunula stabilnejšie do pozitívneho pásma.

Graf 3

Inflácia spotrebiteľských cien v OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z apríla 2021.

Zvyšujúca sa inflácia pozorovaná v tomto roku a jej následne očakávané postupné spomaľovanie vyplýva z projekcií vývozných cien konkurentov eurozóny. Očakáva sa, že vývozné ceny konkurentov eurozóny (v národných menách) budú v priebehu tohto roka výrazne rásť. V porovnaní s marcovými makroekonomickými projekciami odborníkov ECB boli vývozné ceny konkurentov eurozóny na tento rok upravené nahor z dôvodu vyšších cien komodít a silnejšieho dopytu. Budúce vývozné ceny konkurentov eurozóny zostávajú celkovo porovnateľné s predchádzajúcimi projekciami.

Kým forwardová krivka jednodňovej sadzby EONIA sa pri strednodobých až dlhodobých splatnostiach mierne zvýšila, krátky koniec krivky zostal zhruba rovnaký, čo naznačuje, že v najbližšej budúcnosti sa neočakávajú žiadne bezprostredné zmeny sadzieb menovej politiky. Výnosy štátnych dlhopisov eurozóny sa počas sledovaného obdobia (od 11. marca do 9. júna 2021) mierne zvýšili, najmä vďaka lepšiemu hospodárskemu výhľadu prameniacemu z pokroku očkovacích kampaní v celej eurozóne a z pokračujúcej politickej podpory. Nedávne rozšírenie spreadov štátnych dlhopisov nad sadzbu jednodňových indexových swapov (OIS) v jednotlivých jurisdikciách môže čiastočne súvisieť aj so špekuláciami o blížiacom sa ukončení núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP). Ceny akcií sa tiež zvýšili, k čomu prispelo výrazné zlepšenie očakávaní rastu podnikových ziskov, zatiaľ čo diskontné sadzby zostali relatívne nízke. Spready podnikových dlhopisov eurozóny odrážali ceny akcií, pričom sa ďalej zužovali a zostali na úrovniach naposledy zaznamenaných pred marcom 2020. Na devízových trhoch sa nominálny efektívny výmenný kurz eura mierne oslabil.

EONIA dosahovala počas sledovaného obdobia v priemere –48 bazických bodov a referenčná krátkodobá eurová sadzba €STR –57 bazických bodov.²

Nadbytočná likvidita sa zvýšila asi o 516 mld. € na približne 4 207 mld. €, čo odrážalo najmä nákup aktív v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP) a programu nákupu aktív (APP), ako aj spustenie siedmej dlhodobejšej refinančnej operácie (TLTRO III.7) vo výške 330,5 mld. €. Tieto injekcie likvidity boli čiastočne vyvážené vývojom autonómnych faktorov a ukončovaním operácií TLTRO II.

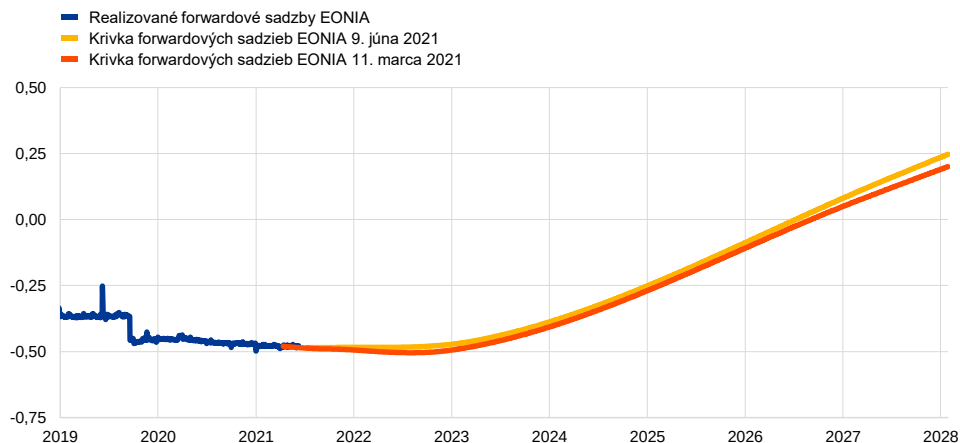
Zatiaľ čo forwardová krivka jednodňovej sadzby EONIA sa pri strednodobých až dlhodobých splatnostiach v sledovanom období mierne zvýšila, krátky koniec krivky zostal v podstate nezmenený a naďalej naznačuje, že sa neočakávajú žiadne bezprostredné zmeny sadzby jednodňových sterilizačných operácií (graf 4). Krátky koniec forwardovej krivky EONIA je v súčasnosti takmer úplne plochý, čo naznačuje, že účastníci finančného trhu neočakávajú bezprostredné zníženie alebo zvýšenie sadzieb. Desaťročná spotová sadzba EONIA sa zvýšila o 6,2 bazického bodu.

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

Graf 4

Forwardové sadzby EONIA

(v % za rok)



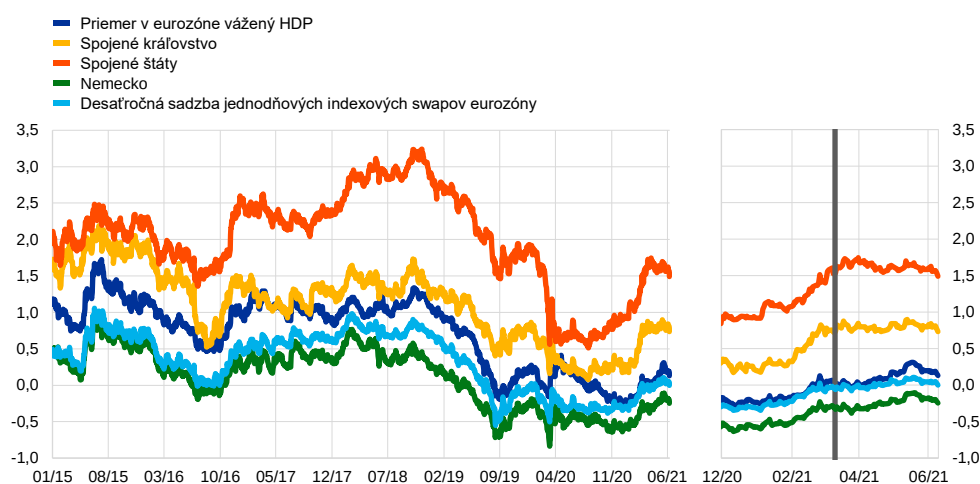
Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Výnosy štátnych dlhopisov eurozóny sa v sledovanom období mierne zvýšili (graf 5). Výnosy štátnych dlhopisov eurozóny sa zvýšili najmä preto, lebo termínové prémie dosahovali menej záporné hodnoty. K tomuto pohybu prispela zlepšujúca sa situácia v oblasti verejného zdravia a zodpovedajúce lepšie hodnotenie hospodárskeho výhľadu účastníkmi trhu. Napríklad výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP sa zvýšili o 14 bázických bodov na 0,13 %. Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov Spojených štátov a Spojeného kráľovstva sa zároveň mierne znížili na 1,49 % a 0,73 %.

Graf 5

Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov

(v % za rok)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 11. marca 2021. Posledné údaje sú z 9. júna 2021.

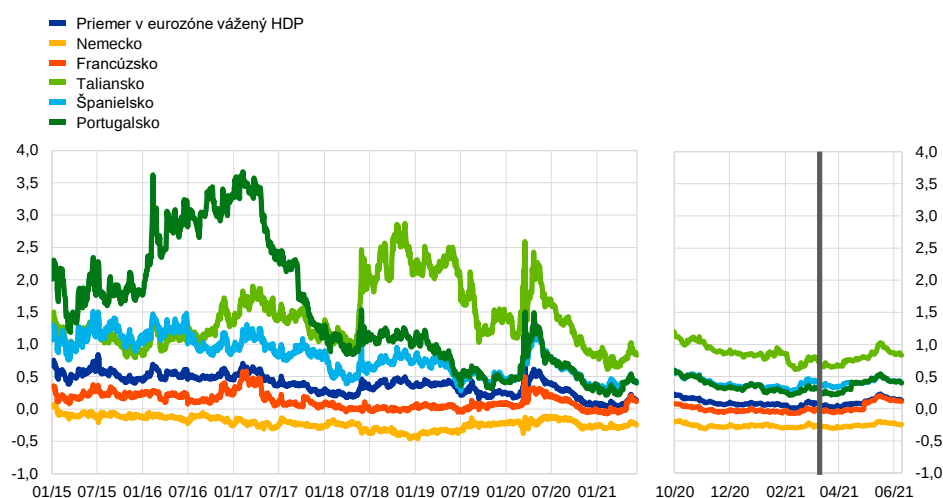
Dlhodobé spready štátnych dlhopisov eurozóny sa v porovnaní so sadzbami OIS mierne zvýšili (graf 6). Zatiaľ čo rozšírenie výnosových spreadov

v sledovanom období možno čiastočne pripísať zvýšeniu prémie za kreditné riziko, novšie zmeny môžu súvisieť aj so špekuláciami o úpravách tempa nákupov v rámci programu PEPP, ako aj so značnou ponukou štátnych dlhopisov. Spready štátnych dlhopisov sa celkovo rozšírili vo všetkých krajinách, pričom spready desaťročných talianskych, portugalských a francúzskych dlhopisov sa zvýšili o 16, 15, resp. 15 bázických bodov na 0,83 %, 0,40 %, resp. 0,11 %. Počas rovnakého obdobia sa spready desaťročných nemeckých a španielskych dlhopisov zvýšili o 3, resp. 4 bázické body na -0,25 %, resp. 0,41 %.

Graf 6

Porovnanie spreadov desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny a sadzby OIS

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

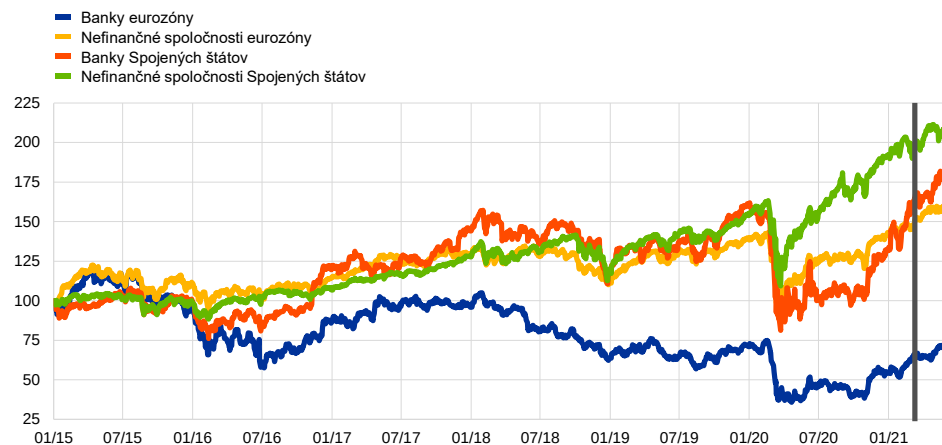
Poznámka: Tento spread sa počíta odrátaním desaťročnej sadzby OIS z výnosu desaťročných štátnych dlhopisov. Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 11. marca 2021. Posledné údaje sú z 9. júna 2021.

Ceny akcií sa zvýšili na oboch stranách Atlantiku a v Spojených štátoch dosiahli rekordné maximá v dôsledku očakávaní vyššieho rastu ziskov a preto, že diskontné sadzby zostali na relatívne nízkej úrovni (graf 7). Ceny akcií v eurozóne rástli vďaka pretrvávajúcim nízkym diskontným sadzbám a najmä vďaka výrazne lepším očakávaniam rastu podnikových ziskov. Akciové trhy však naďalej signalizujú nerovnomerné oživenie v jednotlivých odvetviach a krajinách. Zároveň nie sú prítomné žiadne evidentné znaky nadhodnotenia alebo nadmerného riskovania. Ceny akcií nefinančných spoločností v eurozóne sa celkovo zvýšili o 7,9 % a v Spojených štátoch o 5,4 %, zatiaľ čo ceny akcií bánk sa v eurozóne zvýšili o 11 % a v Spojených štátoch o 8,6 %.

Graf 7

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2015 = 100)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 11. marca 2021. Posledné údaje sú z 9. júna 2021.

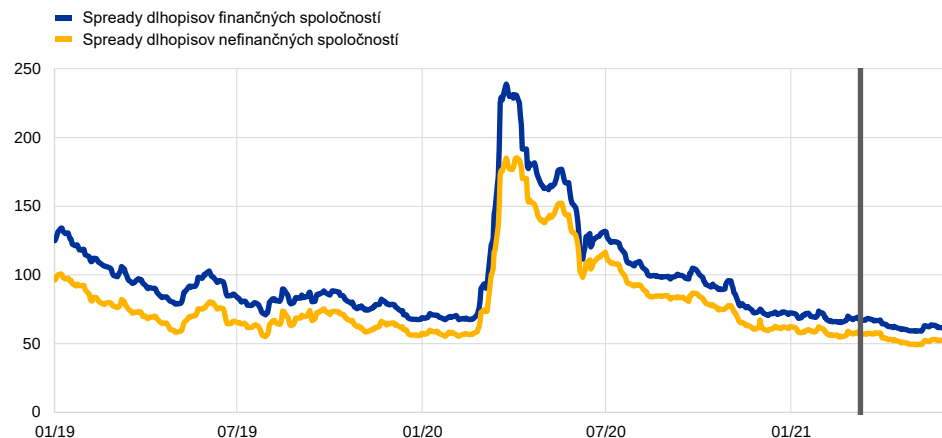
Spready podnikových dlhopisov eurozóny sa ďalej mierne zužovali na úroveň, ktoré sa naposledy zaznamenali pred marcom 2020 (graf 8).

Spready podnikových dlhopisov eurozóny ďalej klesali, odrážajúc zvýšenie cien akcií. Počas sledovaného obdobia sa spread dlhopisov nefinančných spoločností s ratingom investičného stupňa a spread dlhopisov finančného sektora (v porovnaní s bezrizikovou sadzbou) zúžili o 8, resp. 9 bazických bodov, teda na úroveň pred pandémie. Dôvody pokračujúceho zužovania pravdepodobne súvisia s ďalším zlepšovaním makroekonomického výhľadu spolu s bezprecedentnou politickou podporou a s momentálne relatívne miernym hodnotením krátkodobých kreditných rizík ratingovými agentúrami. Napriek tomu stále existujú slabé miesta a zdá sa, že súčasná úroveň spreadov je založená na pokračujúcej politickej podpore.

Graf 8

Spready podnikových dlhopisov eurozóny

(v bázičných bodoch)



Zdroj: Indexy Markit iBoxx a výpočty ECB.

Poznámka: Spready sú rozdiely medzi sadzbami swapov aktív a bezrizikovou sadzbou. Indexy zahŕňajú dlhopisy investičného stupňa s rôznymi splatnosťami (aspoň jeden rok do splatnosti). Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 11. marca 2021. Posledné údaje sú z 9. júna 2021.

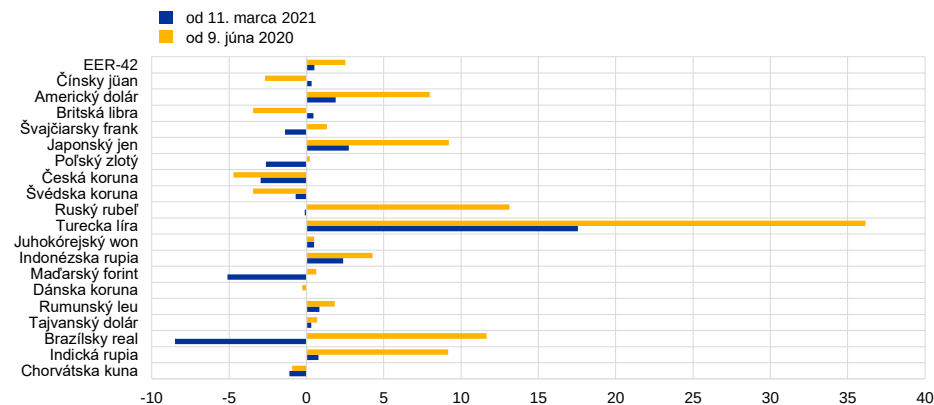
Na devízových trhoch sa euro vážené zahraničným obchodom mierne posilnilo (graf 9) v kontexte lepšieho výhľadu hospodárskeho rastu pre eurozónu.

Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 42 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa v sledovanom období posilnil o 0,5 %. Euro sa posilnilo voči americkému doláru (o 1,9 %), pričom odrážalo lepšie vyhliadky hospodárstva eurozóny po zrýchlení tempa očkovania a tiež oslabenie dolára, ktorý od konca marca klesal spolu s výnosmi štátnych dlhopisov Spojených štátov. Euro sa posilnilo aj voči japonskému jenu (o 2,7 %), britskej libře (o 0,4 %) a čínskemu jüanu (o 0,3 %). Euro sa výrazne posilnilo (o 17,5 %) voči tureckej líre, ktorá zaznamenala všeobecné oslabenie, zatiaľ čo sa výrazne oslabilo (o 8,5 %) voči brazílskemu realu, ktorý sa celkovo posilnil v dôsledku oživenia cien komodít. Euro sa oslabilo aj voči švajčiarskemu franku (o 1,4 %) a menám niekoľkých členských štátov EÚ mimo eurozóny vrátane maďarského forintu, českej koruny a poľského zlotého.

Graf 9

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálne zmeny)



Zdroj: ECB.

Poznámka: EER-42 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 42 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny. Kladná (záporná) zmena znamená posilnenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané použitím výmenných kurzov z 9. júna 2021.

3 Hospodárska aktivita

HDP pokračoval v poklese aj v prvom štvrtroku 2021, keď sa znížil o 0,3 % a v porovnaní s posledným štvrtrokom 2019, teda pred vypuknutím pandémie, bol nižší o 5,1 %. Domáci dopyt zaznamenal v prvom štvrtroku 2021 záporný príspevok k rastu, zatiaľ čo príspevok čistého obchodu bol mierne kladný. Zmena stavu zásob mala na rast výrazný kladný vplyv. Podnikateľské a spotrebiteľské prieskumy a vysokofrekvenčné ukazovatele signalizujú značné zvýšenie aktivity v druhom štvrtroku tohto roka. Priemyselná výroba, podporená stabilným globálnym dopytom, je i naďalej výrazná, hoci obmedzenia na strane ponuky by mohli v najbližšom období spôsobiť určité spomalenie priemyselnej aktivity. Prieskumy medzi podnikmi zároveň naznačujú silné oživenie aktivity v sektore služieb v dôsledku klesajúceho počtu nakazených, čo umožňuje postupnú normalizáciu v oblasti vysoko kontaktných aktivít. Ukazovatele spotrebiteľskej dôvery sa posilňujú, čo naznačuje rýchly rast súkromnej spotreby v najbližšom období. Podnikové investície vykazujú odolnosť, a to aj napriek zhoršenému stavu podnikových súvah a naďalej neistému hospodárskemu výhľadu. Rast by sa mal podľa očakávaní rýchlo zvyšovať aj v druhej polovici roka 2021, keďže pokračovanie očkovacích kampaní by malo umožniť ďalšie uvoľňovanie opatrení proti šíreniu nákazy. V strednodobom horizonte by mal oživenie hospodárstva eurozóny podporovať silnejší globálny aj domáci dopyt, ako aj pokračujúca podpora zo strany menovej a fiškálnej politiky.

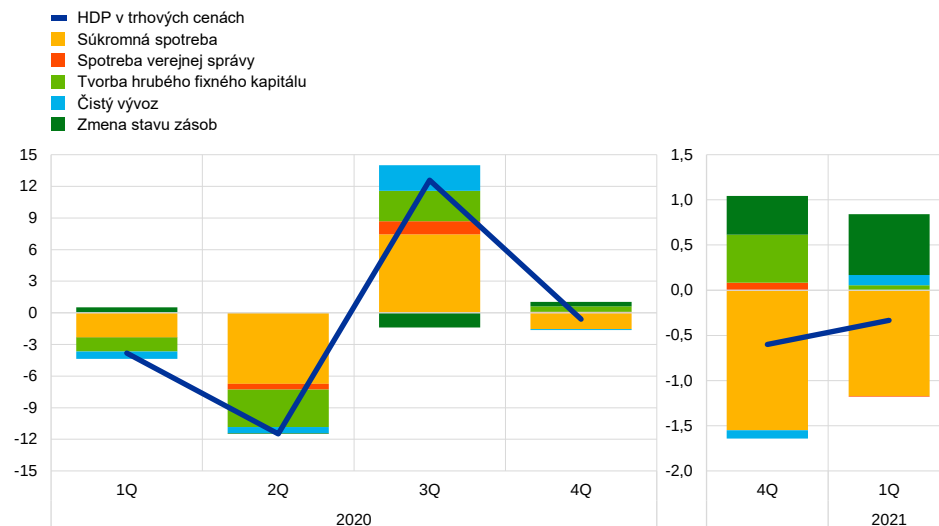
Toto hodnotenie sa v zásade odráža aj v základnom scenári makroekonomických projekcií odborníkov Euro systému pre eurozónu z júna 2021, podľa ktorých má ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 4,6 % v roku 2021, 4,7 % v roku 2022 a 2,1 % v roku 2023. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2021 bola prognóza vývoja hospodárskej aktivity revidovaná smerom nahor na roky 2021 a 2022, zatiaľ čo na rok 2023 zostala nezmenená.

Celkovo sa riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne považujú za viac-menej vyvážené. V dôsledku priaznivejších vyhládok globálneho dopytu a nad očakávania rýchleho znižovania úspor domácností po zrušení sociálnych a cestovných obmedzení možno na jednej strane očakávať ešte výraznejšie oživenie. Na druhej strane však pokračujúca pandémia (vrátane šírenia mutácií vírusu) a jej následky na hospodársky vývoj a podmienky financovania sú naďalej zdrojom rizika pomalšieho rastu.

Po opätovnom spomalení produkcie v prvom štvrtroku 2021 sa v druhom štvrtroku očakáva oživenie hospodárskej aktivity v eurozóne. Reálny HDP v prvom štvrtroku 2021 opäť klesol medzištvrtročne o 0,3 %, po poklese o 0,6 % v poslednom štvrtroku predchádzajúceho roka (graf 10). Pokles bol o niečo nižší ako predpokladali makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2021 (pokles o 0,4 %). Nižšia produkcia v prvom štvrtroku bola spôsobená domácim dopytom, najmä súkromnou spotrebou, zatiaľ čo zmena stavu zásob mala výrazný kladný vplyv a malý kladný príspevok zaznamenal opäť aj čistý obchod. Pokiaľ ide o výrobu, vývoj v jednotlivých sektoroch sa do značnej miery líšil aj v prvom štvrtroku 2021. Zatiaľ čo pridaná hodnota v sektore služieb opäť klesla, produkcia v priemysle (bez stavebníctva) pokračovala v raste.

Graf 10**Rast reálneho HDP eurozóny a jeho zložky**

(medzištvrtročná percentuálna zmena a medzištvrtročné príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat.

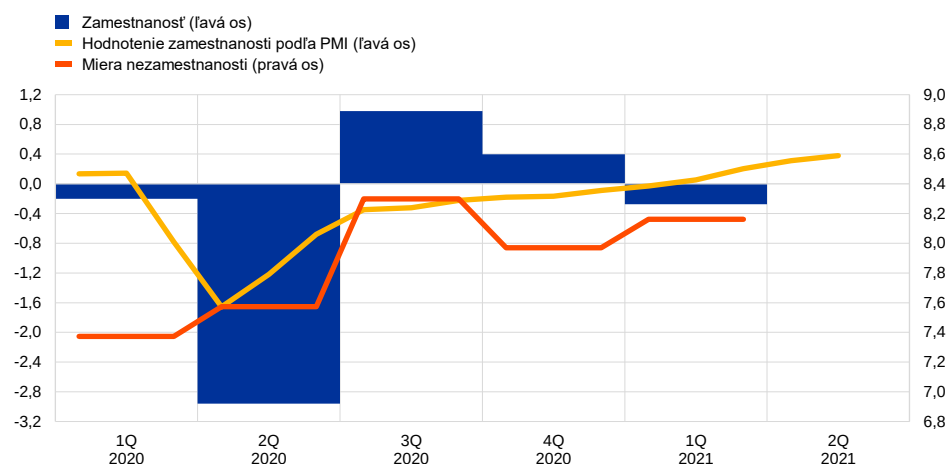
Trh práce eurozóny naďalej ťaží z významnej politickej podpory na zmiernenie vplyvu pandémie.

Podľa zverejnených predbežných rýchlych údajov sa zamestnanosť v prvom štvrtroku 2021 znížila medzištvrtročne o 0,3 %, po náraste o 0,3 % v poslednom štvrtroku 2020 (graf 11). Miera nezamestnanosti sa v tomto štvrtroku zvýšila na 8,2 % z 8,0 % v predchádzajúcom štvrtroku. Zamestnanosť bola v prvom štvrtroku 2021 o 2,2 % nižšia ako v poslednom štvrtroku 2019 pred vypuknutím pandémie. Počet odpracovaných hodín naďalej zohráva dôležitú úlohu pri konsolidácii trhu práce eurozóny a politickej reakcie na výzvy, ktoré so sebou prináša pandémia. Celkový počet odpracovaných hodín sa vo štvrtom štvrtroku 2020 – poslednom, za ktorý sú dostupné údaje – znížil medzištvrtročne o 1,5 %, po náraste o 14,7 % v treťom štvrtroku. Za úroveň z konca roka 2019 tak zaostáva o 6,4 %. Miera nezamestnanosti medzitým v apríli 2021 klesla na 8,0 % z úrovne 8,1 % v predchádzajúcom mesiaci a pod úroveň 8,7 % zaznamenanú v auguste 2020 v čase vrcholiacej krízy spôsobenej pandemiou. Miera nezamestnanosti však naďalej presahuje úroveň 7,3 % zaznamenanú pred začiatkom pandémie vo februári 2020. Počet pracovníkov zapojených v marci 2021 do schém na udržanie pracovných miest sa odhaduje na približne 6 % pracovnej sily, v porovnaní s takmer 20 % v apríli 2020. V dôsledku opätovného zavedenia opatrení proti šíreniu nákazy v niektorých krajinách však tento počet od októbra 2020 opäť rastie. Významný počet pracovníkov stále zapojených do schém na udržanie pracovných miest predstavuje riziko rastu miery nezamestnanosti.

Graf 11

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

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



Zdroj: Eurostat, Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Index zamestnanosti PMI sa uvádza s mesačnou periodicitou; údaje o zamestnanosti a nezamestnanosti sa uvádzajú so štvrtročnou periodicitou. Index PMI je vyjadrený ako odchýlka od 50 vydelená 10. Posledné údaje sú za prvý štvrtrok 2021 v prípade zamestnanosti, z mája 2021 v prípade indexu PMI a z apríla 2021 v prípade miery nezamestnanosti.

Napriek zlepšeniu krátkodobých ukazovateľov trhu práce zostávajú očakávania domácností, pokiaľ ide o nezamestnanosť zvýšené. Zložený ukazovateľ zamestnanosti PMI pre eurozónu sa v máji 2021 ďalej zvyšoval v rastovom pásme. Ukazovateľ naznačuje rast zamestnanosti už od februára tohto roka. Očakávania domácností, pokiaľ ide o podmienky nezamestnanosti v budúcnosti sa nedávno zlepšili. Hoci očakávania nezamestnanosti od marca 2021 klesajú, aj naďalej zostávajú výrazne nad úrovňami pred pandémie.

Po poklese súkromnej spotreby v prvom štvrtroku sa optimizmus spotrebiteľov postupne zvyšuje, hoci ich finančná situácia zostáva krehká. Po slabom prvom štvrtroku, keď súkromná spotreba klesla o 2,3 %, sa očakáva, že spotrebiteľské výdavky sa v priebehu druhého štvrtroka oživia, aj keď to ešte nie je úplne zrejmé z viacerých ukazovateľov zverejnených na začiatku daného štvrtroka. V apríli 2021 sa objem maloobchodného predaja znížil medzimesačne o 3,1 %, napriek tomu však bol o 0,3 % vyšší ako jeho priemerná úroveň v prvom štvrtroku. Počet registrácií nových automobilov v apríli mierne klesol (medzimesačne o 0,4 %) o viac ako 20 % pod úroveň z februára 2020. Priaznivý vývoj zaznamenala spotrebiteľská dôvera, ktorá v máji opäť dosiahla úroveň pred pandémie (-5,1 v porovnaní s -8,1 v apríli a -10,8 v marci). Jej najnovší nárast možno do veľkej miery pripísať zlepšujúcim sa očakávaniam domácností v súvislosti so všeobecnou hospodárskou situáciou, hoci hodnotenie ich súčasnej osobnej finančnej situácie zostáva aj naďalej výrazne pod úrovňami pred krízy. S oživením hospodárstva by mali pracovné príjmy čoraz viac podporovať príjem domácností, čím by sa znížila jeho závislosť od fiškálnej podpory. V apríli začali spotrebiteľia menej šetriť prostredníctvom bankových vkladov, čo zodpovedá postupnému oživeniu súkromnej spotreby (viac v časti 5). Zo spotrebiteľského prieskumu Európskej komisie vyplýva,

že spotrebiteľské výdavky budú počas nasledujúcich 12 mesiacov naďalej rásť, pričom nebudú vykazovať žiadne známky nadhodnotenia.

Podnikové (nestavebné) investície v prvom štvrtroku 2021 mierne klesli, v druhom štvrtroku a po zvyšok roka sa však očakáva ich výrazné oživenie.

Obmedzenia v dodávateľských reťazcoch a sprísnenie opatrení proti šíreniu nákazy v niektorých krajinách eurozóny prispeli v prvom štvrtroku tohto roka k medzištvrtročnému poklesu objemu nestavebných investícií o 0,4 %, po zvýšenom štvrtročnom raste zaznamenanom v poslednom štvrtroku 2020. Pokles v prvom štvrtroku odráža výrazné zníženie investícií do motorových vozidiel a prudký obrat v prípade vysokých investícií do produktov duševného vlastníctva zaznamenaných v poslednom štvrtroku 2020, ktoré viac ako kompenzovali rýchly rast investícií do ostatných strojov. V druhom štvrtroku 2021 krátkodobé ukazovatele naznačujú výrazné posilnenie vo všetkých krajinách. Údaje z májového prieskumu naznačujú výrazný nárast dôvery v sektore investičného tovaru, čo odráža rastúci dopyt a vysoký objem vývozných objednávok v nadväznosti na rekordne vysoké očakávania výrobcov v apríli. Pokiaľ ide o ponuku, využívanie kapacít v sektore investičného tovaru bolo na začiatku druhého štvrtroka na úrovni výrazne prevyšujúcej úroveň pred pandemiou a prudko vzrástli oznámené obmedzenia výroby z dôvodu nedostatku vybavenia. Pokiaľ ide o celý rok, údaje z prieskumov podporujú očakávania rýchlejšieho rastu podnikových investícií. Najnovší prieskum o prístupe podnikov k financovaniu (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE³), ktorý sa uskutočnil v marci a apríli 2021, poukazuje na stabilizáciu rozhodnutí firiem o fixných investíciách, a to aj napriek stále zvýšenej neistote a horšiemu stavu podnikových súvah.⁴ Polročný prieskum investícií Európskej komisie z apríla 2021 predpokladá rast priemyselných investícií v roku 2021 o 7 % (približne dvojnásobné tempo v porovnaní s očakávaniami na základe prieskumu z novembra 2020), pričom investície budú skôr smerovať do rozšírenia a obnovy, než do racionalizácie výroby.

Investície do nehnuteľností na bývanie v prvom štvrtroku 2021 ďalej rástli, pričom sa očakáva, že ich celkový pozitívny trend bude pokračovať.

Investície do nehnuteľností na bývanie sa v prvom štvrtroku zvýšili medzištvrtročne o 0,5 % a za úrovňou pred krízou v poslednom štvrtroku 2019 zaostali o 1,2 %. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, očakáva sa, že pozitívny trend investícií do nehnuteľností na bývanie v eurozóne bude pokračovať, hoci v krátkodobom horizonte budú tempo ich rastu pravdepodobne tlmiť obmedzenia na strane ponuky. Čo sa týka dopytu, údaje z prieskumu Európskej komisie ukazujú, že krátkodobé zámery spotrebiteľov kúpiť alebo postaviť dom dosiahli najvyššiu úroveň od začiatku roku 2003, zatiaľ čo ich zámery renovovať svoje obydlie dosiahli vôbec najvyššiu zaznamenanú úroveň. Na strane ponuky sa v apríli a máji ďalej zvyšovala dôvera v sektore stavebníctva. Výrazný nárast hodnotení celkovej úrovne objednávok spoločnosťami naznačuje silný dopyt po nehnuteľnostiach na bývanie. Zároveň sa však zintenzívnili obavy týkajúce sa ponuky. Podľa údajov z prieskumu Európskej komisie stavebné spoločnosti čelili v prvých dvoch mesiacoch druhého štvrtroka historicky najväčším

³ Viac v [Survey on the Access to Finance of Enterprises](#), ECB, 1 June 2021.

⁴ Viac informácií sa nachádza aj v časti s názvom [Corporate solvency challenges could weigh on sovereigns, households and creditors](#), *Financial Stability Review*, ECB, May 2021.

obmedzeniam výroby v dôsledku nedostatku materiálov a nedostatku pracovných síl. Obmedzenia na strane ponuky sa premietli aj do výsledkov prieskumu indexu PMI pre sektor stavebníctva, ktoré naznačujú, že priemerné dodacie lehoty dodávateľov v apríli a máji výrazne stúpili v porovnaní s prvým štvrťrokom 2021. Obchodné očakávania podnikov na nadchádzajúci rok mierne klesli, ale zostali v rastovom pásme.

Tempo rastu obchodu v eurozóne sa v prvom štvrťroku 2021 znížilo, čo viedlo k mierne kladnému príspevku čistého obchodu k HDP. Po udržateľnom raste v druhej polovici roka 2020 sa oživenie vývozu eurozóny v prvom štvrťroku 2021 spomalilo (+1,0 % v medzištvrťročnom vyjadrení). Nepriaznivo naňho vplývali výpadky spôsobené brexitom v spojitosti s obmedzeniami v doprave a na strane vstupov. Údaje o nominálnom obchode s tovarmi ukazujú len čiastočné zotavenie obchodu so Spojeným kráľovstvom z prepadu v dôsledku brexitu v januári 2021; nominálny dovoz bol zasiahnutý mimoriadne výrazne a v marci 2021 dosahoval 75 % úrovne z decembra 2020. Pokiaľ ide o ďalšie destinácie, kladné príspevky k rastu objemu vývozu tovarov mimo eurozóny pochádzali z Číny. Zo sektorového hľadiska je spomalenie viditeľné vo všetkých kategóriách okrem investičného tovaru. Dlhé dodacie lehoty a rastúce sadzby za prepravu spolu s nedostatkom medziproduktov (akými sú chemikálie, drevo, plasty, kovy a polovodiče) nepriaznivo ovplyvnili rast objemu výrobkov vyvezených z eurozóny (viac v boxe 6). Výhľadové ukazovatele založené na objednávkach však signalizujú výraznú dynamiku vývozu tovarov v budúcnosti. Obchod so službami vykazuje určité známky zlepšenia, a to v súvislosti s nadchádzajúcou letnou sezónou a očakávaniami týkajúcimi sa uľahčenia mobility, ktoré by podporilo vývoz služieb v oblasti cestovného ruchu. Dovozy sa v prvom štvrťroku 2021 zvýšili viac-menej rovnakým tempom ako vývoz (+0,9 % v medzištvrťročnom vyjadrení) a očakáva sa, že ho podporí oživenie domáceho dopytu v najbližších štvrťrokoch.

Dostupné údaje poukazujú na výrazné zvýšenie aktivity v eurozóne v druhom štvrťroku 2021. Údaje z prieskumov sa zlepšili, čo zodpovedá obnovenému silnému rastu v druhom štvrťroku 2021. Nedávne posilnenie bolo zaznamenané vo všetkých sektoroch a vo všetkých krajinách. Kompozitný index PMI pre výrobu, ktorý sa v prvom štvrťroku 2021 zvýšil na 49,9 zo 48,1 v poslednom štvrťroku 2020, zaznamenal v poslednom období mierny nárast, pričom v mesiacoch apríl a máj dosahoval priemernú hodnotu 55,4. Uvedené zlepšenie odráža vývoj vo výrobe aj v službách – prieskumy zamerané na oba tieto sektory v súčasnosti prinášajú výsledky zodpovedajúce rastu. Zdá sa, že pokrok v očkovacích kampaniach spôsobil ďalší rast dôvery, a to najmä v oblasti služieb. Dôvera vzrástla vo všetkých pododvetviach služieb, hoci v prípade vysoko kontaktných aktivít zostáva hlboko pod úrovňou pred začiatkom pandémie. Nárast dôvery je dobrým signálom pre očakávané oživenie v oblasti služieb, aj keď veľmi veľký rozdiel v porovnaní s úrovňami aktivity vo vysoko kontaktných pododvetviach pred pandemiou naznačuje, že v týchto pododvetviach naďalej pretrváva značná miera nevyužitých kapacít.

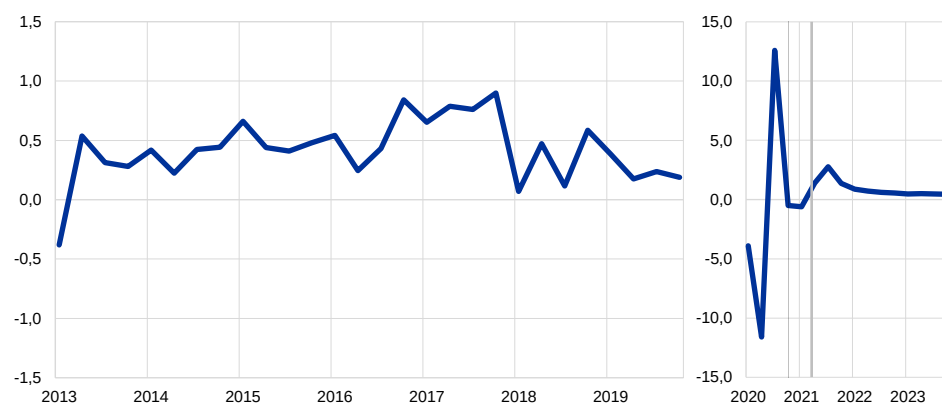
Aj keď prebiehajúca pandémia ochorenia COVID-19 v posledných mesiacoch oslabila rast, oživenie je takmer isté, pričom od druhého polroka 2021 sa očakáva rýchly rast. Napriek predĺženiu prísnych opatrení proti šíreniu nákazy

takmer do konca prvého polroka 2021, straty produkcie sa vďaka využitiu skúseností z minulého vývoja, odolnej priemyselnej výroby a zahraničnému dopytu, ako aj vďaka podpore zo strany menovej a fiškálnej politiky podarilo obmedziť do väčšej miery ako počas prvej vlny pandémie, a to i napriek obmedzeniam na strane ponuky, ktoré v niektorých odvetviach brzdia výrobu. Zrýchlený priebeh očkovania a súbežný pokles počtu nakazených by mali v krátkodobom horizonte umožniť rýchlejšie ako sa pôvodne očakávalo uvoľňovanie prísnejších opatrení proti šíreniu nákazy zavedených v prvej polovici roka 2021. Takýto vývoj je v súlade s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2021, podľa ktorých má rast ročného reálneho HDP dosiahnuť 4,6 % v roku 2021, 4,7 % v roku 2022 a 2,1 % v roku 2023 (graf 12). Očakáva sa, že hospodárska aktivita eurozóny sa v druhom štvrťroku 2021 vráti k rastu a v dôsledku prudkého oživenia súkromnej spotreby a zmiernenia súčasných narušení dodávateľského reťazca sa v druhej polovici roka výrazne zvýši, čo umožní, aby reálny HDP na začiatku prvého štvrťroka 2022 prekročil svoju predkrízovú úroveň.⁵

Graf 12

Reálny HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(medzištvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok s názvom [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, jún 2021](#), ktorý bol uverejnený na internetovej stránke ECB dňa 10. júna 2021.

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

⁵ Box 4 v článku s názvom [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, jún 2021](#) uverejnenom na internetovej stránke ECB dňa 10. júna 2021.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie v eurozóne v máji 2021 stúpila na 2,0 %, z 1,3 % v marci a 1,6 % v apríli. Jej nárast spôsobilo najmä výrazné zvýšenie inflácie cien energií (v dôsledku značných kladných bazických efektov ako aj mesačných nárastov), no v menšej miere aj mierny nárast inflácie cien neenergetických priemyselných tovarov. Celková inflácia sa bude do jesene pravdepodobne ďalej zvyšovať, najmä z dôvodu ukončenia dočasného zníženia DPH v Nemecku. Začiatkom budúceho roka má inflácia po uplynutí vplyvu prechodných faktorov a zmiernení svetových cien energií opäť klesnúť. Základné cenové tlaky sa majú tento rok vzhľadom na prechodné ponukové obmedzenia a oživovanie domáceho dopytu mierne zvýšiť. Napriek tomu však majú cenové tlaky zostať celkovo obmedzené, čiastočne v dôsledku nízkych mzdových tlakov v prostredí výraznej miery nevyužitých kapacít a účinkov nedávneho zhodnocovania výmenného kurzu eura. Po odznení následkov pandémie má klesanie vysokej miery nevyužitých kapacít, podporované akomodačnou menovou a rozpočtovou politikou, prispieť k postupnému nárastu základnej inflácie v strednodobom horizonte. Ukazovatele odvodené z výsledkov prieskumov a trhové ukazovatele dlhodobejších inflačných očakávaní zostávajú na nízkej úrovni, aj keď trhové ukazovatele naďalej rastú.

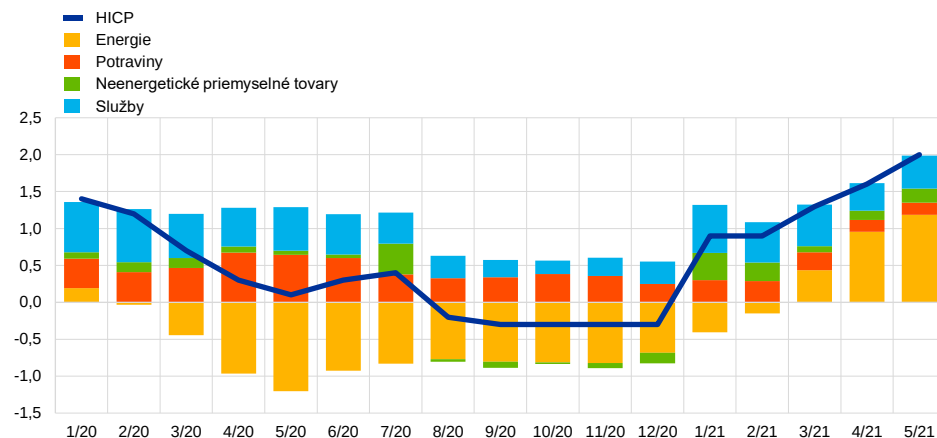
Toto hodnotenie sa celkovo odráža aj v základnom scenári makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2021, podľa ktorých by mala ročná miera inflácie HICP dosiahnuť 1,9 % v roku 2021, 1,5 % v roku 2022 a 1,4 % v roku 2023. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2021 bol inflačný výhľad na roky 2021 a 2022 najmä v dôsledku dočasných faktorov a nárastu inflácie cien energií zvýšený. Na rok 2023 zostáva nezmenený, pretože očakávaný nárast základnej inflácie je v prevažnej miere vyvážený očakávaným poklesom inflácie cien energií. Inflácia HICP bez energií a potravín má podľa projekcií dosiahnuť 1,1 % v roku 2021, 1,3 % v roku 2022 a 1,4 % v roku 2023, pričom v porovnaní s projekciami z marca 2021 dochádza k zvýšeniu projektovaných hodnôt vo všetkých projekčných horizontoch.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná inflácia HICP v eurozóne v máji pokračovala v raste. V máji sa zvýšila na 2,0 % (z 1,6 % v apríli a 1,3 % v marci), najmä v dôsledku ďalšieho rastu inflácie cien energií (graf 13). Na celkovom raste celkovej inflácie pozorovanom od decembra 2020 do mája 2021 sa približne polovičnou mierou podieľali kladné bazické efekty spojené s výrazným poklesom cien ropy a energií zaznamenaným na jar 2020.⁶

⁶ Bližšie informácie o vplyve bazických efektov na infláciu cien energií sú v boxe [Recent dynamics in energy inflation: the role of base effects and taxes](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2021.

Graf 13**Celková inflácia a jej zložky**

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z mája 2021 (rýchly odhad).

Vývoj celkovej inflácie v posledných mesiacoch odráža aj vplyv ďalších dočasných faktorov.

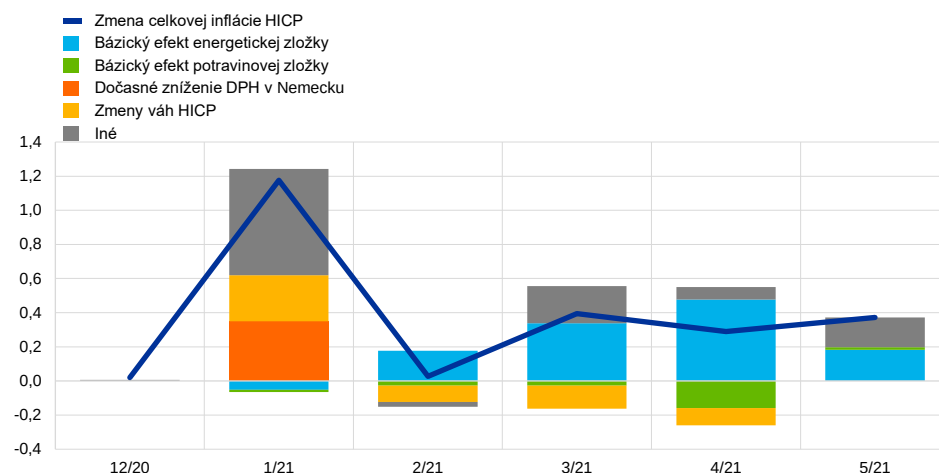
Zmeny váh HICP za začiatku tohto roka napríklad viedli k výraznému nárastu inflácie v januári, avšak tento efekt sa v nasledujúcich mesiacoch viac-menej vytratil (posledným mesiacom, za ktorý je možný tento výpočet, je apríl).⁷ Podobne aj dočasný nárast cien nespracovaných potravín v apríli 2020 mal za následok záporný bazický efekt v apríli 2021, ktorým sa do určitej miery vyrovnal kladný tlak vyplývajúci z bazických efektov spojených s energiami (graf 14). V nedávnych mesiacoch bola miera inflácie ovplyvňovaná aj kalendárnymi účinkami. Inflácia cien služieb napríklad v máji stúpila na 1,1 % (z 0,9 % v predchádzajúcom mesiaci), čiastočne v dôsledku načasovania veľkonočných a ďalších sviatkov v tomto období. Na rast inflácie cien neenergetických priemyselných tovarov mali zároveň v januári a vo februári výrazný vplyv zmeny načasovania a rozsahu období výpredajov v obchodoch. Tento účinok sa však medzičasom vytratil, pričom údaj 0,7 % zaznamenaný v máji – mierne nad dlhodobým priemerom 0,6 % – pravdepodobne skôr odráža rozsah nárastu vstupných nákladov v ponukovom reťazci v nedávnych mesiacoch.

⁷ Pandémia koronavírusu (COVID-19) viedla v roku 2020 k zásadným zmenám vo výdavkoch domácností. Tieto zmeny sa odrážajú vo váhach HICP na rok 2021 a teda aj vo výsledných ročných mierach inflácie. Bližšie informácie o komplexnej povahe tohto efektu sú v boxe [Váhy HICP na rok 2021 a ich vplyv na meranie inflácie](#), *Ekonomický bulletin*, č. 2, ECB, 2021.

Graf 14

Príspevky základných efektov a ďalších dočasných faktorov k mesačným zmenám ročnej inflácie HICP

(zmeny a príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat, Deutsche Bundesbank a výpočty ECB.

Poznámka: Príspevok dočasného zníženia sadzby DPH v Nemecku vychádza z odhadov Deutsche Bundesbank uvedených v mesačnej správe z novembra 2020 (November 2020 Monthly Report). Výpočet príspevku vyplývajúceho zo zmien váh HICP za máj 2021 nie je možný (potrebné údaje zatiaľ nie sú k dispozícii), preto je príspevok započítaný v zložke „iné“. Posledné údaje sú z mája 2021 (na základe rýchleho odhadu).

Z cenových imputácií vyplýva aj naďalej nejasný signál o základných

cenových tlakoch. Podľa predbežných údajov Eurostatu sa podiely imputácií od januára do mája znížili len mierne: z 13 % na 10 % v prípade HICP a z 18 % na 13 % v prípade HICP bez energií a potravín. Hlavnou príčinou je podiel imputácií v prípade služieb, ktorý od novembra minulého roka pomerne konštantne dosahuje jednu pätinu v dôsledku vysokých podielov v prípade rekreačných služieb a služieb spojených s cestovným ruchom. Podiel imputácií v prípade neenergetických priemyselných tovarov naopak výrazne klesol: zo 17 % v januári na len 6 % v máji. Vzhľadom na väčšiu váhu služieb však z tohto vývoja aj naďalej vyplýva veľmi nejasný signál o základných cenových tlakoch.

Z ukazovateľov základnej inflácie nevyplýva jednoznačný signál, ktorý by poukazoval na trvalý rast inflačných tlakov (graf 15).

Po výraznom raste v januári sa inflácia HICPX podstatne znížila: v marci klesla na 0,9 %, v apríli na 0,7 % a v máji vzrástla na 0,9 %. Vývoj v prvých mesiacoch roka 2021 možno pripísať najmä vývoju v kategórii odevov, obuvi a služieb spojených s cestovným ruchom (vrátane turistických zájazdov, ubytovacích služieb a leteckej prepravy cestujúcich).⁸ Inflácia HICPXX, ktorá neobsahuje odevy a položky súvisiace s cestovným ruchom, bola stabilnejšia než inflácia HICPX a v apríli dosahovala 1,2 % (najnovší dostupný údaj). Čo sa týka ostatných ukazovateľov základnej inflácie, ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) zostal v apríli na úrovni približne 1,4 %

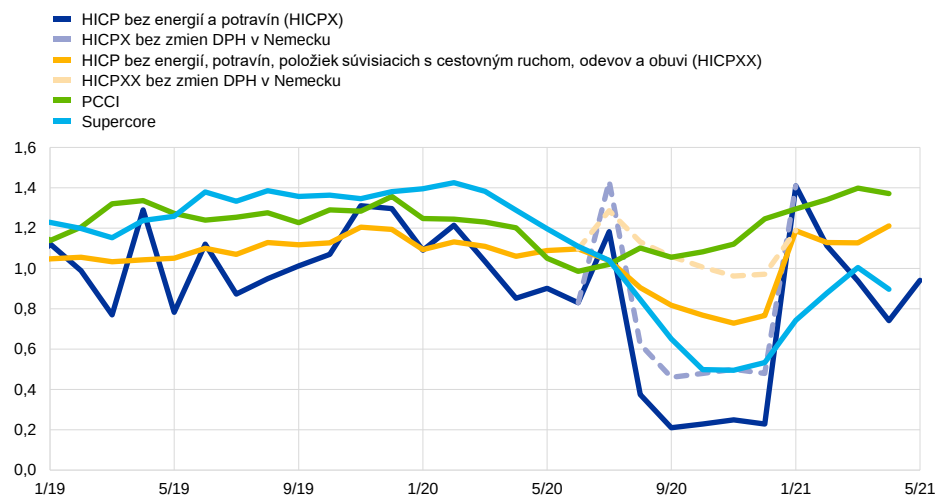
⁸ Podrobnejšie informácie o potenciálnych spoločných črtách položiek spojených s cestovným ruchom zasiahnutých opatreniami na obmedzenie pohybu počas pandémie COVID-19 sú v boxe [Prices for travel during the COVID-19 pandemic: is there commonality across countries and items?](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2021.

(takmer rovnako ako v marci), zatiaľ čo ukazovateľ Supercore sa počas rovnakého obdobia mierne znížil (z 1,0 % na 0,9 %).

Graf 15

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: V prípade ukazovateľa HICPX sú posledné údaje z mája 2021 (rýchly odhad) a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z apríla 2021.

Cenové tlaky v rámci ponukového reťazca v prípade neenergetických priemyselných spotrebiteľských tovarov naďalej výrazne rastú, hoci zatiaľ predovšetkým v skorších fázach cenového reťazca.

Inflácia cien výrobcov polotovarov znova stúpla a v apríli dosiahla 6,9 %, čo je o 2,5 percentuálneho bodu viac ako v marci a o 4,4 percentuálneho bodu viac než vo februári. Výrazne sa zvýšila aj inflácia dovozných cien polotovarov: v apríli dosiahla 7,1 % (4,6 % v marci a 1,5 % vo februári). Tento vývoj pravdepodobne odráža rastové tlaky vyplývajúce z prepravných nákladov, ponukových obmedzení a vysokej úrovne inflácie cien komodít. Tieto tlaky sú menej viditeľné v neskorších fázach cenového reťazca, čo je v súlade s výraznou tvorbou rezerv pozdĺž cenového reťazca pozorovanou v minulosti. Inflácia cien domácich výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov, v marci na úrovni 0,9 % a v apríli 1,0 %, však zaznamenala rast a prekročila svoj dlhodobý priemer 0,6 %. Vplyv cien domácich výrobcov na infláciu cien spotrebiteľských tovarov čiastočne tlmia záporné ročné miery rastu dovozných cien nepotravinových spotrebiteľských tovarov (-0,8 % v apríli, -0,5 % v marci), ktoré zostávajú tlmené v dôsledku vplyvu predchádzajúceho zhodnocovania výmenného kurzu.⁹

Rast dojednaných miezd sa v prvom štvrtroku 2021 výrazne oslabil (graf 16).

Medziročný rast o 1,4 % zaznamenaný v prvom štvrtroku predstavuje výrazné zmiernenie oproti miere zaznamenatej v poslednom štvrtroku 2020 (2,0 %) a za celý rok 2020 (1,8 %). Ako sa predpokladalo, vplyv pandémie COVID-19 na

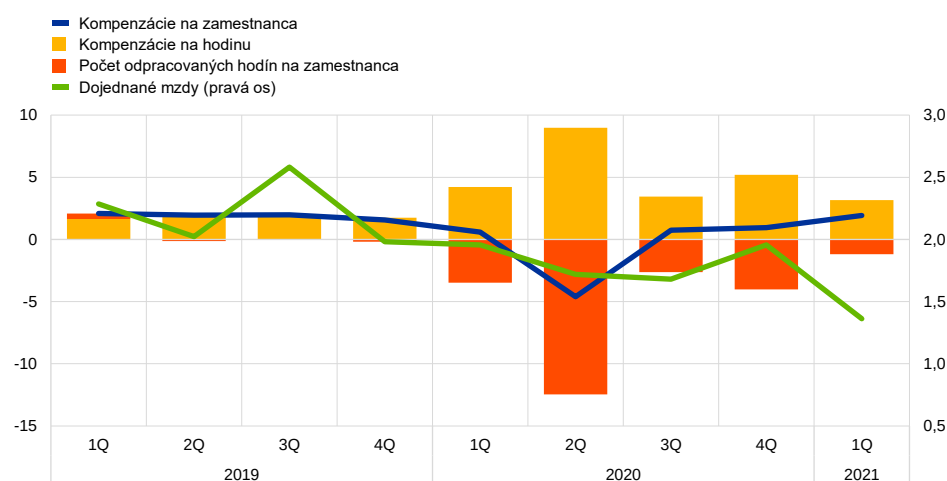
⁹ Štylizovaný prehľad ponukového cenového reťazca v prípade HICP neenergetických priemyselných tovarov je v boxe [What can recent developments in producer prices tell us about pipeline pressures?](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2017.

dojednané mzdy sa neprejavil, až kým nedošlo k vypršaniam zmlúv o mzde uzavretých pred začiatkom pandémie a nové dohody boli buď odložené alebo uzavreté s nižšími sadzbami.¹⁰ Vzhľadom na možné problémy s pokrytím a načasovaním nemusí rast dojednaných miezd zaznamenaný v prvom štvrtroku odrážať rast skutočných miezd. Ukazovatele rastu skutočných miezd, napríklad kompenzácie na zamestnanca alebo na hodinu, sú aj naďalej výrazne ovplyvnené režimami na zachovanie pracovných miest a dočasné prepúšťanie, ktoré majú dosah na mzdy a počet odpracovaných hodín a majú tendenciu znižovať kompenzácie na zamestnanca a zvyšovať kompenzácie na hodinu. V prvom štvrtroku 2021 sa rozdiel medzi mierami rastu týchto dvoch ukazovateľov znížil, no bol aj naďalej výrazný. Zatiaľ čo ročný rast kompenzácií na zamestnanca v prvom štvrtroku tohto roka stúpol na 1,9 % (z 1,0 % v poslednom štvrtroku 2020), ročný rast kompenzácií na hodinu za rovnaké obdobie klesol z 5,2 % na 3,2 %.

Graf 16

Príspevok zložiek kompenzácií na zamestnanca

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za prvý štvrtrok 2021.

Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie pokračovali v raste. Vzhľadom na zlepšenie rizikového sentimentu a očakávania v súvislosti s uvoľňovaním zadržovaných spotrebných výdavkov, ako aj stimulačné opatrenia rozpočtovej politiky prijaté v krajinách na celom svete, pokračujú krátkodobejšie i dlhodobejšie trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie v trende rastu. Dlhodobé inflačné rizikové prémie podľa odhadov za posledné mesiace podstatne vzrástli a do značnej miery tak stoja za celkovým zvýšením dlhodobej inflačnej kompenzácie. K zlepšeniu očakávaní dochádza výraznejšie v krátkodobejších horizontoch, čo vedie k vyrovnávaniu inflačnej forwardovej krivky (graf 17). Hlavná forwardová sadzba inflačných swapov, päťročná sadzba inflačných swapov o päť rokov, dosahovala 9. júna úroveň 1,56 % (nárast oproti 1,52 % 20. apríla). Pokiaľ ide o ukazovatele

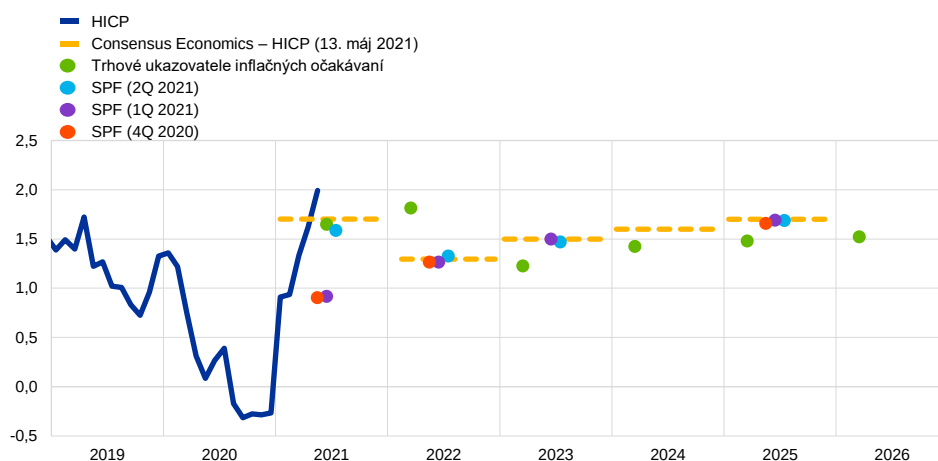
¹⁰ Podrobnejšie informácie o ukazovateli dojednaných miezd vrátane informácií o nedávnom vývoji a úlohe tohto ukazovateľa pri hodnotení a prognózovaní mzdového vývoja za súčasných podmienok sú v boxe [Hodnotenie dynamiky miezd počas pandémie COVID-19: pomôžu údaje o dojednaných mzdách?](#), *Ekonomický bulletin*, č. 8, ECB, 2020.

odvodené z výsledkov prieskumov, z údajov [Prieskumu profesionálnych prognostikov ECB](#) (ECB's Survey of Professional Forecasters – SPF) a Consensus Economics vyplýva, že priemerné dlhodobejšie inflačné očakávania na rok 2025 zostali v apríli nezmenené na úrovni 1,7 %.

Graf 17

Inflačné očakávania: ukazovatele odvodené z výsledkov prieskumov a trhové ukazovatele

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, ECB (SPF) a výpočty ECB.

Poznámka: Prieskum SPF za druhý štvrťrok 2021 prebiehal od 31. marca do 12. apríla 2021. Trhovo odvodená krivka vychádza z jednoročnej spotovej miery inflácie a jednoročnej forwardovej miery o jeden rok, jednoročnej forwardovej miery o dva roky, jednoročnej forwardovej miery o tri roky a jednoročnej forwardovej miery o štyri roky. Posledné údaje v prípade trhových ukazovateľov inflačnej kompenzácie sú z 9. júna 2021.

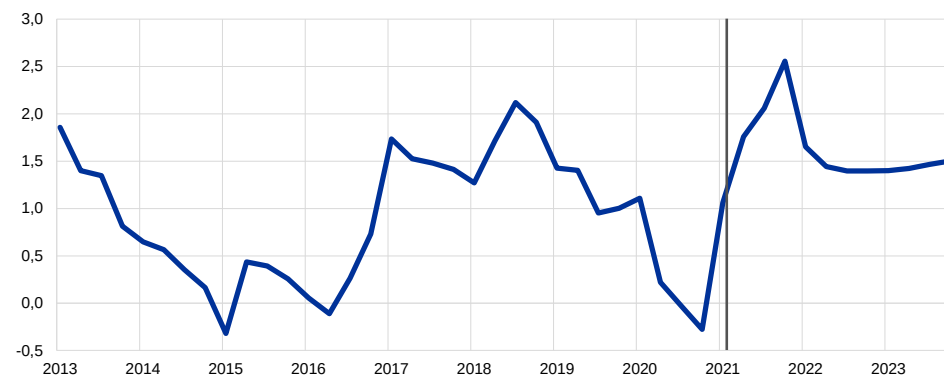
Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému z júna 2021 predpokladajú výrazný nárast inflácie v priebehu roka 2021, jej následný pád začiatkom roka 2022 a neskôr jej celkovo stagnujúci vývoj do konca roka 2023.

Ročná inflácia HICP má v roku 2021 dosiahnuť v priemere 1,9 %, s maximom 2,6 % v poslednom štvrťroku, a následne má klesnúť na priemerných 1,5 % v roku 2022 a 1,4 % v roku 2023. Výrazný rast očakávaný v roku 2021 odráža vplyv viacerých dočasných faktorov vrátane ukončenia dočasne zníženej sadzby DPH v Nemecku, výrazného oživenia inflácie cien energií (v dôsledku kladných bazických efektov) a nárastu vstupných nákladov vzhľadom na ponukové obmedzenia. Po ústupe vplyvu týchto dočasných faktorov má inflácia HICP v rokoch 2022 a 2023 celkovo stagnovať. Očakáva sa, že projektované hospodárske oživenie a zníženie nevyužitých kapacít povedie k postupnému zvýšeniu inflácie HICP bez energií a potravín, ktorá má vzrásť z 1,1 % v roku 2021 na 1,4 % v roku 2023. Podľa projekcií má pritom v sledovanom období mierne vzrásť aj inflácia potravinovej zložky HICP. Tlak na rast celkovej inflácie vyplývajúci z týchto dvoch zložiek však má byť v rokoch 2022 a 2023 celkovo vyvážený projektovaným poklesom inflácie cien energií, ako vyplýva z klesajúceho profilu krivky cien ropných futures.

Graf 18

Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu](#), jún 2021 zverejnený 10. júna 2021 na internetovej stránke ECB.

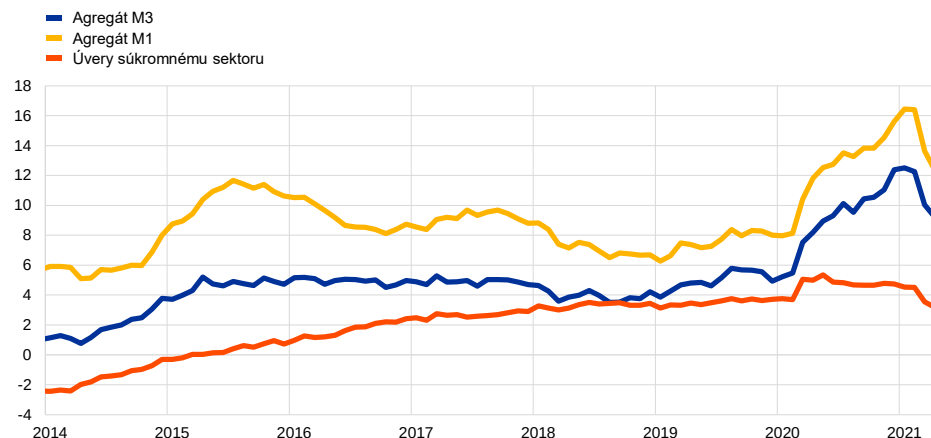
Poznámka: Zvislá čiara označuje začiatok projektovaného obdobia. Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2021 (údaje) a štvrtý štvrťrok 2023 (projekcie). Redakčná uzávierka údajov uvedených v projekciách bola 26. mája 2021 (18. mája 2021 v prípade predpokladov).

Tvorba peňažnej zásoby v eurozóne sa v apríli 2021 spomalila, čo vykazuje určité počiatočné náznaky normalizácie po značnej peňažnej expanzii súvisiacej s krízou vyvolanou koronavírusom (COVID-19). Dominantným zdrojom tvorby peňažnej zásoby zostali tuzemské pohľadávky, pričom najvýznamnejším prispievateľom boli nákupy aktív Eurosystémom. Zatiaľ čo rozsiahle a včasné opatrenia prijaté menovými a fiškálnymi orgánmi, ako aj orgánmi dohľadu naďalej prispievali k toku úverov do hospodárstva eurozóny, rast objemu úverov súkromného sektoru sa spomalil a vrátil sa na úroveň pred pandémie, na čom sa podieľali najmä úvery spoločnostiam. V prvom štvrtroku 2021 došlo k oživeniu celkového objemu financovania spoločností z vonkajších zdrojov. Celkové náklady spoločností na financovanie z vonkajších zdrojov počas prvých štyroch mesiacov roka mierne vzrástli (najmä z dôvodu zvýšenia nákladov na vlastný kapitál) a náklady na dlhové financovanie prostredníctvom trhu a bankových úverov sa tiež mierne zvýšili.

Rast peňažnej zásoby sa v apríli 2021 spomalil. Ročná miera rastu agregátu M3 v apríli poklesla na 9,2 % z 10,0 % v marci (graf 19) z dôvodu relatívne malého mesačného prílevu a spomalenia rastu jednoduchových vkladov. Okrem výrazného negatívneho bazického efektu, keď ich vysoké prílevy, ktoré sa zaznamenali v počiatočnej fáze pandémie, vypadli z ročných údajov o raste, pokles rastu agregátu M3 odrážal aj menšie prílevy vkladov domácností a odlev vkladov spoločností. Pokles akumulácie vkladov domácnosťami nastal súčasne so zlepšením dôvery spotrebiteľov a podporuje očakávania zvýšenia výdavkov spotrebiteľov. Hoci krátkodobější dynamika rastu peňažnej zásoby sa opäť spomalila, tempo tvorby peňažnej zásoby zostalo vysoké, k čomu prispela podpora poskytovaná menovými, fiškálnymi a prudenciálnymi politikami. Na strane zložiek k celkovému rastu agregátu M3 najviac prispel úzky menový agregát M1, ktorý zahŕňa najlikvidnejšie zložky agregátu M3. Ročná miera rastu agregátu M1 v apríli poklesla na 12,3 % z 13,6 % v marci, najmä v dôsledku vývoja vkladov v držbe spoločností a domácností. Ostatné krátkodobé vklady a obchodovateľné nástroje naďalej prispievali k ročnému rastu agregátu M3 len obmedzene, čo odráža nízku úroveň úrokových mier a orientáciu investorov na vyššie výnosy.

Graf 19**Agregáty M3 a M1 a úvery súkromnému sektoru**

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Úvery sú upravené o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Posledné údaje sú z apríla 2021.

Rast jednoduchých vkladov sa ďalej spomalil. Ročná miera rastu jednoduchých vkladov v apríli poklesla na 12,7 % zo 14,2 % v marci, k čomu prispeli najmä držby spoločností a domácností. V prípade spoločností sa v apríli zaznamenali rozdiely v raste držby vkladov medzi jednotlivými krajinami, čo je odrazom rozdielnych potrieb likvidity spoločností, ako aj rozdielnych podporných opatrení poskytovaných národnými vládami. Ročná miera rastu objemu peňazí v obehu zostala v podstate na stabilnej úrovni 9,8 %. Výrazné uprednostňovanie jednoduchých vkladov držiteľmi peňazí počas pandémie celkovo odráža preventívne motívy, ako aj veľmi nízku úroveň úrokových mier, ktoré znižujú oportunitné náklady na držbu týchto nástrojov.

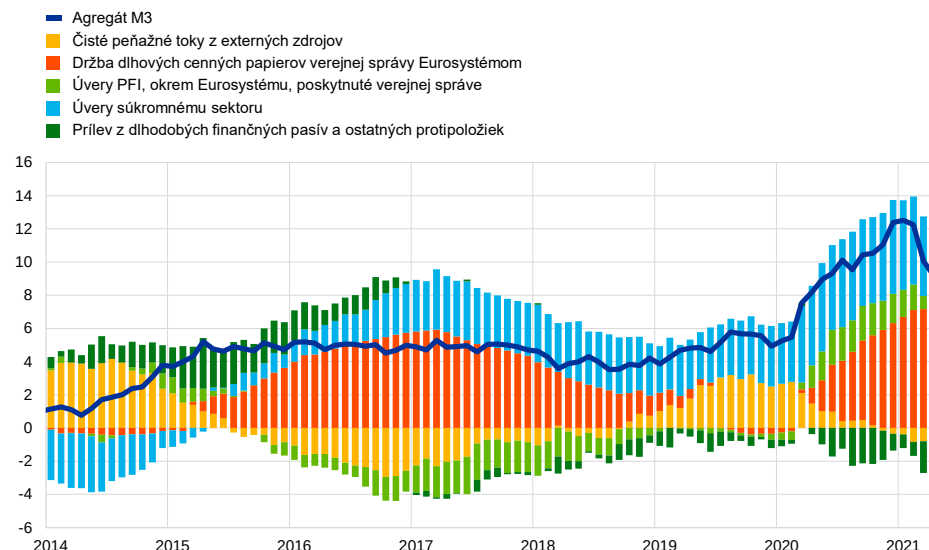
Na tvorbe peňažnej zásoby sa naďalej podieľali najmä nákupy aktív

Eurosystémom. K rastu agregátu M3 v apríli najväčšou mierou prispeli čisté nákupy štátnych cenných papierov Eurosystémom v rámci programu nákupu aktív (APP) a núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP) (červené časti grafu 20). Ďalším prispievateľom k rastu agregátu M3 sú úvery súkromnému sektoru (modré časti grafu). Bankové úvery verejnej správe už k tvorbe peňažnej zásoby neprispievajú kladne v dôsledku predaja štátnych dlhopisov a menšieho vydávania štátnych cenných papierov (svetlozelené časti grafu). Čisté peňažné toky z externých zdrojov mali na tvorbu peňažnej zásoby naďalej mierne tlmiaci účinok (žlté časti grafu). Podobne aj dlhodobější finančné záväzky a ostatné protipoložky naďalej tlmili rast peňažnej zásoby (tmavozelené časti grafu) v dôsledku vývoja ostatných protipoložiek, kým priaznivé podmienky cielených dlhodobějších refinančných operácií, ktoré naďalej podporovali nahrádzanie financovania bánk, prispievali k rastu agregátu M3 len malou mierou.

Graf 20

Agregát M3 a jeho protipoložky

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



Zdroj: ECB.

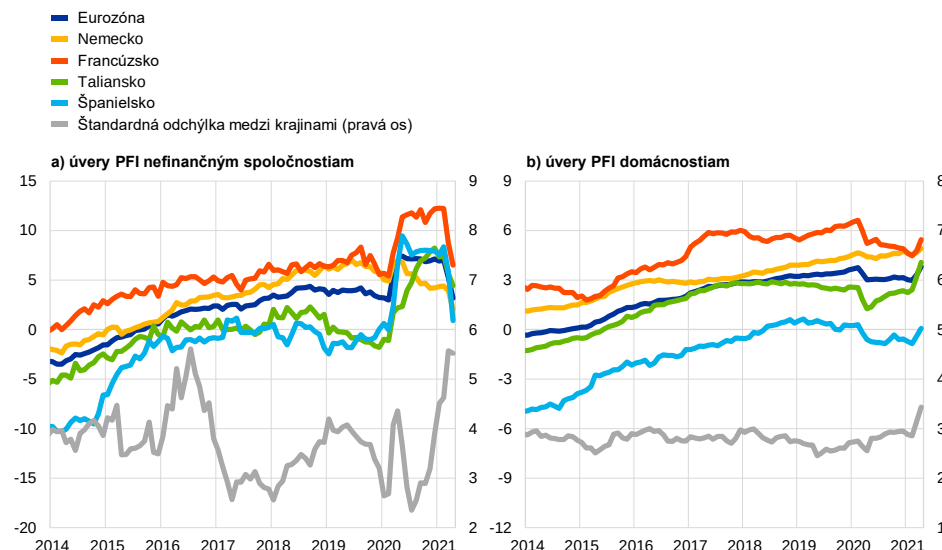
Poznámka: Úvery súkromnému sektoru zahŕňajú úvery súkromnému sektoru poskytované peňažnými finančnými inštitúciami (PFI) a dlhové cenné papiere vydané súkromným sektorom nepeňažných finančných inštitúcií eurozóny v držbe PFI. Okrem toho zahŕňajú aj nákupy dlhových cenných papierov nepeňažných finančných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

Rast úverov súkromnému sektoru v apríli klesol, čím sa vrátil na nižšie úrovne, ktoré sa zaznamenali pred pandémiou. Ročná miera rastu bankových úverov súkromnému sektoru v apríli poklesla na 3,2 % z 3,6 % v marci (graf 19). Tento vývoj sa vysvetľuje najmä poklesom ročnej miery rastu úverov spoločnostiam, ktorá v apríli poklesla na 3,2 % z 5,3 % v marci, zatiaľ čo ročná miera rastu úverov domácnostiam sa v apríli zvýšila na 3,8 % potom, ako sa od júna 2020 pohybovala okolo úrovne 3,0 % (graf 21). Spomalenie rastu úverov spoločnostiam v apríli by sa malo interpretovať s ohľadom na rôzne vývojové trendy. Môže odrážať nižšiu potrebu likvidity, pretože sektory najviac zasiahnuté pandémiou vykazujú známky oživenia. Ďalším faktorom boli veľké úverové toky zaznamenané v marci 2021, ktoré sa čiastočne vysvetľovali predzásobením sa niektorých bánk v snahe dosiahnuť výkonnostné kritériá na poskytovanie úverov v rámci dlhodobějších refinančných operácií a využiť atraktívne podmienky. Spoločnosti sa v dôsledku pandémie čoraz viac spoliehali na dlhodobější úvery na úkor krátkodobějších úverov.

Graf 21

Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny

(ročné percentuálne zmeny; štandardná odchýlka)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje upravené o predaj a sekuritizáciu úverov. V prípade nefinančných spoločností sú úvery upravené aj o účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Rozdiel medzi krajinami je vypočítaný na základe minimálnych a maximálnych hodnôt z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú z apríla 2021.

Celkové poskytovanie úverov domácnostiam sa v apríli zvýšilo (graf 21). Bolo to spôsobené najmä úvermi na kúpu nehnuteľností na bývanie, ktorých ročná miera rastu (5,4 %) bola najvyššia od začiatku globálnej finančnej krízy. Ročná miera rastu spotrebiteľských úverov sa zároveň dostala do kladných hodnôt, odrážajúc zlepšenie dôvery spotrebiteľov a možností míňania, pričom v apríli predstavovala 0,3 %, kým v marci len -1,7 %. Zdá sa však, že domácnosti zvýšili svoje výdavky predovšetkým vďaka čerpaniu z vkladov nahromadených za posledný rok. Ročná miera rastu úverov domácnostiam na iné účely zostala v apríli v podstate stabilná na úrovni 1,5 %. Vývoj tejto kategórie úverov, ktorý sa z veľkej časti vysvetľoval poskytovaním úverov malým spoločnostiam (subjektom s jediným vlastníkom a neregistrovaným podnikateľským subjektom), zostal v priebehu uplynulých mesiacov aj napriek miernemu zlepšeniu tlmený. Aj keď vlády pomohli malým spoločnostiam uspokojovať ich potreby financovania, tieto spoločnosti boli zvlášť zasiahnuté spomalením hospodárskej činnosti.

Za celkovým zmiernením rastu úverov spoločnostiam sa skrýva určitá heterogenita.

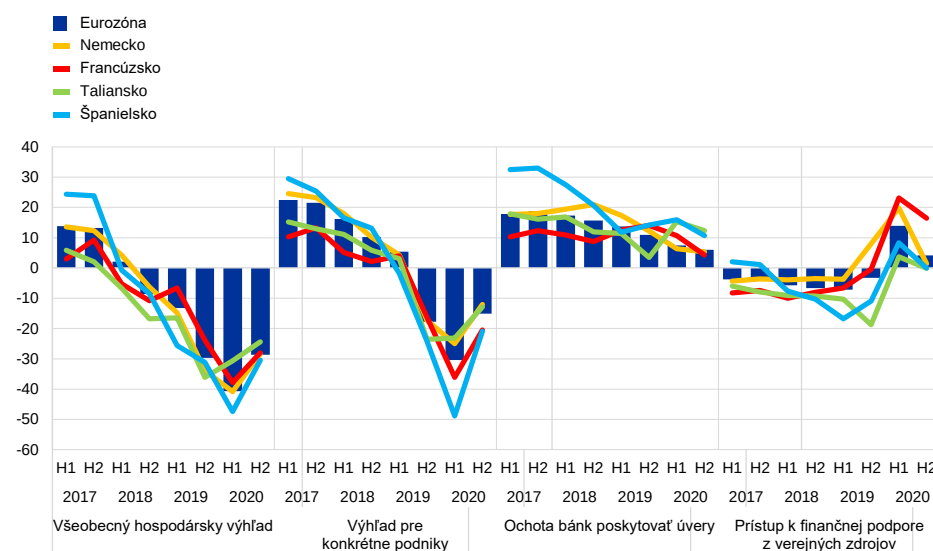
Podľa posledného kola [prieskumu ECB o prístupe podnikov v eurozóne k financovaniu](#) za október 2020 až marec 2021 uvádzalo zlepšenie dostupnosti úverov v uvedenom období menej malých a stredných podnikov (MSP). Čisté 3 % respondentov spomedzi MSP v eurozóne signalizovali zlepšenie dostupnosti bankových úverov (pokles zo 6 % v predchádzajúcom kole prieskumu). Mikrospoločnosti boli pri hodnotení situácie najpesimistickejšie. Prvýkrát od polovice roku 2015 signalizovali pokles dostupnosti bankových úverov, kým odpovede veľkých spoločností naznačovali, že dostupnosť sa vrátila na úroveň pred pandémie COVID-19. Menšie čisté percento MSP považovalo makroekonomické prostredie za nepriaznivé pre ich prístup k financiam (graf 22). Toto čisté percento

bolo porovnateľné s úrovňami pozorovanými tesne pred vypuknutím pandémie a môže odrážať priaznivé účinky pokračujúcich podporných politických opatrení. O niečo menšie čisté percento MSP zároveň signalizovalo zlepšenie ochoty bánk poskytovať úvery. Nižšie čisté percento MSP tiež uviedlo zlepšenie prístupu k finančnej podpore z verejných zdrojov, čo pravdepodobne odráža pokles využívania záruk koncom roku 2020. Na otázku týkajúcu sa konkrétnych podporných programov, ktoré vlády zaviedli v reakcii na pandémiu, väčšina MSP v prieskume odpovedala, že k nim počas uplynulých 12 mesiacov mali prístup a že tieto programy im pomohli pokryť okamžité a krátkodobé záväzky (bližšie informácie sú v [boxe 2](#) v tomto čísle Ekonomického bulletinu).

Graf 22

Zmeny faktorov, ktoré majú vplyv na dostupnosť financovania MSP v eurozóne z vonkajších zdrojov

(zmena počas uplynulých šiestich mesiacov; čisté percento respondentov)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje odpovede na túto otázku prieskumu SAFE: „Pri ktorom z nasledujúcich faktorov by ste povedali, že sa počas uplynulých šiestich mesiacov zlepšil, zostal nezmenený alebo sa zhoršil?“ Čisté percentá sa počítajú ako rozdiel medzi percentom respondentov, ktorí uviedli, že sa faktor zlepšil, a percentom respondentov, ktorí uviedli, že sa zhoršil. Údaje sa týkajú 17. kola (apríl – september 2017) až 24. kola (október 2020 – marec 2021) prieskumu.

Banky naďalej profitovali z priaznivých podmienok financovania, zatiaľ čo zvýšené úverové riziko negatívne ovplyvňuje ich sprostredkovateľskú schopnosť.

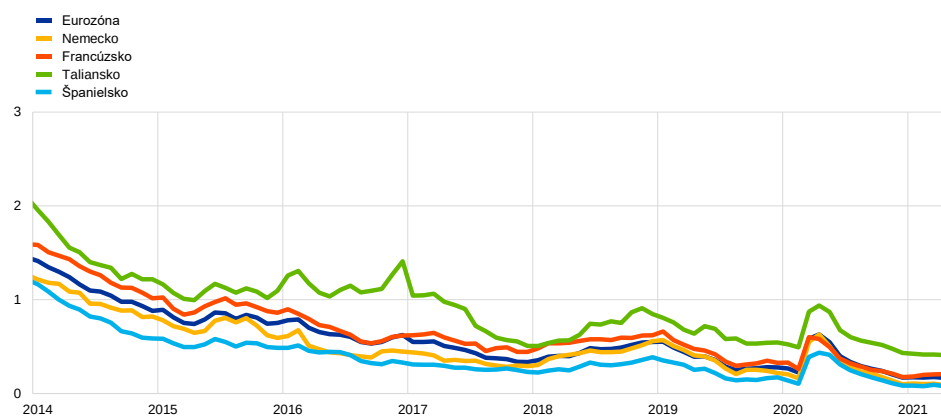
Zložené náklady na dlhové financovanie bánk eurozóny zostali pod úrovňou pred pandémie vďaka rozsiahlej podpore menovej politiky a nepretržitej podpore vlád a regulačných orgánov (graf 23), a to bez ohľadu na zvýšenie výnosov bankových dlhopisov od začiatku roku 2021. Programy APP a PEPP, ktoré realizuje ECB, vyvíjali tlak na pokles výnosov a banky nahradili určitú časť trhového financovania cieľenými dlhodobějšími refinančnými operáciami za veľmi priaznivých podmienok. Oba faktory podporili aj trhové podmienky pre bankové dlhopisy. Ceny krytých bankových dlhopisov navyše priamo podporuje aj tretí program nákupu krytých dlhopisov ECB (CBPP3). Úrokové miery vkladov bánk eurozóny zostali v apríli 2021 v podstate nezmenené na historickom minime, čím prispeli k priaznivým podmienkam dlhového financovania v prostredí efektívneho prenosu záporných úrokových sadzieb. Banky v eurozóne od začiatku pandémie čoraz častejšie účtovali

záporné úrokové sadzby na vklady nefinančných spoločností. Schopnosť bánk účtovať záporné úrokové sadzby zároveň závisí od ich trhovej sily a úrokové sadzby retailových vkladov domácností majú tendenciu zostávať na nule alebo tesne nad nulou, čo vyvíja tlak na čisté úrokové marže bánk. Zatiaľ čo banky vo štvrtom štvrťroku 2020 ďalej posilňovali svoju schopnosť absorbovať straty zvyšovaním kapitalizácie, rastúce úverové riziko a nízka ziskovosť bánk by mohli obmedziť schopnosť bánk poskytovať úvery. Ako naznačujú výsledky [prieskumu úverovej aktivity bánk v eurozóne](#) z apríla 2021, banky v prvom štvrťroku 2021 ďalej sprísňovali podmienky poskytovania úverov (aj keď len v prípade úverov spoločnostiam a v menšej miere ako v dvoch predchádzajúcich štvrťrokoch), čo odráža zvýšené vnímanie rizika bankami a pokles ich tolerancie rizika v dôsledku pandémie.

Graf 23

Zložené náklady na dlhové financovanie bánk

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



Zdroj: ECB, Markit iBoxx a výpočty ECB.

Poznámka: Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených jednoduchými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi splatnými na požiadanie, ktoré sú vážené ich príslušnými nesplatenými sumami. Posledné údaje sú z apríla 2021.

Úrokové miery bankových úverov nefinančným spoločnostiam sa zvýšili, ale zostali nízke.

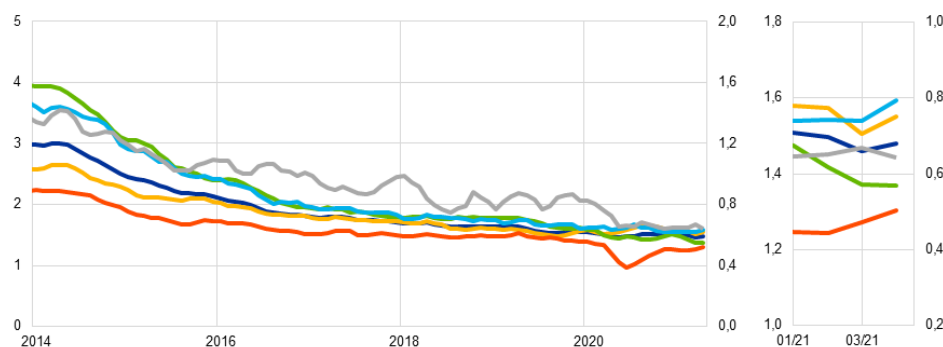
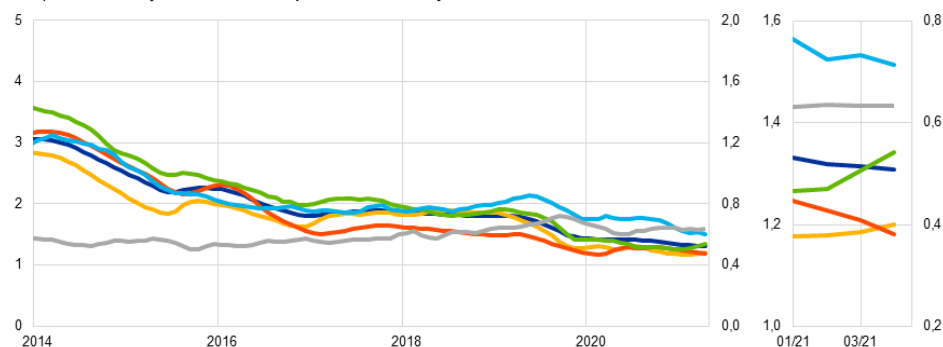
Po poklese v prvom štvrťroku sa zložené úrokové miery bankových úverov nefinančným spoločnostiam v apríli 2021 zvýšili o 17 bazických bodov na 1,56 %, zatiaľ čo zodpovedajúce úrokové miery úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľnosti na bývanie zostali nezmenené na historickom minime 1,31 % (graf 24). Tento vývoj odráža pretrvávajúci vplyv politických opatrení, ktoré na podporu podmienok poskytovania úverov prijali orgány dohľadu, národné vlády a ECB, najmä v prípade spoločností, ktoré najviac zasiahla pandémia. Spread medzi úrokovými mierami veľmi malých bankových úverov a veľkých bankových úverov sa stabilizoval na úrovni pred pandémie. Zároveň pretrváva vysoká neistota, pokiaľ ide o dlhodobější vplyv pandémie na hospodárstvo, a teda aj na dôveryhodnosť dlžníkov a na súvahy bánk. Všetky existujúce podporné politické opatrenia sú aj naďalej nevyhnutné, aby sa zabránilo tomu, že táto neistota spôsobí rozsiahle sprísňovanie podmienok financovania, ktoré zosilní ekonomický dosah pandémie.

Graf 24

Zložené úrokové sadzby bankových úverov vo vybraných krajinách eurozóny

(v % za rok (trojmesačný kľzavý priemer); štandardná odchýlka)

■ Eurozóna
 ■ Nemecko
 ■ Francúzsko
 ■ Taliansko
 ■ Španielsko
 ■ Štandardná odchýlka medzi krajinami (pravá os)

a) Úrokové sadzby úverov nefinančným spoločnostiam**b) Úrokové sadzby domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie**

Zdroj: ECB.

Poznámka: Tieto ukazovatele celkových nákladov na bankové úvery sa vypočítavajú agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb s použitím 24-mesačných kľzavých priemerov objemov nových obchodov. Štandardná odchýlka medzi krajinami sa vypočítava z pevne stanovenej vzorky 12 krajín eurozóny. Posledné údaje sú z apríla 2021.

Celkový objem financovania spoločností z vonkajších zdrojov sa v prvom štvrtroku 2021 mierne zvýšil.

Ročná miera rastu financovania z vonkajších zdrojov dosiahla v marci 2021 úroveň 4,5 %, pričom krátkodobejšia dynamika financovania zvrátila klesajúci trend, ktorý sa začal pozorovať koncom minulého leta. Tieto toky boli ovplyvnené predovšetkým pôžičkami od bánk a v menšej miere čistou emisiou kótovaných akcií (časť a) grafu 25). Spoločnosti obmedzili dlhové financovanie prostredníctvom trhu, zatiaľ čo toky financovania z vonkajších zdrojov naďalej profitovali z priaznivých podmienok financovania. Motívy čerpania úverov od bánk sú medzi jednotlivými sektormi rozdielne: odvetvia orientované na export pravdepodobne profitovali zo zlepšenia globálnych podmienok a stavebná činnosť v niektorých krajinách vzrástla, zatiaľ čo iné odvetvia, ktoré sú viac vystavené vplyvom pandémie, potrebovali vyššie úrovne likvidity.

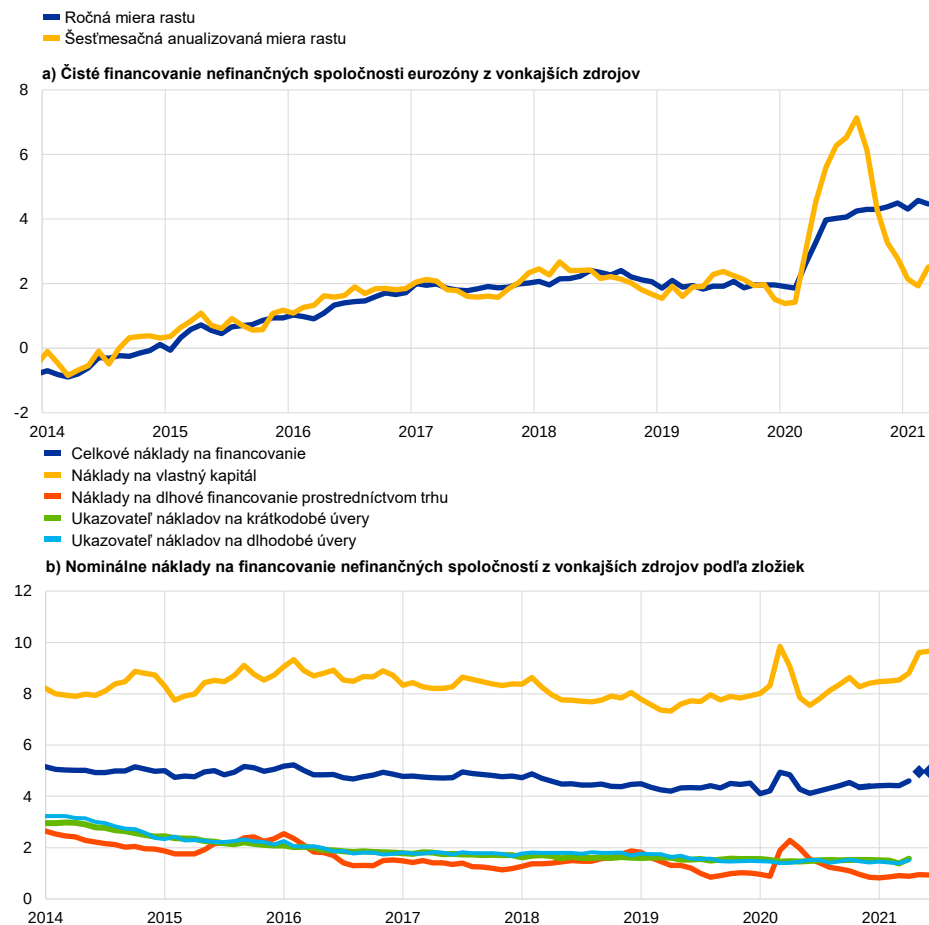
Celkové nominálne náklady na financovanie nefinančných spoločností z vonkajších zdrojov (ktoré tvoria bankové úvery, vydávanie dlhových cenných papierov na trhu a financovanie prostredníctvom akcií) zostali nízke, ale mierne sa zvýšili. Koncom apríla dosahovali 4,6 % (časť b) grafu 25), čo je približne

o 30 bazických bodov menej ako historické maximum, ktoré sa zaznamenalo v marci 2020, a o 50 bazických bodov viac ako historické minimum, ktoré sa zaznamenalo v júni 2020. Mierny nárast celkových nákladov na financovanie počas prvých štyroch mesiacov roku 2021 súvisel s vyššími nákladmi na vlastný kapitál, ktoré odrážali zvýšenie bezrizikových sadzieb aj rizikových prémie akcií. Ďalšie zužovanie spreadov podnikových dlhopisov zároveň kompenzovalo tento nárast bezrizikových sadzieb, takže náklady na dlhové financovanie prostredníctvom trhu sa celkovo prakticky nezmenili. Mierne sa zvýšili aj náklady na bankové úvery, najmä dlhodobé. Odhaduje sa, že celkové náklady na financovanie sa od konca apríla do 9. júna 2021 zvýšili približne o ďalších 35 bazických bodov, najmä z dôvodu vyšších nákladov na vlastný kapitál. Bolo to spôsobené miernym zvýšením rizikových prémie akcií po mimoriadne silnom náraste očakávaní dlhodobých podnikových ziskov (čo dokazujú aj prieskumy medzi podnikmi), kým diskontné sadzby zostali celkovo na nízkych úrovniach. Keďže očakávania ziskov sa zvýšili tak výrazne a diskontné sadzby zostali nízke, modely by normálne očakávali o niečo výraznejší rast cien akcií, aký bol v skutočnosti, čo sa preto mechanicky odrazilo v mierne vyššej rizikovej prémii. V rovnakom období sa náklady na dlhové financovanie prostredníctvom trhu zvýšili len nepatrne, pričom vyššie bezrizikové sadzby boli takmer úplne vyvážené ďalším zužovaním spreadov podnikových dlhopisov, tak s ratingom investičného stupňa, ako aj s vysokým výnosom.

Graf 25

Financovanie nefinančných spoločností eurozóny z vonkajších zdrojov

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



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

Poznámka: Časť a): Čisté financovanie z vonkajších zdrojov je súčet úverov PFI, čistej emisie dlhových cenných papierov a čistej emisie kótovaných akcií. Úvery PFI sú upravené o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Časť b): Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností sa počítajú ako vážený priemer nákladov na poskytovanie bankových úverov, nákladov na dlhové financovanie prostredníctvom trhu a na vlastný kapitál na základe ich príslušných nesplatených súm. Tmavomodré kosoštvorce znázorňujú modelové odhady celkových nákladov na financovanie v máji a júni 2021 za predpokladu, že úrokové sadzby bankových úverov zostanú nezmenené na úrovni z apríla 2021. Posledné údaje v časti a) sú za marec 2021. Posledné údaje v časti b) sú z 9. júna 2021 v prípade nákladov na dlhové financovanie prostredníctvom trhu (mesačný priemer denných údajov), zo 4. júna 2021 v prípade nákladov na vlastný kapitál (týždenné údaje) a z apríla 2021 v prípade nákladov na poskytovanie úverov (mesačné údaje).

Deficit rozpočtu verejnej správy v eurozóne v roku 2020 v dôsledku veľmi prudkého hospodárskeho poklesu počas pandémie koronavírusu (COVID-19) a silnej fiškálnej reakcie výrazne vzrástol na 7,3 % HDP, z 0,6 % zaznamenaných v roku 2019. V tomto roku, keď krajiny eurozóny zasiahli nové vlny pandémie, došlo k rozšíreniu mnohých mimoriadnych opatrení a zaviedla sa ďalšia podpora zameraná na obnovu. V dôsledku toho makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu z júna 2021 predpokladajú iba mierne zlepšenie rozpočtového salda verejnej správy v eurozóne v roku 2021, na –7,1 % HDP. S ustupujúcou pandemiou a silnejúcim hospodárskym oživením sa však očakáva rýchlejšie znižovanie deficitu, na 3,4 % v roku 2022 a 2,6 % koncom horizontu projekcií v roku 2023. Predpokladá sa, že dlh v eurozóne dosiahne vrchol v roku 2021, tesne pod úrovňou 100 % HDP, a v roku 2023 poklesne približne na 95 % HDP, teda na úroveň, ktorá je asi o 11 percentuálnych bodov vyššia ako pred pandemickou krízou. V každom prípade je stále dôležitá ambiciózná a koordinovaná fiškálna pozícia, pretože predčasné ukončenie fiškálnej podpory by predstavovalo riziko spomalenia oživenia a zosilnenia dlhodobých nepriaznivých účinkov. Vnútroštátne fiškálne politiky by preto mali naďalej poskytovať rozhodujúcu a včasnú podporu podnikom a domácnostiam, ktoré sú najviac vystavené pandémie, a súvisiacim opatreniam proti šíreniu nákazy. Fiškálne opatrenia by zároveň mali zostať dočasné a proticyklické, pričom by sa malo zabezpečiť, aby boli vo svojej podstate dostatočne zamerané na efektívne riešenie problémov a na podporu rýchleho hospodárskeho oživenia eurozóny. Očakáva sa, že popri národných fiškálnych opatreniach kľúčovú úlohu zohrá nástroj EÚ novej generácie (Next Generation EU – NGEU), ktorý by mal prispieť k rýchlejšiemu, odolnejšiemu a jednotnejšiemu oživeniu. Mal by posilniť ekonomickú odolnosť a rastový potenciál ekonomík EÚ, najmä ak sa fondy použijú na produktívne verejné výdavky a budú sprevádzané štrukturálnymi politikami zvyšujúcimi produktivitu. Podľa júnových makroekonomických projekcií by kombinácia pôžičiek a grantov z nástroja NGEU mala v rokoch 2021 až 2023 poskytnúť ďalší stimul približne na úrovni 0,5 % HDP ročne.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z júna 2021 sa saldo rozpočtu verejnej správy v eurozóne v roku 2021 upraví iba okrajovo, k jeho výraznejšiemu zlepšeniu by však malo dôjsť od roku 2022.¹¹ Pomer

deficitu verejných financií v eurozóne sa v roku 2020 zvýšil na 7,3 % HDP z 0,6 % zaznamenaných v roku 2019, čo je najvyšší deficit od zavedenia eura.¹²

Predpokladá sa, že v roku 2021 klesne iba okrajovo na 7,1 %, následne však bude jeho pokles výraznejší, na 3,4 % v roku 2022 a 2,6 % v roku 2023 (graf 26). Rast rozpočtového deficitu v roku 2020 možno do značnej miery pripísať zhoršeniu cyklicky upraveného primárneho salda v dôsledku pandemických opatrení na podporu hospodárstva predstavujúcich približne 4 % HDP. Pomoc v kríze a na oživenie by sa v roku 2021 mala zvýšiť približne na 4,5 % HDP. Táto úroveň odráža skutočnosť, že vlády predĺžili mimoriadne opatrenia, postupne zväčšili ich objem a

¹¹ Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, jún 2021, zverejnené na internetovej stránke ECB 10. júna 2021.

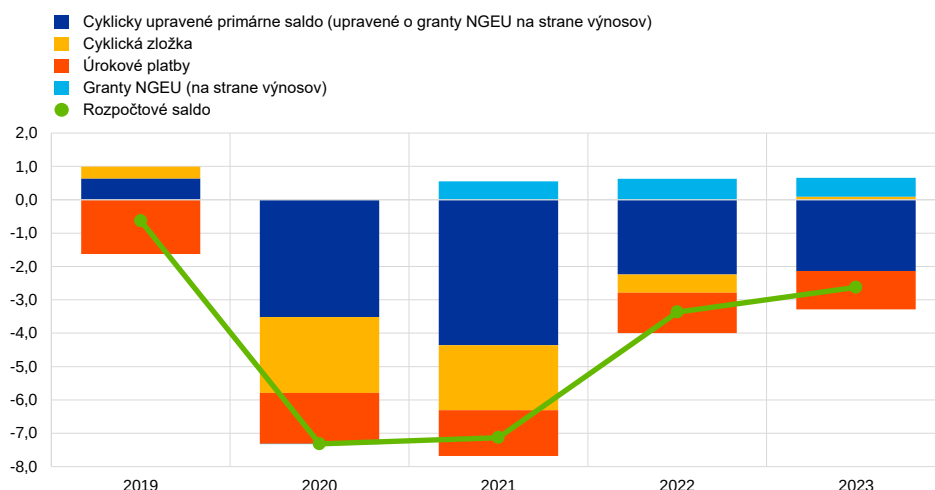
¹² Rozpočtové saldo eurozóny za rok 2020 bolo po aktualizácii údajov za Nemecko upravené oproti údajom Eurostatu z 22. apríla 2021 (prvýkrát na úrovni –7,2 % HDP).

prípadne prijali nové opatrenia na podporu oživenia vrátane opatrení financovaných z nástroja NGEU. Minuloročný nárast deficitu bol čiastočne spôsobený tiež veľkou negatívnou cyklickou zložkou, ktorá by sa mala v roku 2021 začať znižovať, hoci len pomaly. Očakáva sa, že k výraznejšiemu zlepšeniu rozpočtového salda od roku 2022 prispeje vyššie cyklicky upravené primárne saldo, keďže sa ukončí veľká časť mimoriadnych opatrení (ktoré nie sú financované z grantov NGEU). Okrem toho by sa mal od roku 2022 rýchlo zvýšiť aj príspevok vyplývajúci z hospodárskeho cyklu. V menšej miere, ale v celom horizonte projekcií, zlepšeniu rozpočtového salda pomôže aj postupné znižovanie príspevkov z úrokových platieb.

Graf 26

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému z júna 2021.
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy v eurozóne.

Projekcie pre eurozónu zahŕňajú granty NGEU približne vo výške 0,6 % HDP ročne počas celého obdobia projekcií, ktoré by spolu s obmedzeným objemom pôžičiek mali odhadom predstavovať financovanie na úrovni 0,5 % HDP ročne vo forme dodatočných stimulov. Granty NGEU zahrnuté do projekcií predstavujú približne 1,75 % HDP v rokoch 2021 až 2023. Predpokladá sa, že spolu s pôžičkami vo výške zhruba 0,3 % HDP sa z nástroja NGEU pokryje financovanie výdavkov takmer na úrovni 1,9 % HDP, z čoho by vyše 1,5 % HDP malo ísť na ďalšie stimuly a zvyšok na financovanie existujúcich plánov.

Agregovaná fiškálna pozícia bola v roku 2020 výrazne expanzívna

a predpokladá sa, že zostane rovnaká aj v roku 2021.¹³ Zúženie fiškálnej pozície sa očakáva v roku 2022, keď spolu so slabnúcou pandémiou a končiacimi dočasnými podpornými opatreniami začne klesať aj úroveň fiškálnej podpory. V roku

¹³ Vo fiškálnej pozícii sa okrem automatickej reakcie verejných financií na obchodný cyklus odráža aj smerovanie a veľkosť fiškálnych stimulov určených pre ekonomiku. Meria sa tu ako zmena pomeru cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od štátnej pomoci finančnému sektoru. Vzhľadom na to, že vyššie rozpočtové príjmy súvisiace s grantmi NGEU z rozpočtu EÚ neznižujú dopyt, cyklicky upravené primárne saldo sa v tejto súvislosti upravuje tak, aby tieto príjmy nezahŕňalo. Treba tiež zohľadniť, že fiškálne projekcie pre eurozónu, na ktoré sa odkazuje v tejto časti, nezahŕňajú európsky nadnárodný deficit a dlh súvisiaci s transfermi NGEU. Viac informácií o koncepcii fiškálnej pozície eurozóny je v článku s názvom [The euro area fiscal stance](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

2023 by fiškálna pozícia mala byť celkovo neutrálna.¹⁴ Napriek tomu zostáva úroveň fiškálnej podpory na oživenie hospodárstva v celom horizonte projekcií značná, čo sa odráža v záporných hodnotách celkového primárneho fiškálneho salda, ktoré sa bude zlepšovať len pomaly, z –5,8 % HDP v roku 2021 na –1,5 % v roku 2023.

Okrem fiškálnej podpory ekonomík krajiny eurozóny poskytli tiež významný objem záruk za úvery na podporu likvidity podnikov. Celkový objem týchto záruk na rok 2021 predstavuje približne 19 % HDP eurozóny, pričom veľkosť záruk a miera ich využitia sa v jednotlivých krajinách podstatne líšia. Úverové záruky sú podmienenými záväzkami vlád. Žiadosti o plnenie zo záruk preto predstavujú dodatočné verejné výdavky, ktoré zvyšujú dlh verejných financií.

Rozpočtové saldo by v roku 2021 malo byť výrazne nižšie, ako sa predpokladalo v makroekonomických projekciách odborníkov ECB z marca 2021, a upravil sa tiež výhľad na roky 2022 a 2023. Konkrétne sa saldo rozpočtu verejnej správy ako podiel HDP v eurozóne revidovalo nadol, na rok 2021 o 1,0 percentuálneho bodu a na nasledujúce dva roky o 0,2 a 0,3 percentuálneho bodu. Tieto revízie sú dôsledkom väčších diskrečných fiškálnych opatrení prijatých z dôvodu pandémie, najmä v roku 2021, ktoré sú len čiastočne kompenzované výraznejším príspevkom z hospodárskeho cyklu. Predpokladané platby úrokov zostávajú zhruba rovnaké ako v marcových projekciách.

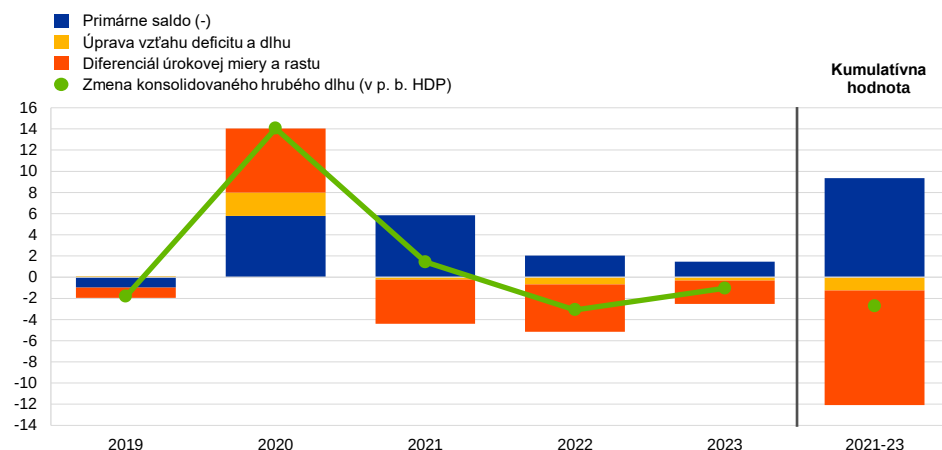
Pomer agregovaného verejného dlhu k HDP v eurozóne sa v roku 2020 výrazne zvýšil a predpokladá sa, že v roku 2021 dosiahne vrchol tesne pod 100 % a do roku 2023 bude postupne klesať približne na 95 %. Toto zvýšenie pomeru dlhu v roku 2020 o 14 percentuálnych bodov odráža kombináciu vysokého primárneho deficitu a veľmi nepriaznivého diferenciálu úrokových mier a rastu, ale aj výraznú úpravu deficitu a dlhu spôsobenú okrem iného podporou likvidity v reakcii na pandémiu. Stále vysoký primárny deficit bude v roku 2021 iba čiastočne kompenzovaný výrazným príspevkom diferenciálu úrokových mier a rastu znižujúcim dlh. V rokoch 2022 a 2023 však pomer dlhu začne klesať, keď menšie primárne deficity budú viac ako vyvážené priaznivými príspevkami diferenciálov úrokových mier a rastu a v menšej miere aj zápornými úpravami deficitu a dlhu (graf 27). V dôsledku toho sa na konci horizontu projekcií v roku 2023 očakáva, že pomer dlhu k HDP bude približne 11 percentuálnych bodov nad predkrízovou úrovňou. Treba však poznamenať, že pandemická kríza mala na vývoj dlhu o niečo menší nepriaznivý vplyv, ako sa všeobecne očakávalo v jej počiatočnej fáze.

¹⁴ Fiškálna pozícia sa v roku 2020 odhaduje na –4,2 percentuálneho bodu HDP a v rokoch 2021, 2022 a 2023 by sa mala pohybovať na úrovni –1, +2,1 a +0,1 percentuálneho bodu HDP po očistení od príjmov súvisiacich s grantmi NGEU.

Graf 27

Faktory zmeny verejného dlhu eurozóny

(v % HDP, pokiaľ nie je uvedené inak)



Zdroj: ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému z júna 2021.

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

Vnútroštátne fiškálne politiky by mali naďalej poskytovať rozhodujúcu a včasnú podporu tým podnikom a domácnostiam, ktoré sú najviac vystavené dôsledkom pandémie a súvisiacich opatrení proti šíreniu nákazy. Predčasné ukončenie fiškálnej podpory by predstavovalo riziko spomalenia oživenia a zosilnenia dlhodobých nepriaznivých účinkov. Fiškálne opatrenia by zároveň mali zostať dočasné a proticyklické, pričom by sa malo zabezpečiť, aby boli vo svojej podstate dostatočne zamerané na efektívne riešenie problémov a na podporu rýchleho hospodárskeho oživenia eurozóny. Fiškálnu udržateľnosť podpory očakávané oživenie hospodárstva a, čo je dôležité, aj podmienky financovania, ktoré by mali zostať priaznivé. Je však naďalej dôležité, aby členské štáty po dostatočnom zotavení hospodárskej aktivity postupne znižovali rozpočtové nerovnováhy. Tento proces môže byť umocnený rozhodným posunom k štruktúre verejných financií orientovanej na rast a k štrukturálnym reformám zvyšujúcim rastový potenciál ekonomík eurozóny, ako sa uvádza aj v odporúčaniach Komisie pre fiškálnu politiku vydaných 2. júna (viac v boxe Dôsledky programov stability z roku 2021 pre fiškálnu politiku v eurozóne v tomto vydaní Ekonomického bulletinu). Mechanizmus na podporu obnovy a odolnosti nástroja NGEU môže v tomto ohľade predstavovať dôležitú pomoc, v neposlednom rade aj urýchlením zelenej a digitálnej transformácie.

Boxy

1 Vývoj bežného účtu eurozóny počas pandémie

Michael Fidora, Fausto Pastoris a Martin Schmitz

Napriek zvýšenej volatilitě hospodárskej aktivity a medzinárodného obchodu v dôsledku pandémie koronavírusu (COVID-19) sa prebytok bežného účtu eurozóny v roku 2020 znížil v porovnaní s rokom 2019 len mierne z 2,3 % na 2,2 % HDP (časť a) grafu A). Mierny pokles prebytku bežného účtu vo vzťahu k HDP však zakrýva výrazný pokles jeho hodnoty, a to z 280 mld. € v roku 2019 na 250 mld. € v roku 2020, keďže nominálny HDP sa v tomto období prudko znížil. Okrem toho došlo k výrazným zmenám v obchodnom zložení a geografickom členení prebytku, ako aj v príslušných hrubých externých (kreditných a debetných) transakciách. V tomto boxe sa skúmajú hlavné črty vývoja bežného účtu eurozóny v roku 2020, so zameraním na spôsob, ako pandémia ovplyvnila jeho jednotlivé zložky.

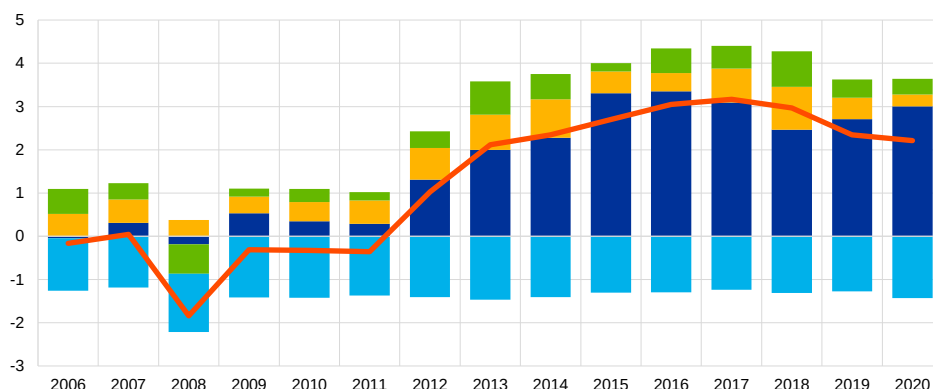
Graf A

Vývoj bežného účtu eurozóny

a) Saldo bežného účtu eurozóny

(v % HDP)

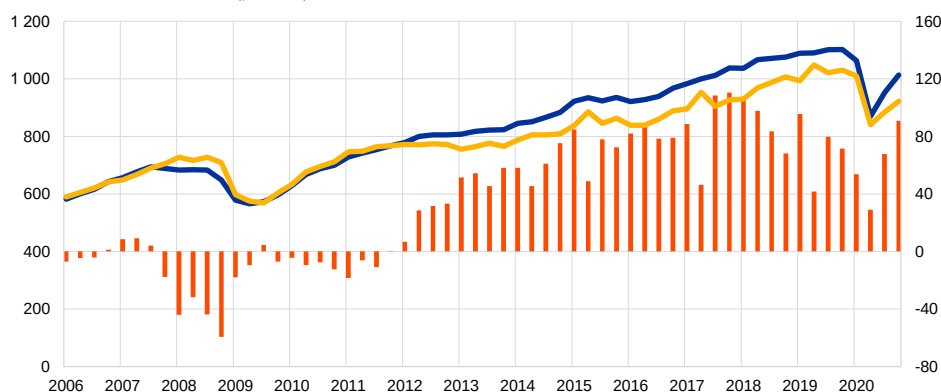
- Tovary
- Služby
- Bežný účet
- Primárne výnosy
- Sekundárne výnosy



b) Štvrťročné transakcie bežného účtu eurozóny

(v mld. EUR; očistené od sezónnych vplyvov a rozdielneho počtu pracovných dní)

- Vývoz tovarov a služieb a príjmy
- Dovoz tovarov a služieb a výplata príjmov
- Saldo bežného účtu (práva os)



Zdroj: ECB a Eurostat.

Externé transakcie na bežnom účte eurozóny v prvej polovici roka 2020 prudko klesli po vypuknutí pandémie a zavedení opatrení na obmedzenie jej šírenia (časť b) grafu A).

V nominálnom vyjadrení bol prebytok bežného účtu eurozóny v prvom polroku 2020 o 55 mld. € nižší ako v prvom polroku 2019.¹ Dôvodom bol prudký pokles hrubých kreditných tokov, t. j. vývozu tovarov a služieb a príjmov zo zahraničia, ktoré viac ako kompenzovali pokles hrubých debetných tokov, t. j. dovozu tovarov a služieb a výplat príjmov nerezidentom eurozóny. Keďže v druhej polovici roka sa zahraničný dopyt oživil a vývoz z eurozóny vzrástol výraznejšie ako dovoz, prebytok bežného účtu bol v druhom polroku 2020 o 7 mld. € vyšší ako v druhom

¹ Údaje o vývoji v rámci roka sa uvádzajú očistené o sezónne vplyvy a rozdielny počet pracovných dní.

polroku 2019.² V nominálnom vyjadrení bol prebytok bežného účtu v roku 2020 celkovo o viac ako 10 % nižší ako v roku 2019.

Prebytok obchodu s tovarmi sa v roku 2020 zvýšil na 3,0 % HDP, keďže pokles vývozu eurozóny prevážil ešte prudší pokles dovozu. Prebytok obchodnej bilancie tovarov sa v roku 2020 zvýšil o 17 mld. € (alebo 0,3 percentuálneho bodu HDP). To však zakrylo výrazný pokles hodnoty vývozu tovarov o 216 mld. € (alebo 0,8 percentuálneho bodu HDP), čo bolo viac ako kompenzované výraznejším poklesom dovozu o 234 mld. € (alebo 1,1 percentuálneho bodu HDP). Štatistika obchodu s tovarmi vykazuje významné zníženie deficitu obchodu eurozóny s energiami, ktoré súvisí tak s priaznivým vývojom cien energií, ako aj s nižším objemom dovozu v dôsledku poklesu hospodárskej aktivity. Naopak, výrazne sa znížil prebytok obchodu eurozóny s hotovými výrobkami v dôsledku narušenia globálnych hodnotových reťazcov, čo sa premietlo aj do výrazného poklesu deficitu obchodu eurozóny s polotovarmi.³

Hospodárske dôsledky pandémie sú zvlášť viditeľné v obchodnej bilancii služieb, kde cestovné obmedzenia viedli k prudkému zníženiu prebytku služieb v cestovnom ruchu v eurozóne (graf B). Prebytok obchodnej bilancie služieb sa v roku 2020 znížil o 29 mld. € (alebo 0,2 percentuálneho bodu HDP). Tento pokles bol spôsobený najmä nižšími prebytkami služieb v cestovnom ruchu (z 0,3 % HDP v roku 2019 na 0,1 % HDP v roku 2020) a dopravných služieb (pokles z 0,2 % HDP na 0,1 % HDP). V prípade dopravných služieb to odrážalo prepád vývozu (približne o 65 % v nominálnom vyjadrení v porovnaní s rokom 2019) v dôsledku cestovných obmedzení zavedených s cieľom zabrániť šíreniu pandémie.⁴ Prebytok telekomunikačných, počítačových a informačných služieb sa naopak zvýšil (z 0,8 % HDP na 0,9 % HDP), k čomu prispel najmä vyšší vývoz. Veľké posuny v deficite poplatkov za využívanie duševného vlastníctva (ktoré sa zvýšili o 0,2 percentuálneho bodu HDP) a služieb výskumu a vývoja (ktoré sa znížili o 0,4 percentuálneho bodu HDP) odrážali výraznú volatilitu dovozu týchto služieb do eurozóny v posledných rokoch, ktorá súvisela s aktivitami veľkých nadnárodných podnikov.⁵

² Zatiaľ čo obchodná bilancia sa v druhej polovici roka zlepšila, bilancia výnosov sa opäť zhoršila. Zníženie bilancie výnosov eurozóny v roku 2020 bolo spôsobené zhoršením deficitu sekundárnych výnosov a znížením prebytku výnosov z investícií. Bilancia výnosov z investícií odráža výnosy eurozóny z čistých zahraničných aktív. Vývoj čistých zahraničných aktív eurozóny (čistá medzinárodná investičná pozícia) v posledných rokoch ovplyvňovalo nielen saldo bežného účtu, ale aj kanál oceňovania (t. j. výkyvy v oceňovaní zahraničných aktív a pasív v dôsledku zmien výmenného kurzu a iných zmien cien aktív). Viac informácií sa nachádza v boxe s názvom [Factors driving the recent improvement in the euro area's international investment position](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2018.

³ Viac v boxe s názvom [The great trade collapse of 2020 and the amplification role of global value chains](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2020.

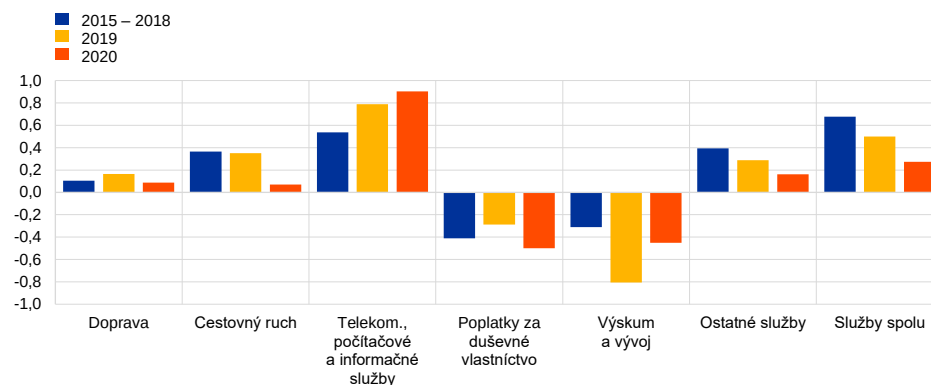
⁴ Viac v boxe s názvom [Vývoj v sektore turizmu počas pandémie COVID-19](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2020.

⁵ Ďalšie informácie o vplyve operácií nadnárodných podnikov na externé účty eurozóny sa nachádzajú v článku s názvom [Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#), *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2020; a v Lane, P.R.: [Maximising the user value of statistics: lessons from globalisation and the pandemic](#), prejav na Európskom štatistickom fóre (konanom virtuálne), 26. apríl 2021.

Graf B

Vývoj obchodnej bilancie služieb v eurozóne podľa hlavného druhu služby

(v % HDP)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Položka „ostatné služby“ zahŕňa všetky ostatné kategórie obchodu so službami.

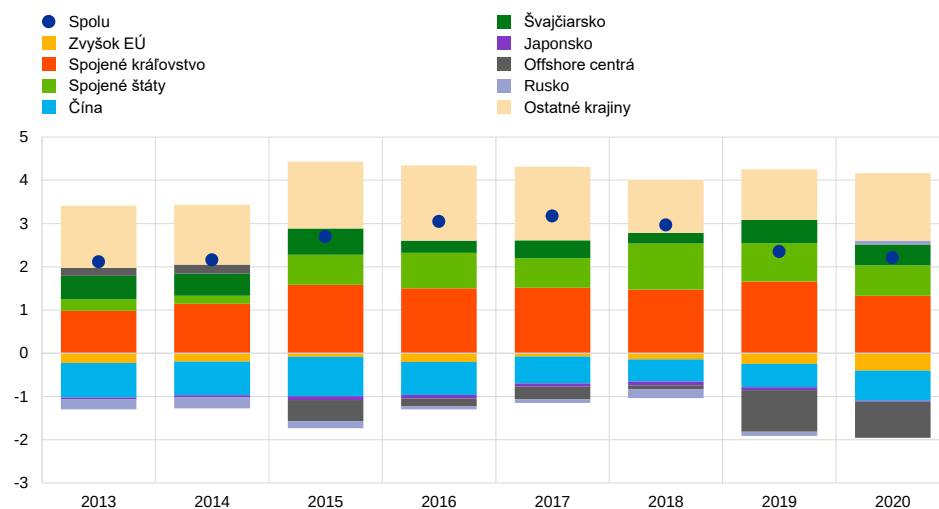
Z údajov o geografických protistranách bežného účtu eurozóny vyplýva, že v roku 2020 eurozóna zaznamenala pokles svojich najväčších bilaterálnych prebytkov (časť a) grafu C). Podobne ako v posledných rokoch, aj v roku 2020 mala eurozóna najväčšie bilaterálne prebytky vo vzťahu k Spojenému kráľovstvu, Spojeným štátom a Švajčiarsku (1,3 %, 0,7 % a 0,5 % HDP). Skupina „ostatné krajiny“, ktorá zahŕňa hlavných producentov ropy, tiež zaznamenala pozitívny príspevok k externému prebytku eurozóny (približne 1,6 % HDP), zatiaľ čo voči Číne a skupine „offshore centrá“ eurozóna vykázala deficit bežného účtu (0,6 % a 0,7 % HDP).

Graf C

Geografické členenie bežného účtu eurozóny

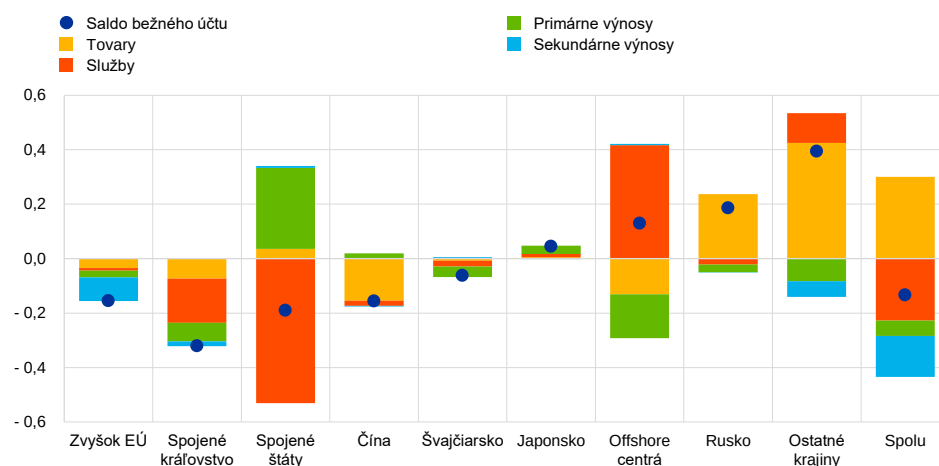
a) Bežný účet eurozóny podľa hlavnej geografickej protistrany

(v % HDP)



b) Zmena bilaterálneho salda bežného účtu eurozóny v rokoch 2020 a 2019

(v percentuálnych bodoch HDP)



Zdroj: ECB a Eurostat.

Poznámka: Položka „zvyšok EÚ“ zahŕňa členské štáty EÚ, ktoré nie sú členmi eurozóny, a inštitúcie a orgány EÚ, ktoré sa na štatistické účely považujú za nepatriace do eurozóny, ako napríklad Európska komisia a Európska investičná banka. Položka „offshore centrá“ zahŕňa krajiny alebo jurisdikcie mimo EÚ, ktoré poskytujú finančné služby nerezidentom v rozsahu, ktorý je neprimeraný veľkosti ich domáceho hospodárstva, vrátane napríklad osobitnej autonómnej oblasti Hongkong a Kajmanských ostrovov. Položka „ostatné krajiny“ zahŕňa všetky ostatné krajiny a skupiny krajín, ako aj nepriradené transakcie.

Najvýraznejšími zmenami v geografickom členení salda bežného účtu

eurozóny v roku 2020 boli klesajúce prebytky vo vzťahu k Spojenému kráľovstvu a Spojeným štátom a rastúci prebytok vo vzťahu ku skupine „ostatné krajiny“ (časť b) grafu C). Zníženie prebytkov vo vzťahu k Spojenému kráľovstvu a Spojeným štátom súviselo najmä s vývojom v oblasti služieb. V prípade Spojeného kráľovstva to bolo spôsobené predovšetkým výrazným poklesom vývozu služieb v oblasti cestovného ruchu eurozóny v dôsledku cestovných obmedzení v súvislosti s pandemiou, zatiaľ čo v prípade Spojených štátov to tiež odrážalo výrazné zvýšenie platieb za využívanie duševného vlastníctva, ktoré súviselo

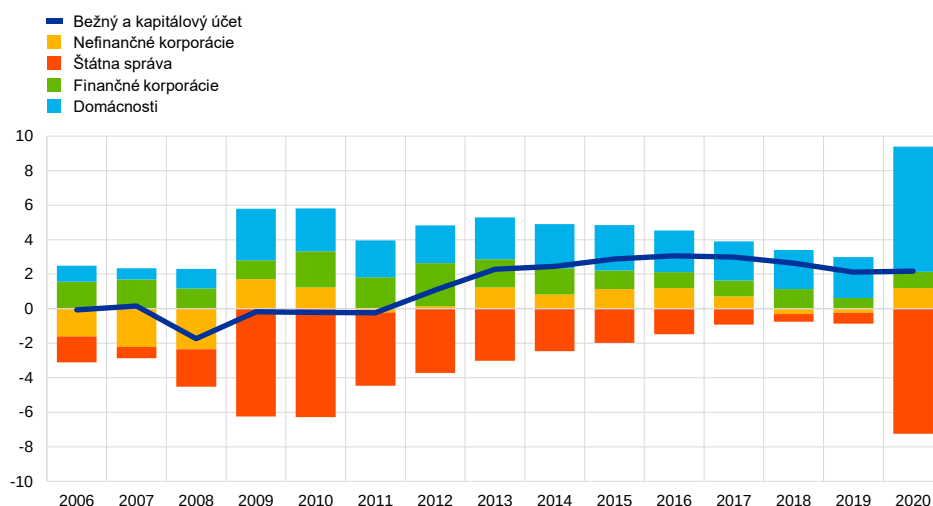
s operáciami nadnárodných podnikov.⁶ Prebytok tovarov vo vzťahu ku skupine „ostatné krajiny“ sa výrazne zvýšil v dôsledku spomínaného poklesu dovozu energií, ktorý bol tiež hnacou silou prechodu od deficitu k prebytku v prípade bilaterálneho bežného účtu vo vzťahu k Rusku. Deficit tovarov vo vzťahu k Číne sa v roku 2020 ďalej prehĺbil, čiastočne z dôvodu zvýšenia dovozu zdravotníckeho materiálu v súvislosti s pandémiou.

Pokiaľ ide o vzťah medzi úsporami a investíciami, stabilita čistých úverov poskytnutých eurozónou zvyšku sveta v roku 2020 zakrývala bezprecedentné zvýšenie čistých úverov poskytnutých sektorom domácností a čistých úverov prijatých sektorom verejnej správy (graf D). Potreba obmedziť dôsledky pandémie na hospodárstvo náhle zastavila stabilné znižovanie čistých úverov prijatých sektorom verejnej správy zaznamenané v posledných rokoch, pričom čisté úvery prijaté vládami krajín eurozóny sa v roku 2020 zvýšili na 7,3 % HDP. Takmer úplne to však vykompenzovalo výrazné zvýšenie čistých úverov poskytnutých domácnostiam eurozóny (na 7,3 % HDP), čo bolo odrazom preventívnych aj vynútených úspor.⁷ Keďže v roku 2020 rástli aj čisté úvery poskytnuté sektorom nefinančných aj finančných korporácií, hoci miernejším tempom, čisté úvery poskytnuté eurozónou zvyšku sveta boli celkovo stabilné na úrovni približne 2,2 % HDP.

Graf D

Čisté úvery poskytnuté/prijaté jednotlivými sektormi v eurozóne a saldo bežného a kapitálového účtu

(v % HDP)



Zdroj: ECB a Eurostat.

Poznámka: Členenie čistých poskytnutých/prijatých úverov podľa sektorov odráža domáce sektorové saldá v eurozóne na základe údajov z účtov nefinančného sektora. Bežný a kapitálový účet eurozóny odráža čisté úvery poskytnuté eurozónou zvyšku sveta a čisté úvery prijaté eurozónou od zvyšku sveta, ako sú zahrnuté v údajoch o platobnej bilancii. Medzi týmito dvoma ukazovateľmi môžu existovať menšie rozdiely v dôsledku nezrovnalostí medzi zdrojmi údajov.

⁶ Tieto operácie sa odrážajú aj v zodpovedajúcom znížení deficitu služieb eurozóny vo vzťahu k offshore centráram.

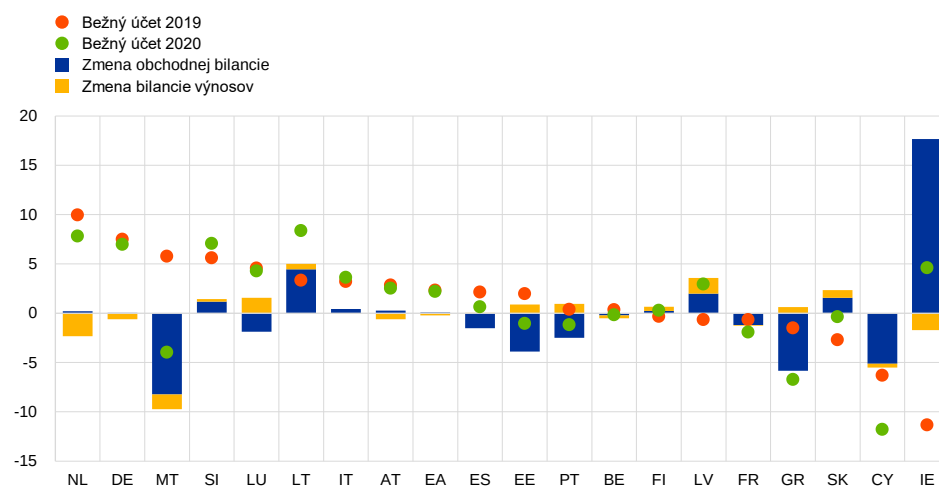
⁷ Viac v boxe s názvom [COVID-19 a nárast úspor domácností: preventívne či vynútené dôvody?](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2020.

Saldá bežného účtu krajín eurozóny sa v roku 2020 vyvíjali heterogénne, pričom krajiny vysoko závislé od cestovného ruchu zaznamenali výrazné zhoršenie svojich obchodných bilancií (graf E). Tieto prudké pohyby spojené najmä s výrazným poklesom vývozu služieb v oblasti cestovného ruchu viedli k značnému zhoršeniu salda bežného účtu Španielska (z 2,1 % na 0,7 % HDP), Portugalska (z 0,4 % na -1,2 % HDP) a Grécka (z -1,5 % na -6,7 % HDP). Malta a Cyprus tiež zaznamenali prudké zhoršenie salda bežného účtu, a to najmä v dôsledku klesajúceho čistého vývozu služieb v oblasti cestovného ruchu a iných služieb. Írsko v rovnakom období zaznamenalo výrazné zlepšenie salda bežného účtu, ktoré bolo spôsobené zmenami v obchode so službami a v menšej miere v obchode s tovarmi, čo odráža najmä aktivity veľkých nadnárodných podnikov.⁸

Graf E

Zmeny bežného účtu v krajinách eurozóny v rokoch 2020 a 2019

(v % HDP; v percentuálnych bodoch)



Zdroj: ECB a Eurostat.

Poznámka: Obchodná bilancia zahŕňa bilanciu tovarov a služieb. Bilancia výnosov zahŕňa bilanciu primárnych výnosov a sekundárnych výnosov. „EA“ znamená „eurozóna“.

⁸ Mimoriadne zlepšenie bilancie služieb Írska v roku 2020 bolo spôsobené výrazným poklesom dovozu služieb výskumu a vývoja v kontexte značnej volatility externých účtov Írska v dôsledku veľmi veľkého vplyvu operácií nadnárodných podnikov.

Vplyv podporných fiškálnych opatrení na likviditu podnikov v čase pandémie

Roberto A. De Santis, Annalisa Ferrando a Elena Sofia Gabbani

Európske vlády reagovali na vypuknutie pandémie koronavírusu (COVID-19) zavedením rozsiahlych balíkov fiškálnej podpory s cieľom pomôcť domácnostiam, zamestnancom aj firmám.

Takmer po roku využívania fiškálnej podpory sa prostredníctvom prieskumu o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE)¹ zisťovalo, ako sa tieto balíky v uvedenom období využili na pomoc firmám z hľadiska ich potreby likvidity v krátkodobom a strednodobom horizonte. Štátne fiškálne opatrenia sa rozdeľujú do troch hlavných oblastí: i) podpora miezd,² ii) daňové úľavy a moratóriá a iii) iné druhy podpory.³ V tomto boxe uvádzame súhrn výsledkov prieskumu, pričom výstupy za jednotlivé krajiny sú rozdelené do štyroch rôznych sektorov (priemysel, stavebníctvo, veľkoobchod a maloobchod a iné obchodné služby).⁴

Dve tretiny podnikov zapojených do prieskumu využili aspoň jedno podporné štátne opatrenie zavedené v reakcii na pandémiu. Približne 55 % veľkých podnikov a 48 % malých a stredných podnikov (MSP) v eurozóne podľa prieskumu využilo štátnu pomoc na podporu mzdových nákladov, zhruba 28 % veľkých podnikov a 25 % MSP si uplatnilo možnosť daňových úľav alebo moratórií a okolo 24 % veľkých podnikov a 32 % MSP využilo iné štátne schémy pomoci (graf A, panel a).

- ¹ Prieskum SAFE, ktorý sa realizuje každé dva roky, sa uskutočnil od 8. marca do 22. apríla 2021. Podniky v eurozóne mali uviesť zmeny vo svojej finančnej situácii a potrebu resp. dostupnosť externého financovania počas obdobia od októbra 2020 do marca 2021. Vzorka zahŕňala spolu 11 007 firiem, z ktorých 10 054 (91 %) boli malé a stredné podniky (MSP). Všetky hodnoty v tomto boxe sú vážené veľkosťou podniku, ekonomickou činnosťou a štátom, aby sa dosiahol zodpovedajúci obraz hospodárskej štruktúry základnej populácie podnikov. Viac v [Správe o SAFE](#).
- ² Podpora miezd zahŕňa štátne dotácie vo forme dotovaných miezd pre zamestnancov, ktorých pracovný čas bol v plnej alebo čiastočnej miere dočasne skrátený, tzv. program podpory v čase skrátenej práce (kurzarbeit).
- ³ Hoci táto tretia kategória nie je v dotazníku vyšpecifikovaná, mohla by zahŕňať niekoľko schém súvisiacich so štátnou pomocou, ako sú záruky za bankové úvery neurčené na mzdy, priama finančná pomoc, rekapitalizačné a reštrukturalizačné fondy. Ďalšie informácie o ad hoc otázkach zahrnutých v prieskume sú aj v boxe [Government support policies during the COVID-19 period](#) v správe o SAFE.
- ⁴ Tento box dopĺňa súvisiace hodnotenia štátnych schém pomoci. V [Albertazzi et al.](#) sa hodnotí, ako môžu ohlásené štátne schémy úverových záruk vplyvať na rozsah potenciálnych strát pre banky. Vo [Falagiarda et al.](#) sa diskutuje o charakteristikách týchto schém a o záujme o ne vo väčších štátoch eurozóny. [Anderson et al.](#) prináša súhrn úverových podporných opatrení v piatich najväčších ekonomikách Európy. [Štúdia OECD](#) z roku 2021 sumarizuje globálne opatrenia na podporu likvidity a štruktúrnu podporu. Albertazzi, U., Bijsterbosch, M., Grodzicki, M., Metzler, J. a Ponte Marques, A., Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses, *Financial Stability Review*, ECB, May 2020; Falagiarda, M., Prapiestis, A. a Rancoita, E., Verejné záruky za úvery a poskytovanie bankových úverov v období pandémie COVID-19, *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2020; Anderson, J., Papadia, F. a Véron, N., COVID-19 credit-support programmes in Europe's five largest economies, *Working Paper*, 03/2021, Bruegel, 2021 a *One year of SME and entrepreneurship policy responses to COVID-19: Lessons learned to "build back better"*, OECD, April 2021.

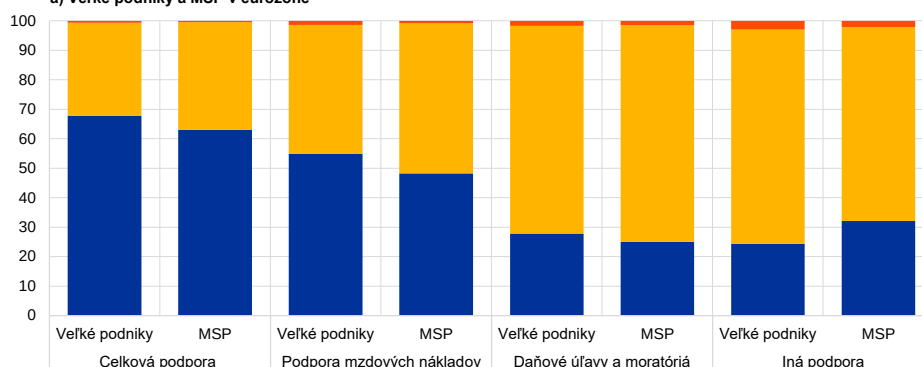
Graf A

Percentuálny podiel podnikov v eurozóne, ktoré získali pandemickú štátnu fiškálnu pomoc, v členení podľa veľkosti a sektora

(v % respondentov)

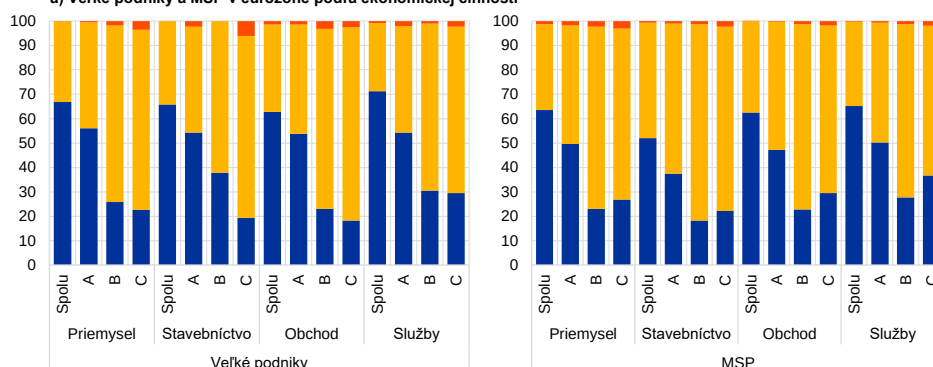
■ Áno
■ Nie
■ Neviem

a) Veľké podniky a MSP v eurozóne



■ Áno
■ Nie
■ Neviem

a) Veľké podniky a MSP v eurozóne podľa ekonomickej činnosti



Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE).

Poznámka: „A“ vyjadruje štátnu pomoc v oblasti mzdových nákladov, „B“ odkazuje na štátnu pomoc vo forme daňových úľav alebo moratórií, „C“ zobrazuje iné štátne podporné schémy, „Spolu“ vyjadruje agregované politické schémy (t. j. aspoň jeden druh prijatej politickej podpory).

Pokiaľ ide o sektory, štátna pomoc pre MSP bola vyššia v priemysle a službách ako v stavebníctve.

Činnosti, ktoré boli najviac zasiahnuté sociálnymi dištančnými opatreniami, ako pohostinstvo, cestovný ruch, zábava a kultúra, typicky zabezpečujú malé a stredné podniky s počtom zamestnancov do 249, teda firmy, ktoré sú v prieskume SAFE zastúpené najviac. V rámci tohto druhu činnosti získali MSP vo forme iných štátnych podporných schém relatívne väčšiu pomoc ako veľké podniky, čo čiastočne odráža skutočnosť, že politiky jednotlivých štátov boli zamerané hlavne na podporu menších podnikov. Štátna pomoc pre MSP bola relatívne vyššia v priemysle a sektore služieb ako v stavebníctve, a to najmä v podobe mzdovej podpory. V prípade veľkých firiem sa štátna pomoc v oblasti mzdových nákladov využila vo všetkých sektoroch (graf A, panel b). Štátnu pomoc v oblasti mzdových nákladov pre MSP zapojené do prieskumu získalo približne 50 % týchto firiem v sektore priemyslu, veľkoobchodu a maloobchodu (v grafoch označené ako „Obchod“) a v iných obchodných službách (označené ako „Služby“) a 37 % MSP

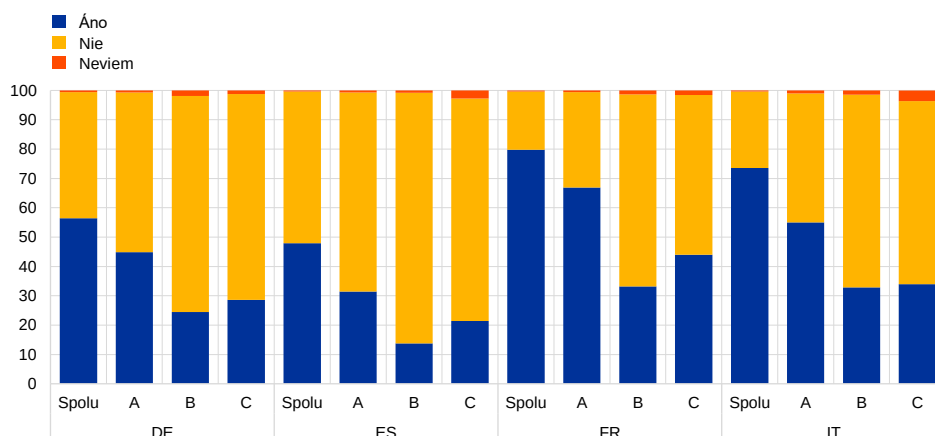
v sektore stavebníctva. V oblasti daňových úľav a moratórií sa podiel čerpania znížil približne na 25 % resp. 18 % firiem. Pokiaľ ide o podporu vo forme iných štátnych schém, rozdiely medzi sektormi boli väčšie (graf A, panel b).

Štátna podpora bola v jednotlivých krajinách rozdielna. Bez ohľadu na druh pomoci, v Španielsku a Nemecku fiškálnu pomoc využil v relatívnom vyjadrení menší podiel MSP ako vo Francúzsku a Taliansku (graf B). Konkrétne, vo Francúzsku využili štátnu pomoc v oblasti likvidity na mzdové účely približne dve tretiny podnikov, kým v Španielsku takúto podporu uviedla iba tretina podnikov. Čo sa týka pomoci v oblasti daňových úľav a moratórií, využitie tejto podpory potvrdila jedna tretina podnikov v Taliansku, zatiaľ čo v Španielsku podiel takýchto firiem klesol na 14 %. Iné štátne podporné schémy využilo 44 % podnikov zapojených do prieskumu vo Francúzsku a podiel ekvivalentnej pomoci v Španielsku sa pohyboval okolo 21 %.

Graf B

Percentuálny podiel MSP, ktoré využili pandemickú štátnu fiškálnu pomoc, v členení podľa štátov

(v % respondentov)



Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE).

Poznámka: „A“ vyjadruje štátnu pomoc v oblasti mzdových nákladov, „B“ odkazuje na štátnu pomoc vo forme daňových úľav alebo moratórií, „C“ zobrazuje iné štátne podporné schémy, „Spolu“ vyjadruje agregované politické schémy (t. j. aspoň jeden druh prijatej politickej podpory).

Analýza založená na odpovediach podnikov naznačuje, že podniky, ktoré boli pandémiou zasiahnuté vážnejšie, využili fiškálnu podporu vo väčšej miere.

Pri pohľade na finančnú situáciu jednotlivých firiem možno rozlišovať medzi „zraniteľnými“ podnikmi, teda takými, ktoré v poslednom prieskume (október 2020 až marec 2021) v porovnaní s predchádzajúcimi šiestimi mesiacmi uviedli pokles v obrate a ziskoch a nárast v úrokových nákladoch a ukazovateli finančnej páky, a „ziskovými“ podnikmi, ktoré za rovnaké obdobie uviedli rastúci obrat a zisky a klesajúce úrokové náklady a ukazovateľ finančnej páky.⁵ V grafe C sa zobrazuje podiel firiem v príslušných skupinách vo všetkých krajinách eurozóny, ktoré využili aspoň jeden druh fiškálnej pomoci. Podiely oboch skupín sú veľmi vysoké v Írsku a Francúzsku a menšie v Portugalsku. Počas pandémie v celej eurozóne v priemere využilo fiškálnu pomoc v rámci svojich príslušných skupín 80 % zraniteľnejších

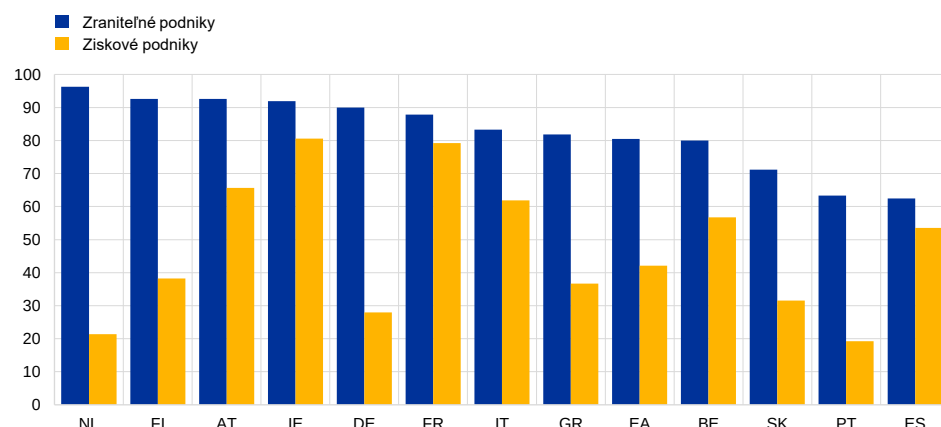
⁵ Vývoj zraniteľných a ziskových podnikov v čase pred pandémiou sa opisuje v [Prieskume o prístupe podnikov v eurozóne k financovaniu](#), za október 2017 až marec 2018, ECB.

podnikov a približne 40 % ziskovejších firiem. Pri porovnaní historických záznamov, relatívne veľký podiel zraniteľných firiem bol pred pandémiou klasifikovaný ako „nezraniteľné“ podniky. Naznačuje to, že väčšiu fiškálnu pomoc získali najviac zasiahnuté podniky, ktoré čelili akútnej potrebe likvidity.

Graf C

Podiel zraniteľných a ziskových podnikov, ktoré využili štátnu fiškálnu pomoc

(v % respondentov v príslušných skupinách)



Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE).

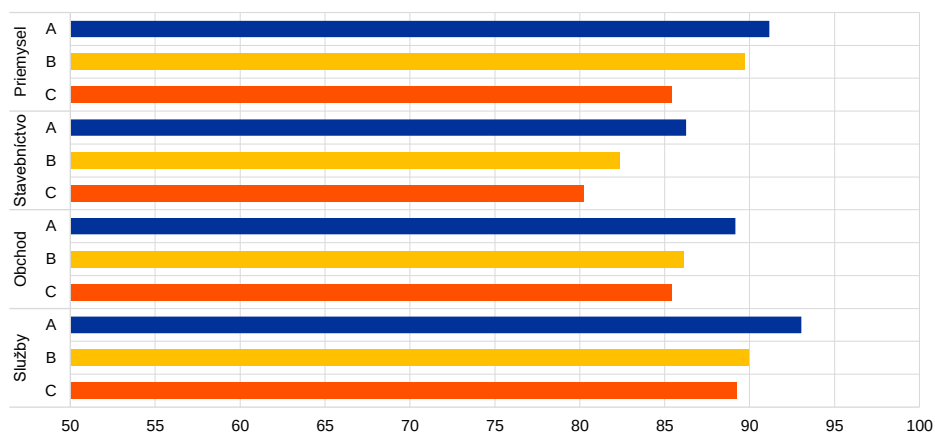
Poznámka: Zraniteľné podniky sa definujú ako také, ktoré v aktuálnom prieskume SAFE (október 2020 – marec 2021) uviedli v porovnaní s predchádzajúcim prieskumom (apríl – september 2020) nižší obrat a zisk a súčasne vyššie úrokové náklady a vyšší alebo nezmenený podiel dlhu na celkových aktívach; ziskové podniky sa definujú ako firmy, ktoré v aktuálnom prieskume v porovnaní s predchádzajúcim vykázali vyšší obrat a zisk a súčasne nižšie alebo žiadne úrokové náklady a nižší alebo žiadny podiel dlhu na celkových aktívach.

Väčšina podnikov, ktoré čerpali štátnu pomoc, ju použili na uhradenie svojich bezprostredných alebo krátkodobých záväzkov. Podniky, ktoré využili štátnu pomoc, mali zhodnotiť význam rozdielnych opatrení pri zmierňovaní tlaku na potrebnú likviditu (pričom likvidita predstavuje množstvo hotovosti potrebnej na pokrytie bezprostredných alebo krátkodobých záväzkov firmy). Tieto schémy pomoci celkovo zohrali dôležitú úlohu pri zmierňovaní rizika likvidity, pričom ich význam sa mierne líšil v závislosti od sektora a druhu pomoci. Spomedzi podnikov, ktoré získali štátnu pomoc na mzdové náklady, túto podporu považovalo za dôležitú pre splnenie svojich krátkodobých záväzkov v priemere 90 % MSP v eurozóne, pričom najvyššie percento vykázali firmy v sektore služieb (graf D). Podobne aj daňové úľavy a moratóriá považovalo za dôležité v priemere 87 % MSP, pričom najvyššie percento uviedli podniky v priemysle a službách. Viac ako dve tretiny MSP považovali za dôležité iné podporné schémy, a to najmä v sektore služieb. Pokiaľ ide o štáty, z relatívne malého podielu MSP v Nemecku, ktoré čerpali fiškálnu pomoc (graf B), väčšina uviedla, že na zlepšenie svojho stavu likvidity využili v rozsiahlej miere všetky druhy štátnych podporných schém. Talianske MSP považovali za dôležitejšiu pomoc pri mzdových nákladoch a daňové úľavy či moratóriá, kým francúzske MSP uviedli vyšší percentuálny podiel iných druhov pomoci a podporu pri mzdových nákladoch.

Graf D

Význam štátnych podporných opatrení podľa druhu pre MSP, ktoré ich využili na krátkodobé záväzky

(v % respondentov s odpoveďou veľmi dôležité alebo mierne dôležité)



Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE).

Poznámka: „A“ vyjadruje štátnu pomoc v oblasti mzdových nákladov, „B“ odkazuje na štátnu pomoc vo forme daňových úľav alebo moratórií, „C“ zobrazuje iné štátne podporné schémy.

Viac ako dve tretiny podnikov, ktoré využili štátne podporné opatrenia, uviedli, že súčasné alebo plánované pandemické opatrenia im uľahčia plnenie dlhových záväzkov v nasledujúcich dvoch rokoch. Podniky mali zhodnotiť, či súčasné alebo v blízkej budúcnosti plánované štátne podporné opatrenia súvisiace s pandémiou budú dostatočné na zníženie rizika bankrotu daného podniku v najbližších dvoch rokoch (t. j. aké pravdepodobné je, že firma nebude schopná plniť svoje strednodobé a dlhodobé dlhové záväzky). Z podnikov, ktoré prijali štátnu pomoc, 74 % MSP a 65 % veľkých podnikov uviedlo, že tieto politiky zmiernia tlak v oblasti potrebnej likvidity v strednodobom horizonte (graf E, panel a). Konkrétne podniky v sektore iných obchodných služieb uviedli, že schémy im pomôžu znížiť riziko bankrotu v najbližších dvoch rokoch. Podniky vo všetkých štátoch považovali štátne podporné opatrenia v oblasti likvidity za rozhodujúce pri znižovaní rizika bankrotu.

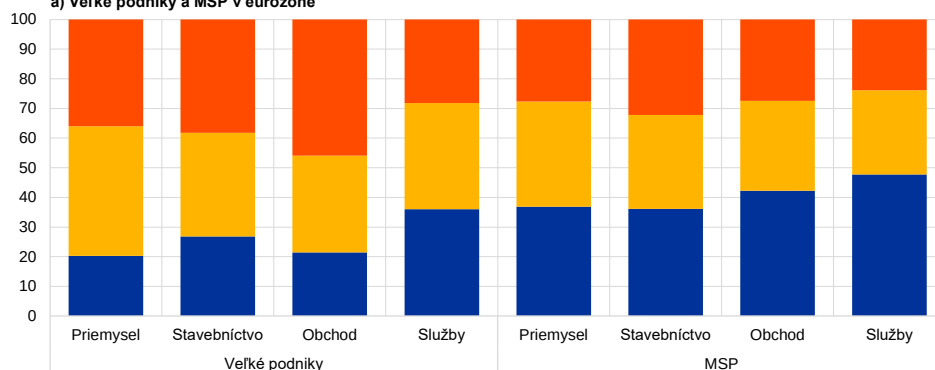
Graf E

Význam štátnych podporných opatrení pre podniky v eurozóne, ktoré ich využili na plnenie dlhodobějších záväzkov

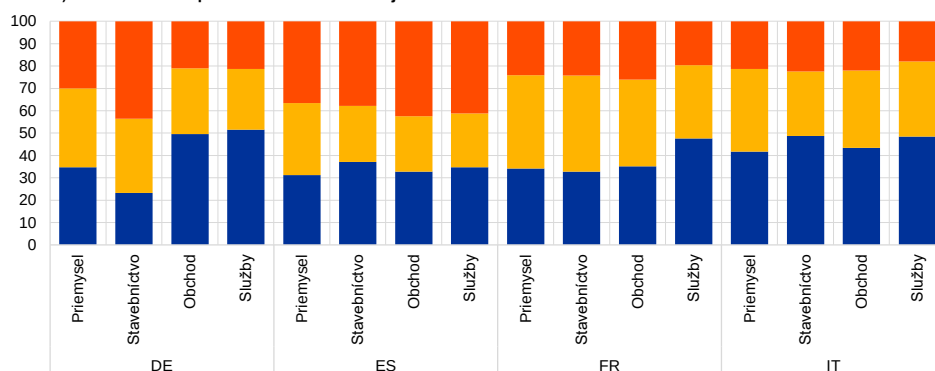
(v % respondentov)

■ Veľmi dôležité
■ Čiastočne dôležité
■ Nedôležité

a) Veľké podniky a MSP v eurozóne



b) MSP v eurozóne podľa štátu a ekonomickej činnosti



Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE).

Celkovo možno konštatovať, že štátne podporné fiškálne opatrenia boli účinné pri zmierňovaní tlaku na likviditu podnikov po vypuknutí pandémie. Približne dve tretiny veľkých aj malých a stredných podnikov, ktoré sa zúčastnili prieskumu, využili štátne podporné opatrenia. Väčšina podnikov použila tieto schémy na pokrytie svojich okamžitých a krátkodobých záväzkov, najmä v mzdovej a daňovej oblasti. Podniky tiež uviedli, že súčasné alebo plánované pandemické štátne opatrenia im uľahčia plnenie dlhových záväzkov v nasledujúcich dvoch rokoch.

3 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 27. januára do 27. apríla 2021

Prepared by Guido Della Valle and Nikolaus Solonar

Guido Della Valle a Nikolaus Solonar

V tomto boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB a vývoj likvidity v eurozóne počas prvého a druhého obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2021. Spoločne obidve udržiavacie obdobia trvali od 27. januára do 27. apríla (sledované obdobie).

Úroveň likvidity centrálnych bánk v bankovom systéme sa v sledovanom období naďalej zvyšovala. Do značnej miery to bolo spôsobené čistými nákupmi aktív uskutočňovanými v rámci programu nákupu aktív (APP) a núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP), ako aj vyrovnaním siedmej operácie v tretej sérii cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III). Rada guvernérov 11. marca vyjadrila očakávanie, že nákupy v rámci programu PEPP sa budú v druhom štvrťroku uskutočňovať podstatne vyšším tempom ako v prvých mesiacoch roka. Počas sledovaného obdobia zostali čisté autonómne faktory likvidity na úrovniach zhruba podobných úrovniam zaznamenaným v predchádzajúcom sledovanom období, ktoré trvalo od 4. novembra 2020 do 26. januára 2021.

Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a povinných minimálnych rezerv, sa mierne zvýšila o 4,4 mld. € a v sledovanom období dosiahla v priemere 2 030,6 mld. €. Tento mierny nárast je oproti predchádzajúcemu sledovanému obdobiu spôsobený kombináciou viacerých vplyvov, a to malým zvýšením čistých autonómnych faktorov o 2,2 mld. € na 1 883,7 mld. € a zvýšením povinných minimálnych rezerv o 2,2 mld. € na 146,9 mld. € (časť tabuľky A s názvom Ostatné informácie o likvidite).

Nárast čistých autonómnych faktorov bol spôsobený hlavne vyššími vládnymi vkladmi, ktoré sa v sledovanom období zvýšili o 29,6 mld. € (alebo 5 %) na 618,3 mld. €. Toto zvýšenie čiastočne zvrátilo pokles v poslednom štvrťroku 2020 z rekordného maxima zaznamenaného začiatkom roku 2020, keď vlády zintenzívnili vydávanie cenných papierov na financovanie politickej odozvy na krízu spôsobenú koronavírusom (COVID-19) a v reakcii na neistotu zvýšili svoje preventívne rozpočty. Vládne vklady napriek nárastu celkovo zostávajú pod rekordne vysokou hodnotou 729,8 mld. € zaznamenanou v šiestom udržiavacom období roku 2020, stále sú však výrazne nad svojím historickým priemerom 246,8 mld. € zaznamenanom v rovnakom období predchádzajúcich rokov (27. januára až 27. apríla v rokoch 2020, 2019 a 2018). Nárast vládných vkladov bol čiastočne kompenzovaný poklesom ostatných autonómnych faktorov o 24,5 mld. € na 891,1 mld. €. Hodnota bankoviek v obehu sa zvýšila o 23,4 mld. € na 1 440,0 mld. €. Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa

celkovo zvýšili o 28,4 mld. € na 2 949,4 mld. €. Nárast faktorov absorbujúcich likviditu bol čiastočne kompenzovaný zvýšením autonómnych faktorov poskytujúcich likviditu o 26,2 mld. € na 1 066,0 mld. €, čo bolo spôsobené kombináciou viacerých faktorov, ako sú zvýšenie čistých aktív denominovaných v eurách o 56,5 mld. € a pokles čistých zahraničných aktív o 30,3 mld. €. V tabuľke A je uvedený prehľad vyššie spomínaných autonómnych faktorov a ich zmien.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosystéme

Pasíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 27. januára 2021 – 27. apríla 2021						Predchádzajúce sledované obdobie: 4. novembra 2020 – 26. januára 2021
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie		Prvé udržiavacie obdobie: 27. januára – 16. marca		Druhé udržiavacie obdobie: 17. marca – 27. apríla		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie
Autonómne faktory likvidity	2 949,4	(+28,4)	2 930,2	(+54,4)	2 971,8	(+41,5)	2 921,0 (-77,4)
Bankovky v obehu	1 440,0	(+23,4)	1 433,4	(+4,0)	1 447,7	(+14,3)	1 416,7 (+31,8)
Vládne vklady	618,3	(+29,6)	595,8	(+65,4)	644,5	(+48,8)	588,7 (-141,1)
Ostatné autonómne faktory ¹	891,1	(-24,5)	901,1	(-15,1)	879,6	(-21,5)	915,7 (+32,0)
Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy	3 132,3	(+282,0)	3 011,2	(+127,4)	3 273,6	(+262,4)	2 850,3 (+287,6)
z toho oslobodené nadbytočné rezervy v rámci dvojstupňového systému ²⁾	874,1	(+14,9)	871,4	(+8,4)	876,8	(+5,4)	859,2 (+12,0)
z toho neoslobodené nadbytočné rezervy v rámci dvojstupňového systému ²⁾	2 268,4	(+277,2)	2 139,9	(+118,9)	2 396,9	(+257,1)	1 991,2 (+269,9)
Povinné minimálne rezervy³	146,9	(+2,2)	146,5	(+1,0)	147,5	(+1,0)	144,8 (+1,8)
Limit na oslobodenie ³⁾	881,6	(+13,0)	878,8	(+5,8)	884,8	(+5,9)	868,5 (+10,9)
Jednodňové sterilizačné operácie	634,2	(+73,0)	598,0	(+11,1)	676,4	(+78,4)	561,2 (+125,8)
Dolaďovacie operácie na stiahnutie likvidity	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0 (+0,0)

Zdroj: ECB.

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

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

2) Oslobodené a neoslobodené nadbytočné rezervy sú vysvetlené na [internetovej stránke ECB](#).

3) Doplňujúca položka, ktorá sa nenachádza v súvahe Eurosystému, a preto by nemala byť zahrnutá do výpočtu celkových pasív.

Aktíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 27. januára 2021 – 27. apríla 2021						Predchádzajúce sledované obdobie: 4. novembra 2020 – 26. januára 2021	
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie		Prvé udržiavacie obdobie: 27. januára – 16. marca		Druhé udržiavacie obdobie: 17. marca – 27. apríla		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory likvidity	1 066,0	(+26,2)	1 068,3	(+81,6)	1 063,3	(-4,9)	1 039,8	(-57,2)
Čisté zahraničné aktíva	826,5	(-30,3)	834,9	(-13,6)	816,7	(-18,2)	856,8	(-8,4)
Čisté aktíva v eurách	239,5	(+56,5)	233,3	(+95,2)	246,6	(+13,3)	183,0	(-48,8)
Nástroje menovej politiky	5 797,2	(+359,5)	5 617,9	(+112,1)	6 006,3	(+388,4)	5 437,7	(+395,1)
Operácie na voľnom trhu	5 797,2	(+359,5)	5 617,9	(+112,1)	6 006,3	(+388,4)	5 437,7	(+395,1)
Tendre	1 913,8	(+139,9)	1 792,8	(-0,1)	2 054,9	(+262,1)	1 773,9	(+125,9)
Hlavné refinančné operácie	0,4	(-0,0)	0,4	(+0,1)	0,3	(-0,1)	0,4	(-0,9)
3-mesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO)	0,5	(-0,4)	0,7	(-0,2)	0,3	(-0,4)	0,9	(-0,7)
Operácie TLTRO II	9,7	(-12,8)	15,7	(+0,0)	2,6	(-13,1)	22,5	(-17,9)
Operácie TLTRO III	1 876,5	(+152,3)	1 749,4	(-0,0)	2 024,8	(+275,4)	1 724,2	(+141,5)
Núdzové pandemické dlhodobejšie refinančné operácie (PELTRO)	26,7	(+0,8)	26,6	(+0,0)	26,9	(+0,3)	25,9	(+3,9)
Portfóliá priamych nákupov	3 883,4	(+219,6)	3 825,1	(+112,2)	3 951,4	(+126,3)	3 663,8	(+269,2)
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,5	(-0,0)
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	2,6	(-0,2)	2,6	(-0,1)	2,5	(-0,1)	2,8	(-0,1)
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	289,5	(+2,2)	289,3	(+1,5)	289,7	(+0,4)	287,3	(+1,5)
Program pre trhy s cennými papiermi	25,6	(-3,0)	27,1	(-1,5)	23,8	(-3,3)	28,6	(-4,5)
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	28,7	(-1,0)	28,8	(-0,8)	28,7	(-0,1)	29,7	(+0,1)
Program nákupu aktív verejného sektora	2 374,3	(+37,2)	2 366,1	(+20,9)	2 383,9	(+17,8)	2 337,1	(+53,9)
Program nákupu aktív podnikového sektora	263,4	(+13,5)	259,4	(+7,4)	268,1	(+8,7)	249,9	(+17,6)
Núdzový pandemický program nákupu aktív	898,8	(+170,9)	851,3	(+84,8)	954,2	(+102,9)	727,9	(+200,6)
Jednodňové refinančné operácie	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)

Zdroj: ECB.

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

Ostatné informácie o likvidite

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 27. januára 2021 – 27. apríla 2021						Predchádzajúce sledované obdobie: 4. novembra 2020 – 26. januára 2021
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie		Prvé udržiavacie obdobie: 27. januára – 16. marca		Druhé udržiavacie obdobie: 17. marca – 27. apríla		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie
Celková potreba likvidity ¹⁾	2 030,6	(+4,4)	2 008,7	(-26,4)	2 056,3	(+47,7)	2 026,3 (-18,2)
Čisté autonómne faktory ²⁾	1 883,7	(+2,2)	1 862,2	(-27,3)	1 908,9	(+46,7)	1 881,5 (-20,1)
Nadbytočná likvidita ³⁾	3 766,5	(+355,1)	3 609,3	(+138,5)	3 950,0	(+340,7)	3 411,4 (+413,4)

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 jednoduchých sterilizačných operácií mínus vklady v rámci jednoduchých refinančných operácií.

Vývoj úrokových sadzieb

(priemerné hodnoty v %)

	Aktuálne sledované obdobie: 27. januára 2021 – 27. apríla 2021						Predchádzajúce sledované obdobie: 4. novembra 2020 – 26. januára 2021
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie		Prvé udržiavacie obdobie: 27. januára – 16. marca		Druhé udržiavacie obdobie: 17. marca – 27. apríla		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie
Hlavné refinančné operácie	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00 (+0,00)
Jednoduché refinančné operácie	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25 (+0,00)
Jednoduché sterilizačné operácie	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50 (+0,00)
EONIA ¹	-0,480	(-0,005)	-0,478	(-0,001)	-0,481	(-0,003)	-0,475 (-0,006)
€STR	-0,565	(-0,005)	-0,563	(-0,001)	-0,567	(-0,003)	-0,560 (-0,006)

Zdroj: ECB.

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

1) Od 1. októbra 2019 sa jednoduchá sadzba EONIA počíta ako krátkodobá eurová sadzba (€STR) plus 8,5 základného bodu. Uvedené rozdiely v zmenách jednoduchovej sadzby EONIA a sadzby €STR sú spôsobené zaokrúhlením.

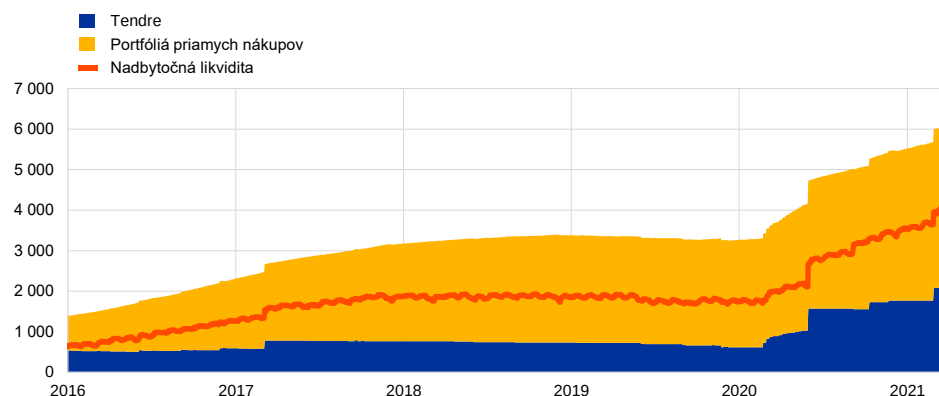
Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

Priemerná výška likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky sa zvýšila o 359,5 mld. € a v sledovanom období dosiahla v priemere 5 797,2 mld. € (graf A). Približne 61 % nárastu je výsledkom prebiehajúcich čistých nákupov v rámci programov nákupu aktív, predovšetkým PEPP, zatiaľ čo zvyšných 39 % je z úverových operácií, najmä z pridelenia siedmej operácie série TLTRO III v marci 2021.

Graf A

Vývoj likvidity poskytovanej prostredníctvom operácií na voľnom trhu a nadbytočnej likvidity

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 27. apríla 2021.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období zvýšil o 139,9 mld. €.

Do značnej miery to bolo z dôvodu vyrovnaní siedmej operácie série TLTRO III 24. marca, ktorá dodala do obehu 330,5 mld. €. Táto investícia bola čiastočne kompenzovaná konečnou splatnosťou série TLTRO II, v ktorej sa splatilo 9,7 mld. €. Prvá operácia zo štyroch ďalších núdzových pandemických dlhodobějších refinančných operácií (PELTRO), ktorá bola oznámená v decembri 2020 a vyrovnaná 25. marca 2021, priniesla ďalších 0,8 mld. € likvidity. Hlavné refinančné operácie (MRO) a trojmesačné dlhodobější refinančné operácie (LTRO) naďalej zohrávajú okrajovú úlohu, pričom priemerný objem využívania týchto dvoch pravidelných refinančných operácií sa v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím znížil o 0,4 mld. € na nové rekordné minimum 0,9 mld. €.

Priame portfóliá sa zároveň zvýšili o 219,6 mld. € na 3 883,4 mld. € v dôsledku čistých nákupov v rámci programu nákupu aktív a programu PEPP.

Priemerné držby v rámci programu PEPP sa v porovnaní s priemerom z predchádzajúceho sledovaného obdobia zvýšili o 170,9 mld. € a dosiahli 898,8 mld. €. Nákupy v rámci programu PEPP predstavovali zďaleka najväčší nárast vo všetkých programoch nákupu aktív. Po nich nasledovali nákupy v rámci programu nákupu aktív verejného sektora (PSPP) a programu nákupu aktív podnikového sektora (CSPP), ktorých priemerné podiely sa zvýšili pri PSPP o 37,2 mld. € na 2 374,3 mld. € a pri CSPP o 13,5 mld. €, na 263,4 mld. €.

Nadbytočná likvidita

Priemerná nadbytočná likvidita sa zvýšila o 355,1 mld. € na nové rekordné maximum 3 766,5 mld. € (graf A).

Nadbytočná likvidita je súčet bankových rezerv presahujúcich povinné minimálne rezervy a objemu jednoduchých sterilizačných operácií mínus objem všetkých jednoduchých refinančných operácií. Odráža rozdiel

medzi poskytnutou likviditou a potrebami likvidity. Objem prostriedkov na bežných účtoch bánk, ktorý presiahol povinné minimálne rezervy, vzrástol o 282,0 mld. € na 3 132,3 mld. €, zatiaľ čo priemerný objem jednoduchových sterilizačných obchodov sa zvýšil o 73 mld. € na 634,2 mld. €.

Prebytočné rezervy oslobodené od zápornej sadzby jednoduchových sterilizačných obchodov v rámci dvojstupňového systému¹ vzrástli o 14,9 mld. € na 874,1 mld. €, zatiaľ čo neoslobodené rezervy vzrástli o 277,2 mld. € na 2 268,4 mld. €.

Nárast oslobodených nadbytočných rezerv do veľkej miery odráža zvýšenie limitu na oslobodenie o 13 mld. € na 881,6 mld. €, ktoré bolo zasa dôsledkom požiadavky na povinné minimálne rezervy a jej zvýšenia v sledovanom období. Rast rezerv, ktoré nie sú oslobodené od záporného úročenia, sa pripisuje všeobecnému zvýšeniu nadbytočnej likvidity, ktoré je vyvolané nákupmi čistých aktív a väčším využívaním úverových operácií. Agregovaná miera využitia limitu na oslobodenie, t. j. pomer medzi rezervami, na ktoré sa vzťahuje oslobodenie, a maximom, ktoré je možné oslobodiť, sa mierne zvýšila z 98,9 % na 99,1 %. Stabilne vysoká miera využitia ukazuje, že nadbytočná likvidita zostáva naďalej široko uplatňovaná a veľká väčšina bánk má rezervy výrazne nad minimálnou požiadavkou. Miera využitia zostala od tretieho udržiavacieho obdobia roku 2020 nad 98 %. V tomto sledovanom období tvorili oslobodené nadbytočné rezervy 23,3 % z celkovej nadbytočnej likvidity v porovnaní s 25,2 % v predchádzajúcom sledovanom období.

Vývoj úrokových sadzieb

Priemerná sadzba €STR počas tohto sledovaného obdobia v porovnaní s predchádzajúcim obdobím mierne poklesla.

V tomto sledovanom období predstavovala sadzba €STR –56,5 bázického bodu, čo sa v porovnaní s priemerom –56,0 bázických bodov počas predchádzajúceho sledovaného obdobia prakticky nezmenilo, pretože veľkosť nadbytočnej likvidity spôsobuje, že sadzba €STR je pomerne málo pružná dokonca aj voči veľkým zmenám likvidity. Je pozoruhodné, že od októbra 2019 sa EONIA vypočítava ako €STR plus pevné rozpätie 8,5 bázického bodu. Z toho dôvodu sa EONIA vyvíjala a aj naďalej sa bude vyvíjať paralelne so sadzbou €STR. Úrokové sadzby ECB – sadzby pre jednoduchové sterilizačné obchody, MRO a jednoduchové refinančné obchody – sa počas sledovaného obdobia nezmenili.

¹ Dvojstupňový systém odmeňovania držby nadbytočných rezerv je vysvetlený na [internetovej stránke ECB](#).

Vplyv krízy COVID-19 na trh práce v eurozóne u mužov a žien

Vasco Botelho a Pedro Neves

Na základe údajov dostupných do štvrtého štvrťroka 2020 v eurozóne viedla kríza spôsobená koronavírusom (COVID-19) k poklesu pracovnej sily, prepadu zamestnanosti a nárastu nezamestnanosti, pričom časový vývoj bol u mužov a žien odlišný.¹ Zamestnanosť v eurozóne sa medzi štvrtým štvrťrokom 2019

a štvrtým štvrťrokom 2020 znížila o približne 3,1 milióna pracovníkov (graf A).

Odhaduje sa, že asi 1,9 milióna z týchto pracovníkov sú muži a zhruba 1,2 milióna ženy. Znamená to celkový pokles zamestnanosti v tomto období u mužov o 2,2 %

a u žien o 1,5 %.² Nezamestnanosť sa za rovnaké obdobie zvýšila o 0,9 milióna,

pričom nezamestnanými sa stalo 495 000 mužov a 388 000 žien. Celkovo došlo

medzi štvrtým štvrťrokom 2019 a štvrtým štvrťrokom 2020 k nárastu

nezamestnanosti mužov na úrovni 8,0 % a nezamestnanosti žien na úrovni 6,6 %.

Percentuálny nárast nezamestnanosti počas tohto obdobia dosiahol vrchol v treťom

štvrťroku 2020, a to 10,5 % u mužov a 12,8 % u žien. Počas štvrtého štvrťroka 2020

potom počet nezamestnaných žien poklesol viac ako počet nezamestnaných mužov.

Veľký pokles zamestnanosti nebol sprevádzaný zodpovedajúcim nárastom

nezamestnanosti ani jedného z pohlaví. Medzi štvrtým štvrťrokom 2019 a štvrtým

štvrťrokom 2020 prestalo aktívne pracovať 2,2 milióna ľudí, z toho 1,4 milióna mužov

a 0,8 milióna žien. Zatiaľ čo účasť ženskej pracovnej sily bola viac ovplyvnená počas

prvej vlny pandémie do druhého štvrťroka 2020, v druhej polovici roka sa zotavovala

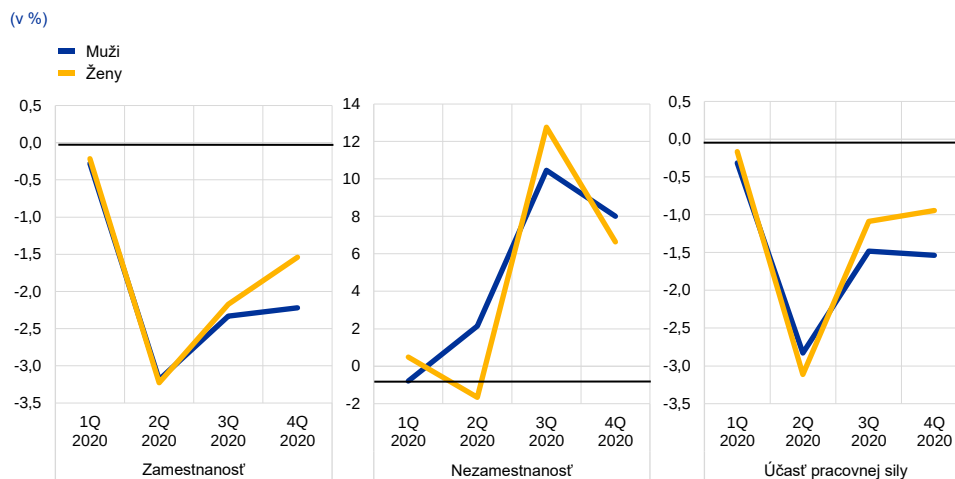
rýchlejším tempom.

¹ Agregované údaje o zamestnanosti a celkovom počte odpracovaných hodín vychádzajú z údajov národných účtov Eurostatu, pričom informácie o nezamestnanosti a zamestnanosti podľa pohlaví a odpracovaných hodinách sú získané zo štvrťročného prieskumu Eurostatu o pracovnej sile v EÚ. Rodovo-súhrnné vplyvy na zamestnanosť a počet odpracovaných hodín sa mapujú na úrovni sektorov a na agregovanej úrovni z prieskumu pracovnej sily a údajov z národných účtov. Tým sa nepriamo predpokladá, že rozloženie pohlaví v eurozóne vypočítané pomocou prieskumu pracovnej sily vo veľkej miere platí aj pre údaje z národných účtov. Termíny „zvyčajne odpracované hodiny“ a „zmluvné odpracované hodiny“ sa v tomto boxe používajú zameniteľne.

² Od štvrtého štvrťroka 2019 do tretieho štvrťroka 2020 bol pokles zamestnanosti u mužov a žien celkovo rovnaký, na úrovni približne 2,3 % u mužov a 2,2 % u žien.

Graf A

Zmeny v zamestnanosti, nezamestnanosti a účasti pracovnej sily v eurozóne u mužov a žien počas krízy COVID-19



Zdroj: Eurostat, prieskum pracovnej sily EÚ a výpočty ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje percentuálnu zmenu v počte zamestnaných a nezamestnaných pracovníkov podľa pohlavia medzi štvrtým štvrťrokom 2019 a každým štvrťrokom 2020. Podľa toho je vypočítaná zmena v účasti pracovnej sily. Pracovná sila sa počíta ako súčet zamestnaných a nezamestnaných pracovníkov.

Miera nezamestnanosti žien je vyššia ako miera nezamestnanosti mužov, existuje však určitá neistota, aký veľký je rozdiel medzi mierami nezamestnanosti žien a mužov (graf B). Miera nezamestnanosti žien je vyššia ako miera nezamestnanosti mužov. Vo štvrtom štvrťroku 2020 bolo nezamestnaných 8,3 % žien, v porovnaní s 7,7 % nezamestnaných mužov. Nejde pritom o nový trend vo vývoji: vo štvrtom štvrťroku 2019, pred vypuknutím krízy COVID-19, bola miera nezamestnanosti žien 7,7 % a mužov 7,1 %. Rozdiel v nezamestnanosti žien a mužov tak vo štvrtom štvrťroku 2019 predstavoval 0,6 percentuálneho bodu a vo štvrtom štvrťroku 2020 bol na úrovni 0,5 percentuálneho bodu.³ Rozdiel v miere nezamestnanosti žien a mužov sa v druhom štvrťroku 2020 znížil predtým, ako v treťom štvrťroku opäť narástol. Pokiaľ však ide o jeho vývoj, po tomto bode prevláda neistota. Táto neistota vyplýva z použitia rôznych štatistických ukazovateľov z prieskumu pracovnej sily v EÚ (konkrétne mesačné verzus štvrťročné časové rady) a z prebiehajúcej štatistickej reklasifikácie pracovníkov v programoch na udržanie pracovných miest.⁴ Podľa Eurostatu sú štvrťročné časové rady robustnejšie, ale menej aktuálne než mesačné časové rady. Na základe mesačných časových radov sa rozdiel medzi nezamestnanosťou žien a mužov vo štvrtom štvrťroku 2020 nezmenil, pričom miera nezamestnanosti žien bola o 1 percentuálny bod vyššia ako miera nezamestnanosti mužov. Naopak, podľa štvrťročných časových radov sa rozdiel medzi nezamestnanosťou žien a mužov vo

³ Presnejšie, rozdiel medzi nezamestnanosťou žien a mužov bol vo štvrtom štvrťroku 2020 na úrovni 0,53 percentuálneho bodu, pretože miera nezamestnanosti vypočítaná na dve desatinné miesta bola 8,25 % u žien a 7,72 % u mužov.

⁴ Kríza COVID-19 viedla k veľkým zmenám v účasti pracovnej sily; mesačné ukazovatele trhu práce podľa pohlaví tieto zmeny úplne nezachytávajú a revidujú sa ex post. Neistota týkajúca sa rozdielu v miere nezamestnanosti žien a mužov vyplývajúca z frekvencie súboru údajov je dočasným problémom, ktorý sa vyrieši v blízkej budúcnosti zavedením metodiky integrovanej európskej sociálnej štatistiky.

štvrtom štvrtroku 2020 znížil, pričom miera nezamestnanosti žien bola o 0,5 percentuálneho bodu vyššia ako miera nezamestnanosti mužov.

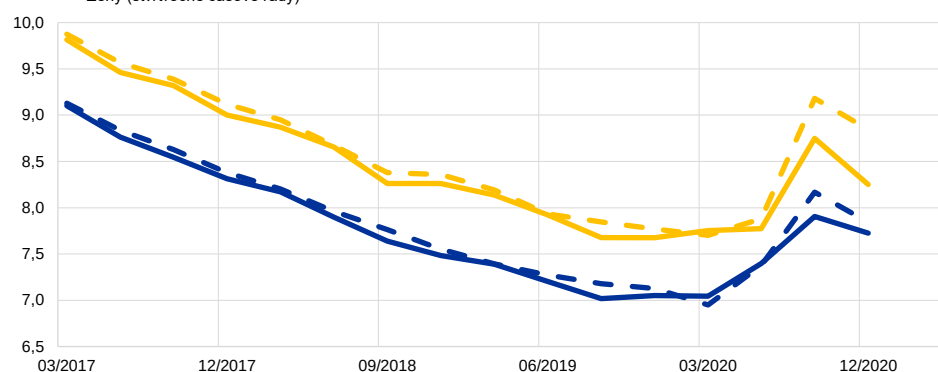
Graf B

Rozdiel v miere nezamestnanosti žien a mužov – štvrťročné štatistiky oproti mesačným

a) Miera nezamestnanosti

(v %)

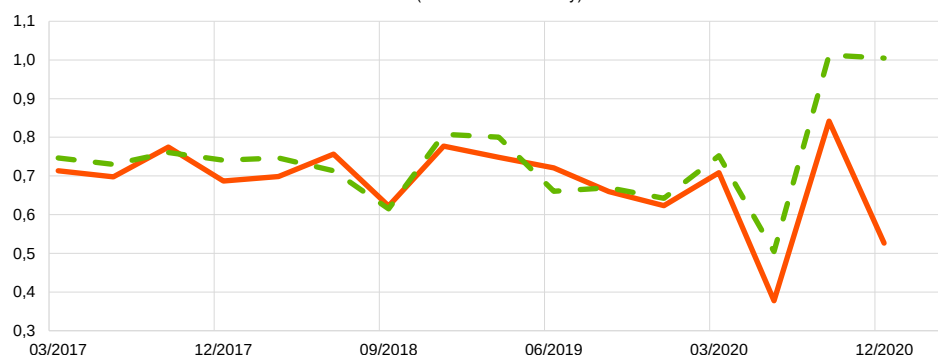
- Muži (mesačné časové rady, prerušovaná čiara)
- Muži (štvrťročné časové rady)
- Ženy (mesačné časové rady, prerušovaná čiara)
- Ženy (štvrťročné časové rady)



b) Rozdiel v miere nezamestnanosti žien a mužov

(v percentuálnych bodoch)

- Rozdiel v miere nezamestnanosti žien a mužov (štvrťročné časové rady)
- Rozdiel v miere nezamestnanosti žien a mužov (mesačné časové rady)



Zdroj: Eurostat, prieskum pracovnej sily EÚ a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje s rôznymi časovými frekvenciami poskytujú iný dojem z rozdielu medzi mierou nezamestnanosti žien a nezamestnanosti mužov. Na tieto rozdiely v nezamestnanosti môže mať vplyv zvýšená volatilita trhu práce počas pandémie, ktorú možno pripísať počtu ľudí opúšťajúcich pracovnú silu a rozsiahleho využívaniu programov na udržanie pracovných miest. Posledné pozorovania sú z marca 2021 pre mesačné časové rady a zo štvrtého štvrtroka 2020 pre štvrťročné časové rady.

Predbežné dôkazy naznačujú, že aj muži aj ženy z rozsiahleho využívania programov na udržanie pracovných miest značne profitovali. Počet

pracovníkov, ktorí uvádzajú dočasné prepúšťanie ako dôvod neprítomnosti v práci v danom týždni je z hľadiska pohlavia zhruba rovnaký, pričom ženy tvoria 49,4 % pracovníkov, ktorí boli v členských štátoch EÚ vo štvrtom štvrtroku 2020 prepustení. Tento ukazovateľ možno považovať za ukazovateľa počtu pracovníkov v programoch

na udržanie pracovných miest, ktorí pracujú nula hodín.⁵ Rozsiahle využívanie programov na udržanie pracovných miest vo veľkej miere podporilo zamestnanosť a ochránilo pracovné miesta počas pandémie. Počet dočasných prepúšťaní dosiahol v druhom štvrťroku 2020 maximálnu úroveň 38,9 % z celkového počtu neprítomností v práci a vo štvrtom štvrťroku poklesol na úroveň 14,1 %.⁶ Navyše podiel žien sa z dočasne prepustených pracovníkov zvýšil v priemere z 34,7 % v rokoch 2006 až 2019 na 45,7 % v prvom štvrťroku 2020, pričom vo štvrtom štvrťroku 2020 sa ešte zvýšil na úroveň 49,4 %.⁷

Analýza celkového počtu odpracovaných hodín môže poskytnúť pohľad na rôzne faktory ovplyvňujúce vývoj na trhu práce počas krízy COVID-19 podľa pohlavia. Celkový počet odpracovaných hodín sa medzi štvrtým štvrťrokom 2019 a štvrtým štvrťrokom 2020 znížil o 6,4 %. Muži sa na tomto poklese podieľali na úrovni 4,4 percentuálneho bodu a ženy na úrovni 2,0 percentuálneho bodu. U mužov bol pokles zamestnanosti zodpovedný za pokles celkového počtu odpracovaných hodín o 1,3 percentuálneho bodu, zatiaľ čo pokles priemerného počtu odpracovaných hodín predstavoval zvyšných 3,1 percentuálneho bodu. U žien tieto faktory prispeli k poklesu celkového počtu odpracovaných hodín o 0,6 percentuálneho bodu a priemerného počtu odpracovaných hodín o 1,4 percentuálneho bodu. Výrazný pokles priemerného počtu odpracovaných hodín podľa pohlavia možno ďalej analyzovať členením zmien podľa zvyčajne odpracovaných hodín (dajú sa interpretovať ako zmluvné hodiny) a skutočne odpracovaných hodín.⁸ Rozdiel medzi skutočne odpracovanými hodinami a zmluvnými odpracovanými hodinami tak môže poskytnúť ďalšie informácie o ad hoc faktoroch, ktorých pôsobením počas pandémie COVID-19 klesá celkový počet odpracovaných hodín u mužov a žien.

Pokles priemerného počtu odpracovaných zmluvných hodín predstavuje jednu tretinu poklesu priemerného počtu odpracovaných hodín u mužov, zatiaľ čo zmluvné odpracované hodiny u žien zostali zhruba rovnaké (graf C). Pokles zmluvných hodín odpracovaných mužmi predstavuje 1,2 percentuálneho bodu z poklesu celkového počtu odpracovaných hodín medzi štvrtým štvrťrokom 2019 a štvrtým štvrťrokom 2020, kým zmluvné hodiny odpracované ženami zostali počas

⁵ Gómez, A.L. a Montero, J.M., *Impact of lockdown on the euro area labour market in 2020 H1*, *Ekonomický bulletin*, číslo 4, Banco de España, 2020. Komplexné hodnotenie vplyvu a rozsiahleho využívania programov na udržanie pracovných miest nájdete v článku *The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market*, *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2020.

⁶ Kríza COVID-19 podstatne zvýšila počet dočasných prepúšťaní v EÚ. V rokoch 2006 až 2019 predstavovali v priemere iba 2,7 % z celkového počtu neprítomností v práci.

⁷ Nemecká Spolková agentúra práce poskytuje členenie počtu pracovníkov v systémoch skráteného pracovného času („Kurzarbeit“) podľa pohlavia. Tieto údaje sú k dispozícii do októbra 2020 a potvrdzujú, že programy na udržanie pracovných miest v krajine významne podporovali aj mužov aj ženy. Tiež však naznačujú tendenciu, že v systéme Kurzarbeit pracujú skôr muži ako ženy, pričom podiel žien v systéme Kurzarbeit dosahoval v marci 2020 najvyššiu úroveň 46,1 % a v októbri 2020 postupne klesol na 37,4 %. V jednotlivých krajinách môže teda existovať určitá rôznorodosť, pokiaľ ide o relatívny vplyv programov na udržanie pracovných miest na mužov i ženy.

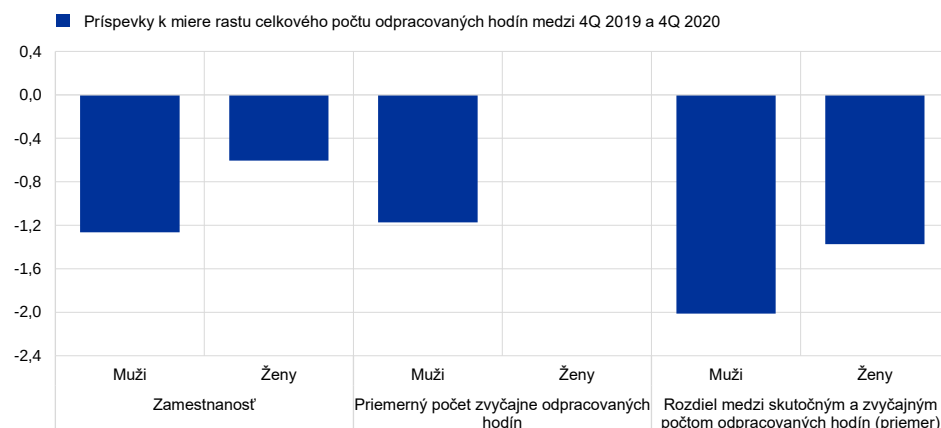
⁸ Skutočné odpracované hodiny zahŕňajú (i) zmluvné hodiny práce a (ii) platené a neplatené nadčasy a hodiny odpracované v ďalších zamestnaniach. Skutočne odpracované hodiny nezahŕňajú neodpracovaný čas, okrem iného z dôvodu štátnych sviatkov, platenej dovolenky za kalendárny rok, choroby, úrazu a dočasnej práceneschopnosti, materskej dovolenky, rodičovskej dovolenky, školského vzdelávania alebo ďalšieho vzdelávania, viaznutia práce z technických alebo ekonomických dôvodov, štrajkov alebo pracovných sporov, zlého počasia a náhradného voľna.

tohto obdobia zhruba rovnaké.⁹ Zmeny v počte zmluvných hodín sú väčšinou spôsobené štrukturálnymi vplyvmi, ktoré sa líšia podľa pohlavia. Predbežné údaje zo štvrťročného prieskumu pracovnej sily v EÚ naznačujú, že u žien bol zaznamenaný výraznejší pokles zamestnanosti na čiastočný úväzok a v počte stálych zamestnancov než u mužov. Naopak, došlo k výraznejšiemu poklesu počtu mužov pracujúcich na plný úväzok a na pracovný pomer na dobu určitú a k výraznejšiemu nárastu počtu podzamestnaných pracovníkov na čiastočný úväzok. Všeobecná absencia zmien, pokiaľ ide o zvyčajne odpracované hodiny ženami, súvisí so štrukturálnymi vplyvmi, ako je pokles zamestnanosti na čiastočný úväzok, ktorý viac ovplyvnil ženy než mužov.¹⁰ Keďže zamestnanci na čiastočný úväzok pracujú v porovnaní so svojimi kolegami v plnom úväzku menej hodín, spôsobilo to štrukturálny vplyv, ktorý zvyšuje počet zmluvných odpracovaných hodín. Naopak, pokles hodín zvyčajne odpracovaných mužmi bol spôsobený relatívne silnejším poklesom počtu mužov pracujúcich na plný úväzok a zvýšením počtu podzamestnaných pracovníkov na čiastočný úväzok.¹¹

Graf C

Príspevky zamestnanosti, zvyčajne odpracovaných hodín a skutočne odpracovaných hodín k zmenám v celkovom počte odpracovaných hodín

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat, prieskum pracovnej sily EÚ a výpočty ECB.

Poznámka: Príspevky zamestnanosti, zvyčajne odpracované hodiny a rozdiel medzi počtom skutočne a zvyčajne odpracovaných hodín sa vzťahujú na obdobie medzi štvrtým štvrťrokom 2019 a štvrtým štvrťrokom 2020.

⁹ Priemerný počet hodín zvyčajne odpracovaných ženami sa medzi štvrtým štvrťrokom 2019 a štvrtým štvrťrokom 2020 nezmenil a zostal na úrovni 32,9 hodín týždenne.

¹⁰ Rodovo špecifický pokles zamestnanosti na čiastočný úväzok počas krízy COVID-19 zhruba zodpovedá rodovému zloženiu zamestnancov na čiastočný úväzok vo štvrtom štvrťroku 2019.

¹¹ K poklesu zmluvných odpracovaných hodín prispel aj pokles samostatnej zárobkovej činnosti mužov, aj keď v oveľa menšej miere. Samostatne zárobkovo činné osoby tvoria asi 14 % z celkovej zamestnanosti a 18,5 % z celkového počtu odpracovaných hodín. Z tohto sa dá usúdiť, že samostatne zárobkovo činné osoby pracujú v priemere viac hodín ako zamestnanci. Samostatne zárobkovo činné osoby predstavujú asi 17 % z celkovej zamestnanosti mužov a asi 10 % z celkovej zamestnanosti žien. Napriek nízkemu podielu samostatnej zárobkovej činnosti na celkovej zamestnanosti mužov i žien môže byť strata zamestnania samostatne zárobkovo činných mužov dôležitá pre pokles zmluvných odpracovaných hodín, keďže i) samostatne zárobkovo činné osoby pracujú v priemere viac hodín ako zamestnanci a ii) samostatne zárobkovo činní muži odpracujú v priemere viac hodín ako samostatne zárobkovo činné ženy, čím sa u mužov zosilňuje štrukturálny vplyv. Viac informácií je na stránke Eurostatu, [Hours of work – annual statistics](#), máj 2020.

Rozdiel medzi skutočne a zvyčajne odpracovanými hodinami neprimerane prispieva k poklesu celkového počtu odpracovaných hodín podľa pohlavia, čo poskytuje určité informácie o rozhodovaní o ponuke pracovnej sily na úrovni domácnosti. Rozdiel medzi skutočne a zvyčajne odpracovanými hodinami zodpovedá zhruba dvom tretinám poklesu priemerného počtu odpracovaných hodín u mužov a celý pokles priemerného počtu odpracovaných hodín u žien medzi štvrtým štvrťrokom 2019 a štvrtým štvrťrokom 2020. Zmeny v rozdieli medzi skutočnými a zvyčajnými hodinami odpracovanými mužmi prispeli k poklesu celkového počtu odpracovaných hodín o 2,0 percentuálneho bodu, pričom zmeny v rozdieli medzi skutočným a zvyčajným počtom hodín odpracovaných ženami prispeli na úrovni 1,4 percentuálneho bodu.¹² Programy na udržanie pracovných miest stimulovali hromadenie pracovnej sily a úpravou pracovného času umožnili flexibilitu, čo viedlo k väčším rozdielom medzi skutočnými a zmluvnými hodinami, ktoré odpracovali muži aj ženy.¹³ To naznačuje, že neprimeraný pokles priemerných skutočne odpracovaných hodín je čiastočne spôsobený aj ad hoc čiastočným skrátením pracovného času zamestnaných pracovníkov, čo môže mať vplyv viac na ženy ako na mužov.¹⁴ Tento výsledok môže zároveň poskytnúť určité informácie o rozhodovaní o ponuke pracovnej sily na úrovni domácnosti. Túto tému podrobnejšie skúma Fuchs-Schündeln a kol.¹⁵, ktorí ukazujú, že nárast potreby osobnej starostlivosti o deti po zatvorení škôl a opatrovateľských služieb v reakcii na pandémiu COVID-19 by mohol zasiahnuť až 35 % pracovnej sily (a až 12 % zvyčajne odpracovaných hodín) v Európe.

Pokles celkového počtu odpracovaných hodín súvisel s rozdielnym vývojom v odvetviach a u jednotlivých pohlaví (graf D).¹⁶ Pokiaľ ide o zmeny v celkovom počte odpracovaných hodín medzi štvrtým štvrťrokom 2019 a štvrtým štvrťrokom 2020 v jednotlivých odvetviach, aj muži aj ženy boli pandémiou výrazne zasiahnutí. Vplyv pandémie bol relatívne silnejší u mužov pracujúcich v odvetviach obchodu,

¹² Tieto príspevky v percentuálnych bodoch zohľadňujú rodovo-špecifické bázické efekty, a to skutočnosť, že ženy pracujú asi 40 % z celkového počtu odpracovaných hodín v eurozóne. Ako kontrola robustnosti sa rovnaké cvičenie zopakovalo pomocou prístupu zdola nahor, ktorý mapuje mieru rastu zamestnanosti a počet odpracovaných hodín medzi prieskumom pracovnej sily EÚ a údajmi z národných účtov na úrovni jednotlivých odvetví. Zaujímavé je, že rozdiely v príspevkoch zamestnanosti a priemerného počtu odpracovaných hodín medzi mužmi a ženami sú podľa týchto alternatívnych výpočtov menšie. V tomto prípade sú príspevky k poklesu celkového počtu odpracovaných hodín podľa pohlavia takéto: i) pokiaľ ide o zamestnanosť, -1,0 percentuálneho bodu u mužov a -0,9 percentuálneho bodu u žien; a ii) pre priemerný počet odpracovaných hodín -2,7 percentuálneho bodu u mužov a -1,9 percentuálneho bodu u žien. To by potom malo vplyv na kvantitatívny príspevok zmien v rozdieli medzi skutočne a zvyčajne odpracovanými hodinami podľa pohlavia, čím by sa tento príspevok u mužov oslabil a u žien posilnil. Mohli by sa preto zahrnúť štrukturálne vplyvy odvetvia, aby bolo možné bližšie určiť špecifický vplyv krízy COVID-19 na trh práce na mužov a na ženy.

¹³ Hromadenie pracovnej sily je súčasťou spotreby práce, ktorú firmy počas výrobného procesu v danom čase plne nevyužívajú. Hromadenie pracovnej sily môže firmám potenciálne pomôcť vyhnúť sa nákladom na opätovné zamestnávanie a zaškolenie po skončení recesie, keď sa zlepšia ekonomické podmienky.

¹⁴ Príspevok rozdielu medzi priemernými skutočne odpracovanými hodinami a zmluvnými hodinami odpracovanými mužmi k poklesu celkového počtu odpracovaných hodín ovplyvňuje aj silnejší nárast počtu mužov, ktorí boli v období medzi štvrtým štvrťrokom 2019 a štvrtým štvrťrokom 2020 podzamestnaní a pracovali na čiastočný úväzok.

¹⁵ Fuchs-Schündeln, N., Kuhn, M. a Tertilt, M., [The short-run macro implications of school and child-care closures](#), IZA Discussion Paper Series, No 13353, IZA Institute of Labor Economics, Bonn, June 2020.

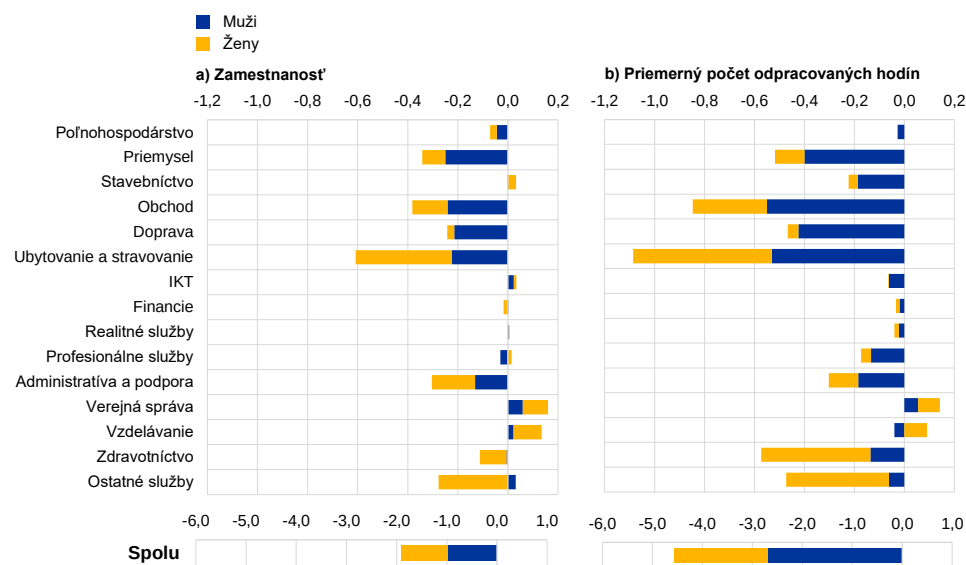
¹⁶ Sektorové a rodovo-špecifické vplyvy krízy COVID-19 na zamestnanosť a na priemerný počet odpracovaných hodín, ktoré sú zdokumentované v grafe D, sú zostavené podľa už spomenutého prístupu zdola nahor.

dopravy a profesionálnych služieb, v porovnaní s podielom celkových hodín odpracovaných mužmi v jednotlivých odvetviach vo štvrtom štvrťroku 2019. Príspevky k poklesu celkového počtu odpracovaných hodín boli naopak relatívne vyššie u žien v sektoroch ubytovacích a stravovacích služieb, administratívnych a podporných služieb a rekreačných a osobných služieb. Vo väčšine odvetví bol pokles celkového počtu odpracovaných hodín spôsobený poklesom zamestnanosti a poklesom priemerného počtu odpracovaných hodín. Straty zamestnania medzi štvrtým štvrťrokom 2019 a štvrtým štvrťrokom 2020 prevládali u mužov najmä v odvetviach veľkoobchodu a maloobchodu a dopravy a u žien v odvetviach rekreačných a osobných služieb. Naopak, zvýšenie zamestnanosti vo verejnej správe a v školstve sa týkalo najmä žien. Pokles priemerného počtu odpracovaných hodín doplnil asymetriu medzi jednotlivými odvetviami a rodové rozdiely v rámci odvetvia v pozorovanom poklese zamestnanosti a tvoril väčšinu poklesu celkového počtu odpracovaných hodín.

Graf D

Príspevky odvetví k rastu zamestnanosti a priemerný počet odpracovaných hodín podľa pohlavia

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat, prieskum pracovnej sily EÚ a výpočty ECB.

Poznámka: Príspevky odvetví k zamestnanosti a priemerný počet odpracovaných hodín sa vzťahujú na obdobie medzi štvrtým štvrťrokom 2019 a štvrtým štvrťrokom 2020. Zostavujú sa podľa už spomínaného prístupu zdola nahor, ktorý mapuje rodové a sektorové zloženie v prieskume pracovnej sily EÚ a sektorové zloženie pre zamestnanosť a odpracované hodiny v údajoch z národných účtov. „Ostatné služby“ zahŕňajú odvetvie rekreačných a osobných služieb.

V tomto boxe je zdokumentovaný vplyv krízy COVID-19 na trh práce v eurozóne na základe údajov dostupných do štvrtého štvrťroka 2020, pričom sa zdôrazňuje, že aj muži aj ženy boli touto krízou výrazne zasiahnutí. Počas krízy COVID-19 prišlo o prácu viac mužov ako žien, a stali sa neaktívnymi, zatiaľ čo programy na udržanie pracovných miest vo všeobecnosti chránili zamestnanosť a významne zvýhodňovali pracovníkov oboch pohlaví. Pokles priemerného počtu odpracovaných hodín bol o niečo výraznejší u mužov ako u žien. Faktory, ktoré stáli za týmto poklesom, sa však medzi pohlaviami líšili. Pokles priemerného počtu odpracovaných hodín u mužov bol čiastočne spôsobený poklesom zmluvných hodín,

pričom ad hoc zníženie počtu odpracovaných hodín, ktoré zvyšuje rozdiel medzi skutočne odpracovanými hodinami a zmluvnými hodinami, prispelo k poklesu priemerného počtu odpracovaných hodín u mužov aj žien. Tento vývoj možno pripísať asymetrickému vplyvu krízy COVID-19 na jednotlivé odvetvia.¹⁷ Vplyvy zdokumentované v tomto boxe sa vzťahujú iba na agregovaný vplyv na zamestnanosť, nezamestnanosť, účasť pracovnej sily a počet odpracovaných hodín podľa pohlavia, a neberú do úvahy zhoršené životné podmienky, ktoré pracovníkom vzniknú, keď príde o prácu iný člen ich domácnosti. Bluedorn a kol.¹⁸ tvrdia, že rozsah a pretrvávanie rozdielov v zamestnanosti žien sa počas krízy COVID-19 v jednotlivých krajinách výrazne líšia a že rodové rozdiely v zamestnanosti sú zvyčajne krátkodobého charakteru.

¹⁷ Viac k tejto téme v boxe [High-frequency data developments in the euro area labour market](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 5, 2020, ktorý ponúka skorší náhľad na rozdielny sektorálny vplyv krízy COVID-19 na trh práce prostredníctvom údajov s vysokou periodicitou. Komplexné hodnotenie vplyvu krízy COVID-19 na trh práce v eurozóne vrátane rozsiahleho využívania programov na udržanie pracovných miest nájdete v článku [The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2020.

¹⁸ Bluedorn, J., Caselli, F., Hansen, N.-J. A Mendes Tavares, M., [Gender and Employment in the COVID-19 Recession: Evidence on 'She-cessions'](#), *IMF Working Paper Series*, No 2021/095, March 2021.

Vývoj cien nehnuteľností na bývanie v eurozóne počas pandémie koronavírusu

Moreno Roma

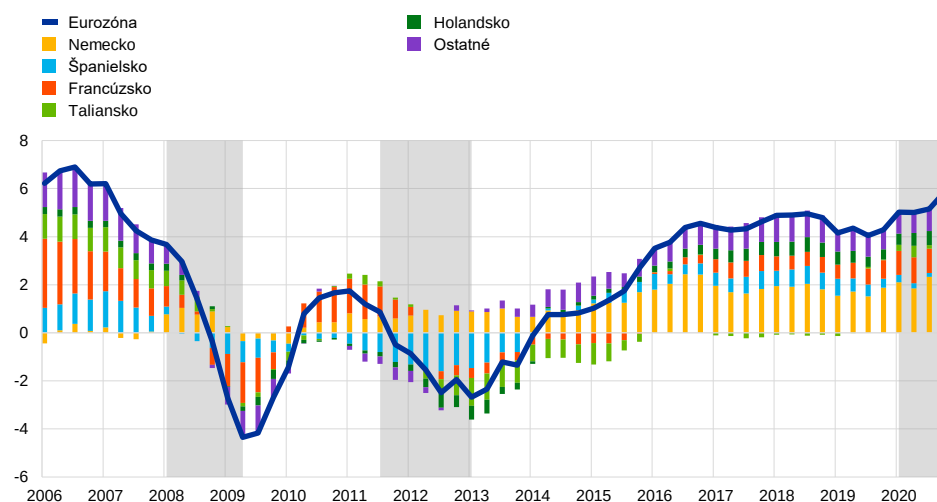
Agregovaná dynamika cien nehnuteľností na bývanie v eurozóne zostala výrazná aj počas pandémie koronavírusu (COVID-19). Medziročný rast cien nehnuteľností na bývanie sa zrýchlil zo 4,3 % na konci roka 2019 na 5,8 % v poslednom štvrtroku 2020, čo predstavuje najvyššie tempo rastu od polovice roka 2007. V tomto boxe sa hodnotí nedávny vývoj cien nehnuteľností na bývanie v eurozóne a jeho súvis s makroekonomickými podmienkami z rôznych hľadísk (podľa krajiny, druhu nehnuteľnosti a jej umiestnenia).

Táto pandémia sa líši od predchádzajúcich kríz. Globálna finančná kríza v roku 2008 vznikla na americkom trhu s nehnuteľnosťami na bývanie a kríza štátneho dlhu, ktorá sa začala v roku 2010, nepriaznivo ovplyvnila podmienky financovania vo viacerých krajinách eurozóny. V oboch prípadoch došlo k relatívne rýchlemu poklesu cien nehnuteľností na bývanie (graf A, tieňované oblasti). Kríza COVID-19 zasiahla domácnosti v čase relatívne vysokých príjmov a relatívne vysokej zamestnanosti, a hoci rast zaznamenal prudké spomalenie, ceny nehnuteľností na bývanie odolali a od začiatku pandémie sa dokonca zvyšujú.

Graf A

Ceny nehnuteľností na bývanie v eurozóne a príspevky podľa jednotlivých krajín

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: ECB, vlastné výpočty a Eurostat. Posledné údaje sú zo štvrtého štvrtroka 2020.
Poznámka: Tieňované oblasti predstavujú obdobia recesie v eurozóne.

Prvé hľadisko, z ktorého môžeme hodnotiť agregovaný vývoj cien nehnuteľností na bývanie v eurozóne, sú základné príspevky jednotlivých krajín. Odolnosť cien nehnuteľností na bývanie bola v roku 2020 pozorovaná vo všetkých veľkých krajinách eurozóny, ktoré zároveň zaznamenali kladný príspevok k medziročnému rastu cien rezidenčných nehnuteľností v eurozóne. Podiel

Nemecka, Francúzska a Holandska na celkovom raste v poslednom štvrtroku 2020 predstavoval približne 73 % (graf A), čo je viac ako ich váha v indexe celkových cien nehnuteľností na bývanie. V prípade Nemecka sa séria kladných príspevkov k vývoju cien nehnuteľností na bývanie v eurozóne začala v polovici roka 2010, čo tiež odrážalo určité dobiehanie po období tlmeného cenového vývoja v tejto oblasti.

Odolnosť cien nehnuteľností na bývanie v eurozóne odráža niekoľko faktorov.

Po prvé, záporný vplyv šoku súvisiaceho s COVID-19 sa podpísal pod prudký pokles objemu obchodov s nehnuteľnosťami na bývanie v druhom štvrtroku 2020 v dôsledku zavedených opatrení na obmedzenie pohybu.¹ Tento pokles pokračoval do určitej miery aj v treťom štvrtroku 2020, pričom vo všeobecnosti išlo skôr o zmenu v objeme obchodov než o úpravu cien. Po druhé, moratóriá na splácanie úverov a schémy na udržanie pracovných miest stlmili do určitej miery pokles príjmov domácností a nárast nezamestnanosti. Po tretie, objem úverov na kúpu nehnuteľností na bývanie sa aj v roku 2020 zvyšoval a podmienky financovania boli naďalej priaznivé; zložená úroková miera úverov na kúpu nehnuteľnosti na bývanie dosiahla na konci roka 2020 historicky najnižšiu úroveň 1,3 %. Obdobie vynútených úspor spôsobené pandémiou navyše mohlo v prípade niektorých domácností zmierniť nedostatok likvidity, a to najmä v krajinách s vysokou požiadavkou na vlastné zdroje. Napokon, v prostredí výraznej ekonomickej neistoty a nízkych výnosov prispeli súkromní a inštitucionálni investori k dopytu po nehnuteľnostiach na bývanie určených na investičné účely.

Druhé hľadisko, z ktorého môžeme hodnotiť agregovaný vývoj cien nehnuteľností na bývanie v eurozóne, zahŕňa rozlíšenie cien nových a existujúcich nehnuteľností.

Pri výrazne rastúcom trhu s nehnuteľnosťami na bývanie by sa dalo očakávať, že ceny existujúcich rezidenčných nehnuteľností budú rásť rýchlejšie ako ceny novostavieb, keďže môže dochádzať k čiastočnému presmerovaniu dopytu smerom k existujúcim nehnuteľnostiam v snahe vykompenzovať nedostatočnú ponuku nových rezidenčných nehnuteľností. Ceny existujúcich nehnuteľností na bývanie skutočne vykazovali počas pandémie mimoriadnu dynamiku a vzhľadom na ich veľkú váhu v indexe cien nehnuteľností na bývanie výraznou mierou prispievali k rastu cien rezidenčných nehnuteľností (graf B).² Podľa údajov Eurostatu sa ceny existujúcich nehnuteľností na bývanie v eurozóne zvýšili počas roka 2020 medziročne o 0,8 percentuálneho bodu viac ako ceny novostavieb.

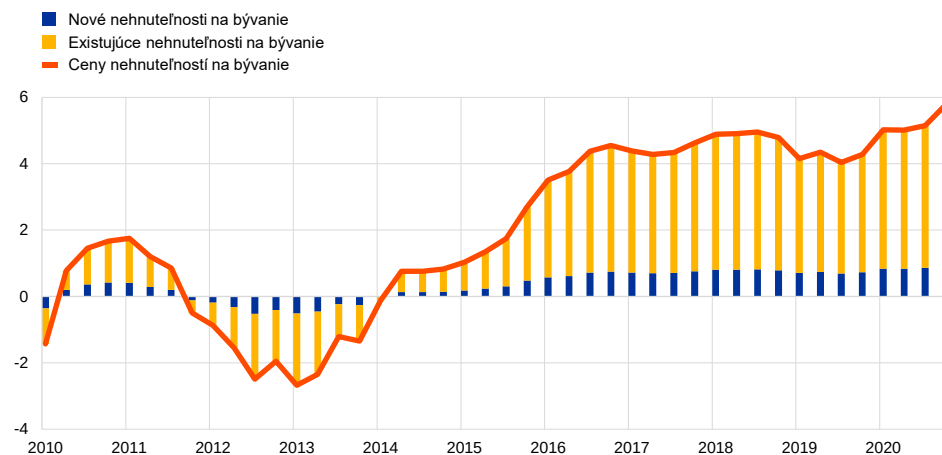
¹ Údaje o obchodoch s nehnuteľnosťami na bývanie sú dostupné iba za vybrané krajiny eurozóny (Eurostat a národné zdroje) a nezahŕňajú agregované údaje za eurozónu. Dostupné údaje však aj napriek tomu vo všeobecnosti naznačujú prudký pokles ročnej miery zmeny objemu obchodov v druhom štvrtroku 2020 (od poklesu o viac ako 40 % v Španielsku a Írsku až po nárast o takmer 7 % v Holandsku), po ktorom nasledovala postupná normalizácia situácie v treťom štvrtroku 2020.

² Váha existujúcich nehnuteľností na bývanie v eurozóne predstavuje približne 83 %.

Graf B

Ceny nehnuteľností na bývanie v eurozóne a príspevky podľa druhu nehnuteľnosti

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: ECB, vlastné výpočty a Eurostat. Posledné údaje sú zo štvrtého štvrťroka 2020.

Poznámka: Váhy nových a existujúcich nehnuteľností na bývanie v eurozóne predstavujú vážený priemer váh jednotlivých krajín na základe váh HDP. V prípade Grécka boli váhy nových a existujúcich nehnuteľností na bývanie odhadnuté pomocou priemeru eurozóny bez Grécka. Ceny nehnuteľností na bývanie v eurozóne odkazujú na ukazovateľ cien rezidenčných nehnuteľností ECB.

Vývoj v jednotlivých krajinách eurozóny sa výrazne líšil, avšak v krajinách s výraznou dynamikou cien nehnuteľností na bývanie (napr. v Nemecku, Francúzsku a Rakúsku) bol vo všeobecnosti zaznamenaný rýchlejší rast cien existujúcich nehnuteľností. Mohlo by to naznačovať, že spomalenie investícií do nehnuteľností na bývanie pozorované v eurozóne v roku 2020 (o viac ako 5 % v medziročnom vyjadrení) mohlo nepriaznivo ovplyvniť ponuku novostavieb a tým ešte zosilniť tlak na rast cien existujúcich rezidenčných nehnuteľností. Túto situáciu mohol predĺžiť pokles počtu vydaných stavebných povolení zaznamenaný počas roka 2020, čo zároveň mohlo prispieť k udržaniu cien rezidenčných nehnuteľností na súčasnej úrovni.

Agregovaný vývoj cien nehnuteľností na bývanie v eurozóne môžeme hodnotiť aj z tretieho hľadiska, a tým je porovnanie cenového vývoja v hlavnom meste a vo zvyšku krajiny.³ Odlišný vývoj cien nehnuteľností na bývanie v jednotlivých regiónoch možno pripísať napríklad rozdielom v regionálnej úrovni príjmov, zamestnanosti, populačnej dynamiky a vybavenosti, môže však naznačovať aj nadhodnotenie cien rezidenčných nehnuteľností v niektorých oblastiach.⁴ Súčasná odolnosť trhu s nehnuteľnosťami na bývanie sa zdá byť celoplošná a netýka sa iba hlavných miest (graf C). Podľa odhadov ECB bol medziročný rast cien nehnuteľností na bývanie vo vybraných hlavných mestách krajín eurozóny počas roka 2020 o 0,7 percentuálneho bodu pomalší ako v eurozóne ako celku. Do istej miery to môže odrážať prirodzené spomalenie dynamiky cien vzhľadom na výrazný rast cien

³ Ceny nehnuteľností na bývanie v eurozóne možno rozložiť na vývoj vo vybraných hlavných mestách krajín eurozóny a porovnať ich s vývojom syntetizovaných agregovaných údajov za eurozónu. Syntetizované agregované údaje za eurozónu zahŕňajú krajiny eurozóny, v ktorých sú dostupné údaje o cenách rezidenčných nehnuteľností v hlavných mestách, a predstavujú približne 95 % eurozóny (viac v poznámke pod grafom C). Vývoj oficiálnych a syntetizovaných údajov o cenách nehnuteľností na bývanie v eurozóne v sledovanom období je viac-menej porovnateľný.

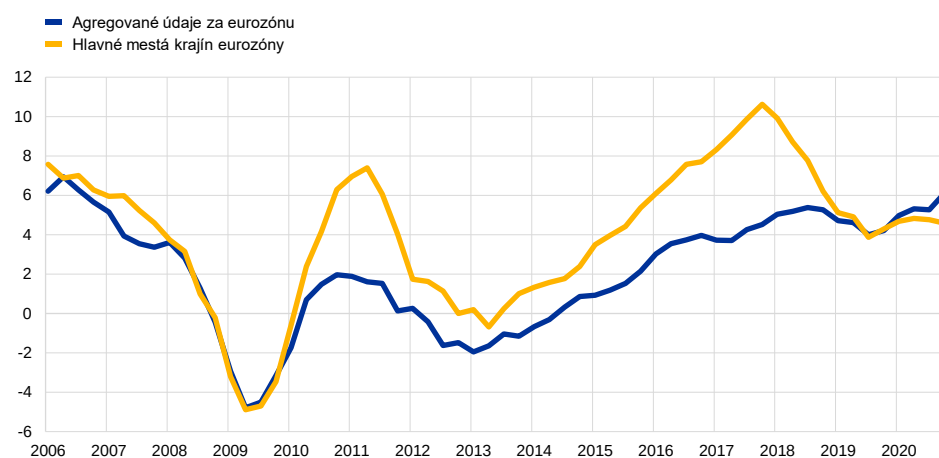
⁴ Diskusia na túto tému sa nachádza v boxe [Residential real estate prices in capital cities: a review of trends](#), *Financial Stability Review*, May, ECB, 2017.

rezidenčných nehnuteľností v hlavných mestách v predchádzajúcich rokoch a tiež skutočnosť, že zvýšené cenové úrovne zaznamenané v niektorých jurisdikciách spôsobili určité zrýchlenie rastu cien a zvýšenie dopytu v oblastiach mimo hlavných miest. Pozorovaný nárast cien nehnuteľností na bývanie mimo hlavných miest môže odrážať aj zmenu preferencií v súvislosti s dostupnejšou možnosťou práce z domu. Či je presun do menej centrálnych lokalít trvalý a v akom rozsahu, bude potrebné preskúmať po skončení pandémie.

Graf C

Ceny rezidenčných nehnuteľností v rámci syntetizovaných agregovaných údajov za eurozónu a vo vybraných hlavných mestách krajín eurozóny

(medziročná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB, vlastné výpočty, Eurostat a národné zdroje. Posledné údaje sú zo štvrtého štvrťroka 2020.

Poznámka: Syntetizované agregované údaje za eurozónu predstavujú vážený priemer založený na váhach HDP z roku 2019.

Agregované údaje zahŕňajú údaje za Belgicko, Nemecko, Estónsko, Írsko, Španielsko, Francúzsko, Taliansko, Holandsko, Rakúsko, Slovinsko a Fínsko. Agregované údaje za posledný štvrťrok 2020 nezahŕňajú údaje za Belgicko a Slovinsko.

Hodnotenie nedávneho vývoja cien nehnuteľností na bývanie z rôznych hľadísk celkovo naznačuje pretrvávajúci rast bez ohľadu na jurisdikciu, druh nehnuteľnosti a jej umiestnenie. Dynamika cien nehnuteľností na bývanie je aj

naďalej do veľkej miery závislá od priebehu oživenia v prostredí, ktoré je charakterizované priaznivými podmienkami financovania na jednej strane a neistotou súvisiacou s pandemiou na strane druhej.

Nedostatok polovodičov a jeho dôsledky pre obchod, výrobu a ceny v eurozóne

Maria Grazia Attinasi, Roberta De Stefani, Erik Frohm, Vanessa Gunnella, Gerrit Koester, Alexandros Melemenidis a Máté Tóth

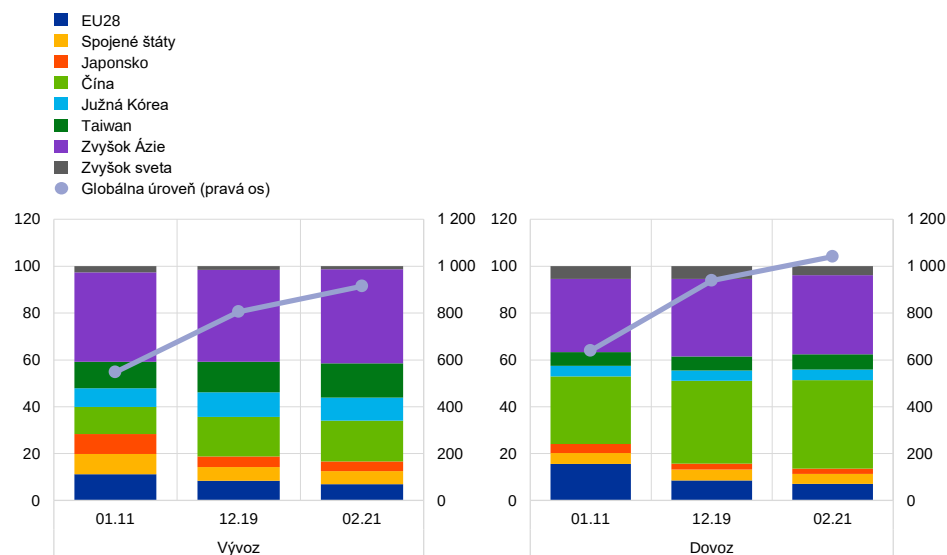
Polovodičový priemysel zaznamenal v poslednom čase výrazný nárast dopytu.

Výnosy z globálneho predaja polovodičov sa za posledné desaťročie takmer zdvojnásobili a ázijské ekonomiky si v tomto smere upevnili svoje dominantné postavenie na trhu (graf A). Pokiaľ ide o dovoz, zdá sa, že podiel čínskeho dovozu polovodičov v porovnaní s dovozom do EÚ a USA rastie. Na začiatku pandémie COVID-19 sa predaj polovodičov pre automobilový priemysel v priebehu druhého štvrtroka 2020 globálne znížil, tento nedostatok bol viac ako vyvážený veľkým dopytom po počítačových a elektronických zariadeniach v dôsledku prechodu na prácu z domu a dištančné vzdelávanie. Akonáhle nastúpilo globálne oživenie, výroba polovodičov nestačila na uspokojovanie prudkého nárastu dopytu zo strany automobilového priemyslu. K zhoršeniu globálneho nedostatku dodávok polovodičov navyše prispeli rôzne nepriaznivé udalosti, ako napríklad požiare a suchá, ktoré mali vplyv na veľké výrobné závody.

Graf A

Globálny obchod s polovodičmi podľa regiónov

(ľavá os: percentuálny podiel; pravá os: mld. USD)



Zdroj: Monitor obchodných údajov a výpočty ECB.

Poznámka: Polovodičové súčiastky s kódom harmonizovaného systému HS 8541 a HS 8542. Posledné údaje sú za február 2021.

Zatiaľ čo došlo k oživeniu dopytu, výrobcovia spracovateľského tovaru

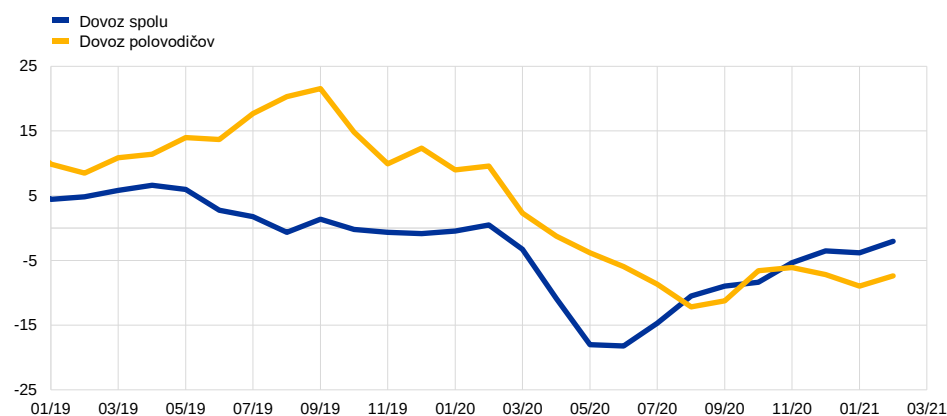
v eurozóne bojovali so získavaním polovodičov. Keďže dodávky medzitým smerovali inam, dovoz polovodičov do eurozóny sa po začiatku pandémie podstatne znížil, aj keď bol odolnejší ako celkový dovoz. Miera rastu dovozu polovodičov však počas fázy zotavovania zaostávala za tempom rastu celkového dovozu (graf B).

Aj keď podiel na výrobe vstupov zo sektora IT a elektroniky nie je taký podstatný, tento sektor je rozhodujúcim dodávateľom a akékoľvek narušenie sa preto pravdepodobne rozšíri do mnohých ďalších odvetví hospodárstva. V kombinácii s nedostatkom ďalších vstupov (napr. chemikálií, plastov, kovov a dreva) a prerušením prepravy nedostatok dodávok polovodičových čipov vážne ovplyvnil dodacie lehoty dodávateľov. Malo to za následok bezprecedentné zvýšenie pomeru nových objednávok PMI (index nákupných manažérov) k dodacej lehote dodávateľov¹ pre výrobcov v eurozóne, najmä v odvetviach, ktoré používajú polovodiče vo výrobnom procese, napríklad vo výrobe automobilov a automobilových súčiastok, ako aj v odvetviach technologických zariadení (graf C).

Graf B

Dovoz polovodičov do eurozóny

(medziročné percentuálne zmeny trojmesačných kľzavých priemerov hodnôt)



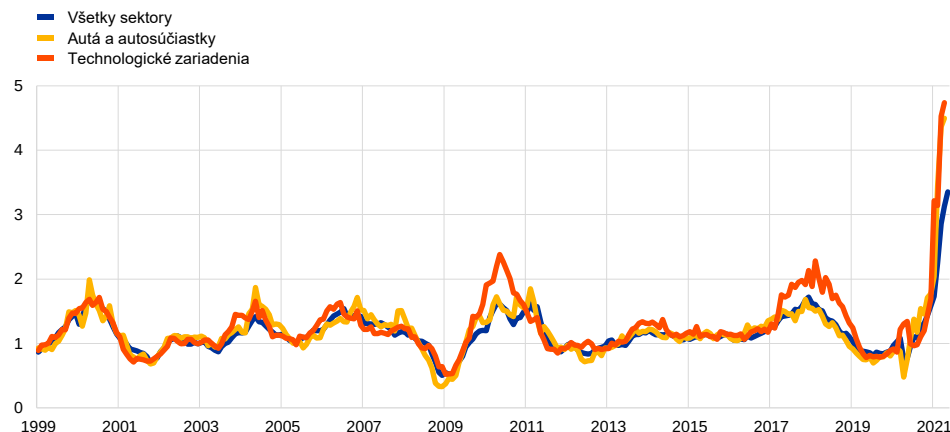
Zdroj: Monitor obchodných údajov a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú za február 2021.

¹ Zvýšenie (zníženie) indexu dodacích lehôt dodávateľov zahrnutých v PMI naznačuje kratšiu (dlhšiu) dodaciu lehotu.

Graf C

Dodacie lehoty dodávateľov eurozóny

(poměr nových objednávok PMI k dodacím lehotám dodávateľov)



Zdroj: Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z apríla 2021 pre sektorové PMI a z mája 2021 pre agregované PMI.

Najnovšie údaje z prieskumov poukazujú na závažné prekážky v niektorých kľúčových výrobných odvetviach, najmä v Nemecku.

Podľa najnovšieho štvrťročného prieskumu podnikateľského prostredia Európskej komisie 23 % výrobných spoločností v eurozóne uviedlo nedostatok materiálu a/alebo vybavenia ako hlavný faktor obmedzujúci výrobu (graf D), ktorý v súčasnosti vysoko prevyšuje historický priemer (okolo 6 %). Graf D ukazuje, že účinky týchto problémov s polovodičmi sú najviac viditeľné v hospodárskych odvetviach s vyšším podielom vstupov elektronických zariadení, ako sú napríklad odvetvia výroby počítačov, elektroniky a elektrických zariadení a automobilový priemysel. Pokiaľ ide o jednotlivé krajiny, tento nedostatok je evidentný v nemeckých firmách.

Graf D

Nedostatok materiálu a/alebo vybavenia ako faktor obmedzujúci výrobu

(percento respondentov prieskumu podľa odvetví)

	Eurozóna	Nemecko	Francúzsko	Taliansko	Španielsko	Holandsko
Priemyselná výroba	23	42	6	7	14	20
Počítače/elektronika	34	70	-1	14	19	11
Elektrické prístroje	36	56	23	12	32	37
Motorové vozidlá/prívesy	35	58	2	7	50	35

Zdroj: Prieskum podnikateľského prostredia Európskej komisie, apríl 2021.

Poznámka: Časové rady odpovedí z prieskumu sú sezónne upravené, čo môže vysvetľovať negatívne hodnoty v niektorých odvetviach.

Táto nerovnováha medzi výrobou a objednávkami v niektorých kľúčových výrobných odvetviach tiež poukazuje na problémy v zásobovaní.

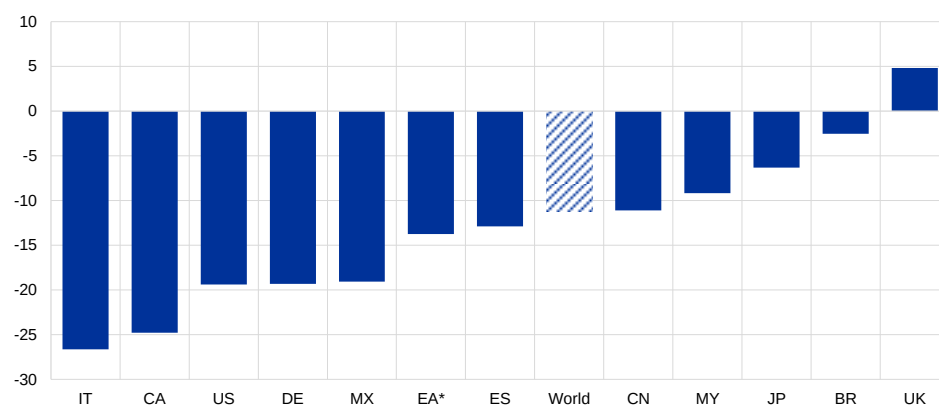
Zatiaľ sa zdá, že odvetvím, ktoré je najviac postihnuté nedostatkom čipov, je automobilový priemysel. V prvom štvrťroku 2021 došlo k zníženiu globálnej výroby osobných vozidiel o takmer 1,3 milióna vozidiel, čo zodpovedá 11,3 % poklesu oproti

poslednému štvrťroku 2020 a približne 2,8 % poklesu v porovnaní s úrovňou výroby v roku 2019 (graf E). Výroba motorových vozidiel v eurozóne klesala do marca 2021 štyri po sebe nasledujúce mesiace a bola o 18,2 % nižšia ako v novembri 2020. Od januára do marca 2021 mesačný nárast nevybavených zákaziek na výrobu v Nemecku neustále prekračoval rast výroby, najmä v automobilovom priemysle a v odvetví výroby počítačov a elektroniky. Potvrdzujú to nedávne kontakty ECB s nefinančnými spoločnosťami.² Tieto kontakty očakávali, že sa obmedzenie ponuky v druhom štvrťroku 2021 zhorší a následne sa v druhej polovici roka postupne zmierni.

Graf E

Globálna výroba motorových vozidiel

(výroba osobných motorových vozidiel, zmena medzi 1Q 2021 a 4Q 2020)



Zdroj: Haver, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Krajiny sa vyberajú na základe dostupnosti údajov a ich globálny súhrn pokrýva 70 % globálnej výroby motorových vozidiel. Údaje sú očistené od sezónnych vplyvov. * Údaje EA sú údaje o priemyselnej výrobe v eurozóne, kód 29.1 podľa NACE Rev. 2.

Zatiaľ existujú len veľmi obmedzené dôkazy týkajúce sa účinkov nedostatku polovodičov na vývoj cien v celom cenovom reťazci.

Rast cien by mohol byť výsledkom napríklad nedostatku dodávok tovaru, zvýšenia vplyvu na tvorbu cien na rôznych úrovniach dodávateľského reťazca alebo spoločností, ktoré sa snažia preniesť náklady vyplývajúce z núteného nedostatočného využívania výroby. Inflácia cien výrobcov v eurozóne pri elektrických komponentoch a doskách, pre ktoré polovodiče zohrávajú dôležitú úlohu, zostáva naďalej záporná (graf F). V neskorších fázach cenového reťazca odhalila inflácia spotrebiteľských cien počítačov a motorových vozidiel (dve najväčšie zložky elektronického spotrebného tovaru) určité zvýšenie pri motorových vozidlách,³ zatiaľ čo ceny počítačov momentálne začali opäť klesať. Treba však poznamenať, že vplyv nedostatku polovodičov na rast cien sa môže v cenovom reťazci prejaviť iba so značným časovým oneskorením.

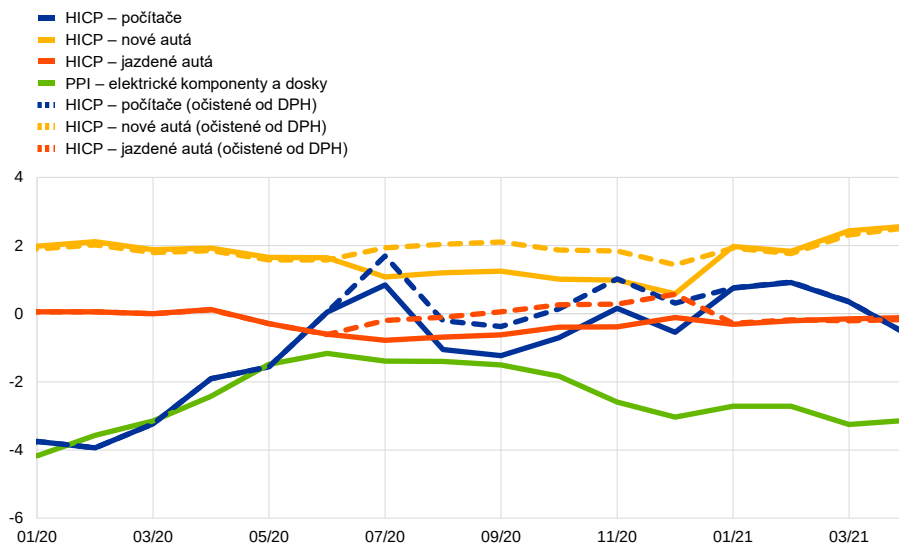
² Podrobnejšie informácie sú v boxe s názvom [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2021.

³ Kým v Spojených štátoch sa počas pandémie veľmi výrazne zvýšili najmä ceny jazdených automobilov, čiastočne pre nedávne spomalenie výroby nových automobilov v dôsledku nedostatku polovodičov, v eurozóne nevykazovali výraznú dynamiku rastu.

Graf F

Výrobné a spotrebiteľské ceny výrobkov závislých od polovodičov

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat, výpočty zamestnancov ECB, Deutsche Bundesbank.

Poznámka: Prerušované čiary odrážajú časové rady údajov pri konštantných daniach (za predpokladu úplného premietnutia zmien nepriamych daní, ktoré zahŕňajú dočasné zníženie DPH v Nemecku). Posledné údaje sú za apríl 2021.

Očakáva sa, že nedostatok polovodičov bude v blízkej budúcnosti pretrvávať.

Zatiaľ čo veľké svetové spoločnosti zaoberajúce sa výrobou čipov plánujú rozšíriť kapacity a zvýšiť svoje kapitálové výdavky o takmer 74 %, pričom realizácia sa prevažne plánuje do konca roku 2021, pre zložitosť a čas potrebný na výstavbu nových závodov nepriaznivý vývoj tohto odvetvia pravdepodobne pretrvá počas celého tohto roka.

Dôsledky programov stability z roku 2021 pre fiškálnu politiku v eurozóne

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier a Steffen Osterloh

Programy stability na obdobie rokov 2021 – 2024 po prvýkrát poskytujú komplexné informácie o strednodobých rozpočtových plánoch krajín eurozóny v reakcii na pandémiu koronavírusu (COVID-19).

Minulý rok sa vlády eurozóny vzhľadom na novosť veľkej zdravotnej krízy a s ňou spojenú extrémnu neistotu väčšinou zdržali predkladania podrobných rozpočtových plánov. Aktualizované programy, ktoré boli predložené koncom apríla 2021, pripravili vlády s vedomím, že všeobecná úniková doložka Paktu stability a rastu (SGP) zostane aktívna minimálne do konca roku 2021, čo im umožní odchýliť sa od požiadaviek na úpravu podľa Paktu stability a rastu.¹ Programy mali navyše odzrkadľovať odporúčania pre jednotlivé krajiny prijaté Európskou radou 20. júla 2020 na obdobie rokov 2020 až 2021, ktoré neobsahovali požiadavky na numerické rozpočtové úpravy, namiesto toho však požadovali fiškálne politiky zamerané na dosiahnutie obozretných strednodobých fiškálnych pozícií a na zabezpečenie udržateľnosti dlhu „keď to hospodárske podmienky umožnia“. Z krátkodobého hľadiska sa odporúčalo vládam „prijatť všetky opatrenia nevyhnutné na účinný boj proti pandémii, udržanie hospodárstva a následnú podporu oživenia“. Tieto programy sú prvým odzrkadením plánov obnovy a odolnosti, ktoré členské štáty museli predložiť do 30. apríla a načrtnúť v nich reformy a projekty, ktoré majú v úmysle realizovať s využitím finančných prostriedkov dostupných prostredníctvom nástroja EÚ pre ďalšie generácie (Next Generation EU – NGEU). V týchto súvislostiach box skúma strednodobé rozpočtové plány krajín eurozóny na prekonanie súčasnej krízy a zároveň poukazuje na pretrvávajúce výzvy vyplývajúce z odporúčaní pre rozpočtovú politiku, ktoré 2. júna vydala Európska komisia v rámci jarného balíka európskeho semestra 2021.

Programy stability z roku 2021 načrtávajú prognózy fiškálnej politiky členských štátov v čase, keď fiškálna politika zohráva rozhodujúcu úlohu v politickej reakcii na pandémiu.

Na začiatku krízy bola fiškálna politika zameraná na zabezpečenie dostupnosti zdrojov nevyhnutných pre zdravotníctvo a na ochranu firiem a pracovníkov v zasiahnutých odvetviach.² Prebiehajúcim očkovaním a postupným rušením opatrení na obmedzenie pohybu sa zameranie fiškálnej politiky presunulo z dočasných, cielených núdzových opatrení k opatreniam zameraným na podporu obnovy. Dôležitú úlohu v tomto ohľade zohrávajú vládne

¹ Všeobecná úniková doložka bola aktivovaná v marci 2020 a v septembri 2020 bola predĺžená do roku 2021. Členským štátom sa umožňuje odchýliť sa od požiadaviek na úpravu podľa Paktu stability a rastu v určitých špecifických situáciách, napríklad v obdobiach výrazného hospodárskeho poklesu v eurozóne alebo v EÚ ako celku. Ďalšie informácie sa nachádzajú v oznámení Komisie Európskemu parlamentu, Európskej rade, Rade, Európskej centrálnej banke, Európskemu hospodárskemu a sociálnemu výboru, Výboru regiónov a Európskej investičnej banke – Ročná stratégia udržateľného rastu na rok 2021, COM(2020) 575 final.

² Prehľad poskytuje článok [The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2021.

investície doplnené o zdroje z NGEU a sprevádzané vhodnými štrukturálnymi politikami.

Podľa programov stability sa má rozpočtová nerovnováha počas prognózovaného horizontu postupne znižovať z vysokých úrovní.

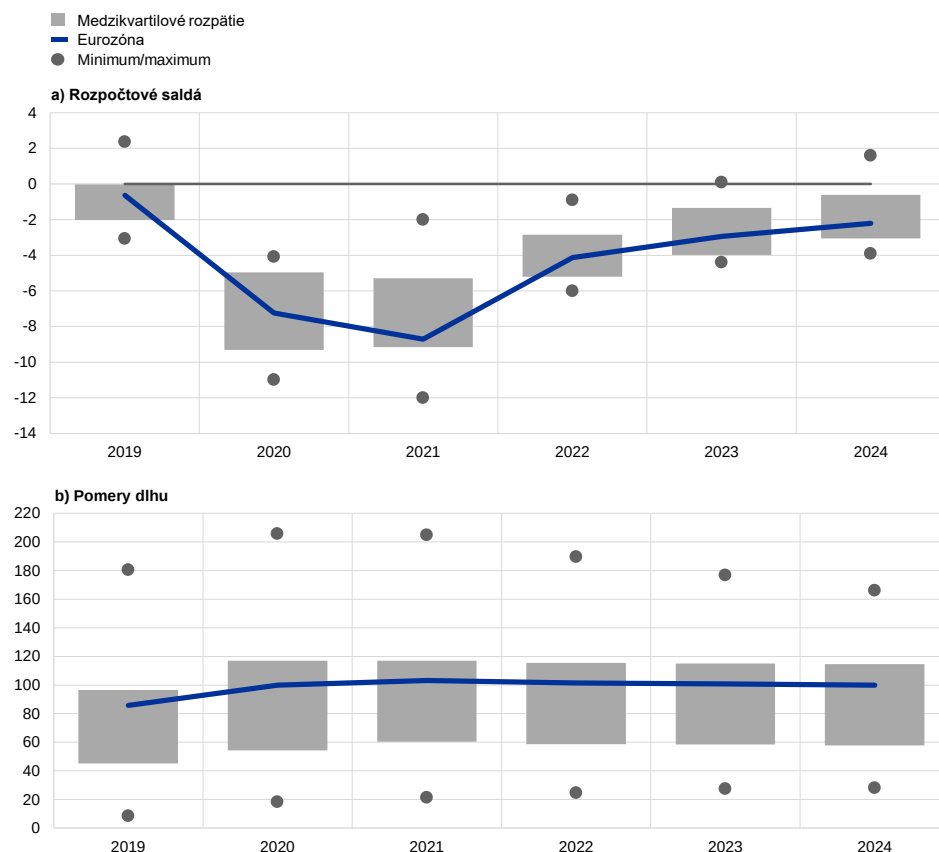
Na úrovni eurozóny sa pomer deficitu verejných financií k HDP medzi rokmi 2019 a 2020 zvýšil z 0,6 % na 7,2 % a v roku 2021 sa má ešte zvýšiť na úroveň 8,7 % (graf A), zatiaľ čo na úrovni jednotlivých krajín sa očakávané vládne deficity v roku 2021 pohybujú od 2 % do 12 % HDP. Aj keď sa predpokladá, že agregovaný deficit verejných financií v eurozóne zostane nad predkrízovou úrovňou (o 1,5 percentuálneho bodu) až do konca prognózovaného horizontu (t. j. do roku 2024), očakáva sa, že v jednotlivých krajinách dôjde k menšiemu rozptylu v rozpočtových pozíciách. Niektoré krajiny eurozóny neplánujú v prognózovanom horizonte znížiť svoje deficity pod hranicu 3 % HDP (graf B), najmä krajiny s vysokým pomerom dlhu k HDP (predovšetkým Taliansko, Španielsko, Belgicko a Francúzsko), zatiaľ čo niektoré ďalšie krajiny, vrátane bývalých programových krajín – Grécka, Cypru a Portugalska, plánujú porovnateľne nižšie rozpočtové deficity. Podľa projekcií v programoch stability by mal priemerný pomer dlhu k HDP v eurozóne v roku 2021 prekročiť 103 %, čo znamená nárast o približne 17 percentuálnych bodov v porovnaní s predkrízovou úrovňou v roku 2019. Predpokladá sa, že v roku 2022 začne mierne klesať, najmä z dôvodu očakávaného zrušenia podporných opatrení a zvýšeného nominálneho rastu, ale v roku 2024 má ostať na úrovni približne 100 %. Okrem toho sa od roku 2021 na úrovni EÚ začne akumulovať ďalší, aj keď obmedzený dlh súvisiaci s NGEU, ktorý sa na obdobie rokov 2021 – 2022 odhaduje na úrovni okolo 1 % HDP.³ Treba poznamenať, že rozpočtová trajektória opísaná v národných programoch stability sa líši od rozpočtovej prognózy načrtnutej v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu z júna 2021, ako sa uvádza v časti 6 tohto vydania Ekonomického bulletinu. Prognóza zohľadňuje iba opatrenia schválené národným parlamentom, alebo tie, ktoré už vláda podrobne vypracovala a je pravdepodobné, že prejdú legislatívnym procesom.

³ Na strane 2 [Hospodárskej prognózy Európskej komisie z jari 2021](#) sa uvádza, že celkové výdavky EÚ, ktoré sa majú financovať z mechanizmu na podporu obnovy a odolnosti (Recovery and Resilience Facility – RRF) v prognózovanom horizonte rokov 2021 – 2022, predstavujú 140 mld. €, alebo sú tesne pod úrovňou 1 % HDP za rok 2019. Očakáva sa, že celkový hospodársky dosah, ktorý vytvorí RRF, bude počas prognózovaného horizontu okolo 1,2 % reálneho HDP Európskej únie zaznamenaného v roku 2019.

Graf A

Predpokladané rozpočtové saldá verejných financií a pomery dlhu k HDP na základe programov stability z roku 2021

(v % HDP)



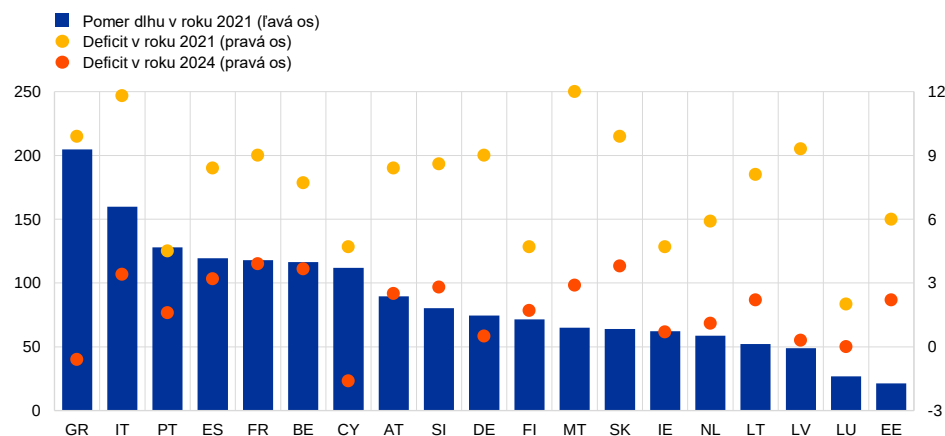
Zdroj: Európska komisia (databáza AMECO na roky 2019 – 2020) a vlastné výpočty na základe programov stability z roku 2021 na obdobie rokov 2021 – 2024.

Poznámka: Agregované údaje za eurozónu sa týkajú agregovaných údajov sektora verejnej správy krajín eurozóny.

Graf B

Predpokladané pomery dlhu verejných financií a deficity na základe programov stability z roku 2021

(v % HDP)



Zdroj: Programy stability z roku 2021.

Na rozdiel od veľkej finančnej krízy sa očakáva, že zotavenie z pandémie COVID-19 sa podporí zvyšovaním verejných investícií.

Podľa programov stability z roku 2021 plánuje veľká väčšina krajín eurozóny navýšiť zdroje, ktoré budú k dispozícii pre vládne investície, čo ekonomická literatúra zvykne považovať za obzvlášť prorastovú kategóriu výdavkov verejných financií.⁴ Predpokladá sa, že podiel verejných investícií v HDP sa zvýši z predkrízovej úrovne, a to z 2,8 % v roku 2019 na 3,3 % v roku 2023. Toto je v silnom protiklade s rokmi po veľkej finančnej kríze, keď mnohé krajiny eurozóny implementovali opatrenia fiškálnej konsolidácie, ktoré sa zameriavali predovšetkým na znížovanie vládnych investícií. Konkrétne v období rokov 2009 – 2013 klesol podiel výdavkov verejnej správy eurozóny na tvorbe hrubého fixného kapitálu verejnej správy v HDP z 3,7 % na 2,9 %, pričom najväčší pokles bol zaznamenaný v krajinách s najväčšou potrebou konsolidácie. Nárast investícií plánovaný na nadchádzajúce roky závisí predovšetkým od nástroja NGEU zahŕňajúceho najmä mechanizmus RRF, ktorý krajinám eurozóny poskytuje ideálnu príležitosť na podporu obnovy pomocou politik zvyšujúcich rastový potenciál ich ekonomík.⁵

V odporúčaníach pre jednotlivé krajiny, ktoré navrhla Európska komisia v rámci jarného balíka európskeho semestra 2021, sa predpokladá, že všeobecná úniková doložka Paktu stability a rastu zostane v platnosti aj v roku 2022. V odporúčaníach sa zároveň vyzýva na kvalitné a diferencovanejšie fiškálne politiky členských štátov.

Všeobecná úniková doložka paktu „sa bude naďalej uplatňovať aj v roku 2022 a očakáva sa, že od roku 2023 bude deaktivovaná“. Zatiaľ čo odporúčania pre jednotlivé krajiny vydané v roku 2020 boli pre jednotlivé členské štáty homogénne, v odporúčaníach uverejnených na jar 2021 sa požaduje, aby fiškálne politiky v roku 2022 „zohľadňovali stav obnovy, fiškálnu udržateľnosť a potrebu znížovať hospodárske, sociálne a územné rozdiely“. Krajínám s nízkou mierou dlhu sa odporúča, aby sa usilovali o (špecificky meranú) podpornú fiškálnu pozíciu⁶ vrátane impulzu, ktorý poskytuje RRF, pričom krajinám s vysokou mierou dlhu sa odporúča „využiť [RRF] na financovanie ďalších investícií na podporu oživenia pri pokračovaní obozretnej fiškálnej politiky“. Toto posledné odporúčanie sa týka Belgicka, Francúzska, Grécka, Španielska, Talianska a Portugalska. Odporúča sa tiež, aby všetky členské štáty zachovali vnútroštátne financované investície, pričom „zároveň by sa mal udržiavať pod kontrolou rast súčasných výdavkov financovaných z vnútroštátnych zdrojov a mal by byť obmedzený pre členské štáty s vysokou zadlženosťou“. Súčasťou odporúčania, ktoré kladie dôraz na kvalitu rozpočtových opatrení pri zabezpečovaní udržateľného a inkluzívneho oživenia, je výzva na navýšenie investícií, najmä do prechodu na zelené a digitálne opatrenia na podporu potenciálneho rastu. Európska komisia vo svojom posúdení súladu členských štátov s kritériami deficitu a dlhu zhodnotila, že kritérium deficitu nespĺňa 23 členských štátov a kritérium dlhu nespĺňa 13 členských

⁴ Viac v článku s názvom [The composition of public finances in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2017.

⁵ Viac informácií sa nachádza v časti 6 tohto vydania Ekonomického bulletinu.

⁶ Namiesto obvyklých opatrení na posúdenie fiškálnej pozície, ako sú napríklad tie, ktoré sa používajú v časti 6 tohto vydania Ekonomického bulletinu, Európska komisia meria fiškálnu pozíciu ako zmenu primárnych výdavkov (bez diskrečných príjmových opatrení a bez dočasných núdzových opatrení súvisiacich s krízou) vrátane výdavkov financovaných z grantov v rámci RRF a iných fondov EÚ. Toto zohľadňuje skutočnosť, že granty RRF síce neovplyvňujú deficit, ale sú pre ekonomiky impulzom.

štátov. Napriek tomu sa Komisia domnieva, že „s prihliadnutím na vysokú neistotu, dohodnutú reakciu fiškálnej politiky na krízu spôsobenú pandémiou COVID-19 a odporúčania Rady z 20. júla 2020“, by sa v tejto situácii nemalo prijať rozhodnutie o tom, či sa má na členské štáty uplatniť postup pri nadmernom deficite.

Strednodobé rozpočtové plány načrtnuté v programoch stability z roku 2021 sa spájajú s vysokou mierou neistoty. Táto neistota súvisí okrem iného nielen s vývojom pandémie COVID-19, ale aj s potenciálne veľkým transformačným dosahom mechanizmu RRF na eurozónu. Pre eurozónu ako celok je preto dôležité, aby fiškálne politiky v súčasnosti naďalej podporovali a zároveň posilňovali fiškálnu udržateľnosť prostredníctvom dostatočne cielených opatrení a postupne diferencovaných politík na vnútroštátnej úrovni.

© Európska centrálna banka 2021

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

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

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

Uzávierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 9. júna 2021.

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

PDF ISSN 2363-3549, QB-BP-21-004-SK-N