



EURÓPSKA CENTRÁLNÁ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 6/2021



Obsah

Hospodársky, finančný a menový vývoj	2
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	6
2 Finančný vývoj	16
3 Hospodárska aktivita	22
4 Ceny a náklady	30
5 Peňažná zásoba a úvery	37
6 Fiškálny vývoj	45
Boxy	49
1 Porovnanie najnovšieho vývoja inflácie v Spojených štátoch a v eurozóne	49
2 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 28. apríla do 27. júla 2021	56
3 Zdravie nefinančných korporácií počas pandémie	62
4 Obmedzenia na strane ponuky a ich vplyv na obchod	71
5 Ceny emisných kvót v EÚ v kontexte akčného plánu ECB pre zmenu klímy	77

Hospodársky, finančný a menový vývoj

Prehľad

Hospodárska aktivita

Oživenie svetovej hospodárskej aktivity pokračuje, hoci na krátkodobé vyhliadky hospodárskeho rastu vrhajú tiež pretrvávajúce obmedzenia na strane ponuky a šírenie nákazlivejšieho Delta variantu koronavírusu (COVID-19). Výsledky nedávnych prieskumov signalizujú určité spomalenie dynamiky rastu, najmä medzi rozvíjajúcimi sa trhovými ekonomikami. V porovnaní s predchádzajúcimi projekciami bol výhľad rastu svetového hospodárstva v makroekonomických projekciách odborníkov ECB zo septembra 2021 upravený mierne nahor, najmä na rok 2022. Predpokladá sa, že rast svetového reálneho HDP (bez eurozóny) sa v tomto roku zrýchli o 6,3 % a neskôr sa spomalí na 4,5 % v roku 2022 a 3,7 % v roku 2023. Oproti predchádzajúcim projekciám došlo k zvýšeniu projekcií zahraničného dopytu po produkcii eurozóny: v tomto roku má vzrásť o 9,2 % a následne o 5,5 % v roku 2022 a 3,7 % v roku 2023. Príčinou je najmä silnejší svetový dovoz na začiatku roka 2021, než sa predpokladalo, ako aj väčšia procyklickosť obchodu počas hospodárskeho oživenia. Vývozné ceny konkurentov eurozóny boli na tento rok upravené nahor vzhľadom na vyššie ceny komodít a vyšší dopyt. Riziká ohrozujúce základný scenár projekcií vývoja svetového hospodárstva súvisia hlavne s budúcim vývojom pandémie. Ďalšie riziká ohrozujúce globálny výhľad sú podľa projekcií naklonené na stranu pomalšieho svetového hospodárskeho rastu a rýchlejšieho svetového cenového vývoja.

Hospodárstvo eurozóny v druhom štvrtroku tohto roka vzrástlo nad rámec očakávaní o 2,2 % a smeruje k výraznému rastu v treťom štvrtroku. Základom oživenia sú úspešné očkovacie kampane v Európe, ktoré umožnili výraznú mieru znovuotvorenia ekonomiky. Vďaka uvoľneniu obmedzení sektor služieb ťaží z návratu ľudí do obchodov a reštaurácií a zotavovania cestovného ruchu. Výrobný sektor zaznamenáva rýchly rast, aj keď produkciu naďalej brzdí nedostatok materiálov a vybavenia. Šírenie Delta variantu si zatiaľ nevyžiadalo opätovné zavedenie opatrení na obmedzenie pohybu. Mohlo by však spomaliť oživenie svetového obchodu a úplné znovuotvorenie ekonomiky.

Spotrebné výdavky rastú, hoci spotrebitelia vzhľadom na vývoj pandémie zostávajú skôr opatrní. K rýchlemu zlepšovaniu situácie dochádza aj na trhu práce, čo poukazuje na výhľad vyšších príjmov a väčšej spotreby. Nezamestnanosť klesá a počet ľudí v programoch na záchranu pracovných miest sa z minuloročného maxima znížil o približne 28 miliónov. Oživenie domáceho a svetového dopytu vedie k ďalšiemu rastu optimizmu medzi podnikmi a následnej stimulácii podnikových investícií. Zároveň však platí, že odstránenie škôd, ktoré v hospodárstve spôsobila pandémia, ešte určitý čas potrvá. Stále je zamestnaných o viac než dva milióny ľudí menej ako pred pandémiou, najmä mladých a menej kvalifikovaných. Počet

pracovníkov v programoch na záchranu pracovných miest je zároveň naďalej vysoký.

Po výraznej fiškálnej expanzii od začiatku pandémie boli za posledné mesiace prijaté len obmedzené dodatočné stimulačné opatrenia, keďže rozpočtové plány na rok 2022 sú stále v štádiu príprav a hospodárske oživenie podľa všetkého napreduje o niečo rýchlejšie, než sa predpokladalo. Makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2021 tak oproti júnovým projekciám počítajú s priaznivejším výhľadom rozpočtového vývoja v eurozóne. Pomer deficitu má síce v roku 2021 naďalej dosahovať vysokých 7,1 % (po 7,3 % v roku 2020), no následne sa má vzhľadom na ústup pandémie a rozširovanie hospodárskeho oživenia rýchlo zlepšovať. Očakáva sa, že v roku 2022 klesne na 3,0 % a na konci sledovaného obdobia v roku 2023 na 2,1 %. Odzrkadľujúc tento vývoj by mal dlh eurozóny v roku 2021 dosiahnuť maximum tesne pod 99 % HDP a v roku 2023 by mal klesnúť na približne 94 % HDP. Oživenie by mala v súčinnosti s menovou politikou aj naďalej podporovať ambiciózná, cielená a koordinovaná rozpočtová politika. Predovšetkým program Next Generation EU pomôže zabezpečiť výraznejšie a rovnomerné oživenie v jednotlivých krajinách eurozóny. Program tiež urýchli ekologizáciu a digitalizáciu, podporí štrukturálne reformy a prispeje k dlhodobému rastu.

V strednodobom horizonte sa očakáva výrazné zotavenie ekonomiky.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2021 dosiahne ročný rast reálneho HDP 5,0 % v roku 2021, 4,6 % v roku 2022 a 2,1 % v roku 2023. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2021 sa výhľad vývoja na rok 2021 zlepšil, prevažne vzhľadom na lepšie než očakávané výsledky v prvom polroku, a na roky 2022 a 2023 zostáva celkovo nezmenený.

Inflácia

Inflácia v eurozóne v auguste vzrástla na 3,0 %. V jeseni tohto roka by mala pokračovať v raste, no budúci rok by mala klesnúť. Očakáva sa, že súčasný nárast inflácie bude prevažne dočasný, odrážajúc najmä výrazný rast cien ropy približne od polovice minulého roka, ukončenie dočasného zníženia DPH v Nemecku, oneskorené letné výpredaje v roku 2020 a nákladové tlaky vyplývajúce z dočasného nedostatku materiálov a vybavenia. V priebehu roka 2022 by sa mali tieto faktory zmierniť alebo sa vo výpočte medziročnej inflácie prestanú zohľadňovať. Základné inflačné tlaky sa mierne zvýšili. S pokračovaním oživenia hospodárstva a za podpory menovopolitických opatrení Rady guvernérov sa očakáva rast základnej inflácie v strednodobom horizonte. Tento rast by mal byť len postupný, keďže dosiahnutie plnej produkčnej kapacity ekonomiky určitý čas potrvá a preto sa očakáva len mierny rast miezd. Ukazovatele dlhodobějších inflačných očakávaní pokračujú v raste, no aj naďalej zaostávajú za cieľom ECB na úrovni 2 %.

Toto hodnotenie sa odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB zo septembra 2021, podľa ktorých by mala ročná miera inflácie dosiahnuť

2,2 % v roku 2021, 1,7 % v roku 2022 a 1,5 % v roku 2023, čo v porovnaní s projekciami z júna znamená zvýšenie projektovaných hodnôt. Inflácia bez potravín a energií má podľa projekcií dosiahnuť v priemere 1,3 % v roku 2021, 1,4 % v roku 2022 a 1,5 % v roku 2023, čo je tiež viac ako v júnových projekciách.

Hodnotenie rizík

Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho vývoja Rada guvernérov považuje za celkovo vyvážené. Hospodárska aktivita by mohla očakávania ECB prekonať, ak by spotrebitelia vďaka zvýšeniu dôvery spojili menej, než sa v súčasnosti očakáva. K výraznejšej expanzii, než sa momentálne predpokladá, by tiež mohlo viesť rýchlejšie zlepšovanie pandemickej situácie. Ak by obmedzenia na strane ponuky trvali dlhšie a premietli by sa do vyšších než očakávaných miezd, cenové tlaky by mohli byť trvalejšie. Výhľad hospodárskeho vývoja by sa zároveň mohol zhoršiť, ak by došlo k zhoršeniu pandémie, čo by mohlo oddialiť ďalšie znovuotváranie ekonomiky, alebo ak sa ukáže, že ponukové obmedzenia sú trvalejšieho rázu, než sa v súčasnosti očakáva, a obmedzujú produkciu.

Finančné a menové podmienky

Oživenie hospodárskeho rastu a inflácie aj naďalej závisí od priaznivých podmienok financovania pre všetky hospodárske sektory. Trhové úrokové miery sa počas leta znížili, no nedávno opäť vzrástli. Celkovo sú podmienky financovania v ekonomike aj naďalej priaznivé.

Zatiaľ čo forwardová krivka jednodňovej eurovej úrokovej sadzby (EONIA) pri strednodobých splatnostiach značne klesla, v prípade krátkodobých splatností zostala viac-menej nezmenená, z čoho vyplýva, že sa neočakávajú žiadne bezprostredné zmeny menovopolitických sadzieb v najbližšom horizonte.

Dlhodobé bezrizikové sadzby počas sledovaného obdobia (od 10. júna do 8. septembra 2021) najskôr klesli, odrážajúc okrem iného upravenú signalizáciu budúceho nastavenia kľúčových úrokových sadzieb ECB oznámenú po júlovom zasadnutí Rady guvernérov v nadväznosti na zverejnenie novej stratégie menovej politiky, a následne časť tohto poklesu v posledných týždňoch sledovaného obdobia vymazali. Spready štátnych dlhopisov oproti sadzbe jednodňových indexových swapov (overnight index swap – OIS) zostali v jednotlivých jurisdikciách celkovo nezmenené. Rizikové aktíva vykazovali celkovú odolnosť voči rastúcim obavám zo šírenia Delta variantu. Vzhľadom na výrazné oživenie očakávaní rastu podnikových ziskov došlo k nárastu cien akcií, ktorý bol len čiastočne vyvážený rastom premií za akciové riziko. Spready podnikových dlhopisov eurozóny sa v reakcii na nárast cien akcií naďalej zužovali.

Tvorba peňazí v eurozóne sa v júli 2021 zmiernila a pokračovala v normalizácii v nadväznosti na výraznú menovú expanziu spojenú s predchádzajúcimi vlnami pandémie. Domáce úvery boli naďalej hlavnou hnacou silou tvorby peňazí, na ktorej sa v najväčšej miere podieľali nákupy aktív realizované Eurosystémom.

Rast úverovania súkromného sektora sa stabilizoval v blízkosti nižších, predpandemických, dlhodobých úrovní, pričom podmienky financovania boli naďalej veľmi priaznivé. Sadzby bankových úverov pre podniky i domácnosti sú na historicky nízkej úrovni. Poskytovanie úverov domácnostiam si udržiava tempo, najmä v prípade úverov na kúpu nehnuteľností na bývanie. O niečo pomalší rast úverovania podnikov je spôsobený predovšetkým tým, že podniky stále disponujú dostatočnými finančnými prostriedkami, pretože vo výraznej miere čerpali úvery počas prvej vlny pandémie. Majú v držbe vysoký objem hotovosti a čoraz viac si ponechávajú nerozdelený zisk, čo znižuje potrebu externého financovania. Pre väčšie podniky je zároveň atraktívnou alternatívou bankových úverov emisia dlhopisov. Dobrý stav bankových súvah je aj naďalej zárukou dostatočnej dostupnosti úverov.

Mnohé podniky a domácnosti sa však počas pandémie viac zadlžili. Zhoršenie hospodárskeho výhľadu by mohlo ohroziť ich finančné zdravie, čím by došlo aj k zhoršeniu kvality bankových súvah. V záujme prevencie vzájomného zintenzívňovania súvahových tlakov a sprísňovania podmienok financovania sú aj naďalej nevyhnutné podporné politické opatrenia.

Rozhodnutia o menovej politike

Rada guvernérov na svojom septembrovom menovopolitickom zasadnutí opätovne prehodnotila hospodársky vývoj a svoje pandemické opatrenia.

Na základe spoločného posúdenia podmienok financovania a výhľadu vývoja inflácie Rada guvernérov usúdila, že priaznivé podmienky financovania je možné zachovať pri mierne pomalšom tempe čistého nákupu aktív v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP) ako v predchádzajúcich dvoch štvrtrokoch.

Rada guvernérov zároveň potvrdila svoje ďalšie opatrenia na podporu mandátu ECB udržiavať cenovú stabilitu, a to výšku kľúčových úrokových sadzieb ECB, nákup aktív uskutočňovaný Eurosystemom v rámci programu nákupu aktív (asset purchase programme – APP), pravidiel Rady guvernérov týkajúce sa reinvestovania a dlhodobejšie refinančné operácie.

Rada guvernérov je pripravená všetky svoje nástroje podľa potreby upraviť, aby zabezpečila stabilizáciu inflácie na cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte.

Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2021 naznačujú, že oživenie globálnej hospodárskej aktivity pokračuje. Pretrvávajúce výpadky v dodávkach a šírenie nákazlivejšieho delta variantu koronavírusu (COVID-19) však vrhajú tieň na vyhliadky krátkodobého rastu. Aktuálne prieskumy poukazujú na určité zmiernenie dynamiky rastu, hlavne v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. Výhľad rastu svetového hospodárstva sa v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami upravil mierne nahor, a to najmä na rok 2022. Globálny rast reálneho HDP (bez eurozóny) by sa mal tento rok zrýchliť na 6,3 % a následne sa v roku 2022 spomaliť na 4,5 % a v roku 2023 na 3,7 %. Zahraničný dopyt eurozóny sa oproti predchádzajúcim projekciám upravil nahor. Predpokladá sa, že tento rok sa zvýši o 9,2 % a v rokoch 2022 a 2023 o 5,5 % a 3,7 %. Tento vývoj odráža najmä skutočnosť, že globálny dovoz bol na začiatku roka 2021 silnejší, než sa pôvodne očakávalo, ako aj lepší výhľad globálneho rastu a väčšiu procyklickosť obchodu počas hospodárskeho oživenia. V prostredí vyšších cien komodít a silnejšieho dopytu sa vývozné ceny konkurentov eurozóny na tento rok upravili nahor. Riziká základných projekcií vývoja globálnej ekonomiky sa odvíjajú hlavne od budúceho priebehu pandémie. Ďalšie riziká globálneho výhľadu hospodárskej aktivity sa spájajú s poklesom globálneho rastu a zvýšením globálnej inflácie.

Globálna hospodárska aktivita a obchod

Globálna hospodárska aktivita sa v prvom polroku 2021 spomalila v dôsledku rastúceho počtu prípadov ochorenia COVID-19, nerovnomerného pokroku v očkovaní a prijatých obmedzení. Nárast nových infekcií vo vyspelých ekonomikách viedol začiatkom roka 2021 k prísnejším obmedzeniam. Rýchly nástup očkovania umožnil na konci jari opätovné postupné otváranie niektorých kľúčových ekonomík, čo prinieslo určitú úľavu pre svetové hospodárstvo. Zároveň sa však pandémia zhoršila v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, kde bol pokrok v očkovaní pomalší. V dôsledku toho sa rast globálneho reálneho HDP (bez eurozóny) z úrovne 2,5 % zaznamenananej v poslednom štvrtroku 2020 spomalil v prvom štvrtroku 2021 na 0,8 % a v druhom štvrtroku na odhadovaných 0,6 %. Predpokladá sa, že v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2021 sa aktivita v druhom štvrtroku v prípade rozvíjajúcich sa trhov ekonomík celkovo zhodovala s projekciami, kým vo vyspelých ekonomikách bola slabšia vzhľadom na rast v Spojených štátoch, ktorého dynamika za projekciami zaostávala.

Ukazovatele z prieskumov naznačujú spomalenie tempa oživenia globálnej hospodárskej aktivity, najmä v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, v dôsledku pretrvávajúcich výpadkov v dodávkach. V auguste globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre produkciu klesal tretí po sebe idúci mesiac, keď sa z júlových 54,9 znížil na 51,3. Hoci index zostáva v pásme expanzie, v porovnaní s druhým štvrtkom vykazuje určité spomalenie rastu. Kompozitný index PMI pre produkciu sa znížil vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa

trhových ekonomikách, pričom v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách sa prvý raz od júna 2020 dostal pod hranicu expanzie (na 49,3 oproti júlovým 52,0). Pokiaľ ide o jednotlivé komponenty, PMI pre služby sa prepadol z májového vrcholu na úrovni 60,5 na 51,5 a klesal najmä vo vyspelých ekonomikách. Znížil sa aj PMI pre priemyselnú výrobu, ktorý v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách poklesol pod hranicu expanzie, hoci celkový index zostal mierne nad touto úrovňou (z 53,2 na 50,7). Zatiaľ čo svetové hospodárstvo naďalej prechádza dvojrychlostným oživením, keď sa vyspelé ekonomiky zotavujú rýchlejšie ako rozvíjajúce sa trhové ekonomiky, aktuálne hodnoty indexu PMI naznačujú znižovanie rozdielov medzi týmito regiónmi aj medzi jednotlivými sektormi (graf 1).

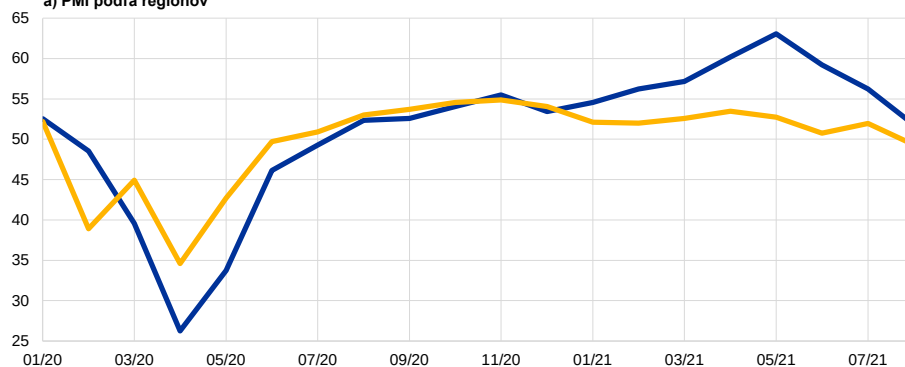
Graf 1

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

(difúzný index)

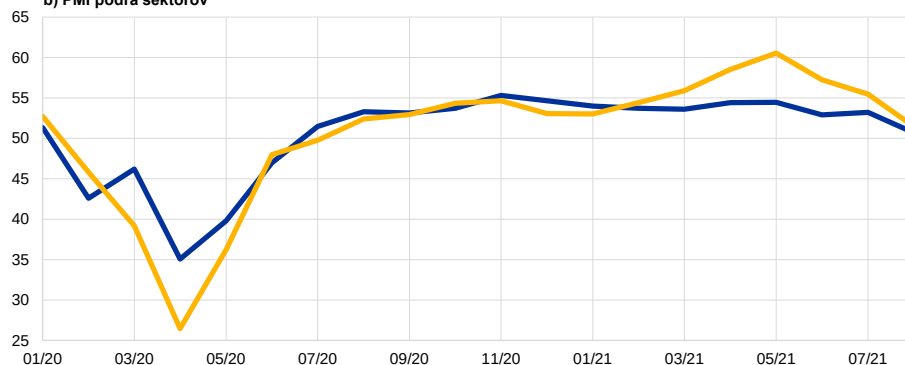
■ Vyspelé ekonomiky bez eurozóny
■ Rozvíjajúce sa trhové ekonomiky

a) PMI podľa regiónov



■ Priemyselná výroba
■ Služby

b) PMI podľa sektorov



Zdroj: Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2021.

Podmienky financovania zostávajú priaznivé. Od dátumu uzávierky makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z júna 2021 sa finančné podmienky vo vyspelých ekonomikách mierne zhoršili, zatiaľ čo v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách zostali vo všeobecnosti stabilné. Vývoj na globálnych finančných trhoch zostal relatívne stabilný v prostredí stále značného tempa hospodárskeho rastu no zároveň sa zvyšujúcich krátkodobých rizík. Opätovný nárast

prípadoch nákazy koronavírusom a obavy, že centrálné banky vrátane Federálneho rezervného systému čoskoro začnú znižovať nákup aktív, podnietili investorov, aby zaujali opatrnejší postoj. Akciové trhy v niektorých vyspelých ekonomikách naďalej dosahovali nové maximá, ale pomer cien a výnosov – ktorý vstupuje do indexov finančných podmienok – sa výrazne znížil vzhľadom na obdobie historicky vysokých ziskov v Spojených štátoch a iných vyspelých ekonomikách. Silnejšie obavy, že oživovanie hospodárstva môže trvať dlhšie, ako sa očakávalo, sa prejavili aj v spreadoch podnikových dlhopisov, ktoré sa v niektorých ekonomikách, najmä v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách, mierne zvýšili, aj keď z historicky nízkych úrovní. Trhy s bezrizikovými štátnymi dlhopismi zostali vo všeobecnosti nezmenené na nižších úrovniach, keďže tlak na znižovanie (prameniaci z prílevu „bezpečných“ finančných prostriedkov spojeného s obavami zo šírenia delta variantu koronavírusu) bol vykompenzovaný rastúcimi očakávaniami, že Federálny rezervný systém začne znižovať tempo nákupu svojich aktív už v tomto roku.

V krátkodobom horizonte je inak robustné oživenie zatienené opätovným šírením ochorenia COVID-19. Očakáva sa, že globálna hospodárska aktivita sa v druhom polroku znova zvýši, keďže ekonomiky sa postupne otvárajú vďaka klesajúcej miere nákazy a očkovaniu, ktoré najmä vo vyspelých ekonomikách rýchlo napreduje. Hoci v mnohých vyspelých ekonomikách sa už podarilo zaočkovať viac ako polovicu obyvateľstva, tempo vakcinácie v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách je oveľa pomalšie. Výnimku predstavuje Čína, kde je údajne zaočkovaných približne 70 % populácie. Aktuálne však výhľad zhoršuje opätovný vzostup infekcie koronavírusu spôsobený nákazlivejším delta variantom. Zvyšujúci sa počet prípadov vo vyspelých ekonomikách stále vedie k značnému rastu miery hospitalizácií a úmrtí oproti minimám zaznamenaným počas tohto leta, no zatiaľ zostáva nižšia ako začiatkom roka 2021. Zatiaľ čo niektoré krajiny, najmä Čína a Japonsko, sa opäť uchýlili k zavedeniu (lokálnych) lockdownov, iné uprednostnili miernejšie opatrenia ako napríklad povinné nosenie rúšok. V týchto krajinách sa hospodárske dôsledky nového šírenia nákazy pravdepodobne prejavia v zmenenom spotrebiteľskom správaní, a to najmä v odvetviach s väčšou mierou osobných kontaktov. Pokrok v očkovaní a lepšie poznatky o tom, ako predísť nákaze, však zmiernili hospodárske riziká spojené s prudkým rastom nových prípadov. Ak sa orgánom podarí potlačiť nárast hospitalizácií a úmrtí, dôsledky novej vlny by mohli byť len dočasné a nemali by prerušiť prebiehajúce hospodárske oživenie.

Očakáva sa, že fiškálna podpora sa bude v tomto roku postupne znižovať vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách. Vo fiškálnom monitore Medzinárodného menového fondu z apríla 2021 sa predpokladá, že fiškálne deficity začnú klesať v roku 2021 tak vo vyspelých, ako aj rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách, keď sa skončia protipandemické opatrenia a v dôsledku oživovania domácej ekonomiky začnú fungovať automatické stabilizátory. Krajiny sa však zrejme budú líšiť v tempe, akým opätovne začnú vyrovnávať svoje rozpočty. V Spojených štátoch prispeje k oživeniu hospodárstva v roku 2021 veľký fiškálny stimul Bidenovej administratívy, ktorý v horizonte prognózy podporí globálnu

ekonomiku.¹ V Spojenom kráľovstve by sa mal fiškálny deficit dostať pod kontrolu, hoci platnosť niektorých končiacich fiškálnych opatrení sa predĺžila do septembra 2021. Konsolidácia sa očakáva aj v Brazílii a Rusku, zatiaľ čo v Indii bola v dôsledku zhoršujúcej sa pandemickej situácie schválená dodatočná fiškálna podpora.

Celkovo je výhľad rastu svetového hospodárstva o niečo priaznivejší ako v predchádzajúcich projekciách, najmä pokiaľ ide o rok 2022. Svetový reálny HDP (bez eurozóny) by po predpokladanom raste v roku 2021 na úrovni 6,3 % mal v rokoch 2022 a 2023 dosiahnuť mieru rastu 4,5% a 3,7 %. Očakáva sa, že globálne oživenie z krízy zostane nerovnomerné. Vo vyspelých ekonomikách okrem eurozóny by sa predpandemické úrovne mali dosiahnuť začiatkom roka 2022, a to najmä vďaka Spojeným štátom. V Číne, ktorá bola pandémiou zasiahnutá ako prvá a vzhľadom na silnú podporu politik sa z nej zotavila najrýchlejšie, dosiahol reálny HDP svoju predkrízovú trajektóriu už koncom minulého roka. Predpokladá sa, že oživenie v ostatných rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách bude pomalé. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2021 sa miera rastu v roku 2021 upravila nahor o 0,1 percentuálneho bodu, na rok 2022 o 0,3 percentuálneho bodu a na rok 2023 zostala nezmenená. Priaznivejší výhľad globálneho rastu v roku 2022 vo veľkej miere odráža reprofiláciu vládnych výdavkov v Spojených štátoch² a v menšej miere aj predpokladané neskoršie oživenie v Japonsku, kde vysoká miera nákazy v lete 2021 viedla k opätovnému zavedeniu reštriktívnych opatrení v niektorých veľkých prefektúrach vrátane Tokia.

V Spojených štátoch sa v dôsledku silnej politickej podpory a postupného odstránenia prekážok v dodávkach predpokladá hospodársky rast. Jeho výhľad však zhoršuje aktuálne opätovné šírenie nových prípadov nákazy koronavírusom. Hospodárska aktivita sa v druhom štvrťroku 2021 ďalej zrýchľovala, medziročne o 6,5 % (6,4 % v prvom štvrťroku). Bolo to menej, ako sa predpokladalo v júnových makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu. Tento vývoj súvisel s oproti očakávaniam menšími výdavkami verejnej správy a záporným príspevkom zmien v zásobách. Rast naopak podporovali spotrebiteľské výdavky, v ktorých sa odrážala podpora príjmov zo začiatku roka, a rýchle uvoľňovanie protipandemických obmedzení. Investície boli naďalej silné. Aktuálny nárast neuspokojených objednávok v niektorých odvetviach (automobilová výroba) odráža obmedzenia na strane dodávok. Pokračujú tiež rokovania kongresu o dvoch fiškálnych plánoch, ktoré boli zohľadnené v júnových projekciách a ktoré vyvolávajú určitú neistotu v súvislosti s výhľadom. Zatiaľ čo v strednodobom horizonte by rast mala posilniť politická podpora a predpokladané postupné odstránenie výpadkov v dodávkach, krátkodobý výhľad zhoršujú narastajúce prípady infekcie koronavírusu v dôsledku virulentnejšieho delta variantu, najmä v štátoch

¹ Americký plán záchrany v hodnote 1,9 bil. USD (8,9 % HDP) zahŕňa obnovenie dávok v nezamestnanosti, ďalšie jednorazové platby domácnostiam a zvýšenie lokálnych aj štátnych výdavkov v oblasti verejného zdravotníctva a vzdelávania. Americká vláda okrem toho oznámila dva nové strednodobé fiškálne plány, ktoré sú zahrnuté aj v septembrových základných makroekonomických projekciách odborníkov ECB, hoci vplyv nových plánov na hospodársku aktivitu bude pravdepodobne v porovnaní s plánom záchrany limitovanejší.

² Rast reálneho HDP Spojených štátov bol po nedávnom zverejnení prognóz Rozpočtového úradu amerického kongresu revidovaný nahor pre koniec tohto a začiatok budúceho roka. Viedlo to k menšiemu alokovaniu verejných výdavkov (na spotrebu aj investície) do skorších fáz rozpočtovej periódy, ako sa predpokladalo v projekciách z júna 2021.

s nízkou mierou zaočkovania. V dôsledku toho sa spotrebitelia, ktorí doteraz prispievali k oživeniu, zrejme stávajú opatrnejšími, keď výdavky osobnej spotreby v júli klesli o 0,1 %, zatiaľ čo miera osobných úspor sa zvýšila. Rast zamestnanosti bol v júli taktiež nižší, ako sa očakávalo, a to najmä v odvetviach s väčšou mierou osobných kontaktov (voľnočasové aktivity, stravovanie a ubytovanie). Celková inflácia sa v júli stabilizovala na vysokej úrovni a predpokladá sa, že do konca roka 2021 zostane na úrovni okolo 5 %. Tento vývoj odráža výpadky v dodávkach, ktoré vytvárajú tlak na zvyšovanie cien automobilov a iných položiek, ako aj normalizáciu dopytu po službách, vyššie ceny komodít a pozitívnu produkčnú medzeru. Očakáva sa, že inflácia sa k úrovni 2 % znova priblíži v rokoch 2022 až 2023, keď sa odstránia výpadky a firmy sa prispôbia popandemickým dopytovým vzorcom.

V Spojenom kráľovstve sa predpokladá udržateľné hospodárske oživenie aj napriek opätovnému zvyšovaniu počtu prípadov ochorenia COVID-19. Po prudkej kontrakcii v roku 2020 začal reálny HDP v druhom štvrťroku 2021 znova rásť a predpokladá sa, že jeho oživenie bude pokračovať. Očakáva sa, že pokročilý vakcinačný program bude chrániť veľkú časť populácie pred závažným priebehom ochorenia COVID-19 aj pri zvýšenom šírení delta variantu, preto je nepravdepodobné, že by sa znova museli zaviesť pandemické obmedzenia mobility vplyvajúce na hospodársku aktivitu. K rastu bude zrejme naďalej prispievať silná súkromná spotreba a súkromné investície, ako aj dodatočné fiškálne výdavky vo výške 2,7 % HDP, ktoré vláda schválila v marci. Je však stále možné, že zmeny v zásobách povedú k zvýšeniu volatility produkcie v krátkodobom horizonte. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien v júli klesla na 2,0 % z júnových 2,5 %. Znížila sa tiež jadrová inflácia, na 1,8 % z 2,3 % zaznamenaných v júni. Pokles ročnej miery celkovej inflácie bol spôsobený najmä cenami v sektoroch rekreácie a kultúry ako aj cenami odevov, pričom vyššie ceny na konci lockdownu v minulom roku viedli k negatívnym bázičným efektom v aktuálnom roku. Tento pokles by pravdepodobne mal byť dočasný. Očakáva sa, že inflácia sa opäť prudko zvýši v auguste a ďalej bude rásť aj v nasledujúcich mesiacoch, až na úroveň okolo 4 %. Okrem priamych účinkov cien energií, ktoré tvoria približne polovicu predpokladaného zvýšenia, sa očakáva, že ďalej porastú aj ceny tovarov odrážajúce globálne cenové tlaky vyvolané vyššími cenami komodít, dopravnými nákladmi a výpadkami v dodávkach.

Vývoj rastu v Číne je v krátkodobom horizonte vystavený dočasným prekážkam, predpokladá sa však, že hospodárska aktivita bude v strednodobom horizonte výrazne rásť. Za spomalením v treťom štvrťroku stojí prijatie prísnejších opatrení proti šíreniu nákazy v súvislosti s nárastom prípadov ochorenia COVID-19, veľké povodne a isté výpadky v dodávkach. Priemyselná výroba, maloobchodný predaj a investície boli v júli pod očakávanou úrovňou, stále však rástli. Index PMI pre priemyselnú výrobu klesol v auguste na 49,2 a po prvýkrát od apríla 2020 sa dostal do pásma kontrakcie, čo znamená, že sa toto odvetvie v treťom štvrťroku pravdepodobne spomalilo. V dôsledku sprísnenia opatrení proti šíreniu nákazy poklesol aj PMI pre podnikateľskú aktivitu v sektore služieb (na 46,7).

V polovici augusta sa však v krajine začal počet nových prípadov ochorenia COVID-19 znižovať na veľmi nízke úrovne. Zároveň politiky disponujú dostatočným priestorom na podporu rastu, ak by sa hospodárske spomaľovanie zintenzívnilo. Ročná inflácia spotrebiteľských cien sa v júli znížila na 1,0 %, zatiaľ čo ročná miera

inflácie výrobných cien sa po miernom júnovom poklese na 8,8 % v júli znova zvýšila na 9 %, najmä v súvislosti s výrazným rastom cien v energetickom a ťažobnom priemysle. Inflácia spotrebiteľských cien zostáva celkovo tlmená, najmä vzhľadom na pretrvávajúcu defláciu cien potravín v dôsledku normalizácie cien bravčového mäsa, zatiaľ čo ceny palív sa zvýšili.

Hospodársku aktivitu v Japonsku stále brzdia protipandemické opatrenia, čo odsúva oživenie až na koniec roka 2021. Oživenie nasledujúce po počiatočnom šoku spôsobenom ochorením COVID-19 sa začiatkom roka 2021 pozastavilo, keď sa v dôsledku rastúceho počtu nových prípadov nákazy zaviedli prísnejšie obmedzenia. Viedlo to k zníženiu reálneho HDP v prvom štvrtroku. Hospodárska aktivita sa v druhom štvrtroku mierne oživila, keďže obnovenie domáceho dopytu, najmä súkromnej spotreby, v prostredí nových opatrení na kontrolu šírenia nákazy zavedených v apríli až máji bolo lepšie, ako sa očakávalo. Následný prudký nárast prípadov ochorenia COVID-19 viedol k vyhláseniu štvrtého núdzového stavu vo viacerých prefektúrach (vrátane Tokia). Zatiaľ čo súvisiaci pokles mobility bol spočiatku mierny, neskôr sa zintenzívnil, pričom augustový index PMI pre služby postupne klesal až na 42,9. V júli sa znížila aj priemyselná produkcia a index PMI pre priemyselnú výrobu v auguste poklesol na 51. Stabilnejšie zotavenie sa očakáva v poslednom štvrtroku za predpokladu postupného zlepšovania pandemickej situácie vďaka rýchlemu napredovaniu v očkovaní, keď sa zrušia opatrenia proti šíreniu nákazy. Pokračujúca podpora fiškálnej a menovej politiky, ako aj ďalšie oživovanie zahraničného dopytu by mali podporiť budúci rast. Ročná celková inflácia CPI stúpila z -0,5 % na júlových -0,3 %, zatiaľ čo jadrová inflácia sa zvýšila na -0,8 % (z -1,1 % v predchádzajúcom mesiaci). Vyššie ceny energií a poplatky za ubytovanie prispeli k nárastu inflácie a pomohli vyvážiť vplyv veľkého zníženia sadzieb za mobilné telefóny. Základná inflácia bez osobitných faktorov pravdepodobne zostala na vzostupe, čo naznačuje pozitívnejšiu dynamiku ako údaje o celkovej inflácii.

V členských štátoch EÚ strednej a východnej Európy sa predpokladá postupné obnovenie dynamiky hospodárskej aktivity, k čomu prispievajú fiškálne a menové stimuly. Oživenie v tomto regióne sa spomalilo v prvom polroku 2021, keď na aktivitu nepriaznivo vplývala nová vlna šírenia nákazy koronavírusom. Očakáva sa, že reálny HDP sa v priebehu roka znova zvýši a zostane silný, pričom k oživeniu rastu prispievajú pokračujúce uvoľňovanie obmedzení a zvyšujúca sa miera zaočkovania. Hlavnou hnacou silou oživenia by mal byť domáci dopyt, keď značná podpora fiškálnej a menovej politiky povedie k zmierneniu neistoty a zlepšeniu dôvery.

Oživenie hospodárskej aktivity veľkých vývozcov komodít má podporu v priaznivom vonkajšom prostredí. Reálny HDP v Rusku dosiahol svoju predkrízovú úroveň a očakáva sa, že počas obdobia projekcie bude výrazne rásť. Silnejší celosvetový dopyt po ropu podporuje jej vyššiu produkciu aj vývoz. K rastu počas tohto obdobia zrejme prispieje tiež predpokladané oživenie spotreby a investícií. Trvalo vysoké ceny potravín a rastúci dopyt vyvolali inflačné tlaky, ktoré viedli k sprísneniu menovej politiky. Hospodárska aktivita v Brazílii bola odolná voči opätovnému nárastu infekcií koronavírusu, pričom ju podporil silný rast vývozu a pokračujúce oživovanie investícií (bez idiosynkratických faktorov). Relatívne rýchle

obnovenie spotrebiteľskej dôvery a maloobchodného predaja, ako aj opätovné zavedenie prevodov v prospech nízkopríjmových rodín a programov na podporu zamestnanosti, hoci v menšom rozsahu ako v roku 2020, v blízkej budúcnosti posilní súkromnú spotrebu. V reakcii na intenzívnejšie inflačné tlaky sa začala sprísňovať menová politika, keďže sa očakáva, že vysoké ceny komodít a domáce faktory (sucho v niektorých regiónoch, zvýšenie sadzieb za energie a oživenie dopytu) v krátkodobom horizonte udržia vysokú infláciu.

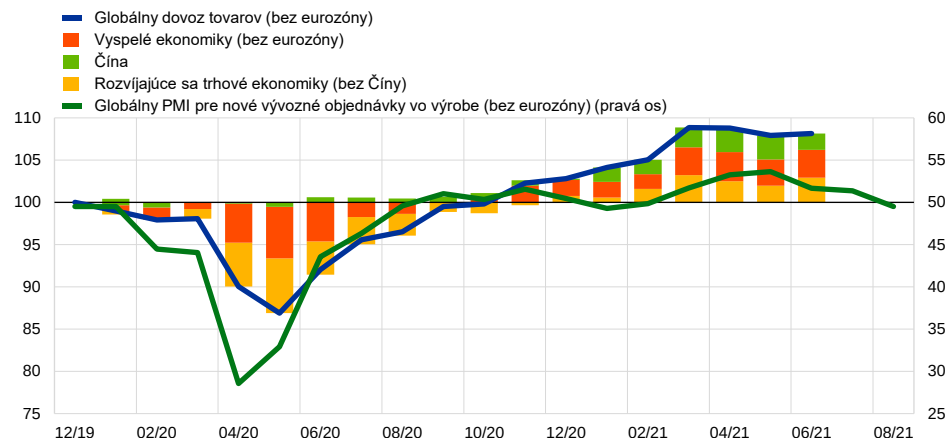
Turecká ekonomika by mala v strednodobom horizonte stabilne rásť. Po počiatočnom pandemickom šoku sa turecké hospodárstvo rýchlo zotavilo a zostalo odolné aj voči opätovnému šíreniu nových prípadov nákazy. V druhom štvrtroku 2021 bol rast reálneho HDP prekvapujúco silný, keď sa medzištvrtročne zvýšil o 0,9 %. V prvom rade ho podporovala spotreba domácností, a to napriek v máji zavedeným obmedzeniam a horším finančným podmienkam, ako aj čistý vývoz. Ak sa zachová súčasný posun v orientácii politiky v prospech makroekonomickej stability, rast reálneho HDP by mal zostať nižší no vyváženejší.

Predpokladá sa, že svetový obchod bude v strednodobom horizonte stabilne rásť, objavujú sa však známky jeho spomalenia v krátkodobom horizonte. Po dynamickom zotavení z pandemického šoku sa globálny obchod v prvom štvrtroku 2021 vrátil na úrovne zaznamenané pred pandémiou. V poslednom čase sa však ukazujú náznaky spomalenia rastu obchodu, ktoré odrážajú najmä vplyv výpadkov v dodávkach signalizovaných v najnovších údajoch. Dovozy tovarov sa v máji znova mierne znížil, ale v júni bol celkovo stabilný a pohyboval sa blízko marcových vysokých hodnôt. Dovozy služieb zostáva hlboko pod predpandemickou úrovňou bez výrazných náznakov oživenia. Z vysokofrekvenčných údajov o medzinárodných letoch a hotelových rezerváciách vyplýva, že rast cestovného ruchu a iného obchodu v oblasti služieb sa v posledných mesiacoch nezrýchlil. Globálny index PMI pre nové vývozné objednávky vo výrobe (bez eurozóny) sa v auguste znova znížil a dostal sa tesne pod hranicu expanzie. Zároveň bol PMI pre dodacie lehoty v auguste stále nad historickým maximom zaznamenaným na vrchole pandémie. Výpadky v dodávkach pramenili hlavne z oživenia dopytu po priemyselnom tovare, ktoré bolo väčšie ako sa očakávalo, a ich postupné zmenšovanie by sa malo začať úvodom roka 2022. Dopyt po priemyselných tovaroch bol oveľa väčší ako dopyt po službách, ktorý stále brzdiť opatrenia proti šíreniu nákazy. Keďže sa ekonomiky stali odolnejšími voči reštriktívnym opatreniam a spotrebiteľia obnovujú svoj záujem o služby, strana dopytu môže vo výpadkoch zohrávať menšiu úlohu. V súčasnosti sú tak výpadky na strane dodávok spôsobované idiosynkratickými faktormi ako kapacitné obmedzenia vo výrobe polovodičov, nové šírenie nákazy koronavírusom a extrémne počasie.

Graf 2

Globálny dovoz tovarov a nové vývozné objednávky (bez eurozóny)

(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 augusta 2021 a o globálnom dovoze tovarov z júna 2021.

Zahraničný dopyt eurozóny sa bude podľa projekcií vzhľadom na priaznivejšie vonkajšie prostredie zvyšovať.

Predpokladá sa, že zahraničný dopyt eurozóny bude tento rok expandovať o 9,2 % a v rokoch 2022 a 2023 stúpne o 5,5 % a 3,7 %. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Euro systému z júna 2021 ide o zvýšenie o 0,6 percentuálneho bodu pre rok 2021 a zhodne o 0,3 percentuálneho bodu pre roky 2022 aj 2023. V prípade roku 2021 táto úprava odráža najmä oproti očakávaniam lepší vývoj globálneho dovozu v prvom štvrťroku 2021, a to hlavne v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách, keď obchod zostal relatívne odolný voči výkyvom v hospodárskej aktivite. Revízia smerom nahor v rokoch 2022 aj 2023 vychádza z lepších vyhládok globálneho rastu a odráža väčšiu procyklickosť obchodu počas hospodárskeho oživenia. Globálny dovoz (bez eurozóny) v horizonte projekcie bol taktiež upravený nahor, pričom v roku 2021 sa očakáva jeho zvýšenie o 11,9 %, v roku 2022 o 5,3 % a v roku 2023 o 4,1 %.

Riziká v základných projekciách sa spájajú s poklesom globálneho rastu a nárastom globálnej inflácie.

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.³ Riziko zvýšenia globálnej inflácie je spojené najmä s možnosťou, že sa súčasné inflačné tlaky v dôsledku dlhšie trvajúcich výpadkov v dodávkach zintenzívnia viac, ako sa v súčasnosti predpokladá, čo prispeje k vyšším inflačným očakávaniam. To by potom mohlo vyvolať skoršie a výraznejšie sprísnenie menovej politiky. Horšie globálne finančné podmienky by mohli ohroziť krehké hospodárske oživenie, najmä v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách, keď povedú k vyššej volatilitě svetových finančných trhov a k výraznejšiemu negatívnemu vplyvu vysokej zadlženosti na rast. Tieto faktory sú spojené s rizikom, že narušia priaznivý výhľad, pričom vychádzajú z neočakávané väčšieho expanzívneho účinku balíka fiškálnych stimulov prijatých

³ Ďalšie podrobnosti sú v boxe 4 [Makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2021](#) zverejnených 9. septembra na internetovej stránke ECB.

v Spojených štátoch a z poklesu naakumulovaných úspor, ktorý je rýchlejší ako predpokladajú aktuálne projekcie. Riziká súvisiace s globálnym rastom sa preto už nepovažujú za vyvážené, ako v predchádzajúcich projekciách, ale sa viac spájajú s jeho spomalením.

Vývoj globálnych cien

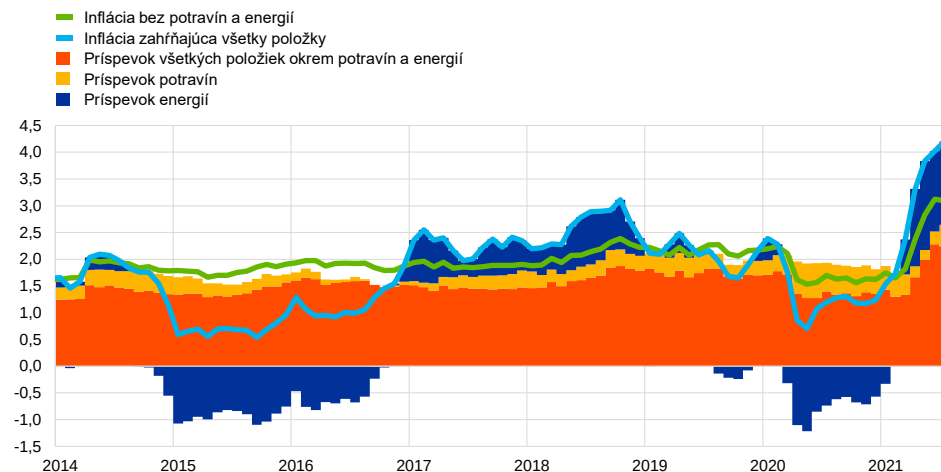
Ceny ropy sa od obdobia predchádzajúcich projekcií mierne zvýšili, zatiaľ čo rast cien ropných komodít sa zastavil. Na ropných trhoch sa znova prejavila volatilita prameniaca z nezhôd medzi členmi skupiny OPEC+, ktoré vyvolali dočasný nárast globálnych cien ropy v prostredí zlepšujúcich sa vyhládok celosvetového dopytu po rope. Účastníci trhu očakávajú, že dopyt po rope sa v roku 2021 zvýši, ako sa mobilita bude postupne vracieť na predpandemické úrovne. Rast cien sa však začiatkom augusta spomalil v dôsledku nového šírenia nákazy a očakávaného sprísnenia menovej politiky v Spojených štátoch, ktoré zhoršuje rizikový sentiment. Spotové ceny neenergetických komodít sa v septembrových projekciách v porovnaní s úrovňami predpokladanými v júnových projekciách mierne zmenili, keďže ich zvyšovanie pozorované od leta 2020 do konca jari 2021 zastavil aktuálny pokles cien kovov v kontexte slabšieho dopytu a použitia strategických rezerv v Číne.

Predpokladá sa, že globálna inflácia spotrebiteľských cien sa v dôsledku základných efektov, výpadkov v dodávkach a pokračujúceho oživovania dopytu tento rok zvýši, kým po zvyšok obdobia projekcie bude klesať. K rastu inflačných tlakov prispeli vyššie ceny ropy a ropných komodít, prudko stúpajúce náklady na nákladnú dopravu a problémy v dodávateľských reťazcoch. Sú badateľné najmä vo vyspelých ekonomikách, ktorých opätovné otvorenie a rozsiahla vládna podpora vyvolali silný spotrebiteľský dopyt. To vo väčšine vyspelých ekonomik vyhnalo posledné údaje o inflácii spotrebiteľských cien nad historicky priemerné úrovne. V členských štátoch Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) sa celková ročná inflácia CPI z júnových 4,0 % zvýšila v júli na 4,2 % (graf 3). Júlové údaje predstavovali deviaty po sebe idúci nárast spôsobený najmä infláciou cien potravín (z 1,9 % na 3,1 %), zatiaľ čo inflácia cien energií sa zvýšila len mierne (zo 16,9 % na 17,4 %), pričom tento vývoj stále do veľkej miery odrážal efekty základného roka. Inflácia CPI bez potravín a energií v krajinách OECD bola nezmenená na úrovni 3,1 %. Celková ročná inflácia spotrebiteľských cien v Spojených štátoch zostala stabilná na úrovni 5,4 %, v Kanade stúpala a v Spojenom kráľovstve sa spomalila. V Japonsku celková inflácia po zmene základného roka zostala v júli záporná, v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom sa však zvýšila (z -0,5 % na -0,3 %). Pokiaľ ide o významné rozvíjajúce sa trhové ekonomiky, ktoré nie sú členmi OECD, celková ročná inflácia v Brazílii sa zvýšila na 9,0 %, kým v Rusku sa nezmenila a v Indii klesla. V Číne zostala stabilná na úrovni okolo 1 %.

Graf 3

Inflácia spotrebiteľských cien v OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z júla 2021.

Keď sa začne používať vyšší porovnávací základ pre ceny komodít a výpadky v dodávkach sa zmiernia (zrejme na začiatku roka 2022), globálna inflácia spotrebiteľských cien by mala klesať. S podobným vývojom pracujú aj projekcie vývozných cien konkurentov eurozóny (v národných menách), ktoré sa v prvej polovici tohto roka značne zvýšili. Projekcie týchto cien boli v roku 2021 revidované výrazne nahor a vo veľkej miere odrážajú najnovšie údaje z krajín kľúčových obchodných partnerov eurozóny, ktoré prekvapili vyššími úrovňami v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2021, a v menšej miere aj vyššie ceny ropy a o niečo silnejší dopyt vo vyspelých ekonomikách.

Zatiaľ čo krivka priemerného indexu forwardových sadzieb (EONIA) v segmentoch strednodobých splatností poklesla, krátky koniec krivky zostal v podstate nezmenený, čo naznačuje, že v najbližšej budúcnosti sa neočakávajú bezprostredné zmeny sadzieb menovej politiky. Dlhodobé bezrizikové úrokové miery počas sledovaného obdobia (od 10. júna do 8. septembra 2021) najprv poklesli, čo odráža okrem iného aj revidovanú signalizáciu budúceho nastavenia menovej politiky ECB, ktorá bola oznámená po júlovom zasadnutí Rady guvernérov po vydaní novej stratégie menovej politiky. Dlhodobé bezrizikové úrokové miery sa následne v posledných týždňoch tohto obdobia čiastočne opäť zvýšili v dôsledku prekvapivo vysokých údajov o celkovej inflácii a špekulácií o spomalení tempa nákupov v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP). Spready medzi úrokovou mierou štátnych dlhopisov a úrokovou mierou jednoduchých indexových swapov zostali v jednotlivých jurisdikciách v podstate nezmenené. Rizikové aktíva vykazovali celkovú odolnosť voči rastúcim obavám zo šírenia delta variantu koronavírusu (COVID-19). Ceny akcií sa zvýšili, k čomu prispelo najmä výrazné oživenie očakávaní rastu ziskov podnikov, ktoré boli len čiastočne vyvážené zvýšením rizikových prémie na akcie. Spready podnikových dlhopisov eurozóny sa ďalej zužovali, odzrkadľujúc ceny akcií.

**Sadzba EONIA dosahovala počas sledovaného obdobia v priemere –48
bázických bodov a referenčná krátkodobá eurová sadzba (€STR) –57**

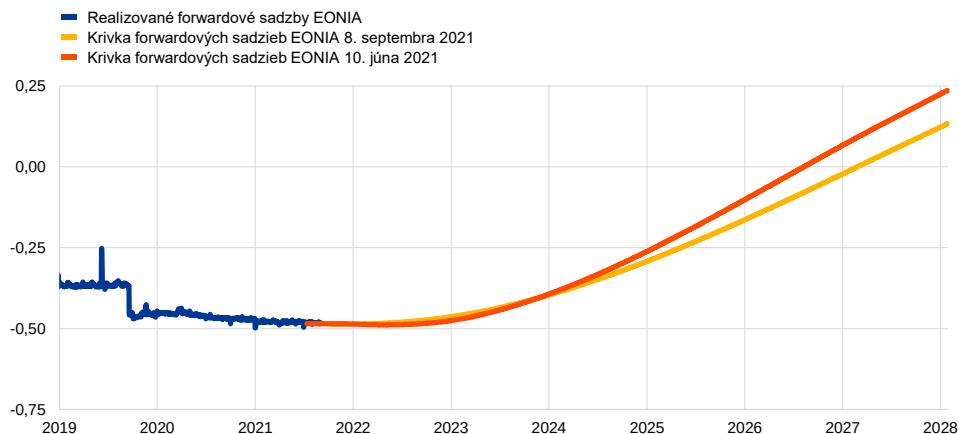
bázických bodov. Nadbytočná likvidita sa zvýšila o približne 189 mld. € na približne 4 395 mld. €, odrážajúc najmä nákupy aktív v rámci programu PEPP a programu nákupu aktív (APP), ako aj čerpanie ôsmej operácie tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) vo výške 109,83 mld. €. Tento nárast nadbytočnej likvidity, vyvolaný nárastom aktív menovej politiky, bol zmiernený čistým poklesom ostatných aktív v sledovanom období o približne 180 mld. €.

Zatiaľ čo strednodobý segment krivky forwardových sadzieb EONIA sa počas sledovaného obdobia posunul smerom nadol, krátky koniec krivky zostal plochý (graf 4). Krátky koniec krivky forwardových sadzieb EONIA zostal približne do konca roku 2024 v zásade nezmenený, čo naznačuje, že účastníci trhu v blízkej budúcnosti neočakávajú zmenu sadzieb menovej politiky. Úrokové miery strednodobých splatností sa však posunuli nadol. Časť tohto poklesu odráža zrevidovanú signalizáciu budúceho nastavenia menovej politiky ECB, ktorá bola oznámená po júlovom zasadnutí Rady guvernérov po vydaní novej stratégie menovej politiky začiatkom mesiaca.

Graf 4

Forwardové sadzby EONIA

(v % za rok)



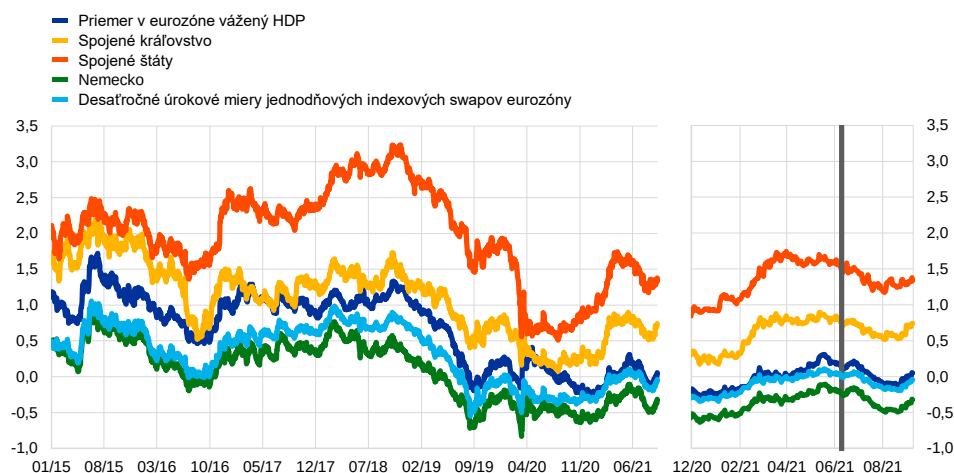
Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Výnosy štátnych dlhopisov eurozóny sa v sledovanom období v dôsledku očakávaní pokračujúcej podpory menovej politiky znížili (graf 5). Vývoj na trhoch so štátnymi dlhopismi v eurozóne dôsledne sledoval vývoj v oblasti bezrizikových úrokových mier, pričom výnosy v jednotlivých jurisdikciách sa počas sledovaného obdobia pohybovali v tesnom závese a v niekoľkých krajinách sa približovali k svojim historickým minimám, pričom časť z tohto poklesu sa v posledných týždňoch sledovaného obdobia opäť obnovila. Konkrétne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP a nemeckých desaťročných štátnych dlhopisov sa znížili o 7 bázických bodov na -0,05 %, resp. -0,32 %. Podobný pokles nastal v USA, kde sa výnosy desaťročných štátnych dlhopisov znížili o 10 bázických bodov na 1,34 %.

Graf 5

Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov

(v % za rok)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 10. júna 2021. Posledné údaje sú z 8. septembra 2021.

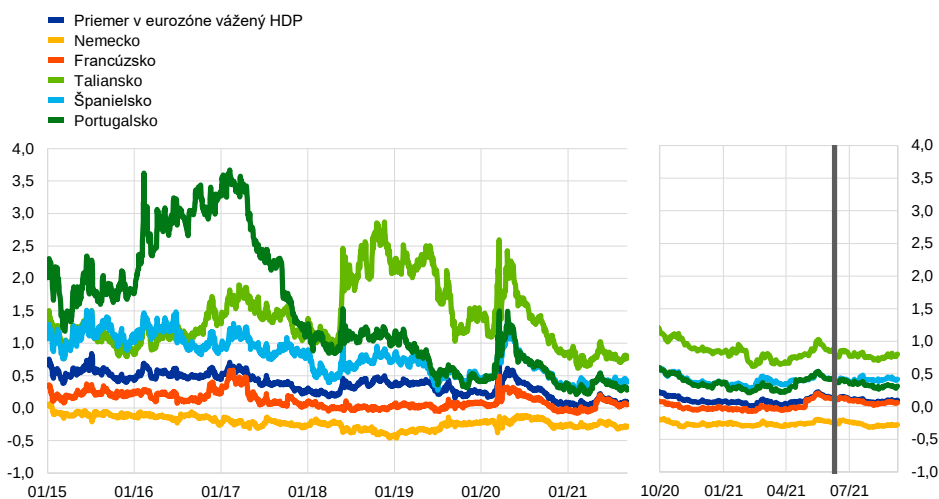
Dlhodobé spready medzi úrokovými mierami štátnych dlhopisov eurozóny a úrokovými mierami jednoduchých indexových swapov zostali v jednotlivých jurisdikciách v podstate nezmenené, k čomu prispeli rozhodnutia menovej politiky, ako aj oznámenie po júlovom zasadnutí Rady guvernérov (graf 6).

Zmeny spreadov medzi jednotlivými štátnymi dlhopismi a bezrizikovými úrokovými mierami boli veľmi obmedzené, ako odzrkadľuje agregovaný spread medzi úrokovou mierou desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny váženými HDP a zodpovedajúcou úrokovou mierou jednoduchých indexových swapov, ktorý poklesol o 3 bázičné body na 0,10 %. V dôsledku toho tento ukazovateľ zostáva blízko veľmi nízkych úrovní, ktoré sa zaznamenali koncom roka 2020 po zvrátení dočasného rastu začiatkom leta. Celkovo došlo k miernemu poklesu spreadov desaťročných portugalských a francúzskych štátnych dlhopisov o 9, resp. 7 bázičných bodov na 0,31 %, resp. 0,06 %. Počas rovnakého obdobia zostali spready desaťročných talianskych štátnych dlhopisov nezmenené na úrovni 0,80 % a spready desaťročných španielskych štátnych dlhopisov sa zvýšili o 3 bázičné body na 0,42 %. K týmto obmedzeným pohybom pravdepodobne prispelo júnové a v júli potvrdené rozhodnutie Rady guvernérov o udržaní výrazne vyššieho tempa nákupov v treťom štvrťroku ako začiatkom roka. Počas tohto pokojného vývoja na trhu štátnych dlhopisov boli prvé emisie v rámci Európskeho nástroja obnovy (NGEU) úspešne umiestnené na trhu.

Graf 6

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

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Tento spread sa počíta odrátaním desaťročných úrokových mier jednoduchých indexových swapov z výnosov desaťročných štátnych dlhopisov. Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 10. júna 2021. Posledné údaje sú z 8. septembra 2021.

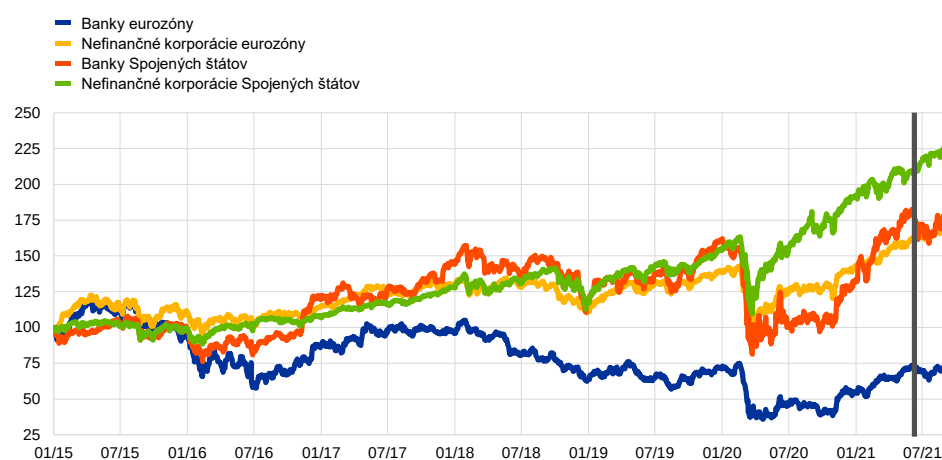
Bez ohľadu na určitú dočasnú volatilitu súvisiacu so správami o šírení delta variantu sa ceny akcií na oboch stranách Atlantického oceánu zvýšili, k čomu prispelo predovšetkým ďalšie zlepšenie očakávaní rastu ziskov podnikov (graf 7). Ceny akcií nefinančných spoločností v eurozóne a Spojených štátoch vzrástli o 3,1 %, resp. 6,6 %, pričom v Spojených štátoch dosiahli maximá. Ceny

akcií bánk v Spojených štátoch mierne poklesli, zatiaľ čo ceny akcií bánk v eurozóne zostali v podstate nezmenené. K nárastu cien akcií nefinančných spoločností prispeli najmä očakávania vysokých ziskov podnikov a o niečo nižšie diskontné sadzby, ktoré zasa odrážali pokračujúcu podporu menovej politiky. Mierny nárast rizikovej prémie na akcie, čo je dodatočný výnos vyžadovaný investormi za držbu akcií namiesto bezrizikových dlhopisov, však mal negatívny vplyv na ceny akcií eurozóny. Nárast cien akcií sa týkal všetkých krajín, aj keď pandémia koronavírusu poznamenala akciové trhy v krajinách eurozóny nerovnomerne.

Graf 7

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2015 = 100)



Zdroj: Refinitiv a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 10. júna 2021. Posledné údaje sú z 8. septembra 2021.

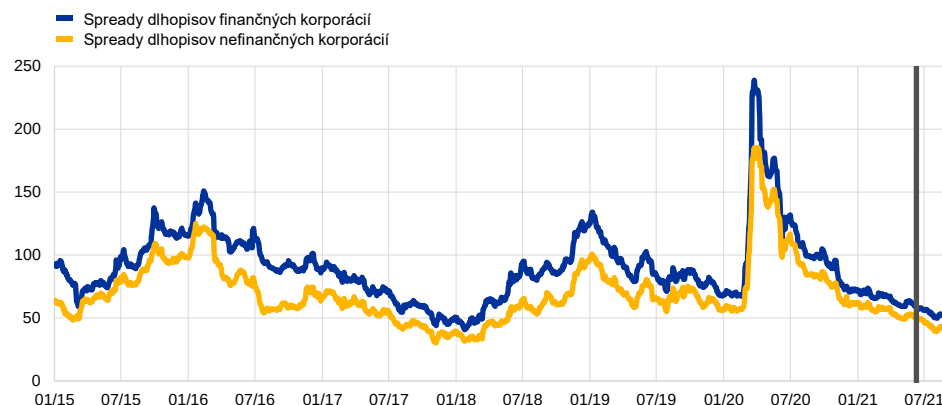
Spready podnikových dlhopisov eurozóny sa naďalej zužovali, čo potvrdzuje obraz odolných trhov s rizikovými aktívami (graf 8). Spready podnikových dlhopisov eurozóny sa ďalej zužovali, odzrkadľujúc tak zvýšenie cien akcií.

V sledovanom období sa spready dlhopisov nefinančných spoločností s ratingom investičného stupňa zúžili o približne 5 bázičkových bodov a spready dlhopisov finančného sektora o približne 4 bázičkové body, čím sa dostali na úrovne pred pandémiou. Pokračujúci klesajúci trend v uplynulých mesiacoch možno do značnej miery pripísať nadmerným premiám na dlhopisy, t. j. zložke spreadov podnikových dlhopisov eurozóny, ktorá nie je vysvetlená ekonomickými a úverovými faktormi ani faktormi súvisiacimi s neistotou, čo zase môže odrážať pokračujúcu podporu menovej politiky. Zároveň naďalej existujú slabé miesta podnikov a zdá sa, že súčasná úroveň spreadov je predikovaná na základe pokračujúcej podpory menovej politiky.

Graf 8

Spready podnikových dlhopisov eurozóny

(v bázičných bodoch)



Zdroj: Indexy Markit iBoxx a výpočty ECB.

Poznámka: Spready predstavujú rozdiel medzi úrokovými mierami swapov na aktíva a bezrizikovými úrokovými mierami. Indexy zahŕňajú dlhopisy s rôznymi splatnosťami (najmenej však jeden rok do splatnosti) s ratingom investičného stupňa. Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 10. júna 2021. Posledné údaje sú z 8. septembra 2021.

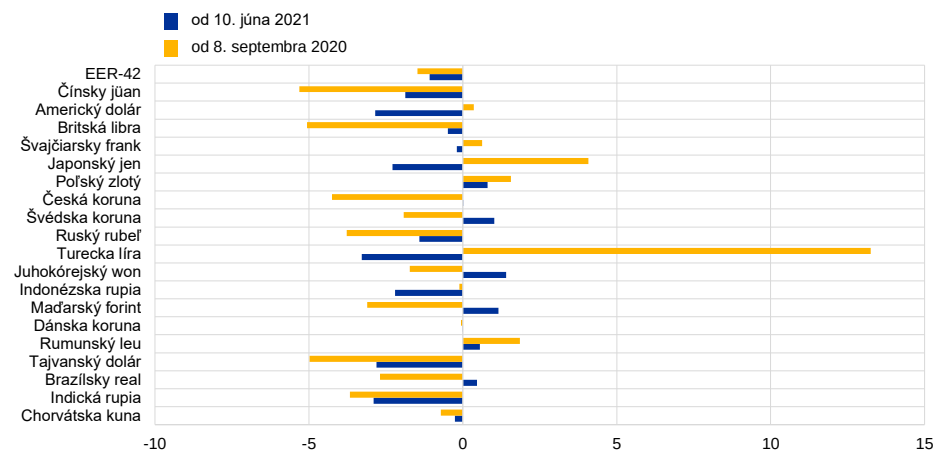
Na devízových trhoch sa euro vážené zahraničným obchodom mierne oslabilo (graf 9), odzrkadľujúc tak všeobecné oslabenie voči všetkým hlavným menám.

Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 42 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa v sledovanom období oslabil o 1,1 %. Euro sa oslabilo voči americkému doláru (o 2,9 %), odrážajúc tak zväčšovanie rozdielu v očakávaniach vývoja krátkodobých úrokových mier v eurozóne a Spojených štátoch, čo zas bolo dôsledkom očakávanej rýchlejšej normalizácie menovej politiky USA. Euro sa oslabilo aj voči ostatným významným menám vrátane japonského jenu (o 2,3 %), čínskeho juanu (o 1,9 %), britskej libry (o 0,5 %) a švajčiarskeho franku (o 0,2 %). Počas rovnakého obdobia sa euro posilnilo voči menám niektorých členských štátov EÚ nepatriacim do eurozóny vrátane maďarského forintu (o 1,2 %), švédskej koruny (o 1,0 %) a poľského zlotého (o 0,8 %).

Graf 9

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálne zmeny)



Zdroj: ECB.

Poznámka: EER-42 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 42 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny.

Kladná (záporná) zmena znamená zhodnotenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané použitím výmenných kurzov z 8. septembra 2021.

Zdá sa, že oživenie aktivity v eurozóne naďalej pokračuje. Reálny HDP sa v druhom štvrťroku 2021 zvýšil, za úrovňou pred pandémie zaznamenanou vo štvrtom štvrťroku 2019 však naďalej zaostáva približne o 2,5 %. Výrazný príspevok zaznamenal domáci dopyt, najmä súkromná spotreba, ktorý ťažil z postupného rušenia opatrení proti šíreniu nákazy, zatiaľ čo príspevok čistého obchodu k rastu HDP bol len mierny. Na strane výroby bola pridaná hodnota podporená najmä opätovným rastom v sektore služieb, zatiaľ čo priemysel a stavebníctvo prispeli len okrajovo. Pozitívny výsledok za druhý štvrťrok znamená začiatok oživenia hospodárskej aktivity po dvoch štvrťrokoch poklesu sprevádzaných opätovným zavádzaním prísnejších opatrení proti šíreniu nákazy z dôvodu obnovenia pandémie koronavírusu (COVID-19) v zimných mesiacoch.

Podnikateľské a spotrebiteľské prieskumy a vysokofrekvenčné ukazovatele na začiatku druhého polroka signalizovali pokračovanie silného rastu v treťom štvrťroku, a to aj napriek prebiehajúcej pandémie a obmedzeniam na strane ponuky. Podnikateľské prieskumy naďalej naznačujú výrazné oživenie aktivity v sektore služieb, keďže ďalší pokrok v rámci očkovacích kampaní pomohol znížiť počet hospitalizácií napriek nárastu infekcií, čo umožnilo výraznejšiu normalizáciu v oblasti vysoko kontaktných aktivít. Naproti tomu výrobné a stavebné činnosti naďalej čelia pretrvávajúcim obmedzeniam na strane ponuky, hoci dôvera zostáva vysoká.

Po očakávanom silnom treťom štvrťroku by sa malo tempo oživenia postupne normalizovať, keďže dosiahnutý pokrok v očkovaní by mal umožniť ďalšie uvoľňovanie opatrení proti šíreniu nákazy a tiež by sa mali zmierniť obmedzenia na strane ponuky. V strednodobom horizonte by mal oživenie hospodárstva eurozóny čoraz vo väčšej miere podporovať silný globálny dopyt a tiež rastúci 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 ECB pre eurozónu zo septembra 2021, v ktorých sa predpokladá ročný rast reálneho HDP v horizonte projekcií na úrovni 5,0 % v roku 2021, 4,6 % v roku 2022 a 2,1 % v roku 2023 a návrat na predpandemickú štvrťročnú úroveň aktivity do konca roka. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2021 bola prognóza vývoja hospodárskej aktivity revidovaná smerom nahor na rok 2021, najmä z dôvodu priaznivejších výsledkov v prvom polroku, než sa očakávalo, zatiaľ čo na roky 2022 a 2023 zostala vo všeobecnosti nezmenená.

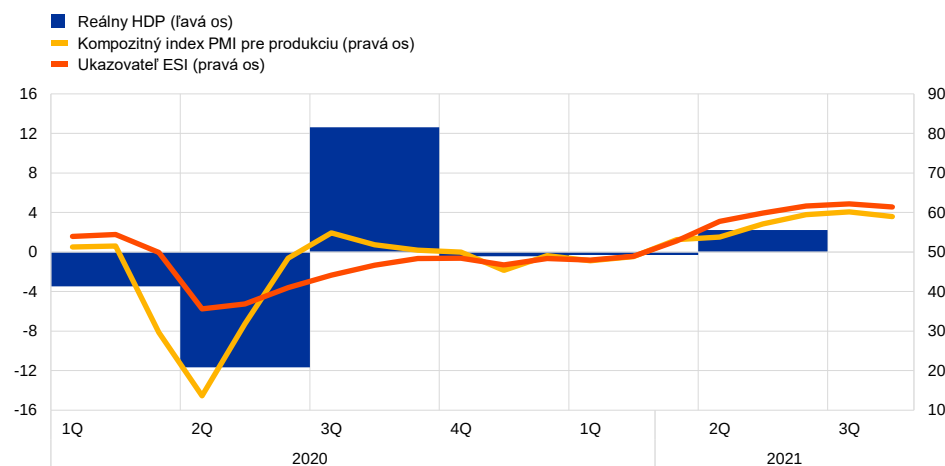
Celkovo sa riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne považujú za viac-menej vyvážené. Oživenie by na jednej strane mohlo byť ešte výraznejšie v prípade, že domácnosti budú zvýšený objem pandemických úspor znižovať rýchlejšie, než sa očakáva, vyhliadky globálneho dopytu sa ešte viac zlepšia alebo v prípade nad očakávaní rýchleho zmierňovania súčasných obmedzení na strane ponuky. Na druhej strane však možné zintenzívnenie pandémie v dôsledku šírenia nových vírusových mutácií alebo nad očakávaní dlhého trvania obmedzení na strane ponuky a ich nepriaznivého vplyvu na produkciu sú naďalej zdrojom rizika pomalšieho rastu.

Hospodárska aktivita v eurozóne sa v druhom štvrtroku medzištvrtročne zvýšila o 2,2 %, čo naznačuje, že napriek nepriaznivému vplyvu obmedzení na strane ponuky dochádza k výraznému oživeniu. Po technickej recesii na prelome roka sa reálny HDP v druhom štvrtroku vrátil do rastového pásma, a to aj napriek platným opatreniam proti šíreniu nákazy počas väčšiny obdobia (graf 10). Výsledok za druhý štvrtrok prekonal prognózu uvedenú v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu z júna 2021, čo odráža klesajúcu citlivosť hospodárskej aktivity na obmedzenia súvisiace s ochorením COVID-19. Za úrovňou spred pandémie zaznamenanou na konci roka 2019 zaostala štvrtročná aktivita o 2,5 %. Pod rast v druhom štvrtroku sa podpísalo najmä výrazné oživenie domáceho dopytu, najmä súkromnej spotreby, zatiaľ čo príspevok čistého obchodu k celkovému rastu bol iba mierny a zásoby ho nepatrne znížili.

Graf 10

Reálny HDP eurozóny, kompozitný index PMI a ukazovateľ ESI

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



Zdroj: Eurostat a Markit.

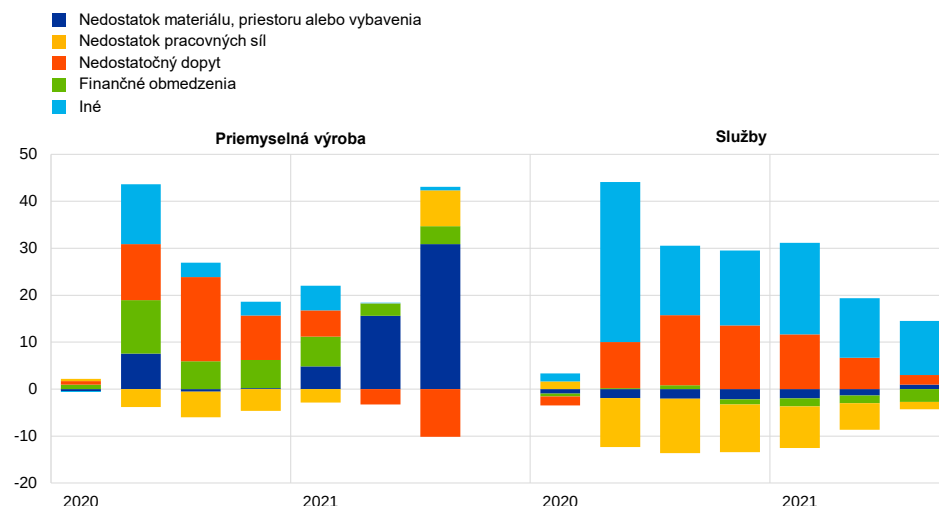
Poznámka: Rast HDP eurozóny sa uvádza so štvrtročnou periodicitou; index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) a ukazovateľ ekonomického sentimentu (Economic Sentiment Index – ESI) sa uvádzajú s mesačnou prediodicitou. Posledné údaje sú za druhý štvrtrok 2021 v prípade HDP a z augusta 2021 v prípade indexu PMI a ukazovateľa ESI.

Obmedzenia na strane ponuky spomalili priemyselnú výrobu v druhom štvrtroku vo väčšej miere ako služby. Pridaná hodnota v priemyselnom a stavebnom sektore prispela k rastu v druhom štvrtroku len okrajovo, a to v dôsledku pretrvávajúcich obmedzení na strane ponuky (graf 11) vrátane rozsiahleho nedostatku surovín (napríklad polovodičov, kovov a plastov) a pretrvávajúcich prekážok v doprave. Aktivita v sektore služieb sa však výrazne oživila, čo odráža postupné uvoľňovanie opatrení proti šíreniu nákazy a následný rast dôvery a spotrebiteľských výdavkov.

Graf 11

Faktory obmedzujúce výrobu v eurozóne

(v % respondentov, rozdiel v porovnaní s dlhodobým priemerom)



Zdroj: Európska komisia.

Poznámka: Dlhodobý priemer sa vypočítava za obdobie rokov 2003 až 2019. Štvrťročný prieskum sa uskutočnil v prvom mesiaci štvrťroka. Posledné údaje sú z júla 2021.

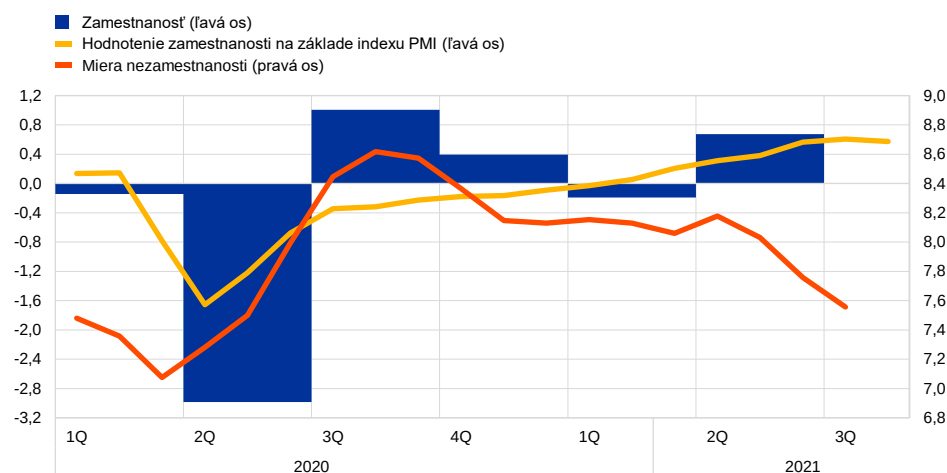
Situácia na trhu práce eurozóny sa v druhom štvrťroku 2021 zlepšila, pričom naďalej ťaží zo schém na udržanie pracovných miest. Zamestnanosť a celkový počet odpracovaných hodín sa v druhom štvrťroku 2021 medzištvrťročne zvýšili o 0,7 % a 2,7 % (graf 12). V porovnaní s predpandemickým štvrtým štvrťrokom 2019 došlo k poklesu zamestnanosti o 1,3 % a celkového počtu odpracovaných hodín o 4,2 %. Dôvodom výraznejšej korekcie v prípade počtu odpracovaných hodín v porovnaní so zamestnanosťou je podpora zamestnanosti zo strany zavedených schém na udržanie pracovných miest.⁴ Miera nezamestnanosti v júli klesla na 7,6 %, zatiaľ čo počet pracovníkov zapojených do schém na udržanie pracovných miest sa v tom istom mesiaci odhaduje na 2,7 % pracovnej sily. V porovnaní s priemerom za prvých päť mesiacov tohto roka na úrovni 6,2 % ide o výrazný pokles, ktorý odráža uvoľňovanie obmedzení. Podiel pracovníkov zapojených do schém na udržanie pracovných miest je však i napriek tomu naďalej značný, čo iba zvyrazňuje skutočnosť, že korekcia na trhu práce sa ešte stále neskončila.

⁴ Článok s názvom [Hours worked in the euro area](#) v anglickom vydaní tohto čísla Ekonomického bulletinu.

Graf 12

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

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



Zdroj: Eurostat, Markit a výpočty ECB.

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

Krátkodobé ukazovatele naznačujú pokračujúce zlepšovanie situácie na trhu práce. Hodnota mesačného zloženého ukazovateľa zamestnanosti PMI, ktorý zahŕňa priemysel a služby, sa v auguste mierne znížila na 55,7 z júlových 56,1. Naďalej tak zostáva výrazne nad prahovou úrovňou 50, ktorá predstavuje rast zamestnanosti. Index zamestnanosti PMI sa od svojho historicky najnižšieho stavu v apríli 2020 úplne zotavil a v súčasnosti sa stále pohybuje v blízkosti úrovne z júla 2021, najvyššej úrovne od marca 2000.

Spotrebitelia sú vzhľadom na zlepšujúcu sa finančnú situáciu naďalej opatrne optimistickí, a to aj napriek pretrvávajúcej neistote v súvislosti s pandémiou.

Súkromná spotreba sa v druhom štvrtroku 2021 výrazne zvýšila (medzištvrtročne o 3,7 %) a očakáva sa, že aj v treťom štvrtroku bude rásť vysokým tempom vzhľadom na pokračujúce uvoľňovanie opatrení proti šíreniu nákazy, priaznivý vývoj pracovných príjmov a náznaky normalizácie, pokiaľ ide o sklon domácností k úsporám. Spotrebiteľská dôvera zostáva na zvýšenej úrovni. Po piatich po sebe nasledujúcich mesiacoch rastu ukazovateľ spotrebiteľskej dôvery Európskej komisie v júli a auguste mierne klesol na -5,3, no zotrval nad svojím dlhodobým priemerom na úrovni -10,6 od roku 1990 a nad úrovňou pred pandémiu zaznamenanou vo februári 2020 (-6,4). Hoci počet registrácií nových automobilov bol v júni stále o 20 % nižší ako pred pandémiou, utlmené výdavky na automobily pravdepodobne skôr odzrkadľujú pretrvávajúce obmedzenia na strane ponuky než slabý dopyt spotrebiteľov. Naznačuje to zvýšená dôvera v priemysle a zároveň utlmená priemyselná výroba v automobilovom priemysle.⁵ Po dvoch mesiacoch rastu sa

⁵ Box 4 s názvom Obmedzenia na strane ponuky a ich vplyv na obchod v tomto čísle *Ekonomického bulletinu*.

objem maloobchodného predaja v júli znížil medzimesačne o 2,3 %, ale zotrval 2,6 % nad úrovňou z februára 2020.

Odhaduje sa, že reálny disponibilný príjem domácností v druhom štvrtroku 2021 výrazne stúpol, pričom v treťom štvrtroku sa očakáva jeho ďalší rast.

Podporujú ho kompenzácie za prácu, s ktorými sa zvyčajne spája vyšší sklon k spotrebiteľskému výdavkom ako v prípade iných zdrojov príjmu. Potvrdzujú to mesačné údaje o tokoch bankových vkladov domácností, ktoré naznačujú určitú normalizáciu v období od apríla do júla 2021. Z analýzy faktorov stojacich za prudkým nárastom tokov úspor domácností v súvislosti s pandémiou však nevyplýva vysoká pravdepodobnosť, že by sa naakumulované úspory okamžite opätovne rozpúšťali vo forme spotreby.⁶ Toto hodnotenie potvrdzujú najnovšie údaje z prieskumov Európskej komisie, podľa ktorých domácnosti očakávajú, že ich veľké nákupy v nasledujúcich 12 mesiacoch budú porovnateľné s obdobím pred krízou. Okrem toho, vzhľadom na pretrvávajúcu neistotu v súvislosti s pandémiou respondenti v prieskume spotrebiteľských očakávaní ECB z augusta 2021 uviedli, že neočakávajú návrat k normálnym hospodárskym a sociálnym interakciám skôr než na jar 2022.

Podnikové (nestavebné) investície sa v druhom štvrtroku 2021 zvýšili a krátkodobé ukazovatele signalizujú silný dopyt po investičnom tovare v budúcnosti.

Nestavebné investície v eurozóne sa v druhom štvrtroku 2021 zvýšili medzištvrtročne o 1,0 %, po podobnom poklese v predchádzajúcom štvrtroku. Naďalej však zostávajú 17 % pod úrovňou zaznamenanou pred pandémiou v poslednom štvrtroku 2019. Pokiaľ ide o najväčšie krajiny eurozóny, v Nemecku, Francúzsku a Taliansku sa objem nestavebných investícií v druhom štvrtroku zvýšil, v Španielsku klesol a v Holandsku zostal viac-menej stabilný. Investície do dopravných zariadení klesli v eurozóne druhý štvrtrok po sebe, čo pravdepodobne súvisí s nedostatkom vstupov spôsobeným pretrvávajúcimi výpadkami v dodávateľskom reťazci, zatiaľ čo zložka nedopravných zariadení zostala relatívne odolná. Krátkodobé ukazovatele za tretí štvrtrok 2021 naznačujú silný dopyt po investičnom tovare, a to aj napriek pretrvávajúcim obmedzeniam v dodávateľskom reťazci: nové objednávky investičného tovaru sú na vzostupe, index PMI zostal v júli a auguste jasne v rastovom pásme, pričom dodacie lehoty dodávateľov boli aj napriek miernemu zlepšeniu naďalej predĺžené. Očakávania výrobcov sa preto v auguste zvýšili. Podniky v sektore investičného tovaru však v súčasnosti uvádzajú nedostatok materiálov a zariadení ako hlavný faktor obmedzujúci ponuku v eurozóne, zatiaľ čo podiel podnikov vykazujúcich problémy s dopytom zostáva nízky. Nedostatok pracovných síl v súčasnosti výrazne prevyšuje dlhodobý priemer, ale len v prípade relatívne malého počtu podnikov v tomto sektore. Najnovšie údaje z prieskumu úverovej aktivity bánk (Bank Lending Survey) tiež potvrdzujú zlepšujúci sa investičný výhľad.⁷ Banky v druhom štvrtroku 2021 vykázali nárast dopytu po úveroch na účely fixných investícií a očakávajú, že v treťom štvrtroku 2021 sa zvýši dopyt po dlhodobých úveroch (zvyčajne používaných na financovanie investícií).

⁶ Box s názvom [COVID-19 and the increase in household savings: an update](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2021.

⁷ Viac v [July 2021 Euro area Bank Lending Survey](#) (Prieskum úverovej aktivity bánk v eurozóne z júla 2021).

Napriek pretrvávaniu niektorých strednodobých rizík ohrozujúcich investičný výhľad v dôsledku možnej zraniteľnosti podnikov,⁸ investičný výhľad by malo podporiť postupné znižovanie obmedzení na strane ponuky, ktoré sa očakáva v najbližších štvrťrokoch.

Investície do nehnuteľností na bývanie rástli aj v druhom štvrťroku a očakáva sa, že napriek narastajúcim výkyvom na strane ponuky zostanú na vzostupe.

Investície do nehnuteľností na bývanie sa v druhom štvrťroku zvýšili medzištvrťročne o 0,9 %, čím prekonalí úroveň pred krízy zaznamenanú v poslednom štvrťroku 2019 o 1,2 %. Očakáva sa, že pozitívny trend investícií do nehnuteľností na bývanie v eurozóne bude pokračovať aj v druhom polroku 2021, a to i napriek ďalšiemu nárastu obmedzení na strane ponuky. Hoci ukazovateľ Európskej komisie pre najnovšie trendy stavebnej produkcie v prvých dvoch mesiacoch tretieho štvrťroka mierne klesol, zostal výrazne nad dlhodobým priemerom. Index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) pre aktivitu v oblasti nehnuteľností na bývanie sa v auguste v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom zvýšil a ešte pevnejšie sa usadil v rastovom pásme. Podľa údajov z prieskumu Európskej komisie bol dopyt po nehnuteľnostiach na bývanie až donedávna silný, čo potvrdzuje vysoká úroveň krátkodobých zámerov spotrebiteľov kúpiť alebo postaviť dom a ďalší výrazný nárast hodnotení celkovej úrovne objednávok spoločnosťami. Hoci ukončenie niektorých vládnych podporných opatrení súvisiacich s krízou môže viesť k určitej normalizácii dopytu po nehnuteľnostiach na bývanie, vývoj v oblasti investícií do nehnuteľností na bývanie v súčasnosti ovplyvňujú najmä obmedzenia na strane ponuky, ktoré sa ďalej stupňovali; nedostatok materiálov a pracovných síl v júli a auguste spôsobili opätovné zvýšenie vnímaných obmedzení stavebnej produkcie, po prudkom náraste už v druhom štvrťroku. Obmedzenia na strane ponuky sa premietli aj do výsledkov prieskumov PMI pre sektor stavebníctva, ktoré poukazujú na veľmi dlhé dodacie lehoty dodávateľov. Uvedené obmedzenia na strane ponuky môžu v krátkodobom horizonte predstavovať určité riziká pre pokračujúcu intenzitu investícií do nehnuteľností na bývanie.

Vývoz z eurozóny pokračoval aj v druhom štvrťroku 2021 v miernom raste.

Vývoz z eurozóny vzrástol v druhom štvrťroku 2021 o 2,2 %, pričom ho ovplyvnil oslabený vývoz priemyselných výrobkov vzhľadom na pretrvávajúci tlmiaci účinok obmedzení súvisiacich s lodnou dopravou a vstupmi⁹. Nominálne údaje o vývoze tovarov za jún naznačujú jeho pokles medzimesačne o 0,7 %. Pokles bol celoplošný, pričom výnimku spomedzi hlavných vývozných destinácií tvorili len Turecko, Severná Amerika a Mexiko. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, ukazovatele vývozu tovarov založené na objednávkach signalizujú výraznú, hoci postupne slabnúcu dynamiku, keďže v prípade globálnej aktivity a obchodu dochádza k normalizácii. Vývoz služieb by mal naďalej rásť, a to vďaka uvoľneniu opatrení na obmedzenie mobility a ich priaznivému vplyvu na vývoz služieb v oblasti cestovného ruchu. Dovozy tovarov do eurozóny a obchod v rámci eurozóny, ktoré vykazovali výrazné tempo rastu v dôsledku značného oživenia domáceho dopytu, sa v júni oslabili. Keďže celkový

⁸ Širší prehľad finančnej situácie nefinančných korporácií počas pandémie sa nachádza v boxe 3 s názvom Zdravie nefinančných korporácií počas pandémie v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

⁹ Viac v boxe 4 s názvom Obmedzenia na strane ponuky a ich vplyv na obchod v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

dovoz sa medzištvrtročne zvýšil o 2,3 %, čistý obchod dosiahol v druhom štvrtroku 2021 mierne kladný príspevok k HDP (0,1 percentuálneho bodu).

Dostupné údaje poukazujú na ďalšie zvyšovanie aktivity v eurozóne v druhej polovici roka. Aj keď údaje z prieskumov v poslednom čase nedosahujú vysoké hodnoty zaznamenané na konci júna, zostávajú konzistentné so silným rastom pokračujúcim aj v treťom štvrtroku 2021, hoci sú ovplyvnené pretrvávajúcimi a stupňujúcimi sa obmedzeniami na strane ponuky, a to najmä vo výrobe (opäť graf 11). Kompozitný index PMI pre produkciu naďalej rástol a v mesiacoch júl a august dosiahol priemernú úroveň 59,6, aj keď v auguste sa jeho rast v porovnaní s úrovňou 56,8 zaznamenanou v druhom štvrtroku mierne spomalil. Odráža to najmä ďalšie posilňovanie aktivity v sektore služieb, zatiaľ čo aktivitu vo výrobnom sektore, ktorá je stále výrazná, naďalej ovplyvňujú obmedzenia na strane ponuky. Silnejší rast v treťom štvrtroku sa prejavuje aj v ukazovateli ekonomického sentimentu Európskej komisie, a to aj napriek augustovému miernemu poklesu v porovnaní s rekordne vysokou úrovňou zaznamenanou v júli. Spotrebiteľská dôvera zostáva po zrušení väčšiny obmedzení voľnočasových aktivít na zvýšenej úrovni, keďže výrazný pokrok v očkovacích kampaniach pomohol obmedziť počet hospitalizácií a úmrtí, napriek opätovným nárastom počtu infekcií v posledných mesiacoch. Investičné zámery ďalej rastú a napredujú v súvislosti s využívaním fondov Next Generation EU. Akomodačná menová politika zároveň naďalej podporuje oživenie a širšiu finančnú stabilitu. Neistota však zostáva vysoká, najmä v súvislosti so šírením nových a nákazlivejších variantov vírusu a pretrvávajúcimi výpadkami výroby v dôsledku pokračujúcich obmedzení na strane ponuky. Okrem toho tiež zatiaľ nie je jasné, či sa všetky sektory rýchlo, resp. úplne zotavia z následkov pandémie.

Prebiehajúca pandémia COVID-19 naďalej prináša výzvy, pokiaľ ide o hospodársky výhľad. Oživenie však i napriek tomu pokračuje podľa predpokladov. Napriek určitému lokalizovanému predlžovaniu opatrení proti šíreniu nákazy a pretrvávajúcim prekážkam vo výrobe v niektorých krajinách eurozóny je výhľad hospodárskeho rastu naďalej na vzostupe, a to v dôsledku silnejšieho oživenia aktivity v eurozóne zaznamenávaného vo všetkých hlavných sektoroch, pokračujúceho pokroku v očkovacích kampaniach, priaznivého vývoja na trhu práce, využívania skúseností s pandemiou a silného zahraničného dopytu, ako aj v dôsledku pokračujúcej podpory zo strany menovej a fiškálnej politiky. Takýto vývoj je v súlade s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2021, podľa ktorých má rast ročného reálneho HDP dosiahnuť 5,0 % v roku 2021, 4,6 % v roku 2022 a 2,1 % v roku 2023 (graf 13). Úprava rastu na rok 2021 smerom nahor o 0,4 percentuálneho bodu odráža najmä priaznivejšie výsledky v prvých dvoch štvrtrokoch tohto roka v porovnaní s očakávaniami uvedenými v júnovej prognóze, pričom v druhej polovici roka sa počítá s určitou úpravou tempa medzištvrtročného rastu. Prognóza rastu na roky 2022 a 2023 zostáva viac-menej nezmenená. Aktivita v eurozóne by sa mala do posledného štvrtroka 2021 vrátiť na štvrtročné úrovne dosahované pred pandemiou, o jeden štvrtrok skôr, než predpokladá prognóza uvedená v projekciách z júna 2021. Prispeje k tomu postupný rast domáceho dopytu vzhľadom na predpokladané pokračovanie uvoľňovania opatrení proti šíreniu nákazy v nadchádzajúcich štvrtrokoch, vyriešenie obmedzení

na strane ponuky v úvode roka 2022, ďalšie posilňovanie oživenia vo svete a pretrvávajúcu rozsiahlu politickú podporu.¹⁰

Graf 13

Rast reálneho HDP eurozóny (vrátane projekcií)

(medzištvrtročná percentuálna zmena, štvrtročné údaje očistené od sezónnych vplyvov a rozdielneho počtu pracovných dní)



Zdroj: Eurostat a článok s názvom [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2021](#), ktorý bol uverejnený na internetovej stránke ECB dňa 9. septembra 2021.

Poznámka: Údaje sú očistené od sezónnych vplyvov a rozdielneho počtu pracovných dní. Historické údaje sa môžu líšiť od najnovších publikácií Eurostatu v dôsledku zverejnenia údajov po dátume uzávierky projekcií. Vertikálna čiara predstavuje začiatok horizontu projekcií. Graf nezobrazuje intervaly okolo projekcií, keďže štandardný výpočet intervalov (založený na historickej chybovosti projekcií) by nepoukázal na zvýšenú neistotu v súvislosti s pandémiou COVID-19. Alternatívne scenáre založené na rôznych predpokladoch týkajúcich sa budúceho vývoja pandémie COVID-19, súvisiacich opatrení proti šíreniu nákazy a rozsahu hospodárskych škôd sa uvádzajú v boxe 4 v článku s názvom [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2021](#).

¹⁰ Box 4 v článku s názvom [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2021](#) uverejnenom na internetovej stránke ECB dňa 9. septembra 2021.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa ročná inflácia HICP v eurozóne ďalej zvyšovala, keď z júnových 1,9 % a júlových 2,2 % stúpila v auguste 2021 na 3,0 %. Očakáva sa, že inflácia bude ďalej narastať aj v jeseni, budúci rok však bude klesať. V tomto dočasnom zvýšení inflácie sa odráža najmä výrazný rast cien ropy približne od polovice minulého roka, skončenie obdobia dočasného zníženia DPH v Nemecku, odložený letný výpredaj roku 2020 a nákladové tlaky, ktoré pramenia z dočasného nedostatku materiálov a zariadení. V priebehu roka 2022 by sa tieto faktory mali zmierniť, alebo vypadnú z medzoročného výpočtu miery inflácie. Podkladové inflačné tlaky sa zvýšili. S ďalším ekonomickým oživovaním sa v strednodobom horizonte očakáva zvyšovanie základnej inflácie, k čomu prispievajú aj opatrenia menovej politiky. Tento nárast by však mal byť postupný, keďže chvíľu potrvá, kým ekonomika začne naplno fungovať. Rast miezd by preto mal byť len mierny. Dlhodobejšie inflačné očakávania sa naďalej zvyšujú, stále sa však nepriblížili 2-percentnému cieľu. Toto hodnotenie sa zohľadňuje v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2021, v ktorých sa predpokladá ročná inflácia HICP na úrovni 2,2 % v roku 2021, 1,7 % v roku 2022 a 1,5 % v roku 2023. Ročná inflácia HICP bez energií a potravín by mala byť na úrovni 1,3 % v roku 2021, 1,4 % v roku 2022 a 1,5 % v roku 2023. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2021 bol výhľad inflácie revidovaný nahor pre celkovú infláciu HICP aj pre infláciu HICP bez energií a potravín.

Ročná inflácia HICP rástla v júli aj auguste, najmä v dôsledku dočasných faktorov.

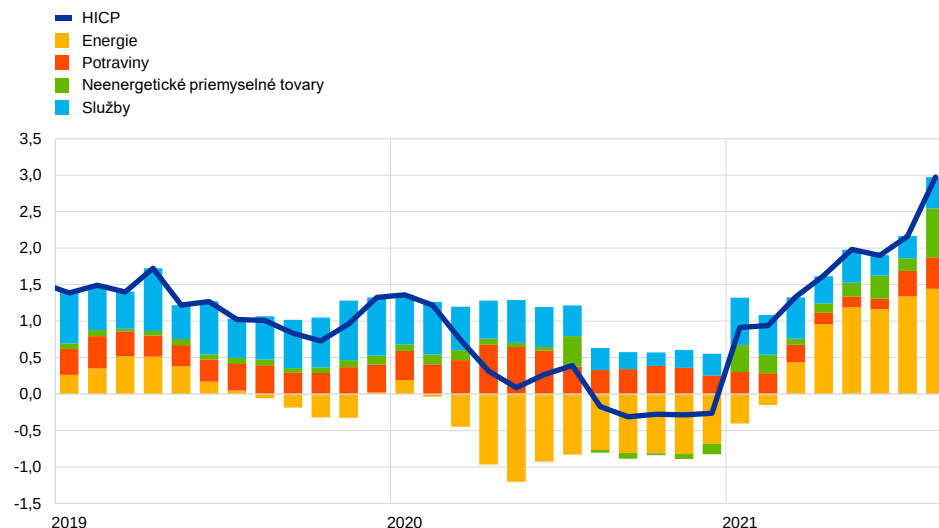
Podľa rýchleho odhadu Eurostatu inflácia HICP v auguste dosiahla 3,0 % v porovnaní s 2,2 % v júli a 1,9 % v júni (graf 14). Zrýchlenie rastu cien energií v dôsledku pozitívnych bazických efektov a výrazného medzimesačného zvýšenia cien, ktoré v auguste dosiahlo ročnú mieru zmeny 15,4 %, bolo hlavnou hnacou silou nedávneho zvýšenia inflácie. Zrýchliť sa tiež tempo rastu cien potravín, ktoré sa z medzoročnej úrovne 0,5 % zaznamenatej v júni zvýšilo v júli na 1,6 % a v auguste na 2,0 %. Inflácia HICP bez energií a potravín (HICPX) dosiahla v auguste 1,6 % po tom, ako z júnových 0,9 % poklesla v júli na 0,7 %. Nedávna volatilita inflácie HICPX bola ovplyvnená najmä pohybmi zložky neenergetických priemyselných tovarov (NEIG), kde sa ceny v auguste prudko zvýšili v porovnaní s úrovňami spred roka. Podiel položiek, ktorých ceny sú imputované, zostal na nízkej úrovni dosiahnutej v júni. Neistota súvisiaca so základnou cenovou dynamikou v porovnaní s prvými mesiacmi roka sa ho teda nedotkla.¹¹

¹¹ Podiel cenových imputácií položiek HICP bol v júli na úrovni 3 % a v auguste 4 %, v porovnaní s januárovými 13 %. Podiel imputácií vstupujúcich do HICPX zostáva nízky na úrovni 3 % v júli a 5 % v auguste, oproti 18 % v januári.

Graf 14

Celková inflácia a jej zložky

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

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

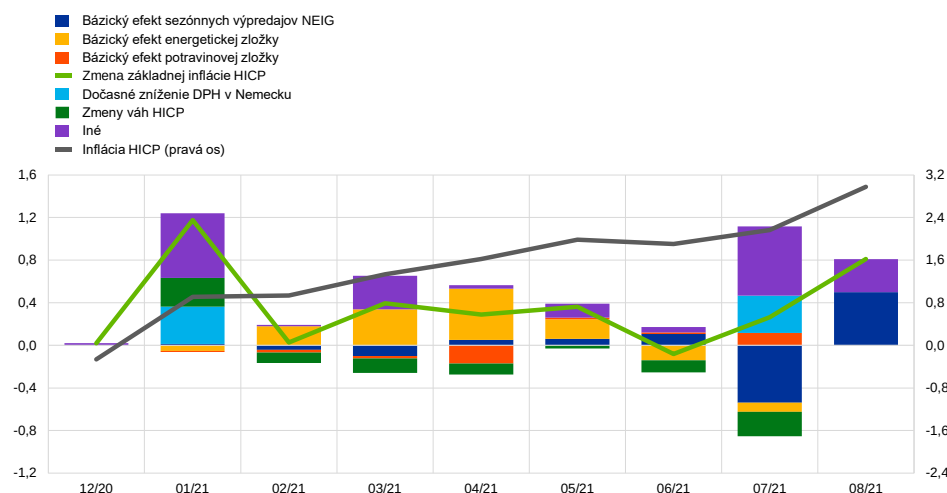
Okrem prorastového vplyvu cien energií bola celková inflácia naďalej

ovplyvňovaná inými dočasnými faktormi (graf 15), ktoré v posledných mesiacoch formujú inflačný profil. Januárové ukončenie dočasného zníženia DPH, ktoré sa v Nemecku uplatňovalo počas druhého polroka 2020, so sebou prinieslo vzostupný bázičný efekt v druhom polroku 2021. Zmeny načasovania a rozsahu období výpredaja v obchodoch v niektorých krajinách eurozóny mali výrazný vplyv na medziročnú mieru zmeny cien neenergetických priemyselných tovarov (NEIG) (2,7 % v auguste, oproti 0,7 % v júli), čím výrazne prekročili jej dlhodobú priemernú úroveň 0,6 %. Bázičné efekty súvisiace s obdobiami výpredaja sa na náraste inflácie NEIG od júla do augusta podieľali približne 0,5 percentuálneho bodu. Nedávny nárast však čiastočne súvisel aj s cenovými tlakmi v dodávateľskom reťazci, ktoré boli spôsobené výpadkami v dodávkach a výrobe. Z odhadov vyplýva, že augustová zmena váh HICP pre rok 2021 (graf 15) nemala žiadny ďalší vplyv, teda znižujúci účinok na ročnú mieru inflácie bol v auguste rovnaký ako v júli. Odhaduje sa, že bez účinku zmien váh HICP mohla byť celková inflácia a inflácia HICPX v auguste takmer o pol percentuálneho bodu vyššia. Účinky váh HICP budú v nadchádzajúcich mesiacoch zrejme spôsobovať určitú volatilitu. Väčšina faktorov, ktoré v súčasnosti prispievajú k celkovej inflácii, by mohla na ročnú mieru rastu prestať pôsobiť na začiatku roka 2022. Platí to najmä v prípade spomínaného vplyvu DPH a miery inflácie cien energií, ktorá je v súčasnosti veľmi vysoká, keď od apríla 2021 prevyšuje 10 %.

Graf 15

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

(zmeny a príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat, Deutsche Bundesbank, septembrové NIPE a výpočty ECB.

Poznámka: Príspevok dočasného zníženia DPH v Nemecku vychádza z odhadov Deutsche Bundesbank uvedených v mesačnej správe z novembra 2020 ([November 2020 Monthly Report](#)). Predpokladá sa, že účinky váh v auguste sú identické s účinkami v júli. Po zverejnení konečného HICP, keď bude možné vypočítať riadne odhady, sa však môžu zmeniť. Posledné údaje sú z augusta 2021.

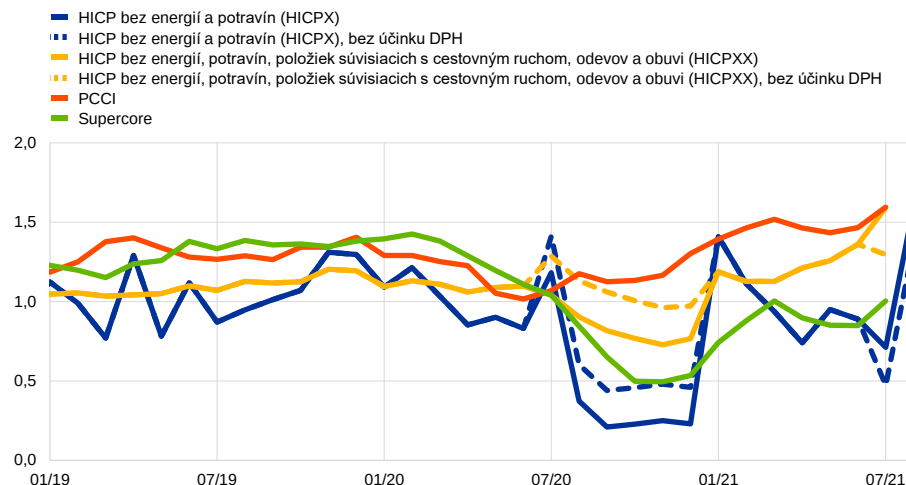
Väčšina ukazovateľov základnej inflácie sa nedávno zvýšila a v niektorých prípadoch bola nad hodnotami pozorovanými pred pandémiou koronavírusu (COVID-19) (graf 16). Poslednými dostupnými údajmi o základnej inflácii, s výnimkou HICPX, sú údaje z júla 2021. Inflácia HICPXX, teda HICPX bez odevov a položiek súvisiacich s cestovným ruchom, sa v júli zvýšila na 1,6 % z júnových 1,4 %. Ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) založený na modeloch, ktorý je menej ovplyvnený zmenami váh a dočasným znížením DPH v Nemecku, sa v júli zvýšil na 1,6 % z júnových 1,5 %. Ukazovateľ Supercore sa v júli zvýšil na 1,0 % z 0,8 % v júni. Podiel položiek HICPX so zmenami cien presahujúcimi 2 % sa v júli zvýšil na 36 %, čo bolo viac ako v období pred pandémiou. Miera základnej inflácie však v súčasnosti zostáva jednoznačne pod úrovňou 2 %.¹²

¹² Ďalšie informácie o týchto ukazovateľoch základnej inflácie sú v boxoch 2 a 3 v článku [Measures of underlying inflation for the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2018.

Graf 16

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Príspevok dočasného zníženia DPH v Nemecku vychádza z odhadov Deutsche Bundesbank uvedených v mesačnej správe z novembra 2020 (November 2020 Monthly Report). Posledné údaje o HICPX sú z augusta 2021 (rýchly odhad) a v prípade ostatných mier z júla 2021.

Cenové tlaky v položkách NEIG sa v posledných mesiacoch naďalej zvyšovali.

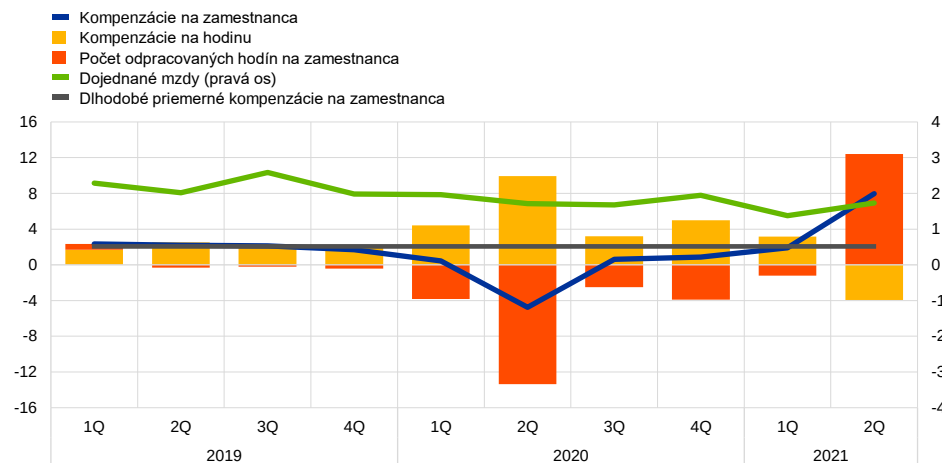
Inflácia cien domácich výrobcov nepotravinových spotrebných tovarov, ktorá je ukazovateľom cenových tlakov v neskorších fázach dodávateľského reťazca, sa v júli zvýšila na 1,9 %, z 1,4 % v júni a 1,3 % v máji – a dosiahla úroveň výrazne nad dlhodobým priemerom 0,6 %. Zodpovedajúca ročná miera inflácie dovozných cien sa dostala do kladného pásma na úrovne 1,2 % v júli a 0,1 % v júni, teda narástla o 2,0 a 0,9 percentuálneho bodu oproti májovým hodnotám. Môže to čiastočne odrážať určitý prorastový tlak z nedávneho oslabenia efektívneho výmenného kurzu eura. Ročná miera cien polotovarov v domácom cenovom reťazci stúpila o 12,6 % v júli a 10,7 % v júni, čo predstavuje nárast o 3,3 a 1,4 percentuálneho bodu oproti májovým hodnotám. Zvýšila sa aj inflácia dovozných cien, z 10,6 % v máji na 12,5 % v júni a 13,8 % v júli. V nadchádzajúcich mesiacoch sa preto stále dajú očakávať ďalšie tlaky na rast inflácie NEIG pochádzajúce z nedávneho vývoja vstupných nákladov. Rozsah a čas prenosu do finálnej fázy výroby a do spotrebiteľských cien však zostávajú neisté. Bude to závisieť najmä od toho, ako vytrvalo budú pôsobiť globálne nákladové šoky na vstupe počas nasledujúcich štvrtrokov.

Ukazovatele rastu miezd v eurozóne sú ovplyvňované dočasnými faktormi.

Ročný rast kompenzácií na zamestnanca sa zvýšil z 1,9 % v prvom štvrtroku na 8,0 % v druhom štvrtroku (graf 17). Tento výrazný nárast je spôsobený ročnou mierou rastu odpracovaných hodín na zamestnanca, ktorá sa v druhom štvrtroku zvýšila na 12,4 % v dôsledku bazických efektov súvisiacich s pandémiou. Ročný rast hodinovej mzdy klesol v druhom štvrtroku na 3,9 % z 3,1 % v predchádzajúcom štvrtroku, pričom nárast počtu odpracovaných hodín na zamestnanca prevážil nárast kompenzácií na zamestnanca. Dojednané mzdy sa v druhom štvrtroku 2021 zvýšili o 1,7 % v porovnaní s 1,4 % v prvom štvrtroku, a to najmä v dôsledku jednorazových platieb súvisiacich s pandémiou v jednotlivých krajinách.

Graf 17**Príspevok zložiek kompenzácií na zamestnanca**

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Dlhodobá priemerná miera rastu kompenzácií na zamestnanca sa začala vypočítavať od prvého štvrťroka 1999. Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2021.

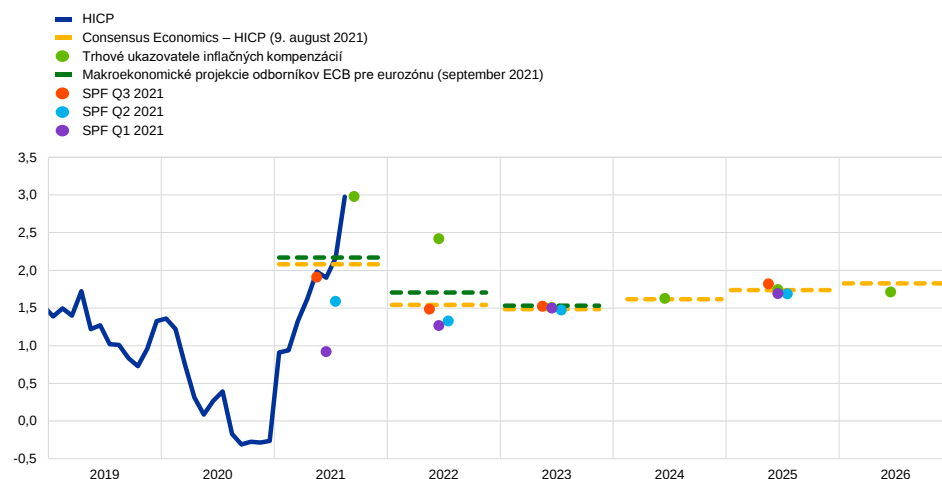
Trhové ukazovatele dlhodobějších inflačných kompenzácií sa zvýšili, zatiaľ čo ukazovatele inflačných očakávaní založené na prieskumoch potvrdzujú náznaky inflexného bodu v rôznych časových horizontoch. Sadzby

dlhodobějších inflačných swapov (ILS) sa od polovice júla 2021 zvyšovali. Napríklad päťročná forwardová sadzba inflačných swapov o päť rokov sa v eurozóne počas sledovaného obdobia zvýšila približne o 10 bázických bodov, pričom prvýkrát po takmer troch rokoch dosiahla 1,7 %. K tomuto nárastu trhových ukazovateľov inflačnej kompenzácie mohlo prispieť, že účastníci trhu sa postupne stotožnili s novou definíciou inflačného cieľa ECB a so súvisiacimi následnými revíziami signalizácie budúceho nastavenia menovej politiky. Dlhodobšie inflačné očakávania založené na prieskumoch boli podľa [Prieskumu profesionálnych prognostikov ECB](#) (SPF) za tretí štvrťrok 2021 a posledných vydaní Consensus Economics v porovnaní s druhým štvrťrokom revidované nahor (graf 18).

Graf 18

Ukazovatele z prieskumov inflačných očakávaní a trhové ukazovatele inflačných kompenzácií

(ročná percentuálna zmena)



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

Poznámka: Rady trhových ukazovateľov inflačných kompenzácií vychádzajú 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. Najnovšie údaje trhových ukazovateľov inflačnej kompenzácie sú z 8. septembra 2021. Prieskum profesionálnych prognostikov ECB (SPF) pre tretí štvrťrok 2021 sa uskutočnil v júli 2021. Uzávierka údajov makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu bola 26. augusta 2021 (a 16. augusta 2021 v prípade predpokladov).

V makroekonomických projekciách odborníkov ECB zo septembra 2021 sa predpokladá, že celková inflácia sa bude naďalej mierne zvyšovať až do konca tohto roka, potom sa v prvom polroku 2022 zníži a do konca obdobia projekcií sa bude postupne zvyšovať. Projekcie celkovej inflácie HICP poukazujú na priemernú úroveň 2,2 % v priebehu roka 2021, pričom vrchol dosiahne v poslednom štvrťroku 2021 v dôsledku rôznych významných bazických efektov. Predpokladá sa, že celková inflácia klesne v roku 2022 na 1,7 % a v roku 2023 na 1,5 % (graf 19). V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z júna 2021 boli miery inflácie HICP revidované nahor o 0,3 percentuálneho bodu na rok 2021, o 0,2 percentuálneho bodu na rok 2022 a o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2023. Je to dôsledok vyšších hodnôt zaznamenaných v prípade inflácie a hospodárskej aktivity, ako aj zvýšených tlakov na strane ponuky vyplývajúcich z globálnych výpadkov v dodávateľských reťazcoch. Odhliadnuc od dočasného prudkého zvýšenia inflácie v roku 2021, strednodobý inflačný profil naznačuje zvyšujúci sa tlak na rast cien v dôsledku oživenia hospodárskej aktivity a dopytu, zatiaľ čo prorastový tlak na strane ponuky by mal zoslabnúť. Očakáva sa, že inflácia HICP bez energií a potravín dosiahne v roku 2021 úroveň 1,3 %, v roku 2022 úroveň 1,4 % a v roku 2023 úroveň 1,5 %. Oproti júnovým makroekonomickým projekciám odborníkov Eurosystému sa teda upravila nahor o 0,2 percentuálneho bodu v roku 2021 a zhodne o 0,1 percentuálneho bodu v rokoch 2022 a 2023.

Graf 19

Inflácia HICP eurozóny (vrátane projekcií)

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a článok [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, september 2021](#) zverejnený 9. septembra 2021 na internetovej stránke ECB.

Poznámka: Zvislá čiara označuje začiatok projektovaného obdobia. Posledné údaje sú za druhý štvrtrok 2021 (údaje) a štvrtý štvrtrok 2023 (projekcie). Uzávierka údajov uvedených v projekciách bola 26. augusta 2021 (a 16. augusta 2021 v prípade predpokladov).

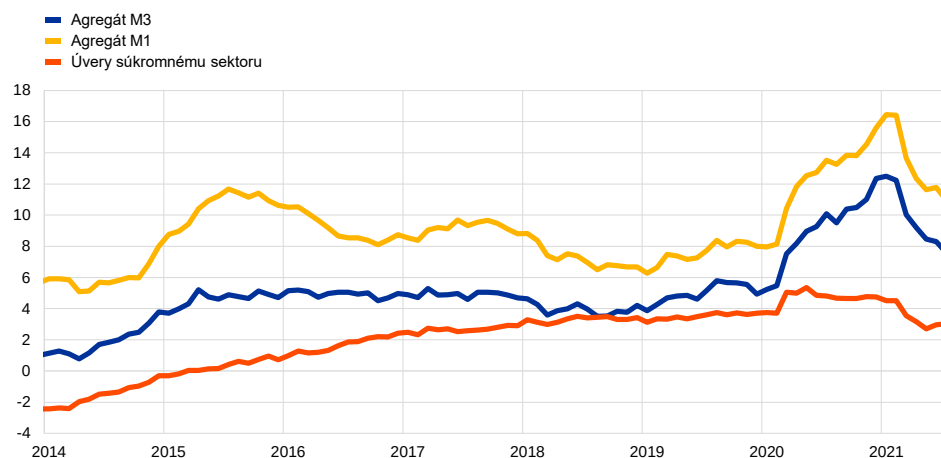
Tempo rastu peňažnej zásoby sa v eurozóne v júli 2021 zmiernilo a ďalej sa po významnej menovej expanzii spojenjej s predchádzajúcimi vlnami pandémie koronavírusu (COVID-19) normalizovalo. Dominantnou hybnou silou tvorby peňažnej zásoby zostali vnútroštátne pohľadávky, pričom najvýznamnejším prispievateľom bol nákup aktív Eurosystémom. Rast úverov súkromnému sektoru sa stabilizoval blízko nižších dlhodobých úrovní pred pandémiou, pričom podmienky financovania zostali veľmi priaznivé. V druhom štvrtroku 2021 sa celkový objem financovania podnikov z vonkajších zdrojov zmiernil. V porovnaní s aprílom 2021 sa celkové náklady na financovanie podnikov z vonkajších zdrojov v júli 2021 o niečo zvýšili, najmä z dôvodu vyšších nákladov na financovanie prostredníctvom akcií, pričom náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu sa mierne znížili a náklady na poskytovanie bankových úverov zostali v zásade nezmenené.

Rast peňažnej zásoby sa v júli 2021 spomalil. Ročná miera rastu agregátu M3 v júli klesla na 7,6 % z júnových 8,3 % (graf 20), pretože bola naďalej ovplyvňovaná negatívnymi bazickými efektmi spojenými s mimoriadne vysokou potrebou likvidity v prvom polroku 2020. Štvrťročné tempo rastu peňažnej zásoby sa vrátilo k dlhodobějšímu priemeru, pričom krátkodobejšia dynamika rastu peňažnej zásoby odráža vysoké tempo tvorby peňažnej zásoby v prostredí významnej podpory menovej politiky. Na strane zložiek k vysokému tempu rastu agregátu M3 hlavnou mierou prispieval úzky agregát M1, ktorý obsahuje najlikvidnejšie zložky M3. Ročná miera rastu agregátu M1 klesla v júli na 11,0 % z júnových 11,8 %, predovšetkým v dôsledku spomalenia rastu jednoduchých vkladov podnikov a domácností. Kým príspevok ostatných krátkodobých vkladov zostal v júli záporný, obchodovateľné nástroje naďalej len malou mierou prispievali k ročnému rastu agregátu M3, vzhľadom na nízku úroveň úrokových sadzieb a správanie sa investorov orientované na vyššie výnosy.

Graf 20

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 júla 2021.

Rast jednoduchých vkladov sa ďalej zmiernil. Ročná miera rastu jednoduchých vkladov v júli poklesla na 11,3 % z júnových 12,2 %, čo bolo spôsobené najmä podnikmi a domácnosťami. Silná preferencia jednoduchých vkladov držiteľmi peňazí počas pandémie do značnej miery odrážala motívy súvisiace s obavami z budúceho vývoja. V uplynulých mesiacoch sa v dôsledku pokroku v očkovaní a oživenia hospodárskej aktivity vrátila akumulácia bankových vkladov podnikmi a domácnosťami k nižšiemu tempu pred pandémie. Rast držby vkladov podnikov sa v jednotlivých krajinách líšil, čo odráža rozdiely v potrebách likvidity a vo vnútroštátnych opatreniach fiškálnej podpory. Ročná miera rastu peňazí v obehu, ktorá sa v máji znížila, zostala v júli zhruba stabilná na úrovni 8,9 %.

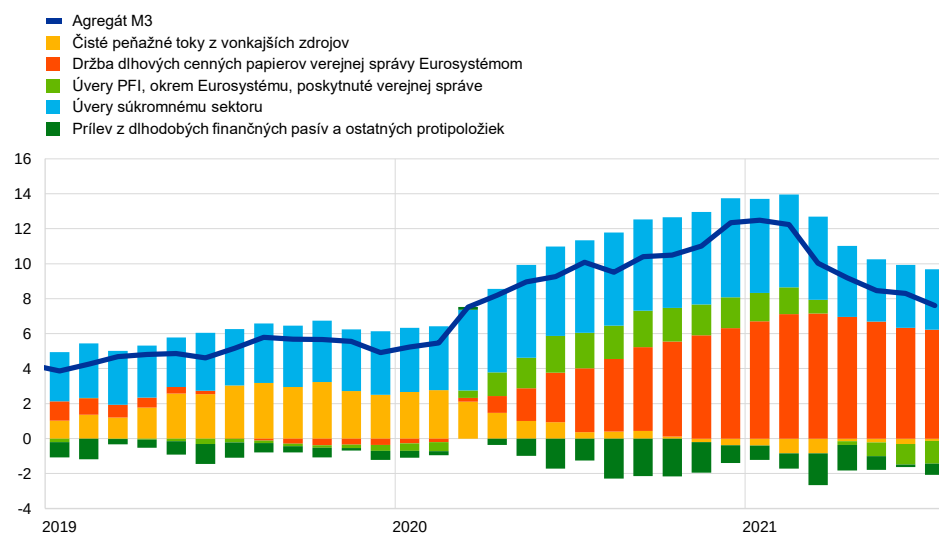
K tvorbe peňažnej zásoby naďalej prispievali nákupy aktív Eurosystemom.

Rovnako ako v predchádzajúcich mesiacoch sa na raste M3 najväčšou mierou podieľali čisté nákupy štátnych cenných papierov Eurosystemom v rámci programu nákupu aktív (APP) a núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP) (červené časti grafu 21). K rastu agregátu M3 ďalej prispievali úvery súkromnému sektoru (modré časti grafu). Bankové úvery verejnej správy mali na tvorbu peňažnej zásoby záporný vplyv, v dôsledku predaja štátnych dlhopisov a obmedzeného vydávania štátnych cenných papierov (svetlozelené časti grafu), zatiaľ čo čisté peňažné toky z externých tokov mali na tvorbu peňažnej zásoby v zásade neutrálny vplyv (žlté časti grafu). Ostatné protipoložky ďalej tlmili rast peňažnej zásoby (tmavozelené časti grafu), zatiaľ čo priaznivé podmienky pre ciele dlhodobějšíe refinančné operácie (TLTRO) naďalej prispievali k nahrádzaniu bankového financovania mimo dlhodobějších záväzkov.

Graf 21

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 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 Eurosystemom v rámci programu nákupu cenných papierov podnikového sektora. Posledné údaje sú z júla 2021.

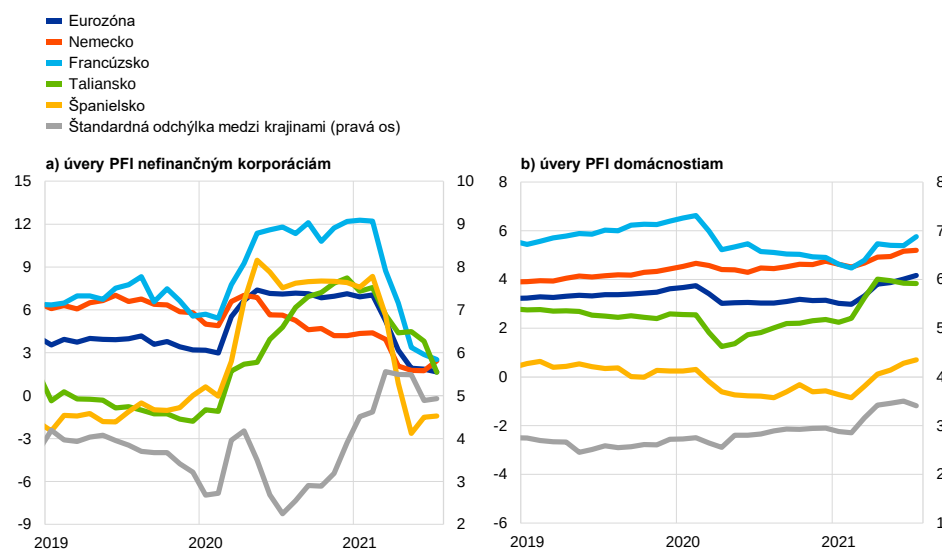
Rast úverov súkromnému sektoru sa stabilizoval blízko nižších úrovní pred

pandémie. Ročná miera rastu bankových úverov súkromnému sektoru bola v júli na úrovni 3,0 % (graf 20). Poskytovanie úverov podnikom a domácnostiam naďalej ťažilo z priaznivých podmienok financovania a prebiehajúceho hospodárskeho oživenia. Ročná miera rastu úverov podnikom sa v júli mierne spomalila na 1,7 % v porovnaní s 1,8 % v júni, pričom miera rastu úverov domácnostiam sa zvýšila na 4,2 % zo 4,0 % v júni, a to vďaka hypotekárnym úverom (graf 22). O niečo pomalší rast úverov podnikom je spôsobený predovšetkým tým, že podniky sú stále dobre financované, pretože si v prvej vlne pandémie veľa požičali. Majú v držbe vysoký objem hotovosti a stále častejšie si ponechávajú nerozdelený zisk, čo znižuje potrebu financovania z vonkajších zdrojov. Tento vývoj celkovo maskuje značné rozdiely medzi krajinami, čo okrem iného odráža nerovnomerný priebeh oživovania ekonomiky.

Graf 22

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 júla 2021.

Náklady na financovanie dlhu bánk v eurozóne zostali pod úrovňou pred pandémie, aj vďaka podpore zo strany menovej politiky ECB.

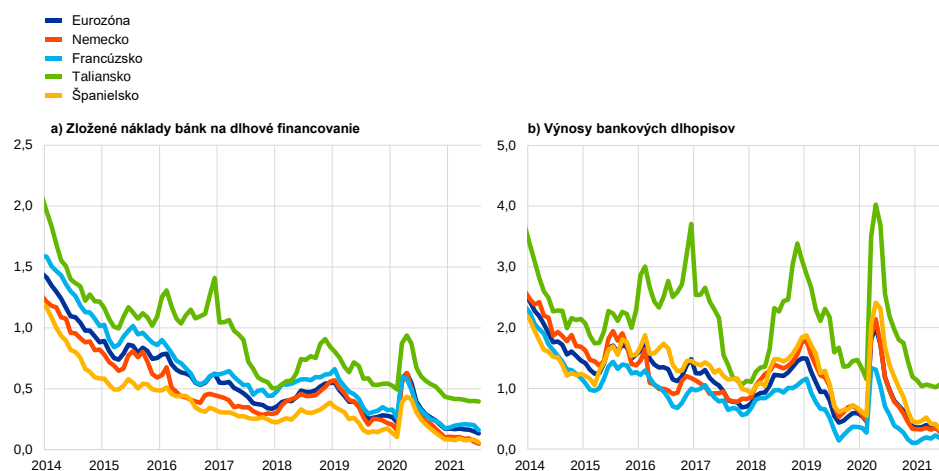
Súhrnné náklady na financovanie dlhu ďalej klesali na nové minimá (graf 23) v dôsledku viacerých faktorov. Po prvé, strmý nárast výnosovej krivky, ktorý v prvej polovici roku 2021 viedol k zvýšeniu nákladov na financovanie prostredníctvom dlhopisov, bol opätovne absorbovaný. Po druhé, banky eurozóny od začiatku pandémie účtovali záporné úrokové sadzby na čoraz väčšiu časť podnikových vkladov, pričom sa zvyšoval aj podiel záporných úrokových sadzieb domácnostiam, aj keď z dôvodu ich nepružnosti z relatívne malých úrovní. Po tretie, dostupné ciele dlhodobějšíe refinančné operácie (TLTRO III), ktoré poskytujú bankám likviditu za veľmi výhodných podmienok, prispeli k ďalšiemu uvoľňovaniu celkových podmienok financovania. Po štvrté, program nákupu aktív (APP) a núdzový pandemický program nákupu aktív

(PEPP) ECB naďalej pomáhajú znižovať rozdiely v podmienkach financovania medzi jednotlivými krajinami, rizikovými triedami a splatnosťami na úrovni pozorované pred pandémiou. Nástroj obnovy EÚ novej generácie má tiež podporný vplyv, pretože by mal prispieť k výraznejšiemu a rovnomernejšiemu oživeniu v celej eurozóne, a teda viesť k zníženiu úverového rizika v celej eurozóne. Okrem toho, ceny krytých bankových dlhopisov sú priamo podporované tretím programom nákupu krytých dlhopisov ECB (CBPP3).

Graf 23

Zložené náklady bánk na financovanie dlhu

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



Zdroj: ECB, Markit iBoxx a výpočty ECB.

Poznámka: Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených dennými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi splatnými na požiadanie, ktoré sú vážené zodpovedajúcimi nesplatenými sumami.

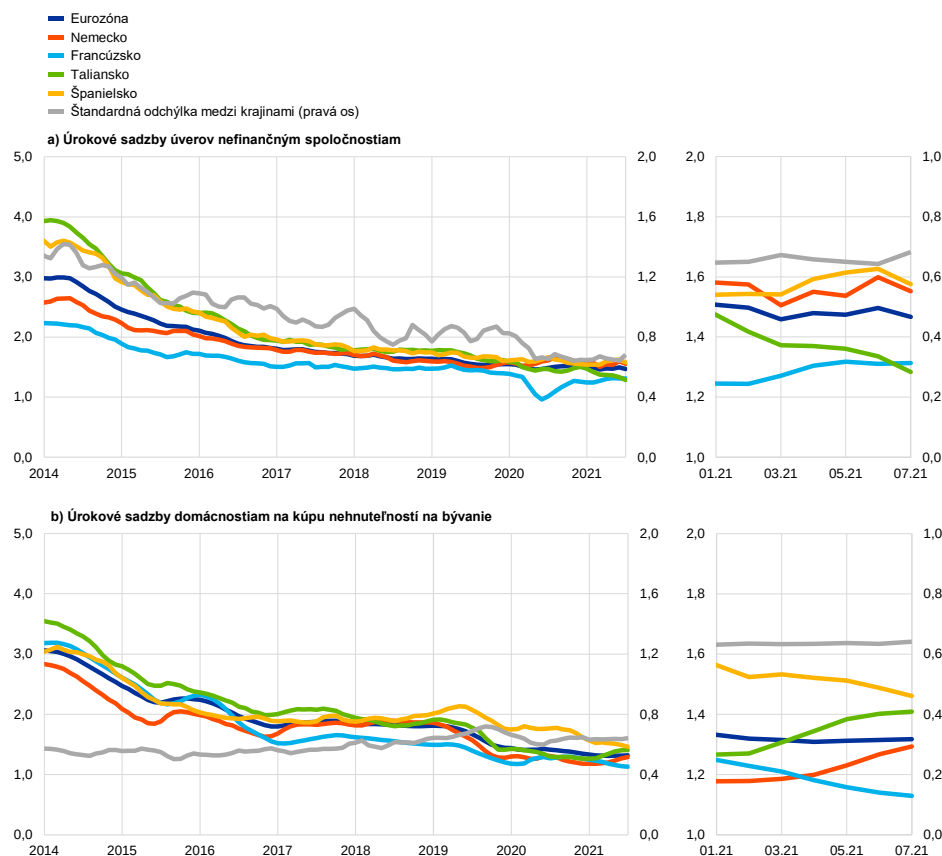
Výnosy bankových dlhopisov sú mesačné priemery dlhopisov senior tranže. Posledné údaje sú z júla 2021.

Úrokové sadzby bankových úverov zostávajú na úrovni blízkej ich historickým minimám. V júli 2021 zostali zložené úrokové miery bankových úverov nefinančným spoločnostiam a úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľnosti na bývanie v zásade na nezmenenej úrovni 1,47 %, resp. 1,32 % (graf 24). Tento vývoj, ktorý maskuje určité rozdiely medzi najväčšími krajinami eurozóny, skupinami splatností a veľkosťami úverov, odzrkadľuje pretrvávajúci vplyv opatrení menovej politiky ECB. Spread medzi úrokovými mierami veľmi malých bankových úverov a veľkých bankových úverov sa ďalej stabilizoval na úrovni pred pandémiou. Napriek značnej neistote, pokiaľ ide o dlhodobější vplyv pandémie na ekonomiku, podporné opatrenia menovej politiky zabránili rozsiahlemu sprísňovaniu podmienok financovania, ktoré by mohlo zosilniť počiatočný nepriaznivý ekonomický vplyv.

Graf 24

Zložené úrokové sadzby bankových úverov vo vybraných krajinách eurozóny

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



Zdroj: ECB.

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

V druhom štvrtroku 2021 sa celkový objem financovania podnikov

z vonkajších zdrojov zmiernil. Ročná miera rastu financovania z vonkajších

zdrojov klesla zo 4,3 % v marci na 2,2 % v júni [graf 25, časť a)], hoci toky financovania z vonkajších zdrojov naďalej ťažili z priaznivých podmienok financovania. V druhom štvrtroku 2021 čistá emisía kótovaných akcií narástla, zatiaľ čo nižšie toky financovania z vonkajších zdrojov väčšinou spôsobilo zmiernenie poskytovania bankových úverov podnikom. Zdá sa, že toto spomalenie odráža priaznivý vývoj spojený s vyššími držbami hotovosti a nerozdeleným ziskom, značnými zásobami likvidity, atraktívnymi podmienkami financovania dlhu prostredníctvom trhu a nižšou intenzitou čerpania úverov sektormi, ktoré sú hybnou silou zotavenia. V prostredí nadmerných rezerv hotovosti a trvalej podpory menovej politiky však podniky stále častejšie nahrádzajú krátkodobé financovanie nástrojmi s dlhšími splatnosťami. Táto zmena splatnosti podporuje názor, že záujem o využívanie finančných prostriedkov z vonkajších zdrojov na obchodné investície vzrástol, na rozdiel od zásob likvidity.

Celkové nominálne náklady na financovanie nefinančných spoločností

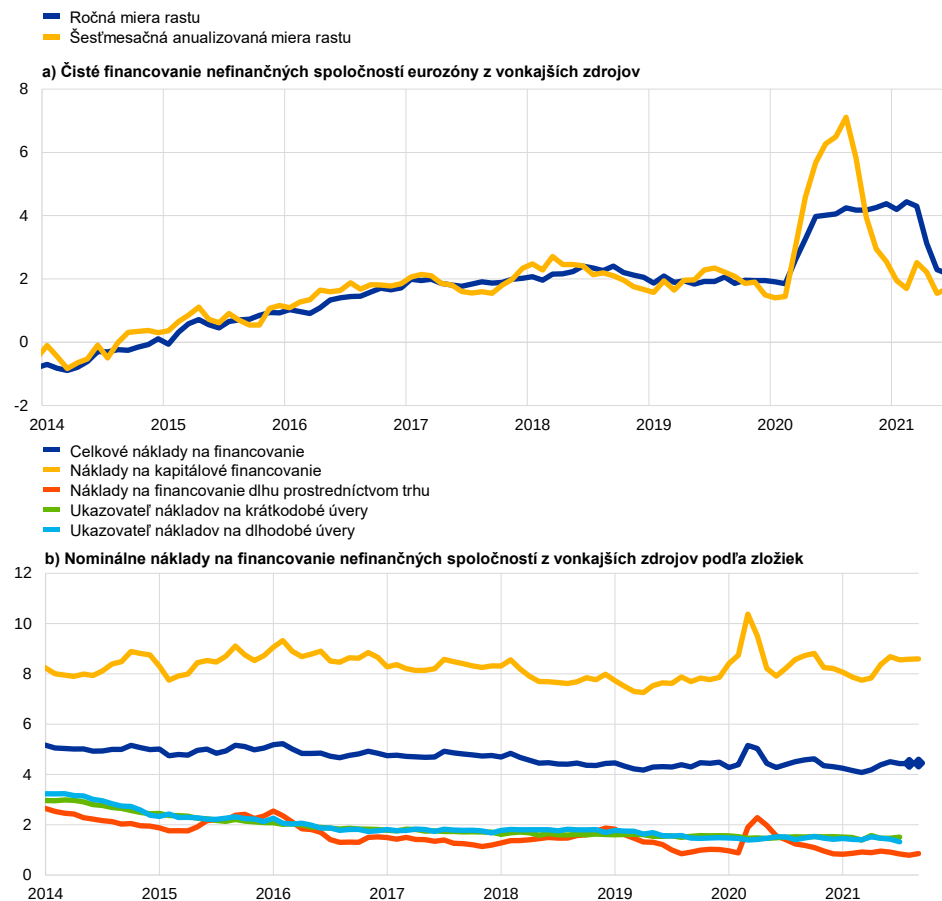
z vonkajších zdrojov (ktoré tvoria bankové úvery, vydávanie dlhových cenných

papierov na trhu a financovanie prostredníctvom akcií) sa od apríla 2021

zvýšili. Náklady na financovanie z vonkajších zdrojov dosiahli v júli 4,4 % [graf 25, časť b)], čo je približne 70 bazických bodov pod maximom zaznamenaným v marci 2020 a o 35 bazických bodov vyššie ako historické minimum zaznamenané v marci 2021. Nárast zaznamenaný v júli 2021 do značnej miery pramenil z vyšších nákladov na financovanie prostredníctvom akcií, čo odzrkadľovalo nárast rizikovej prémie na akcie, ktorá prekonala celkový pokles bezrizikových úrokových mier. Tento pokles v kombinácii s ďalším zužovaním spreadov podnikových dlhopisov, najmä v segmente s vysokými výnosmi, mal za následok ďalšie mierne zníženie nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu, ktoré dosiahli hodnoty blízke svojmu historickému minimu zaznamenanému v januári 2021. Predpokladá sa, že celkové náklady na financovanie zostali od júla do 8. septembra v podstate nezmenené. Zatiaľ čo náklady na financovanie prostredníctvom akcií boli počas tohto obdobia spravidla stabilné, náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu vykazovali väčšiu volatilitu a v auguste klesli na historické minimum, pričom sa v dôsledku rastúcich bezrizikových úrokových mier vrátili na júlovú úroveň.

Graf 25**Financovanie nefinančných spoločností z vonkajších zdrojov**

(ročné percentuálne zmeny)



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

Poznámka: Graf a): Čisté financovanie z vonkajších zdrojov je súčet úverov PFI, čistej emisie dlhových cenných papierov a čistej emisie kótovaných akcií. Úvery PFI sú upravené o predaj úverov, sekuritizáciu a účelové vytváranie spoločných peňažných fondov. Graf b): Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností vypočítané ako vážený priemer nákladov na bankové úvery, nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu a nákladov na financovanie prostredníctvom akcií, na základe príslušných nesplatených objemov. Tmavomodré kosoštvorce znázorňujú modelové odhady celkových nákladov na financovanie v auguste a septembri 2021, za predpokladu, že úrokové sadzby bankových úverov zostanú nezmenené na úrovni z júla 2021. Posledné údaje na grafe a) sú z júna 2021. Posledné údaje na grafe b) sú v prípade nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom trhu z 8. septembra 2021 (mesačný priemer denných údajov), v prípade nákladov na financovanie dlhu prostredníctvom akcií z 3. septembra 2021 (týždenné údaje) a v prípade nákladov na poskytovanie úverov z júla 2021 (mesačné údaje).

Hrubá zadlženosť nefinančných spoločností eurozóny poukazuje na ďalšie spomalenie z vysokých úrovní v druhom štvrtroku 2021 (graf 26).

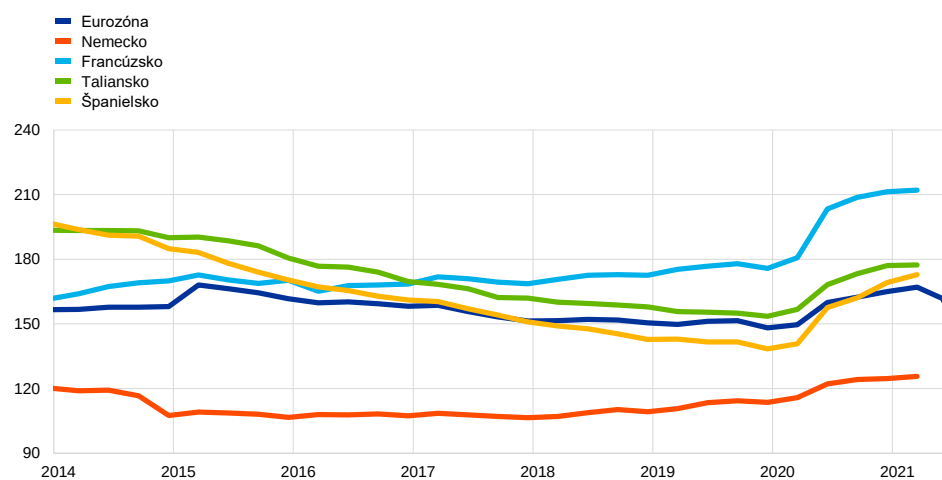
Pomer hrubého dlhu, pokiaľ ide o pridanú hodnotu podnikov, sa v druhom štvrtroku 2021 v dôsledku výrazného rastu pridanej hodnoty znížil o 6 percentuálnych bodov, čím sa znížil kumulatívny nárast od konca roku 2019 na 12,7 percentuálneho bodu. Celkovo možno všeobecný rast hrubého zadlženia nefinančných spoločností od začiatku roku 2020 vysvetliť predovšetkým väčším využívaním dlhového financovania. Hrubý dlh sa zvýšil nerovnomerne medzi rôznymi typmi podnikov a medzi jednotlivými krajinami, čo odráža rozdiely v ich vystavení pandémie a vo vnútroštátnej politickej reakcii. Keďže podniky od vypuknutia pandémie v marci 2020 nahromadili veľké objemy likvidných aktív, pomer čistého dlhu sa zvýšil oveľa menej ako pomer hrubého dlhu. Skutočnosť, že ich hrubé zadlženie zostáva podľa historických

štandardov na zvýšenej úrovni, naznačuje, že ich citlivosť na nepriaznivé šoky môže byť stále vysoká, a to do tej miery, do akej sa zásoby likvidity líšia medzi jednotlivými sektormi. Opatrenia fiškálnej politiky zároveň zabránili, aby podniky mali veľký negatívny nedostatok financovania pri veľkých negatívnych hrubých úsporách. Tento vývoj celkovo naznačuje, že odolnosť podnikov a ich schopnosť zvýšiť obchodné investície do značnej miery závisí od prebiehajúceho oživenia a pokračujúcej podpory menovej politiky.

Graf 26

Hrubá zadlženosť nefinančných spoločností vo vybraných krajinách eurozóny

(percentá hrubej pridanej hodnoty nefinančných spoločností)



Zdroj: ECB, Eurostat a odhady ECB.

Poznámka: Dlh je definovaný ako súčet úverov pôžičiek poskytnutých nefinančným spoločnostiam bez medziodvetvových pôžičiek, vydaných dlhových cenných papierov a záväzkov na dôchodky. Modrý kosoštvorec označuje modelové odhady za druhý štvrťrok 2021. Inak sú posledné údaje za prvý štvrťrok 2021.

Po významnej fiškálnej expanzii od začiatku pandémie koronavírusu (COVID-19) boli za posledných niekoľko mesiacov prijaté iba obmedzené dodatočné stimulačné opatrenia, pretože rozpočtové plány na rok 2022 sú stále v prípravnej fáze a zdá sa, že oživenie hospodárstva prebieha o niečo rýchlejšie, ako sa očakávalo.

Makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2021 v dôsledku toho obsahujú fiškálny výhľad pre eurozónu, ktorý sa v porovnaní s júnom zlepšil. Aj keď sa predpokladá, že pomer deficitu zostane v roku 2021 vysoký, na úrovni 7,1 % po 7,3 % v roku 2020, následné zlepšenie by malo byť podľa projekcií rýchle, keďže pandémia ustupuje a hospodárske oživenie naberať na obrátkach. Očakáva sa, že pomer deficitu v roku 2022 klesne na úroveň 3,0 % a na konci horizontu projekcií v roku 2023 na 2,1%. Podľa tohto vývoja by mal dlh eurozóny v roku 2021 dosiahnuť maximálnu hodnotu tesne pod úrovňou 99 % HDP a v roku 2023 klesnúť na približne 94 % HDP. V každom prípade je stále dôležitá ambiciózna a koordinovaná fiškálna pozícia, pretože predčasné ukončenie fiškálnej podpory by predstavovalo riziko spomalenia oživenia a zosilnenia dlhodobějších 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. Očakáva sa, že popri národných fiškálnych opatreniach kľúčovú úlohu zohrá nástroj Next Generation EU (NGEU), ktorý by mal prispieť k rýchlejšiemu, odolnejšiemu a jednotnejšiemu oživeniu.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2021 sa saldo rozpočtu verejnej správy v eurozóne v roku 2021 upraví iba okrajovo, k jeho výraznejšiemu zlepšeniu by však malo dôjsť od roku 2022.¹³ Pomer deficitu verejných financií v eurozóne bol v roku 2020 na úrovni 7,3 % HDP, čo je najvyšší deficit od zavedenia eura. Predpokladá sa, že v roku 2021 klesne iba okrajovo na 7,1 %, následne však bude jeho pokles výraznejší, na 3,0 % v roku 2022 a na 2,1 % v roku 2023 (graf 27). 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 4,2 % HDP. Pomoc v kríze a na podporu oživenia by sa v roku 2021 mala zvýšiť približne na 4,6 % HDP. Táto úroveň odráža skutočnosť, že vlády predĺžili mimoriadne opatrenia, postupne zväčšili ich objem a prípadne prijali nové opatrenia na podporu oživenia vrátane opatrení financovaných z nástroja NGEU.¹⁴ Minuloročný nárast deficitu bol čiastočne spôsobený tiež veľkou zápornou 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 zmierniť aj príspevok vyplývajúci z hospodárskeho cyklu a v roku 2023 by mal byť kladný.

¹³ Pozri [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2021](#), zverejnené na internetovej stránke ECB 9. septembra 2021.

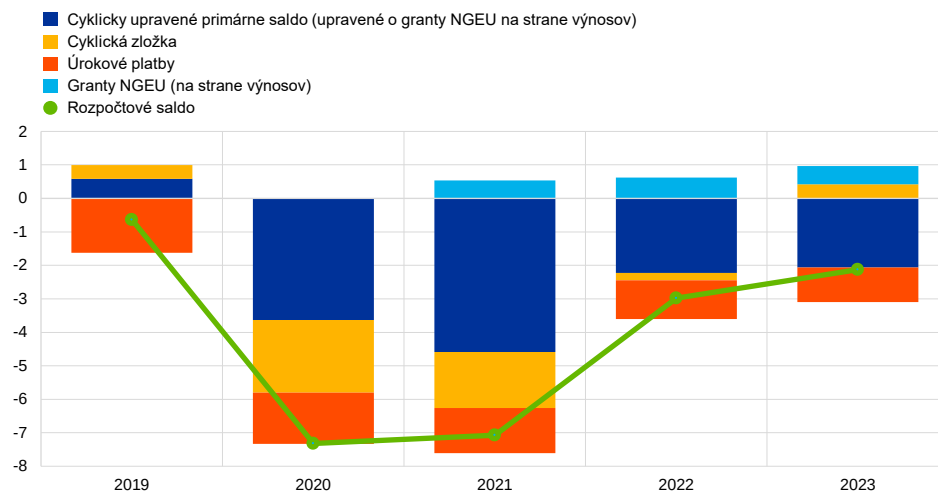
¹⁴ Granty NGEU dosahujú približne 0,6 % HDP v každom roku horizontu projekcií. Spolu s obmedzeným objemom pôžičiek budú kumulatívne v období 2021 až 2023 pravdepodobne financovať približne 1,5 % HDP ďalších stimulov. Tento stimul je v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z júna 2021 v zásade nezmenený.

V menšej miere, ale v celom horizonte projekcií, zlepšení rozpočtového salda pomôže aj postupné znižovanie príspevkov z úrokových platieb.

Graf 27

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: ECB a *Makroekonomické projekcie odborníkov ECB, september 2021*.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy krajín eurozóny.

Celková fiškálna pozícia bola v roku 2020 výrazne expanzívna a predpokladá sa, že zostane rovnaká aj v roku 2021.¹⁵ Z týchto veľmi vysokých úrovní podpory sa v roku 2022 očakáva zúženie fiškálnej pozície, keď spolu so slabnúcou pandemiou a končiacimi sa dočasnými podpornými opatreniami začne klesať aj úroveň fiškálnej podpory. V roku 2023 by fiškálna pozícia mala byť celkovo neutrálna.¹⁶ Napriek tomu zostáva úroveň fiškálnej podpory na oživenie hospodárstva v celom horizonte projekcií značná, čo sa odráža v záporných hodnotách celkového primárneho fiškálneho salda.

Okrem fiškálnej podpory ekonomík krajiny eurozóny poskytli tiež významný objem záruk za úvery na podporu likvidity podnikov. Spolu tento objem záruk za celú eurozónu v roku 2021 predstavoval približne 19 % HDP. Kumulatívne čerpanie týchto záruk v rokoch 2020 až 2021 sa odhaduje na 5 % HDP, čo je v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2021 v podstate nezmenené. Treba poznamenať, že tieto údaje maskujú významné rozdiely v objeme aj miere využívania v jednotlivých krajinách. Záruky za pôžičky sú pre

¹⁵ Vo fiškálnej pozícii sa okrem automatickej reakcie verejných financií na obchodný cyklus odráža aj cieľ a veľkosť fiškálnych stimulov 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 podrobností o koncepcii fiškálnej pozície eurozóny je v článku s názvom [The euro area fiscal stance](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

¹⁶ Celková fiškálna pozícia eurozóny sa v roku 2020 odhaduje na -4,3 percentuálneho bodu HDP a v rokoch 2021, 2022 a 2023 by sa mala pohybovať na úrovni -1,1, +2,3 a +0,2 percentuálneho bodu HDP po očistení od príjmov súvisiacich s grantmi NGEU.

vlády kontingenčnými záväzkami. Akékoľvek žiadosti o záruky budú preto predstavovať ďalšie verejné výdavky, ktoré zvyšujú vládny dlh.

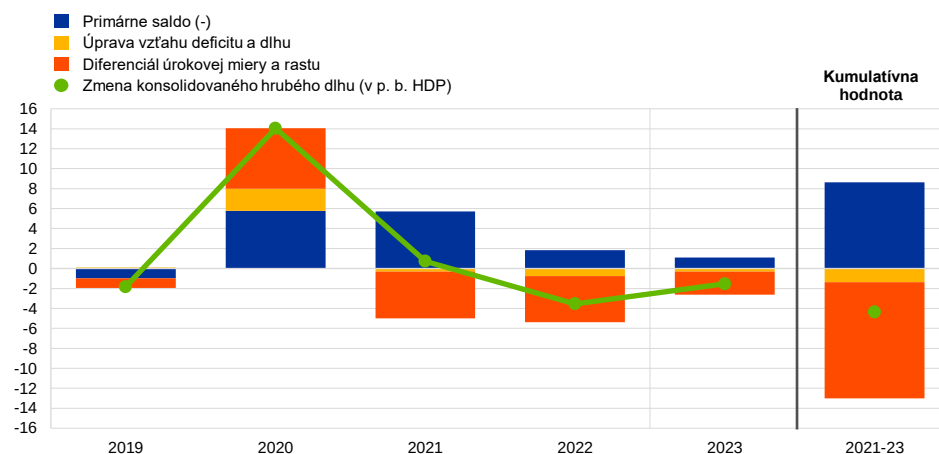
Rozpočtové saldo by sa v roku 2021 malo priblížiť makroekonomickým projekciám odborníkov Eurosystemu z júna 2021, pričom výhľad na roky 2022 a 2023 sa revidoval výraznejšie smerom nahor. Konkrétne sa saldo rozpočtu verejnej správy eurozóny ako podiel na HDP revidovalo nahor, na rok 2021 o 0,1 percentuálneho bodu a na nasledujúce dva roky o 0,4 a 0,5 percentuálneho bodu. Tieto revízie sú spôsobené predovšetkým zlepšenou cyklickou zložkou a v menšej miere nižšími úrokovými platbami.

Po veľkom náraste pomery agregovaného verejného dlhu k HDP v eurozóne v roku 2020 sa predpokladá, že v roku 2021 dosiahne maximálnu hodnotu tesne pod 99 %, a v roku 2023 bude postupne klesať približne na 94 %. Po zvýšení pomery dlhu o 14 percentuálnych bodov v roku 2020 bude v roku 2021 stále vysoký primárny deficit len 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 28). V dôsledku toho sa na konci horizontu projekcií v roku 2023 očakáva, že pomer dlhu k HDP bude takmer 10 percentuálnych bodov nad predkrízovou úrovňou. Treba však poznamenať, že kríza COVID-19 mala na vývoj dlhu o niečo menší nepriaznivý vplyv, ako sa všeobecne očakávalo v jej počiatkovej fáze.¹⁷

Graf 28

Faktory zmeny verejného dlhu eurozóny

(v % HDP, pokiaľ nie je uvedené inak)



Zdroj: ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2021.
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy krajín eurozóny.

Vnútroštátne fiškálne politiky by mali naďalej poskytovať rozhodujúcu, včasnú a dostatočne zacielenú podporu tým podnikom a domácnostiam, ktoré sú

¹⁷ Napríklad v makroekonomických projekciách odborníkov ECB zo septembra 2020 sa predpokladalo, že úroveň dlhu k HDP bude na konci roku 2022 zhruba o 4 percentuálne body vyššia ako v súčasných projekciách.

najviac vystavené dôsledkom pandémie. Predčasné ukončenie fiškálnej podpory by predstavovalo riziko spomalenia oživenia a zosilnenia dlhodobějších 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. Postupné znižovanie rozpočtových nerovnováh, akonáhle sa hospodárska činnosť dostatočne obnoví, môže byť umocnené rozhodným posunom k takému zloženiu verejných financií, ktoré bude priaznivejšie pre rast, a k štrukturálnym reformám, ktoré zvýšia rastový potenciál ekonomík eurozóny. 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 Porovnanie najnovšieho vývoja inflácie v Spojených štátoch a v eurozóne

Gerrit Koester, Jakob Nordeman a Michel Soudan

Celková inflácia v Spojených štátoch aj v eurozóne sa po minuloročnom poklese v posledných mesiacoch výrazne zvýšila (graf A). Pri tomto náraste zohrali dôležitú úlohu bazické efekty súvisiace s oživením cien energií po ich minuloročnom prepade, a to rovnako v Spojených štátoch, ako aj v eurozóne.¹

Aktuálny nárast celkovej inflácie bol však podstatne výraznejší v Spojených štátoch ako v eurozóne, čo sa tiež odráža vo vývoji cenových hladín v týchto regiónoch. Indexy celkovej inflácie a inflácie bez energií a potravín sú v eurozóne približne o 2 % vyššie ako pred pandémiou koronavírusu (COVID-19) (december 2019), zatiaľ čo v Spojených štátoch sú vyššie približne o 6 % (graf B).

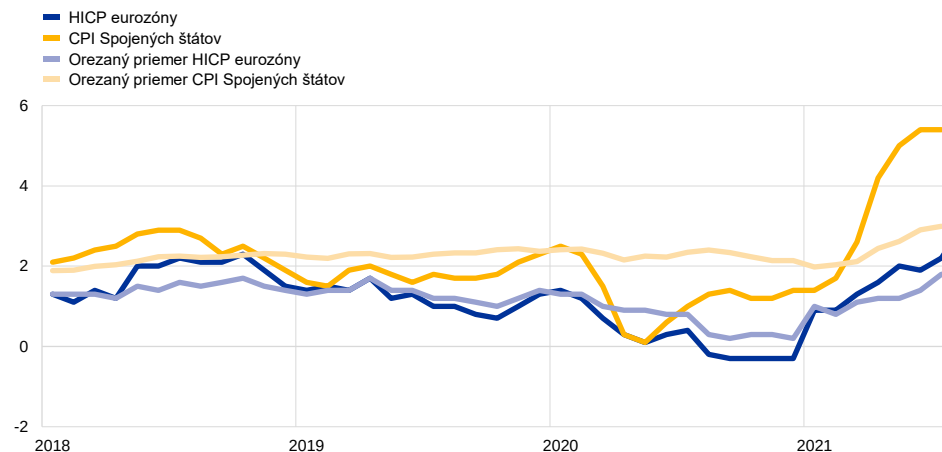
Vývoj celkovej inflácie bol v posledných mesiacoch najmä v Spojených štátoch ovplyvňovaný relatívne malým počtom položiek s veľmi vysokou mierou inflácie – vrátane cien energií. Možno to ilustrovať napríklad orezanými priermi indexu spotrebiteľských cien (CPI) v Spojených štátoch a inflácie HICP v eurozóne, ktoré nezahŕňajú položky s najvyššou a najnižšou mierou inflácie (graf A). Orezaný priemer celkovej inflácie sa od januára do júla 2021 zvýšil približne o 1,0 percentuálneho bodu v prípade amerického CPI a o 0,8 percentuálneho bodu v prípade európskeho HICP. Naopak, neorezaná celková inflácia CPI v Spojených štátoch sa v tomto období zvýšila o 4,0 percentuálneho bodu, zatiaľ čo inflácia HICP v eurozóne vzrástla o 1,3 percentuálneho bodu.

¹ Viac v boxe s názvom [Recent dynamics in energy inflation: the role of base effects and taxes](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2021.

Graf A

Celková inflácia a orezané priemery

(ročná percentuálna zmena)



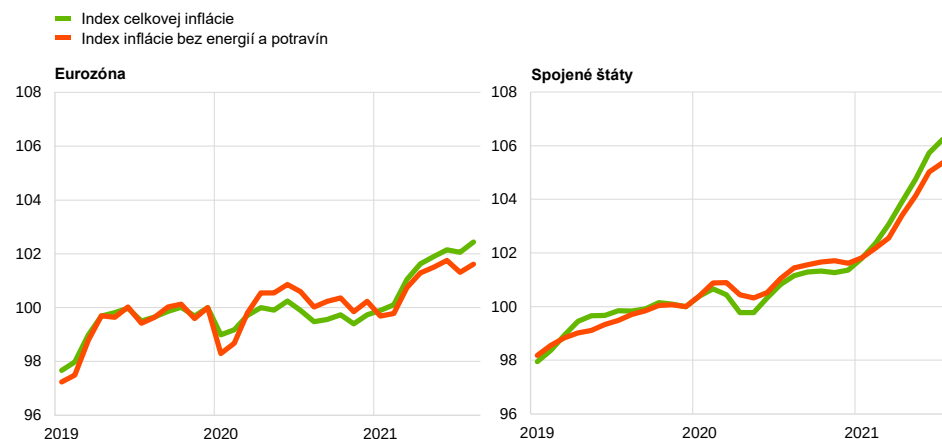
Zdroj: Eurostat, Federal Reserve Bank of Cleveland a ECB.

Poznámka: HICP je harmonizovaný index spotrebiteľských cien a CPI je index spotrebiteľských cien. Z orezaného priemeru je vyradených 16 % položiek amerického CPI (výpočet Federal Reserve Bank of Cleveland) a 15 % položiek HICP eurozóny (na základe výpočtov ECB). Z orezaného priemeru sa vyradilo približne 8 % položiek na každom konci distribúcie zmien cien v rámci HICP eurozóny a CPI Spojených štátov za každý mesiac. Ročná miera zmeny sa vypočíta pomocou eskalovaných váh. Posledné údaje sú z júla 2021 okrem HICP eurozóny, v prípade ktorého sú posledné údaje z augusta 2021.

Graf B

Úrovně indexov HICP v eurozóne a CPI v Spojených štátoch

(index: december 2019 = 100)



Zdroj: Eurostat, Federal Reserve Bank of Cleveland a ECB.

Poznámka: HICP je harmonizovaný index spotrebiteľských cien a CPI je index spotrebiteľských cien. Inflácia bez energií a potravín v prípade eurozóny odkazuje na HICP bez energií a potravín a v prípade Spojených štátov na CPI bez potravín a energií. Posledné údaje za Spojené štáty sú z júla 2021 a za eurozónu z augusta 2021.

Zatiaľ čo v Spojených štátoch je inflácia CPI bez potravín a energií v súčasnosti výrazne vyššia ako pred pandémiou, inflácia HICP bez energií a potravín (HICPX) v eurozóne zostala naopak pod predpandemickými úrovňami (graf C).² V eurozóne bola inflácia HICPX v júli 2021 na úrovni 0,7 %, zatiaľ čo vo februári 2020 to bolo 1,2 %. V Spojených štátoch inflácia CPI bez

² Zmeny váh HICP v roku 2021 ovplyvnili tiež vývoj inflácie HICPX v eurozóne od začiatku roka 2021. Mali negatívny vplyv na najnovší vývoj inflácie HICPX – po zohľadnení týchto účinkov by sa inflácia HICPX v eurozóne oveľa viac priblížila úrovni zaznamenatej vo februári 2020. Viac informácií je v časti 4 a najmä v grafe 8 *Ekonomického bulletinu* číslo 5, ECB, 2021.

potravín a energií rástla z podstatne vyššej úrovne (2,4 % vo februári 2020) a v júli 2021 dosiahla 4,3 %. Tieto rozdiely vo vývoji inflácie možno popri stále väčších nevyužitých kapacitách v eurozóne pripísať niekoľkým ďalším faktorom. Po prvé, ceny jazdených osobných a nákladných vozidiel v Spojených štátoch v druhom štvrťroku 2021 prudko stúpili z viacerých dôvodov: nové automobily, ktoré sú najbližšou náhradou, boli menej dostupné vzhľadom na spomalenie výroby pre nedostatok polovodičov, požičovne áut znížili predaj svojich jazdených vozidiel z dôvodu zvýšeného záujmu o prenájom automobilov po opätovnom otvorení ekonomiky, preferencie sa presunuli z verejnej do súkromnej dopravy a disponibilný príjem domácností podporili fiškálne stimuly, čo zvyšovalo dopyt po jazdených autách v Spojených štátoch. Samotný nárast cien jazdených osobných a nákladných áut v Spojených štátoch (na úrovni 1,5 percentuálneho bodu) predstavoval približne polovicu rastu inflácie CPI bez potravín a energií, ktorá sa z januárových 1,4 % zvýšila v júli na 4,3 %. Naproti tomu v eurozóne došlo v posledných mesiacoch k určitému zvýšeniu cien nových automobilov, čo je čiastočne spojené s problémami v dodávateľskom reťazci. Ceny jazdených vozidiel sa však v priemere výrazne nezvýšili, keďže dopyt veľmi nerástol. Okrem toho je váha jazdených vozidiel v celkovom HICP oveľa nižšia (len 1,1 % v porovnaní s približne 3 % v Spojených štátoch). Po druhé, po zmiernení opatrení proti šíreniu nákazy sa značne zvýšili ceny dopravných služieb a služieb súvisiacich s cestovným ruchom, čo v niekoľkých posledných mesiacoch vyvolalo výrazný pozitívny príspevok k inflácii CPI. V eurozóne sa opatrenia proti šíreniu nákazy rušili neskôr, preto vývoj v dopravných službách a službách v cestovnom ruchu zaostával za Spojenými štátmi.³ Rozdiely medzi vývojom inflácie v Spojených štátoch a v eurozóne čiastočne zmiernili ceny nájomného. Kým v Spojených štátoch tieto ceny infláciu bez potravín a energií spomaľovali, v eurozóne tomu tak nebolo. Súviselo to s ich väčšou váhou v spotrebiteľskom koši v Spojených štátoch a odolnejšími cenami nájomného v eurozóne počas pandémie. Vývoj jadrovej inflácie v Spojených štátoch a eurozóne však má určité spoločné črty. V oboch regiónoch sa ukázal zvýšený príspevok spotrebného tovaru bez volatilných položiek ako odevy a obuv a jazdené autá (graf D). To pravdepodobne odráža kombináciu faktorov, ako je oživenie dopytu po lockdowne, ale aj určitý prenos globálnych tlakov vyvolaných vyššími cenami vstupov (vrátane cien komodít), nákladmi na dopravu a problémami s niektorými položkami na vstupe.⁴

³ Okrem toho na mieru inflácie najmä v týchto službách mali negatívny vplyv zmeny váh HICP v roku 2021 (pozri predchádzajúcu poznámku pod čiarou).

⁴ Viac v boxoch [What is driving the recent surge in shipping costs?](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2021; [Nedostatok polovodičov a jeho dôsledky pre obchod, výrobu a ceny v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2021 a [Recent developments in pipeline pressures for non-energy industrial goods inflation in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2021.

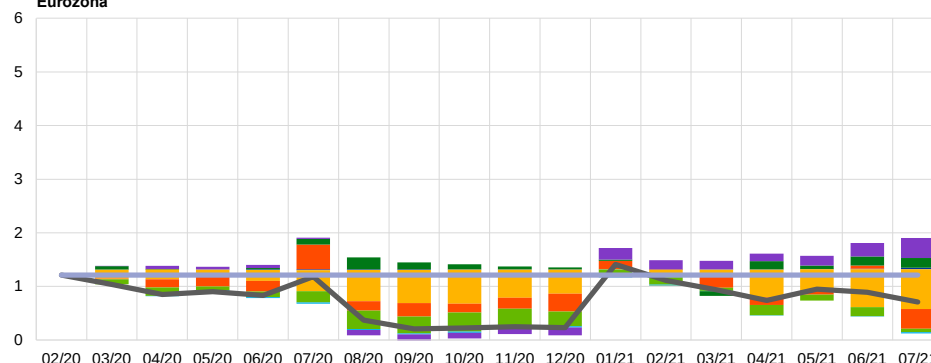
Graf C

Príspevky k inflácii bez energií a potravín v eurozóne a Spojených štátoch

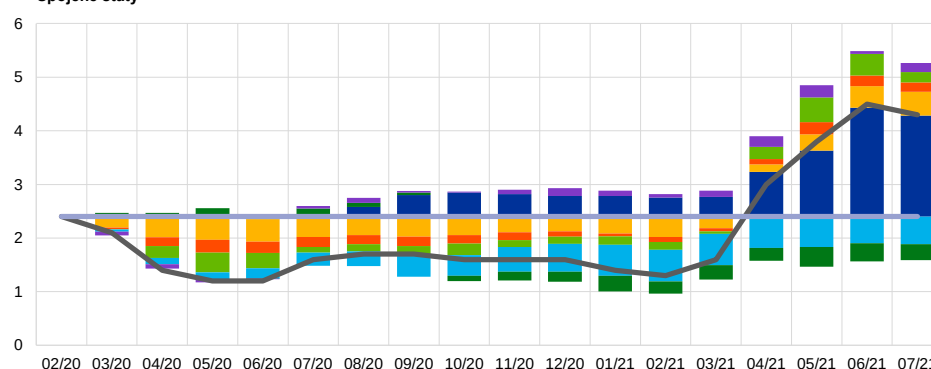
(ročná percentuálna zmena; príspevky v p. b. oproti februáru 2020)

- Jazdené autá
- Služby v cestovnom ruchu
- Odevy a obuv
- Dopravné služby
- Nájomné
- Ostatné služby
- Ostatné tovary
- Inflácia bez energií a potravín
- Inflácia bez energií a potravín (február 2020)

Eurozóna



Spojené štáty



Zdroj: Haver Analytics, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: HICP je harmonizovaný index spotrebiteľských cien a CPI je index spotrebiteľských cien. Príspevky k HICP bez energií a potravín v eurozóne a k CPI bez potravín a energií v Spojených štátoch. Vývoj v eurozóne bol ovplyvnený dočasným znížením DPH v Nemecku v druhom polroku 2020. Ceny leteniek sú v eurozóne aj Spojených štátoch zahrnuté v službách súvisiacich s cestovným ruchom, nezahŕňajú sa do dopravných služieb. Posledné údaje sú z júla 2021.

Cenové tlaky sú plošnejšie v Spojených štátoch ako v eurozóne (graf D). Zatiaľ

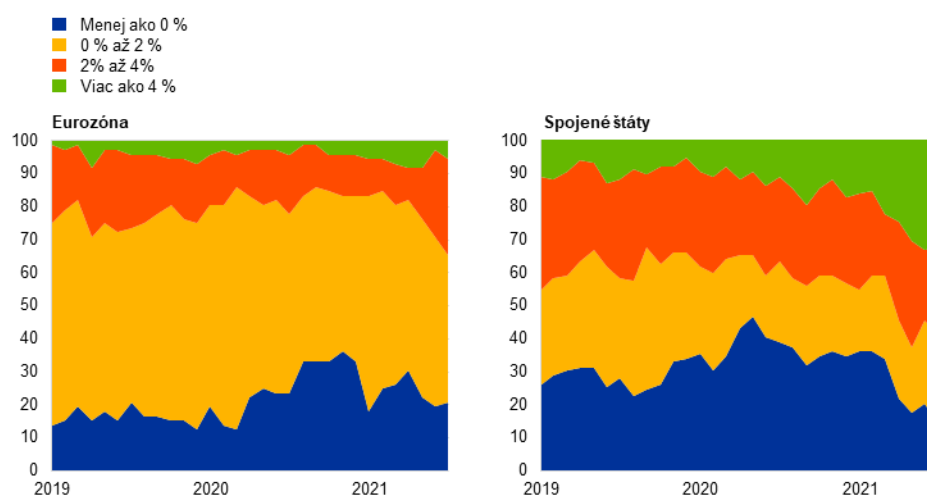
čo v posledných mesiacoch vo výraznom zvýšení celkovej inflácie zohrávalo kľúčovú úlohu niekoľko položiek s mimoriadne vysokou mierou inflácie (vrátane cien energií), v Spojených štátoch narástli cenové tlaky výraznejšie naprieč položkami zahrnutými do CPI bez potravín a energií. Ak sa zameriame na rozdelenie položiek, pri ktorých došlo k zmene ceny v tomto americkom indexe, podiel položiek s ročným rastom cien nad 4 % sa prudko zvýšil (približne na jednu tretinu v júli 2021), zatiaľ čo podiel položiek so zápornou mierou inflácie sa zároveň výrazne znížil (približne z jednej tretiny v januári na 14 % v júli). Naopak v eurozóne zostal podiel položiek s veľmi nízkou infláciou (pod nulou) a vysokou infláciou (nad 4 %) relatívne stabilný. Podiel položiek s mierou inflácie od 2 % do 4 % sa v eurozóne zvýšil približne z 10 % na začiatku roka na zhruba 30 % v júli. Podiel položiek s mierou inflácie medzi 0 % až 2 % klesol porovnateľne, no zostal dominantnou kategóriou. V dôsledku toho sa

v Spojených štátoch podiel položiek jadrovej inflácie s mierou inflácie nad 2 % (ktorý možno považovať za ukazovateľ celoplošného charakteru cenových tlakov) nedávno zvýšil takmer na dve tretiny v porovnaní s menej ako polovicou v predpandemickom roku. V eurozóne bol tento podiel oveľa nižší a len nedávno (v júli) sa zvýšil približne na jednu tretinu.

Graf D

Distribúcia inflačných mier v rámci položiek inflácie bez energií a potravín

(podiel položiek podľa výšky miery inflácie v HICPX eurozóny a v CPI bez potravín a energií v Spojených štátoch; v %)



Zdroj: Haver Analytics, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: HICP je harmonizovaný index spotrebiteľských cien a CPI je index spotrebiteľských cien. HICP bez energií a potravín v eurozóne a CPI bez potravín a energií v Spojených štátoch. Podiely sa počítajú na základe počtu jednotlivých komponentov americkej jadrovej inflácie CPI a inflácie HICPX eurozóny. Za eurozónu je zahrnutých 72 položiek a za Spojené štáty 118 položiek. Posledné údaje sú z júla 2021.

Nedávny nárast inflácie zvýšil inflačné očakávania profesionálnych prognostikov (graf E).

V porovnaní so začiatkom roka boli inflačné očakávania na rok 2021 revidované smerom nahor aj pre eurozónu (1,2 percentuálneho bodu) a ešte viac pre Spojené štáty (2,0 percentuálneho bodu) (graf E, panel a). Pokiaľ ide o rok 2022, v prípade Spojených štátov je revízia smerom nahor významná (0,7 percentuálneho bodu), kým pre eurozónu zostáva len mierna (0,3 percentuálneho bodu). Prognózy v najnovšom prieskume Consensus Economics (august 2021) odhadujú priemer celkovej inflácie CPI v Spojených štátoch na úrovni 4,1 % v roku 2021 a následne jej pokles na 2,9 % v roku 2022. V prípade eurozóny sa očakáva, že celková inflácia v roku 2021 stúpne na 2,1 % a v roku 2022 klesne na 1,5 %, čo je vývoj porovnateľný s predpokladom septembrových makroekonomických projekcií odborníkov ECB. Podľa Consensus Economics sa očakáva, že celková inflácia bude v Spojených štátoch v roku 2022 relatívne výrazne prevyšovať predkrízovú úroveň, kým v eurozóne v roku 2022 klesne len čosi nad úroveň zaznamenanú v roku 2019. Súdiac podľa rozsahu projekcií vstupujúcich do prognóz Consensus Economics sa zároveň zdá, že neistota súvisiaca s vývojom inflácie v roku 2022 zostáva v prípade Spojených štátov výrazne vyššia ako v prípade eurozóny.

Pokiaľ ide o prekvapivý nárast inflácie v posledných mesiacoch, zverejnené údaje boli v prípade Spojených štátov oveľa vyššie ako v eurozóne. Mesačné prognózy vývoja podľa Consensus Economics (graf E, panel b – počnúc prognózami

z marca 2021) ukazujú, že inflácia bola oproti prognózam v posledných mesiacoch vyššia aj v eurozóne a ešte viac v Spojených štátoch. Prognózy Consensus Economics predpokladajú, že celková inflácia zostane v nadchádzajúcich mesiacoch zvýšená, no do júla 2022 klesne v Spojených štátoch na 2,5 % a v eurozóne na 1,4 %. Vráti sa teda na úrovne zaznamenané na jar 2021, predtým, ako v oboch regiónoch došlo k výraznému rastu miery inflácie.

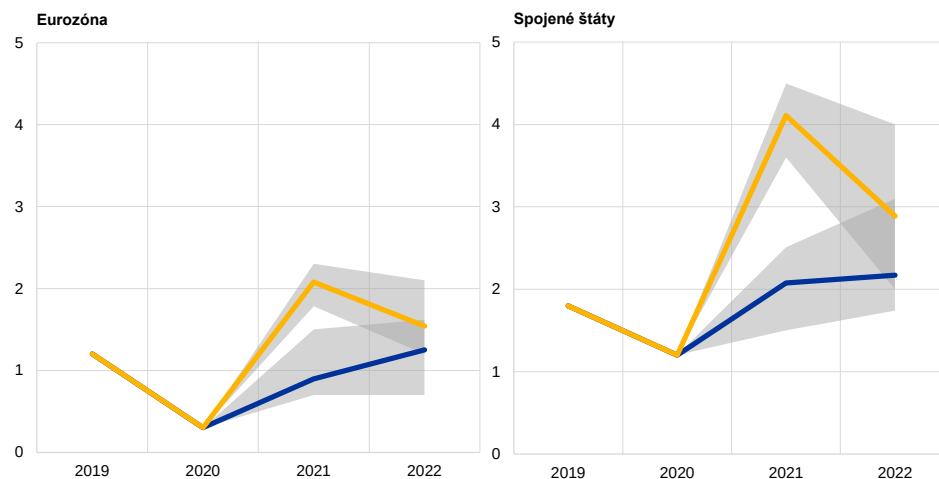
Graf E

Inflačné očakávania celkovej inflácie CPI v Spojených štátoch a celkovej inflácie HICP v eurozóne podľa Consensus Economics

a) Prognózy ročnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)

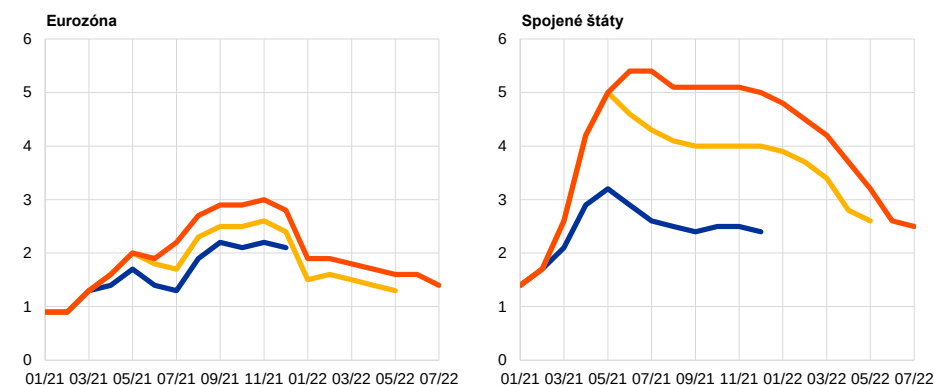
— Priemer – prognóza (január)
— Priemer – prognóza (august)



b) Prognózy mesačnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)

— Priemer – prognóza (marec)
— Priemer – prognóza (jún)
— Priemer – prognóza (august)



Zdroj: Consensus Economics, Eurostat, Haver Analytics a výpočty ECB.

Poznámka: Šedé oblasti zobrazujú rozsah prognóz zahrnutých do prieskumov Consensus Economics. Mesačné prognózy z marca 2021 sú dostupné len po december 2021; augustové prognózy zahŕňajú prognózy do júla 2022.

Celkovo možno za výrazným rastom inflácie a jej prekvapivými výkyvmi nahor v posledných mesiacoch v Spojených štátoch aj v eurozóne z veľkej časti vidieť osobitné faktory, ktoré majú pravdepodobne len dočasný charakter. Aby

bol rast inflácie trvalejší, cenové tlaky by museli byť plošnejšie (najmä v eurozóne) a museli by odrážať rastúce tlaky v oblasti nákladov práce. Pokiaľ ide o tlaky nákladov práce, ak sa zohľadnia účinky zmien v zložení zamestnanosti aj účinky programov na udržanie pracovných miest, zatiaľ sa tieto tlaky zreteľne neprejavujú. Navyše, oživenie po pandémii predstavuje jedinečnú situáciu s mnohými neobvyklými črtami inflačného vývoja, čo si vyžaduje dôkladné monitorovanie a zároveň zvyšuje neistotu súvisiacu s výhľadom inflácie.

Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 28. apríla do 27. júla 2021

Elvira Fioretto a Svetla Daskalova

V tomto boxe sa opisujú operácie menovej politiky ECB a vývoj likvidity počas tretieho a štvrtého obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2021. Tieto dve udržiavacie obdobia trvali spoločne od 28. apríla do 27. júla 2021 (sledované obdobie).

Nadbytočná likvidita v bankovom systéme eurozóny v sledovanom období naďalej rástla a dosiahla rekordnú úroveň 4 191,5 mld. €. Bolo to do značnej miery spôsobené nákupmi aktív uskutočňovanými v rámci núdzového pandemického programu nákupu aktív (PEPP) a programu nákupu aktív (APP), ako aj vyrovnaním ôsmej operácie z tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III.8.). Nárast priamych portfólií sa zrýchlil po rozhodnutiach Rady guvernérov z 11. marca a 10. júna uskutočniť v druhom a treťom štvrtroku nákupy v rámci PEPP výrazne vyšším tempom ako počas prvých mesiacov roka. Rada guvernérov tieto rozhodnutia na svojom zasadnutí 22. júla potvrdila.

Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového systému, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy, sa zvýšila o 88,8 mld. € a v sledovanom období dosiahla v priemere 2 119,4 mld. €. Tento významný nárast v porovnaní s predchádzajúcimi dvoma udržiavacími obdobiami bol takmer úplne pripísateľný nárastu čistých autonómnych faktorov o 86,8 mld. €, ktoré dosiahli 1 970,6 mld. € (pozri časť tabuľky A s názvom Ostatné informácie o likvidite). Požiadavky na povinné minimálne rezervy sa zvýšili len okrajovo, o 1,9 mld. € na 148,9 mld. €.

Autonómne faktory, ktoré absorbovali likviditu, sa v sledovanom období zvýšili najmä v dôsledku bankoviek v obehu, zatiaľ čo vládne vklady mierne poklesli. Hodnota bankoviek v obehu sa v sledovanom období zvýšila o 35 mld. € na 1 475,0 mld. €. Vládne vklady, ktoré sa znížili len okrajovo o 1,3 mld. €, zostali veľmi vysoké na úrovni 616,9 mld. €, aj keď táto hodnota je pod rekordne vysokou úrovňou 729,8 mld. € zaznamenanou v šiestom udržiavacom období roku 2020. Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa celkovo zvýšili o 46,9 mld. € na 2 996,3 mld. €.

Autonómne faktory, ktoré poskytovali likviditu, sa znížili o 39,9 mld. €¹ To pozostávalo z poklesu čistých aktív denominovaných v eurách o 28,6 mld. € a z poklesu čistých zahraničných aktív o 11,2 mld. €. Tabuľka A poskytuje prehľad

¹ Ďalšie podrobnosti o autonómnych faktoroch sú uvedené v článku [The liquidity management of the ECB](#), *Monthly Bulletin*, ECB, May 2002.

vyššie uvedených autonómnych faktorov a ich zmien v priebehu sledovaného obdobia.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosystéme

Pasíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 28. apríla 2021 – 27. júla 2021						Predchádzajúce sledované obdobie: 27. januára 2021 – 27. apríla 2021
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie: 28. apríla – 15. júna		Štvrté udržiavacie obdobie: 16. júna – 27. júla		Prvé a druhé udržiavacie obdobie
Autonómne faktory likvidity	2 996,3	(+46,9)	2 943,8	(-27,9)	3 057,4	(+113,6)	2 949,4 (+28,4)
Bankovky v obehu	1 475,0	(+35,0)	1 465,8	(+18,0)	1 485,8	(+20,0)	1 440,0 (+23,4)
Vládne vklady	616,9	(-1,3)	586,7	(-57,8)	652,3	(+65,6)	618,3 (+29,6)
Ostatné autonómne faktory ¹	904,3	(+13,2)	891,4	(+11,9)	919,4	(+28,0)	891,1 (-24,5)
Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy	3 471,2	(+338,8)	3 443,9	(+170,3)	3 502,9	(+59,0)	3 132,3 (+282,0)
z toho oslobodené nadbytočné rezervy v rámci dvojstupňového systému	887,1	(+13,1)	879,5	(+2,7)	894,8	(+15,3)	874,1 (+14,9)
z toho neoslobodené nadbytočné rezervy v rámci dvojstupňového systému	2 586,3	(+317,9)	2 564,5	(+167,6)	2 608,1	(+43,6)	2 268,4 (+277,2)
Povinné minimálne rezervy²	148,9	(+1,9)	147,7	(+0,3)	150,2	(+2,4)	146,9 (+2,2)
Limit na oslobodenie ³⁾	893,2	(+11,6)	886,4	(+1,7)	901,1	(+14,7)	881,6 (+13,0)
Jednodňové sterilizačné operácie	720,4	(+86,2)	706,5	(+30,1)	736,6	(+30,1)	634,2 (+73,0)
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) Informatívna položka, ktorá sa nenachádza v súvahe Eurosystému, a preto by nemala byť zahrnutá do výpočtu celkových záväzkov.

3) Oslobodené a neoslobodené nadbytočné rezervy sú vysvetlené [tu](#).

Aktíva

(priemerné hodnoty v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 28. apríla 2021 – 27. júla 2021						Predchádzajúce sledované obdobie: 27. januára 2021 – 27. apríla 2021	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie: 28. apríla – 15. júna		Štvrté udržiavacie obdobie: 16. júna – 27. júla		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory likvidity	1 026,1	(-39,9)	1 042,5	(-20,8)	1 007,0	(-35,4)	1 066,0	(+26,2)
Čisté zahraničné aktíva	815,3	(-11,2)	809,8	(-7,0)	821,7	(+12,0)	826,5	(-30,3)
Čisté aktíva v eurách	210,8	(-28,6)	232,7	(-13,9)	185,3	(-47,4)	239,5	(+56,5)
Nástroje menovej politiky	6 311,0	(+513,8)	6 199,9	(+193,6)	6 440,6	(+240,7)	5 797,2	(+359,5)
Operácie na voľnom trhu	6 311,0	(+513,8)	6 199,9	(+193,6)	6 440,6	(+240,7)	5 797,2	(+359,5)
Tendre	2 148,2	(+234,4)	2 107,2	(+52,3)	2 196,1	(+88,9)	1 913,8	(+139,9)
Hlavné refinančné operácie	0,1	(-0,2)	0,2	(-0,1)	0,1	(-0,1)	0,4	(-0,0)
3-mesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO)	0,1	(-0,4)	0,2	(-0,1)	0,1	(-0,1)	0,5	(-0,4)
Operácie TLTRO II	0,0	(-9,7)	0,0	(-2,6)	0,0	(+0,0)	9,7	(-12,8)
Operácie TLTRO III	2 120,7	(+244,3)	2 079,8	(+55,1)	2 168,5	(+88,6)	1 876,5	(+152,3)
Núdzové pandemické dlhodobejšie refinančné operácie (PELTRO)	27,2	(+0,5)	27,0	(+0,1)	27,4	(+0,4)	26,7	(+0,8)
Portfóliá priamych nákupov	4 162,8	(+279,4)	4 092,7	(+141,3)	4 244,5	(+151,7)	3 883,4	(+219,6)
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,5	(-0,0)
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	2,4	(-0,2)	2,4	(-0,1)	2,4	(-0,0)	2,6	(-0,2)
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	291,6	(+2,1)	290,7	(+1,0)	292,6	(+1,9)	289,5	(+2,2)
Program pre trhy s cennými papiermi	17,2	(-8,4)	17,3	(-6,5)	17,1	(-0,2)	25,6	(-3,0)
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	28,4	(-0,3)	28,6	(-0,1)	28,3	(-0,3)	28,7	(-1,0)
Program nákupu aktív verejného sektora	2 412,0	(+37,7)	2 403,8	(+19,9)	2 421,5	(+17,7)	2 374,3	(+37,2)
Program nákupu aktív podnikového sektora	279,3	(+15,9)	275,6	(+7,6)	283,6	(+8,0)	263,4	(+13,5)
Núdzový pandemický program nákupu aktív	1 131,4	(+232,6)	1 073,9	(+119,7)	1 198,5	(+124,7)	898,8	(+170,9)
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: 28. apríla 2021 – 27. júla 2021						Predchádzajúce sledované obdobie: 27. januára 2021 – 27. apríla 2021
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie: 28. apríla – 15. júna		Štvrté udržiavacie obdobie: 16. júna – 27. júla		Prvé a druhé udržiavacie obdobie
Celková spotreba likvidity ¹⁾	2 119,4	(+88,8)	2 049,5	(-6,8)	2 201,0	(+151,5)	2 030,7 (+4,4)
Čisté autonómne faktory ²⁾	1 970,6	(+86,8)	1 901,7	(-7,1)	2 050,8	(+149,1)	1 883,7 (+2,2)
Nadbytočná likvidita ³⁾	4 191,5	(+425,0)	4 150,4	(+200,5)	4 239,5	(+89,1)	3 766,5 (+355,1)

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 autonómnyimi faktormi likvidity na strane pasív a autonómnyimi faktormi likvidity na strane aktív. Na účely tejto tabuľky sa do čistých autonómnych faktorov pridávajú aj položky v procese zúčtovania.

3) Vypočítava sa ako súčet bežných účtov presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a použitých prostriedkov z jednodňových sterilizačných operácií mínus vklady v rámci jednodňových refinančných operácií.

Vývoj úrokových sadzieb

(priemerné hodnoty v %)

	Aktuálne sledované obdobie: 28. apríla 2021 – 27. júla 2021						Predchádzajúce sledované obdobie: 27. januára 2021 – 27. apríla 2021
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie: 28. apríla – 15. júna		Štvrté udržiavacie obdobie: 16. júna – 27. júla		Prvé a druhé udržiavacie obdobie
Hlavné refinančné operácie	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00 (+0,00)
Jednodňové refinančné operácie	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25 (+0,00)
Jednodňové sterilizačné operácie	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50 (+0,00)
EONIA ¹	-0,480	(-0,001)	-0,480	(+0,001)	-0,481	(-0,001)	-0,480 (-0,005)
€STR	-0,565	(-0,001)	-0,565	(+0,001)	-0,566	(-0,001)	-0,565 (-0,005)

Zdroj: ECB.

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

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

Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

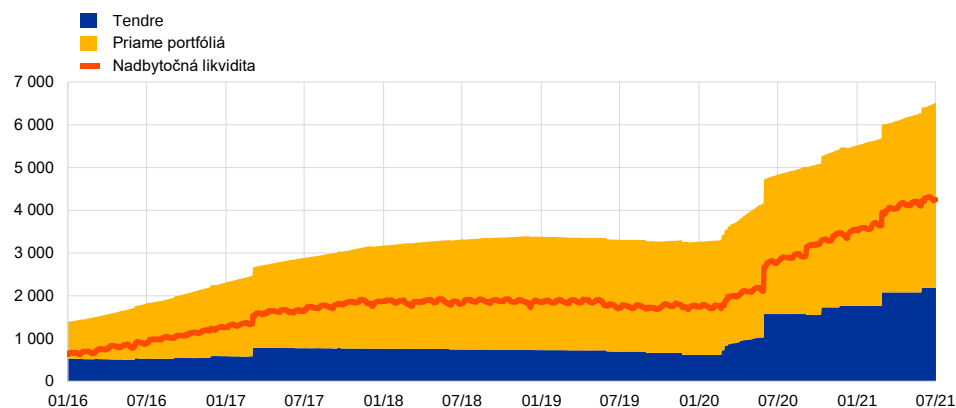
Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky sa v sledovanom období zvýšil o 513,8 mld. € na 6 311 mld. € (graf A).

Približne 54 % tohto nárastu bolo výsledkom prebiehajúcich čistých nákupov v rámci programov nákupu aktív, predovšetkým PEPP, zatiaľ čo zvyšných 46 % pochádzalo z úverových operácií, v tejto súvislosti takmer výlučne z operácií TLTRO III.

Graf A

Vývoj likvidity poskytovanej prostredníctvom operácií na voľnom trhu a nadbytočnej likvidity

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 27. júla 2021.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období zvýšil o 234,4 mld. €.

Tento nárast bol spôsobený predovšetkým vplyvom 330,5 mld. € pridelených v siedmej operácii série TLTRO III na konci marca a 109,8 mld. €, ktoré boli poskytnuté prostredníctvom ôsmej operácie vysporiadanej v júni. V druhej operácii zo štyroch ďalších núdzových pandemických dlhodobějších refinančných operácií (PELTRO), ktorá bola oznámená v decembri a vysporiadaná v júni, bola pridaná ďalšia likvidita vo výške 0,5 mld. €. Hlavné refinančné operácie (MRO) a trojmesačné LTRO naďalej zohrávali okrajovú úlohu, pričom priemerný objem využívania obidvoch pravidelných refinančných operácií sa v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím znížil o 0,2 mld. € a 0,4 mld. €, každá na nové rekordné minimum 0,1 mld. €.

Priame portfóliá sa v dôsledku čistých nákupov v rámci PEPP a APP zároveň zvýšili o 279,4 mld. € na 4 162,8 mld. €.

Priemerné podiely na PEPP dosiahli 1 131,4 mld. €, čo v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím predstavuje nárast o 232,6 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), ktoré sa zvýšili pri PSPP o 37,7 mld. € na 2 412 mld. € a pri CSPP o 15,9 mld. € na 279,3 mld. €. Zníženie o 8,6 mld. € súviselo so splatnosťou cenných papierov držaných v neaktívnych programoch.

Nadbytočná likvidita

Priemerný objem nadbytočnej likvidity sa zvýšil o 425 mld. €, čím dosiahol nové rekordné maximum vo výške 4 191,5 mld. € (graf A).

Nadbytočná likvidita je súčet bankových rezerv presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a objemu jednoduchových sterilizačných operácií mínus objem všetkých jednoduchových refinančných operácií. Odzrkadľuje rozdiel medzi celkovou likviditou poskytovanou

bankovému systému a potrebami likvidity bánk. Objem prostriedkov držaných na bežných účtoch bánk nad rámec povinných minimálnych rezerv vzrástol o 338,8 mld. € na 3 471,2 mld. €, kým priemerný objem jednoduchových sterilizačných obchodov sa zvýšil o 86,2 mld. € na 720,4 mld. €.

Nadbytočné rezervy oslobodené od zápornej sadzby jednoduchových sterilizačných obchodov v rámci dvojstupňového systému² vzrástli o 13,1 mld. € na 887,1 mld. €. Neoslobodené rezervy sa zvýšili o 317,9 mld. € a dosiahli úroveň 2 586,3 mld. €, kým nadbytočná likvidita naďalej rástla.

Agregovaná miera využitia limitu na oslobodenie, t. j. pomer medzi oslobodenými rezervami a maximálnou oslobodenou sumou³, sa od tretieho udržiavacieho obdobia roku 2020 držala nad 98 % a mierne sa zvýšila z 99,1 % na 99,3 %. Podiel oslobodených nadbytočných rezerv na celkovej nadbytočnej likvidite predstavoval 21,2 % v porovnaní s 23,2 % v predchádzajúcom sledovanom období.

Vývoj úrokových sadzieb

Priemerná sadzba €STR ostala v sledovanom období takmer nezmenená na úrovni -56,5 bázického bodu. Nárast nadbytočnej likvidity sadzbu €STR neovplyvnil, tá je aj napriek značným výkyvom likvidity naďalej relatívne málo pružná. Od októbra 2019 sa EONIA počíta ako €STR plus pevné rozpätie 8,5 bázického bodu. EONIA sa preto pohybovala a naďalej sa bude pohybovať v naviazaní na €STR, až kým sa 3. januára 2022 prestane používať. Úrokové sadzby ECB – sadzby pre jednoduchové sterilizačné obchody, MRO a jednoduchové refinančné obchody – sa počas sledovaného obdobia nezmenili.

² Ďalšie informácie o dvojstupňovom systéme úročenia držby nadbytočných rezerv sú k dispozícii [tu](#).

³ Maximálna oslobodená suma sa meria ako súčet minimálnych rezerv a limitu, ktorý sa rovná šesťnásobku sumy minimálnych rezerv.

Gabe de Bondt, Arne Gieseck, Giulio Nicoletti a Mika Tujula¹

Tento box sa venuje vplyvu pandémie koronavírusu (COVID-19) na zdravie sektora nefinančných korporácií v eurozóne. Takisto sa v ňom hodnotí, do akej miery sa podarilo prostredníctvom podporných politických opatrení znížiť napätie v oblasti financovania korporácií a zamedziť rastu ich zraniteľnosti. Analýza je založená na údajoch štvrtročných sektorových účtov za eurozónu ako celok. Box preto poskytuje súhrnný obraz o sektore nefinančných korporácií bez toho, aby sa rozlišovalo medzi jednotlivými krajinami, hospodárskymi sektormi, priemyselnými odvetvami alebo podnikmi.

Pandémia ohrozila ziskovosť a prevádzkovú efektívnosť sektora nefinančných korporácií v eurozóne. Ziskovosť a prevádzková efektívnosť sú nevyhnutné pre zdravie podniku. Hoci vďaka dobrej vôli veriteľov a investorov dokážu dlhšie obdobie pretrvať aj podniky, ktoré nevytvárajú zisk. No ak chcú prežiť aj z dlhodobého hľadiska, v určitom momente musia dosiahnuť ziskovosť a udržať si ju. Rast zisku meraný hrubým prevádzkovým prebytkom a rastom peňažných tokov bol od začiatku pandémie záporný [časť a) grafu A]. Hrubý prevádzkový prebytok klesal podobným tempom ako počas globálnej finančnej krízy, zatiaľ čo pokles peňažných tokov bol v porovnaní s uvedeným obdobím výraznejší. Podobne sa vyvíjal aj pomer čistého prevádzkového prebytku k pridanej hodnote a pomer peňažných tokov k produkcii [časť b) grafu A].

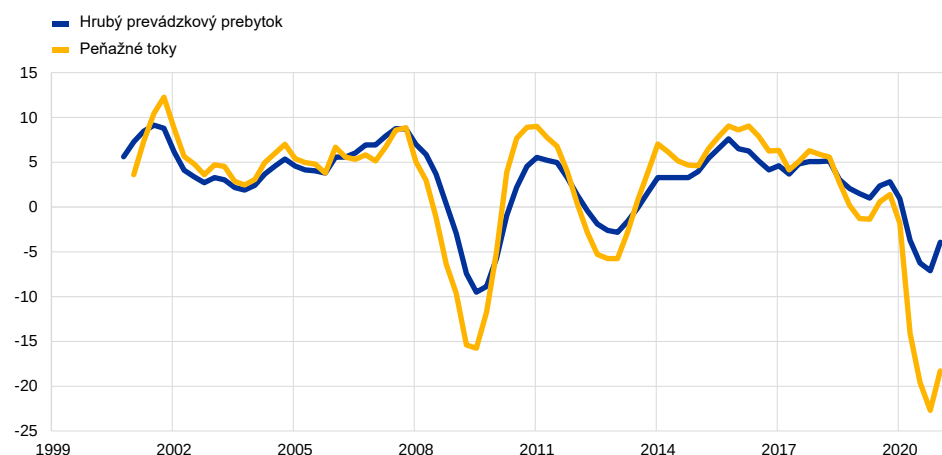
¹ Autori ďakujú A. Consolovi a V. Botelhovi za ich príspevky týkajúce sa podporných politických opatrení.

Graf A

Rast zisku a prevádzková efektívnosť nefinančných korporácií v eurozóne

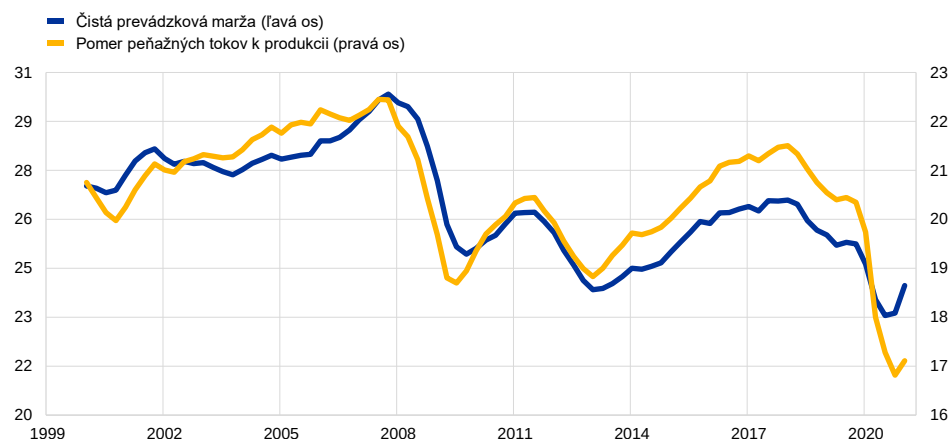
a) Rast zisku

(ročná percentuálna zmena)



b) Prevádzková efektívnosť

(v %)



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty autorov.

Poznámka: Čistá prevádzková marža sa vypočíta ako percentuálny podiel čistého prevádzkového prebytku na čistej pridanej hodnote. Peňažné toky sa vypočítajú ako hrubá pridaná hodnota mínus vyplatené mzdy, spotreba fixného kapitálu a čisté úrokové platby. Produkcia predstavuje hrubú pridanú hodnotu. Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2021.

Likviditu sektora nefinančných korporácií výrazne podporili politické

opatrenia.² V súvislosti so zhoršením v oblasti interne generovaných finančných prostriedkov v roku 2020 v porovnaní s rokom 2019 nefinančné korporácie nielenže začali hromadiť hotovosť na preventívne účely, ale dostali aj štátnu podporu vo výške približne 550 mld. €. Bez týchto opatrení by boli podnikové úspory očistené od odpisov kapitálu v roku 2020 výrazne záporné. Celkový objem úverov nefinančným korporáciám, ktoré podniky použili na odvrátenie krízy likvidity, ako aj na ďalšie hromadenie hotovosti, sa v roku 2020 zvýšil o približne 240 mld. € viac ako v roku 2019, pričom tento nárast bol obzvlášť výrazný v prvom polroku 2020.³ Prístup

² Informácie o tom, ako sa fiškálne balíky využili na pomoc podnikom z hľadiska ich potrieb likvidity, sa nachádzajú v boxe 2 autorov De Santis, R. A., Ferrando, A. a Gabbani, E.S.: [Vplyv podporných fiškálnych opatrení na likviditu podnikov v čase pandémie](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2021.

³ V tomto prípade berieme do úvahy len pôžičky podnikov od bánk a ich čistú emisiu dlhových cenných papierov v roku 2020 v porovnaní s rokom 2019.

podnikov k úverom a ich podmienky financovania významne podporili nové ciele dlhodobějšíe refinančné operácie (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO), núdzový pandemický program nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP), štátne záruky za úvery a opatrenia v oblasti dohľadu.⁴ Držba hotovosti prudko vzrástla, keďže podniky sa vo veľkej miere uchýľovali k dlhovému financovaniu s cieľom kompenzovať pokles príjmov. Z preventívnych dôvodov si veľkú časť finančných prostriedkov, ktoré získali, uložili vo forme vkladov, aby sa pripravili na možný nedostatok hotovosti a aby si vopred zabezpečili financovanie prevádzkového kapitálu, ako to bolo aj v predchádzajúcich krízových obdobiach.

Podmienky likvidity podnikov zlepšilo okrem politických podporných opatrení aj ich vlastné úsilie. V čase krízy sa schopnosť podniku plniť svoje krátkodobé záväzky stáva jeho najvyššou prioritou. Dôležitým aspektom likvidity je schopnosť podniku rýchlo predať aktíva s cieľom získať hotovosť a rýchlo znížiť všetky typy nákladov a výdavkov.^{5, 6} Znižovanie nákladov a výdavkov zahŕňa aj oneskorenie a rušenie investičných projektov v čo najväčšej možnej miere. Objem hotovosti v držbe nefinančných korporácií sa celkovo zvýšil v roku 2020 o približne 400 mld. € viac ako v roku 2019, čo odráža aj zvýšené využívanie úverov, pričom nárast sa koncentroval najmä v druhom štvrtroku 2020. Čistý výsledok znižovania nákladov a investícií vyústil do čistej veriteľskej pozície (alebo finančnej medzery) nefinančných korporácií [časť a) grafu B]. Pokiaľ ide o hrubú pridanú hodnotu, úspory vzrástli a investície poklesli, čo viedlo k zvýšeniu čistého poskytovania úverov, ktoré sa v druhom štvrtroku 2020 dostalo do kladného pásma. Rušenie investičných projektov však môže hospodárstvu spôsobiť dlhodobějšíe škody tým, že obmedzuje potenciál budúceho rastu.

Objem hotovosti, ktorú majú podniky k dispozícii na zaplatenie svojich úrokových výdavkov, je v súčasnosti na uspokojivej úrovni. Hotovostné krytie, teda pomer hotovosti a vkladov k hrubým úrokovým platbám, sa od roku 2010 výrazne zvýšilo, pričom počas krízy COVID-19 sa tento rast ešte zrýchlil [časť b) grafu B]. Rozhodujúcu úlohu pri tom zohrali vyššie hotovostné pozície a nižšie hrubé úrokové platby. Hrubé úrokové platby počas pandémie naďalej klesali, a to aj napriek výraznému nárastu dlhu. Jedným z dôvodov bola politická reakcia vo forme PEPP, TLTRO, štátnych záruk za úvery a opatrení v oblasti dohľadu.

⁴ Odhad vplyvu menovej a prudenciálnej politiky na zamestnanosť v podnikoch sa nachádza v Altavilla, C., Barbiero, F., Boucinha, M. a Burlon, L.: [The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions](#), Working Paper Series, No 2465, ECB, September 2020.

⁵ Podniky eurozóny v prvom štvrtroku 2020 výrazne zredukovali poskytovanie úverov zvyšku sveta a v druhom štvrtroku 2020 úverov iným finančným inštitúciám (t. j. finančným korporáciám iným ako peňažné finančné inštitúcie, poisťovacími korporáciami a penzijným fondom). Okrem toho tiež významne znížili svoju držbu akcií/podielových listov fondov peňažného trhu v prvom štvrtroku 2020 a kótovaných akcií v druhom štvrtroku 2020.

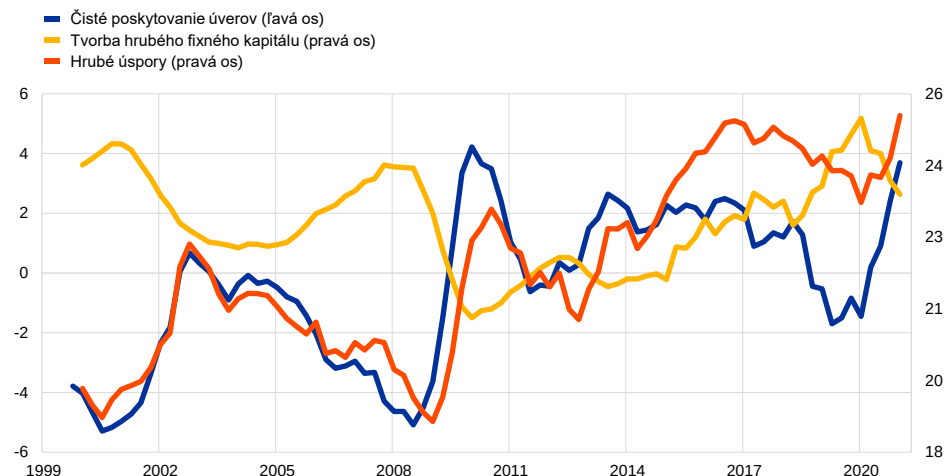
⁶ Panetta, F.: [Cash still king in times of COVID-19](#), hlavný prejav na 5. medzinárodnej konferencii o hotovosti (5th International Cash Conference) – „Cash in times of turmoil“ organizovanej Deutsche Bundesbank dňa 15. júna 2021. Potvrdzuje to aj [prieskum úverovej aktivity bánk z júla 2021](#), v ktorom sa zaznamenal prudký nárast potreby prevádzkového kapitálu v počiatočných fázach krízy COVID-19. Údaje za jednotlivé odvetvia a krajiny sa nachádzajú v European corporates: Cash-rich sectors get richer, *Economic Insights*, Euler Hermes, 19 April 2021.

Graf B

Saldo úspor/investícií nefinančných korporácií a hotovostné krytie v eurozóne

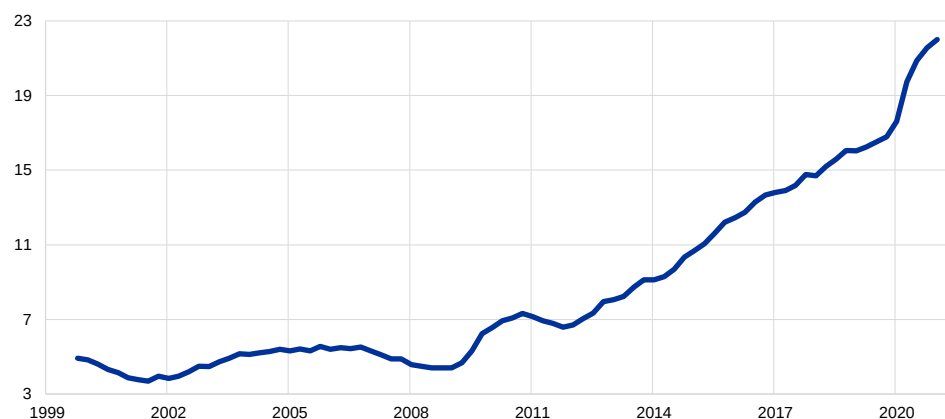
a) Úspory, investície a čisté poskytovanie úverov

(kľúčový priemer za štyri štvrťroky v % hrubej pridanej hodnoty)



b) Hotovostné krytie

(hotovosť v % kľúčového priemeru hrubých úrokových platieb za štyri štvrťroky)



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty autorov.

Poznámka: Hotovosť zahŕňa držbu meny a vklady. Hrubé úrokové platby sa vypočítajú pred nepriamo meranými službami finančného sprostredkovania. Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2021.

Klesajúci trend pomeru hrubého dlhu nefinančných korporácií eurozóny zaznamenaný od roku 2015 sa po vypuknutí pandémie COVID-19 úplne otočil.

Konsolidovaná hrubá zadlženosť podnikov sa od konca roka 2019 zvýšila o 18,9 percentuálneho bodu a v prvom štvrťroku 2021 dosiahla 167,0 % ich hrubej pridanej hodnoty, čo je len 1,1 percentuálneho bodu pod rekordne vysokou úrovňou zo začiatku roka 2015 [časť a) grafu C].⁷ 57 % nárastu pomeru hrubého dlhu od konca roka 2019 možno pripísať výrazným poklesom hospodárskej aktivity a obratu (efekt menovateľa), zatiaľ čo zvyšok možno pripísať výraznejšiemu využívaniu dlhového financovania. Možno teda očakávať, že v prípade návratu hospodárstva

⁷ Viac informácií sa nachádza v časti [Corporate solvency challenges could weigh on sovereigns, households and creditors](#), *Financial Stability Review*, ECB, May 2021. Informácie o vývoji na úrovni jednotlivých odvetví a krajín sa nachádzajú v [The business insolvency paradox in Europe: Miracle and mirage](#), *Economic Publications*, Coface, 16 March 2021.

k normálnejšiemu trendu rastu sa v nachádzajúcich rokoch pasívne zvráti len časť nárastu pomeru dlhu. V rámci normalizácie situácie by však pokles držby hotovosti mohol podporiť zníženie hrubého dlhu, ako naznačuje vývoj čistého dlhu.

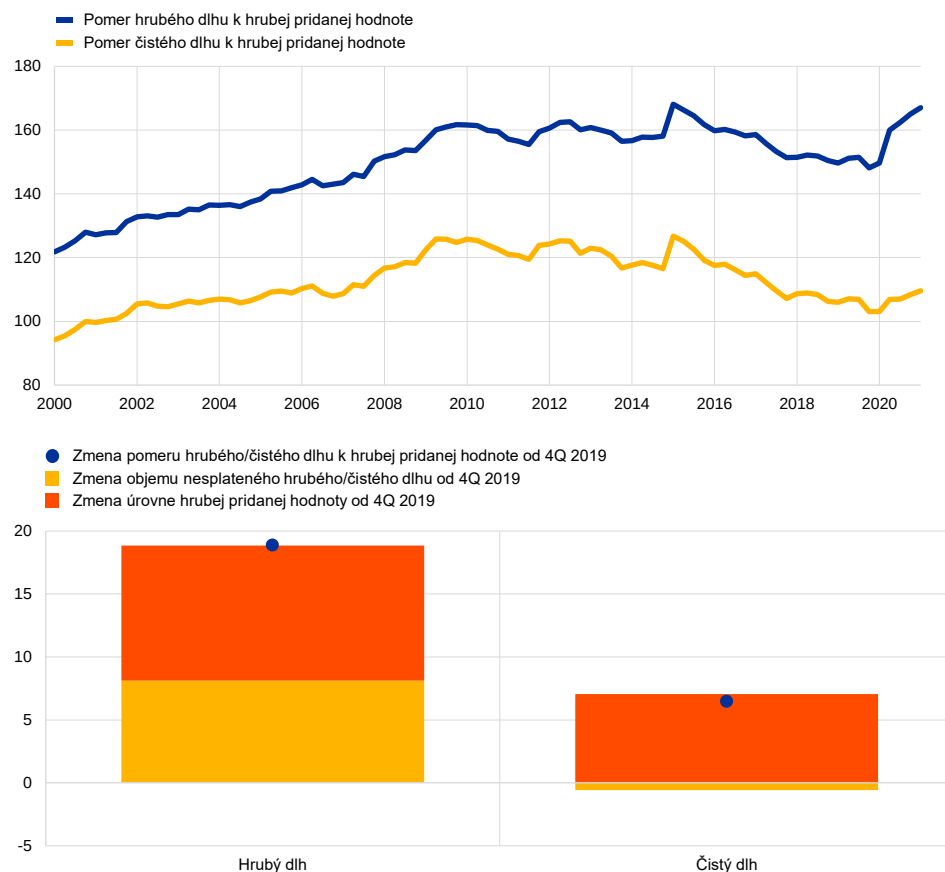
V dôsledku veľkého množstva naakumulovaných likvidných aktív sa pomer čistého dlhu zvýšil oveľa menej ako hrubá zadlženosť. Čistý dlh je v súčasnosti pod úrovňou dosiahnutou na konci roka 2019 [časť a) grafu C]. Hotovosť môže v prípade vysokého dlhu podnikov pôsobiť ako zmierňujúci faktor za predpokladu, že vysokú úroveň likvidity majú v držbe práve podniky s vysokou úrovňou dlhu. Na vrchole pandémie COVID-19 veľké podniky súčasne zvýšili svoju držbu hotovosti aj úroveň dlhu [časť b) grafu C]. V prípade menších (kótovaných) podnikov však akumulácia hotovosti nebola až taká účinná pri zmierňovaní rastu ich zadlženosti. Po vyvrcholení pandémie COVID-19 sa korelácia medzi nárastom hotovosti a dlhu začala normalizovať.

Graf C

Súvahy nefinančných korporácií eurozóny

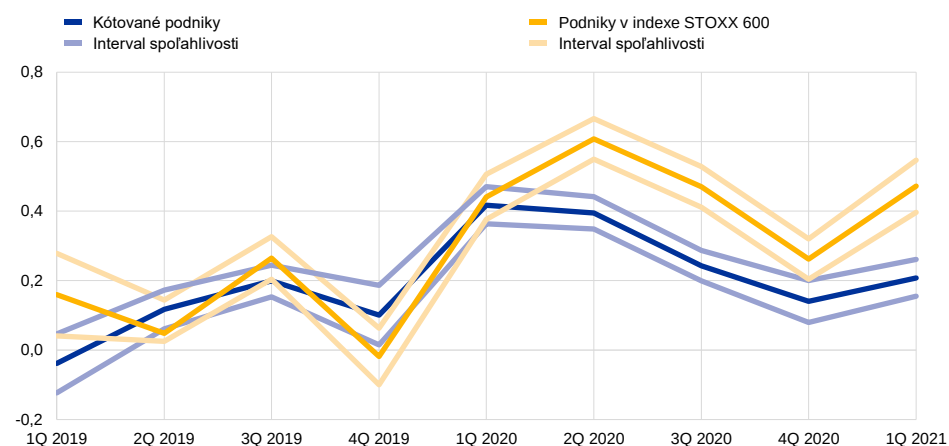
(v % hrubej pridanej hodnoty; v percentuálnych bodoch)

a) Agregátna úroveň: konsolidovaný dlh



b) Podniková úroveň: elasticita hrubého dlhu vo vzťahu k hotovosti

(os x: sledovaný štvrťrok; os y: regresia)



Zdroj: Eurostat, ECB, Refinitiv a výpočty autorov.

Poznámka: Časť a) – konsolidovaný hrubý dlh je definovaný ako celkový súčet úverov poskytnutých nefinančným korporáciám očistený od vnútrosektorových úverov, emitovaných dlhových cenných papierov a dôchodkových záväzkov. Konsolidovaný čistý dlh je definovaný ako konsolidovaný hrubý dlh očistený od držby meny a vkladov. Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2021.

Časť b) – každý štvrťrok sa prierezové súvahy na úrovni podnikov používajú na porovnanie zmeny dlhu so zmenou držby likvidných aktív. Všetky premenné sa merajú vo vzťahu k celkovým aktívam. Súčasťou panela sú nefinančné korporácie eurozóny zahrnuté v indexe STOXX 600 a všetky kótované spoločnosti dostupné cez Refinitiv. Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2021.

Vzhľadom na rozdiely v držbe hotovosti medzi jednotlivými podnikmi je pravdepodobné, že vplyv pandémie na zraniteľnosť nefinančných korporácií bude dlhodobý. Zraniteľnosť podnikov – meraná kompozitným indexom zraniteľnosti – sa v dôsledku pandémie výrazne zvýšila a prekročila úroveň zaznamenanú po odznení globálnej finančnej krízy [časť a) grafu D].⁸ Nárast zraniteľnosti nefinančných korporácií bol do veľkej miery spôsobený klesajúcim predajom, nižšou ziskovosťou a zvýšením pákového efektu a zadlženosti. Oživenie hospodárskej aktivity a nárast skutočných aj očakávaných ziskov podnikov od polovice roka 2020 však prispeli k zníženiu indexu zraniteľnosti a k zlepšeniu situácie podnikov, pokiaľ ide o pákový efekt. Na začiatku roka 2021 sa miera zraniteľnosti priblížila k priemernej historickej úrovni a k úrovniam zaznamenaným na konci roka 2019, zatiaľ čo pomer hrubého dlhu zostal vysoký a držba hotovosti sa sústredila najmä vo veľkých kótovaných spoločnostiach, ako sa uvádza vyššie. Zraniteľnosť malých a stredných podnikov však naďalej zostáva vysoká a zakrýva aj značné rozdiely medzi jednotlivými krajinami a sektormi.⁹

Rozsiahle opatrenia menovej a fiškálnej politiky a opatrenia v oblasti dohľadu obmedzili rast zraniteľnosti podnikov. Tieto opatrenia zabránili tomu, aby sa naplnili riziká spojené s financovaním a riziká prenosu, a to priamym dodávaním likvidity, zlepšením prístupu k úverom, zachovaním nákladov na splácanie dlhu na historických minimách a umožnením predĺženia splatnosti nesplateného dlhu. Výsledky kontrafaktuálneho overenia zároveň naznačujú, že bez prijatia uvedených opatrení by index zraniteľnosti dosiahol v polovici roka 2020 výrazne vyššiu hodnotu a začiatkom roka 2021 by zotrval mierne pod úrovňou zaznamenanou počas krízy štátneho dlhu v Európe [časť a) grafu D].¹⁰

Počet bankrotov sa v roku 2020 znížil, a to aj napriek prudkému spomaleniu hospodárskej aktivity počas pandémie COVID-19. Platobná neschopnosť podnikov v minulosti úzko korelovala s rastom reálneho HDP, počas pandémie sa však tento vzťah narušil [časť b) grafu D]. Nízke náklady na dlhové financovanie, vládne podporné opatrenia vrátane moratórií na konkurzy a zatvorenie súdov zabránili, aby zhoršenie zdravia podnikov viedlo na vrchole krízy k prudkému nárastu zlyhaní. Nemožno však vylúčiť, že mnohé podniky – najmä v sektoroch, ktoré boli pandémiou zasiahnuté vo väčšej miere – ešte budú prinútené podať návrh na

⁸ Viac v Gardó, S., Klaus, B., Tujula, M. a Wendelborn, J.: [Assessing corporate vulnerabilities in the euro area](#), *Financial Stability Review*, ECB, November 2020.

⁹ Viac v [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area, October 2020 to March 2021](#) (Prieskum o prístupe k financovaniu podnikov v eurozóne – október 2020 až marec 2021), ECB, a v boxe 4 autorov Battistini, N. a Stoevsky, G.: [Vplyv opatrení proti šíreniu nákazy na jednotlivé sektory a krajiny počas pandémie COVID-19](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2021.

¹⁰ Kontrafaktuálne overenie predpokladá hospodárstvo bez opatrení na zníženie nákladov podnikov zo strany vlád, TLTRO III, PEPP, štátnych záruk za úvery a opatrení v oblasti dohľadu. Bez opatrení na zníženie nákladov zo strany vlád by nefinančné korporácie museli v roku 2020 zvýšiť objem dlhového financovania o 550 mld. €, aby vykompenzovali výpadky príjmov. V rámci indexu zraniteľnosti podnikov by sa to prejavilo nárastom pákového efektu podnikov a hrubých úrokových platieb a poklesom interne vytvorených finančných prostriedkov. Navyše pri absencii dodatočných menovopolitických opatrení, opatrení v oblasti dohľadu a štátnych záruk za úvery by efektívna úroková sadzba v prípade nesplateného dlhu podnikov a podiel dlhodobého dlhu na celkovom dlhu zostali na úrovni z konca roka 2019. Tieto účinky boli namapované naspäť do kontrafaktuálneho indexu s použitím účtovných identít, pričom podiely úrokových platieb a dlhodobého dlhu na celkovom dlhu zostali nemenné.

vyhlásenie konkurzu, najmä ak by sa podporné opatrenia zrušili príliš skoro alebo ak by došlo k výraznému sprísneniu podmienok poskytovania bankových úverov.¹¹

Graf D

Zraniteľnosť podnikov a konkurzy nefinančných korporácií eurozóny

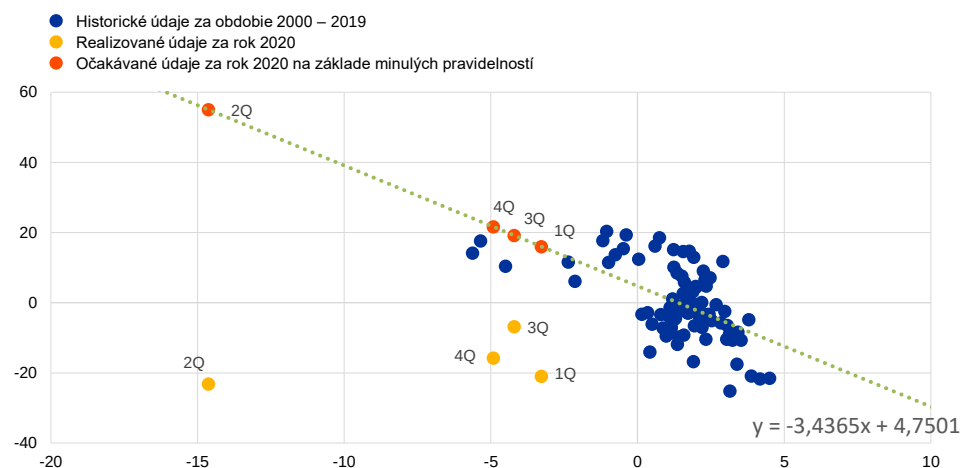
a) Kompozitný index zraniteľnosti

(z-skóre)



b) Konkurzy a rast reálneho HDP

(os x: ročná percentuálna zmena; os y: odchýlka od historického priemeru v %)



Zdroj: Eurostat, ECB, Merrill Lynch, Refinitiv a výpočty autorov.

Poznámka: Časť a) – kompozitný index zraniteľnosti je založený na širokom súbore ukazovateľov v piatich rôznych rozmeroch: schopnosť splácať dlh (meraná mierou úrokového krytia, podnikovými úsporami a tvorbou príjmov); pákový efekt/zadlženosť (pomer dlhu k vlastnému imaniu, čistý pomer dlhu k zisku pred úrokmi, daňami a odpismi, a pomer hrubého dlhu k príjmom); financovanie/prenos (pomer krátkodobého a dlhodobého dlhu, rýchla solventnosť, celkové náklady dlhového financovania a úverový impulz); ziskovosť (návratnosť aktív, zisková marža a pomer trhovej ceny k účtovnej hodnote); a aktivity (rast predaja, podiel obchodných veriteľov a zmena obrátu pohľadávok). Rýchla solventnosť sa definuje ako podiel krátkodobých finančných aktív a krátkodobých finančných záväzkov. Úverový impulz sa vypočíta ako $UI_t = 100 \cdot ((U_t - U_{t-1}) / HDP_{t-1} - (U_{t-4} - U_{t-5}) / HDP_{t-5})$, kde U predstavuje predpokladaný objem celkových úverov nefinančným korporáciám a HDP predstavuje nominálny hrubý domáci produkt v trhových cenách. Celkový objem úverov nefinančným korporáciám sa definuje ako celkové záväzky nefinančných korporácií mínus vlastné imanie emitované nefinančnými korporáciami. Ukazovatele sú štandardizované ich transformáciou na z-skóre, t. j. konvertujú sa na spoločnú stupnicu so strednou hodnotou nula a štandardnou odchýlkou jedna. Kompozitné čiastkové ukazovatele sa vypočítajú pre každý z piatich rozmerov použitím jednoduchého aritmetického priemeru príslušných východiskových z-skóre jednotlivých ukazovateľov. Celkový kompozitný ukazovateľ sa získava vážením kompozitných z-skóre piatich podkategórií s použitím rovnakých váh. Kladné hodnoty predstavujú vyššiu zraniteľnosť, záporné hodnoty predstavujú nižšiu zraniteľnosť. Posledné údaje sú za prvý štvrtrok 2021.

Časť b) – očakávané údaje za rok 2020 založené na lineárnej interpolácii predchádzajúceho vzťahu medzi konkurzmi a reálnym HDP. Posledné údaje sú za štvrtý štvrtrok 2020.

¹¹ Existujú určité dôkazy o tom, že krízy spôsobené epidemiou majú menšie dlhodobé nepriaznivé účinky ako finančné krízy alebo vojny. Viac informácií sa nachádza v boxe 6 autorov Martín Fuentes, N. a Moder, I.: *Dlhodobé dosahy pandémie: výsledky prieskumu medzi poprednými spoločnosťami*, *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2020.

Pandémia COVID-19 mala výrazný vplyv na zdravie korporácií v eurozóne.

Podniky vynaložili značné úsilie na vybudovanie svojich hotovostných rezerv, ktoré spolu s rozsiahlymi podpornými opatreniami menovej a fiškálnej politiky a opatreniami v oblasti dohľadu pomohli odvrátiť krízu likvidity. Ziskovosť, prevádzková efektívnosť a platobná schopnosť nefinančných korporácií sa počas lockdownov dostali pod tlak. Pokiaľ ide o budúci vývoj, nerovnomerná úroveň hrubej a čistej zadlženosti v jednotlivých krajinách a sektoroch a v podnikoch rôznych veľkostí by mohla obmedziť tempo hospodárskeho rastu v strednodobom horizonte a zvýšiť riziko nárastu podnikových zlyhaní.

Erik Frohm, Vanessa Gunnella, Michele Mancini a Tobias Schuler

Prerušenie dopravy a nedostatok vstupov vedú k značným obmedzeniam v globálnych dodávateľských reťazcoch.

Počas fázy obnovenia pandémie koronavírusu (COVID-19) domácnosti zvýšili nákupy určitých produktov, ako sú elektronika a zariadenia na vylepšenie domácnosti, čo malo za následok prudší nárast dopytu, ako sa očakávalo, najmä v niektorých odvetviach. Tento nárast dopytu spojený s udalosťami mimo primeranej kontroly dodávateľov (v dôsledku zásahu vyššej moci), ako sú ohniská koronavírusu v prístavoch, havárie v závodoch a nepriaznivé poveternostné podmienky, spôsobili problémy v sektore dopravy aj nedostatok určitých vstupov ako plasty, kovy, rezivo a polovodiče.¹ Keďže stavy zásob na začiatku pandémie poklesli v dôsledku vyčerpania zásob a nedostatku vstupov, ktorý spôsobilo zatváranie a konzervatívne politiky vytvárania zásob, spoločnosti sa snažili udržať krok s rýchlym nárastom dopytu a dopĺňaním vyčerpaných zásob. Túto nerovnováhu dopytu a ponuky dokazuje bezprecedentné predĺženie dodacích lehôt dodávateľov, najmä v odvetviach, ktoré závisia od dopravy a vstupov zo sektorov trpiacich nedostatkom, konkrétne počítačov a elektronického vybavenia, strojov a zariadení, drevárskych výrobkov, motorových vozidiel a chemikálií. V júni klesol globálny index dodacích lehôt dodávateľov PMI celkovo na historické minimum (čo znamená dlhšie dodacie lehoty) odkedy sa v roku 1999 začali viesť záznamy.

Prepravené objemy sa zotavili z minima v polovici roku 2020 (graf A). V prvej polovici roku 2021 viedli dočasné prerušenia dopravy, ako napríklad incident v Suezskom prieplave v marci, k vážnym napätiam v globálnej lodnej doprave, ale nezastavili pozitívnu dynamiku rastu, čo sa odzrkadilo na ukazovateľoch globálnej (celkovej) priepustnosti a priepustnosti európskych prístavov v severnom pásme. Európska letecká nákladná doprava bola pandemiou postihnutá vo väčšej miere v dôsledku bezprecedentného zníženia počtu osobných letov, čím sa znížila kapacita prepravy nákladu.² Letecká nákladná doprava však na začiatku roka 2021 opäť dosiahla svoju úroveň pred krízy vďaka podnikom čiastočne prechádzajúcim z námornej nákladnej dopravy na leteckú dopravu.

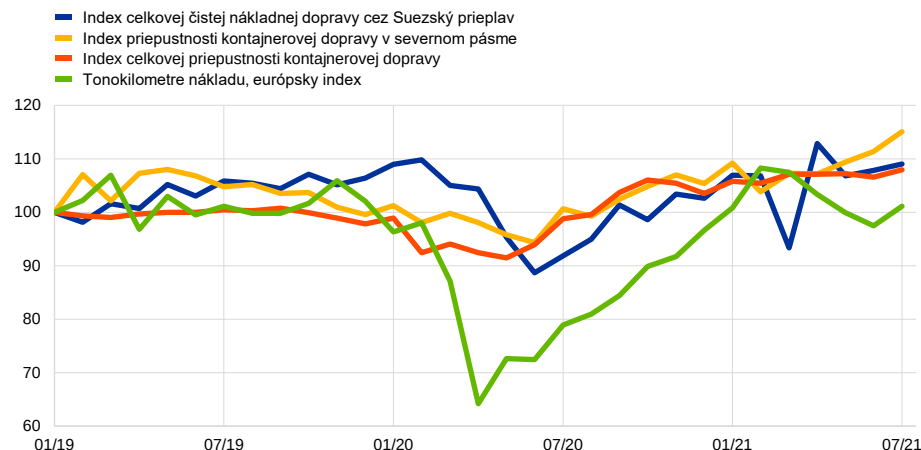
¹ Viac v boxe [What is driving the recent surge in shipping costs](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2021 a v boxe [Nedostatok polovodičov a jeho dôsledky pre obchod, výrobu a ceny v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2021.

² Spoločnosti sa pokúsili zmierniť pokles kapacít prepravy nákladu výmenou osobných lietadiel za nákladné automobily a naďalej využívali kapacitu osobných lietadiel na prepravu nákladu v kabínach. Napriek tomu však celková dostupná kapacita v roku 2020 dramaticky klesla, o čom svedčí graf B.

Graf A

Objemy nákladu prepraveného lodnou a leteckou dopravou

(sezónne upravené ukazovatele: január 2019 = 100)



Zdroj: Suez Canal Authority, RWI/ISL, IATA a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z júla 2021.

Najviac vyťaženými prepravnými trasami sú námorné trasy z Ázie do Severnej Ameriky a z Ázie do Európy (graf B), čo má za následok mimoriadne zvýšenie nákladov na dopravu³.

Lodné kapacity na trase z Ázie do Severnej Ameriky zaznamenali od pandémie výraznejšie oživenie než na trase z Ázie do Európy, čiastočne kvôli zvýšenej kapacite spôsobenej výrazným oživením v Spojených štátoch. Vzhľadom na relatívne nepružnú ponuku prepravných kapacít a prerušenia v sektore dopravy sa spotové (krátkodobé) sadzby za kontajnerovú dopravu pre trasy odchádzajúce z Ázie prudko zvýšili na rekordné hodnoty, najmä pokiaľ ide o trasy do Severnej Ameriky.⁴ To viedlo aj k presmerovaniu kapacít na túto lukratívnejšiu trasu na úkor ostatných trás.⁵ Lodná doprava závisí najmä od pevne dohodnutých dlhodobých zmlúv. V terajšom prostredí bolo vyjednávanie o nových dlhodobých zmluvách pravdepodobne ovplyvnené, čo malo za následok značné, aj keď menej výrazné, zvýšenie sadzieb za prepravu nákladu pri dlhodobých zmluvách, ako pri zmluvách založených na spotových sadzbách.⁶

³ Index globálnych nákladov na kontajnerovú dopravu HARPEX bol v rokoch pred vypuknutím pandémie COVID-19 viac-menej stabilný na porovnateľne nižších úrovniach. V prvom štvrtroku 2021 sa však vyšplhal nad svoj posledný vrchol, ktorý sa datuje do druhého štvrtroka 2005, a v treťom štvrtroku dosiahol úroveň viac ako dvakrát vyššiu ako tento posledný vrchol.

⁴ Podľa ekonometrickej analýzy založenej na štruktúrnom vektorovom autoregresnom modeli bol nárast nákladov na dopravu na začiatku roka 2020 spôsobený obmedzeniami v dodávkach, zatiaľ čo nárast na konci roka 2020 bol spôsobený najmä výrazným oživením globálneho dopytu. Podrobnejšie informácie sú v boxe [What is driving the recent surge in shipping costs](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2021.

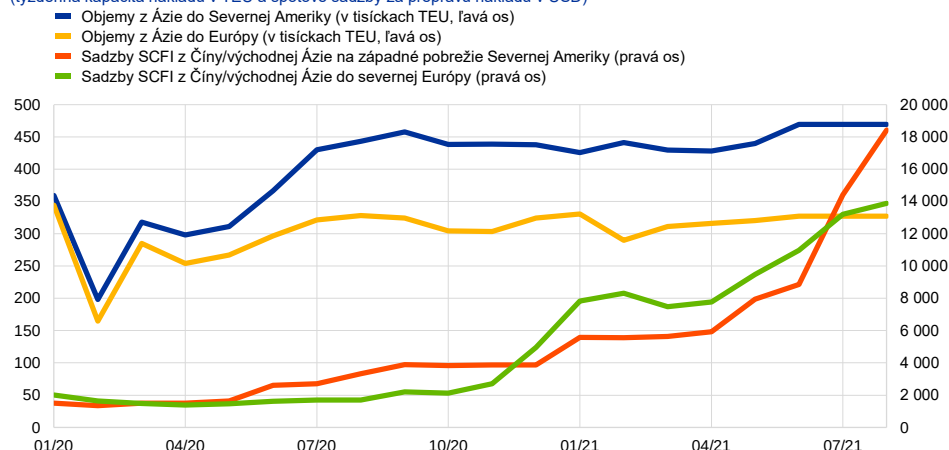
⁵ Khasawneh, R. a Xu, M., [China-U.S. container shipping rates sail past \\$20,000 to record](#), Reuters, august 2021.

⁶ Sand, P., [Container shipping: records keep falling as industry enjoys best markets ever](#), BIMCO, jún 2021.

Graf B

Prepravné kapacity a ceny za prepravu

(tyždenná kapacita nákladu v TEU a spotové sadzby za prepravu nákladu v USD)



Zdroj: CTS, Bloomberg, Freightos a výpočty ECB.

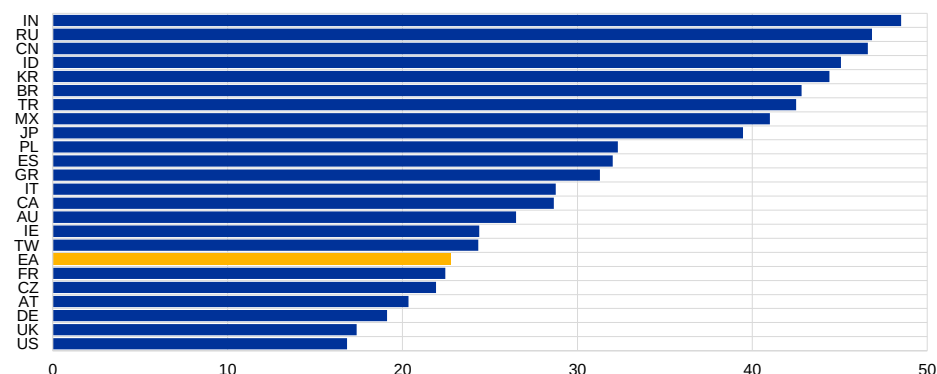
Poznámka: TEU znamená ekvivalent kapacity nákladu veľkosti dvadsať stôp a SCFI znamená šanghajský index kontajnerovej nákladnej dopravy. Posledné údaje sú z augusta 2021.

Krajiny eurozóny a EÚ patria k tým krajinám, ktoré sú najviac postihnuté problémami s dopravou a obmedzeniami na strane vstupov, ako ukazuje index PMI dodacích lehôt dodávateľov. Z grafu C vyplýva, že dodacie lehoty dodávateľov zostali v auguste takmer vo všetkých krajinách dlhé, pričom obzvlášť postihnuté sú krajiny EÚ, Spojené štáty, Spojené kráľovstvo a Taiwan. Poradie krajín odzrkadľuje mnoho faktorov: (1) prevažnosť produktov z postihnutých odvetví (napr. automobilový priemysel pre eurozónu, elektronika na Taiwane); (2) silný dopyt; (3) závažnosť problémov dopravy a logistiky; (4) osobitné nepriaznivé udalosti (napr. extrémne poveternostné podmienky v niektorých krajinách); (5) politika vytvárania zásob (napr. vytváranie zásob čipov a kovov v Číne).

Graf C

Dodacie lehoty dodávateľov podľa krajín

(difúzný index)



Zdroj: Markit.

Poznámka: Na grafe sú znázornené hodnoty za august 2021. Krajina s najnižším umiestnením je krajina s najdlhšími dodacími lehotami dodávateľov. EA znamená eurozónu.

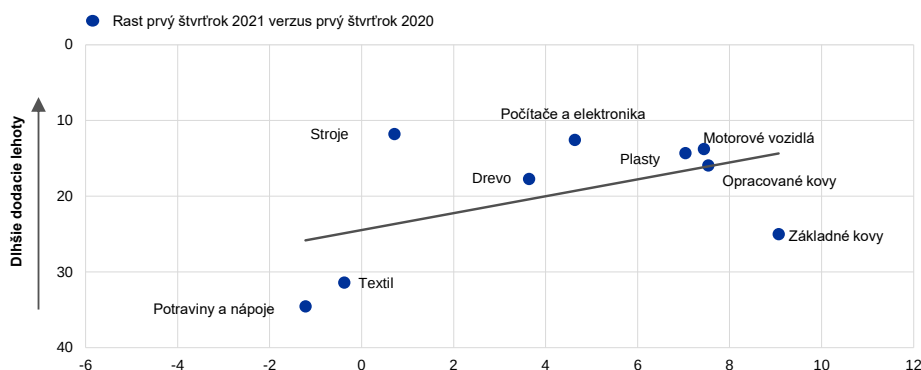
V eurozóne čelia vývozné sektory, ktoré zaznamenali najrýchlejšie oživenie, väčšiemu nedostatku dodávok (graf D). Najmä vývoz motorových vozidiel,

elektroniky a opracovaných kovov, ktorý sa výrazne zvýšil v prvom štvrtroku 2021 v porovnaní s prvým štvrtkom 2020, bol ovplyvnený obmedzeniami na strane ponuky, ktoré spomalili pokračujúcu expanziu týchto odvetví. To zdôrazňuje úlohu, ktorú zohráva veľký dopyt pri predlžovaní dodacích lehôt dodávateľov. Oneskorenia sa rozšírili aj do strojárského sektora, ktorý je závislý od vstupov, ako sú elektronické zariadenia a opracované kovy.

Graf D

Vývozy mimo eurozóny a dodacie lehoty dodávateľov podľa sektorov

(medziročný percentuálny rast hodnôt, difúzný index PMI)



Zdroj: Eurostat, Markit a výpočty ECB.

Poznámka: Menšia hodnota na zvislej osi znamená dlhšiu dodaciu lehotu. Pokiaľ ide o vývoz, hodnoty sú za prvý štvrtrok 2021 a pokiaľ ide o dodacie lehoty dodávateľov hodnoty sú z mája 2021. Regresná čiara predstavuje vzťah medzi hodnotami dodacích lehôt dodávateľov a rastom týchto sektorov od prvého štvrtroku 2020 do prvého štvrtroku 2021.

Empirická analýza, ktorá využíva panelové údaje na úrovni krajín, identifikuje a kvantifikuje vplyv obmedzení na strane ponuky na rast vývozu nad rámec úlohy, ktorú zohrávajú podmienky dopytu. Mesačné miery rastu objemu vývozu za skupinu 23 krajín sú nižšie o ukazovateľ aproximujúci obmedzenia. Index PMI dodacích lehôt dodávateľov sa používa na zachytenie rozsahu obmedzení na strane ponuky a dovoz medzivstupov zo sektorov, ktoré obmedzeniam čelia, sa používa na meranie vystavenia jednotlivých krajín prerušeniu dodávok. Na posúdenie vplyvu na rast vývozu sú do regresnej analýzy zahrnuté index PMI, podiel vstupov dovážaných zo sektorov, ktoré obmedzeniam čelia, a ich interakcia (s pevne stanovenými účinkami pre jednotlivé krajiny v danom čase), aby sa zohľadnili účinky narušení dodávateľského reťazca. Zahrnuté sú aj indexy PMI nových vývozných objednávok špecifické pre jednotlivé krajiny (na meranie zahraničného dopytu), i oneskorenia závislej premennej.⁷ Navyše, za krajiny významne postihnuté obmedzeniami sa považujú iba krajiny, ktorých index PMI dodacích lehôt dodávateľov sa výrazne odlišuje od priemernej úrovne indexu. Toto nastavenie umožňuje overiť, či majú obmedzenia dovážaných vstupov negatívny vplyv na rast vývozu. Stručne povedané, očakáva sa, že vývoz krajiny bude negatívne ovplyvnený dlhými dodacími lehotami dodávateľov, a očakáva sa, že tento vplyv bude ešte výraznejší, keď bude podiel dovozu medziproduktov zo sektorov, ktoré obmedzeniam čelia, vyšší.

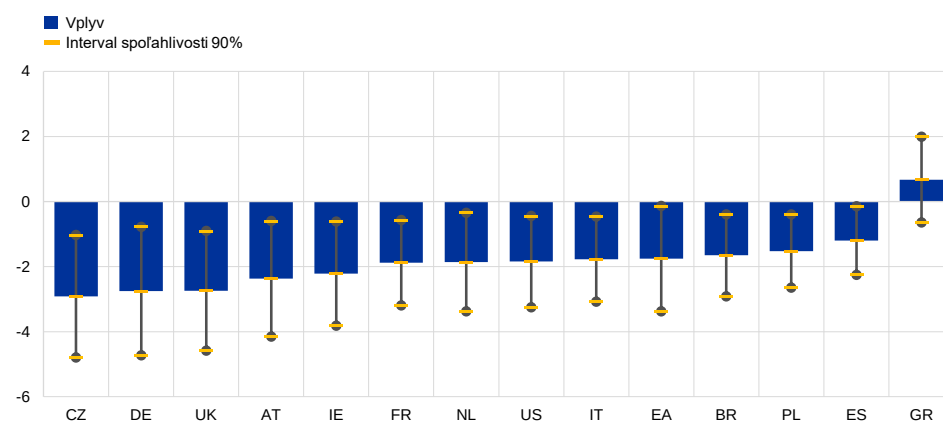
⁷ Tabuľky vstupov a výstupov Ázijskej rozvojovej banky sa používajú na výpočet podielu priamo a nepriamo dovážaných vstupov zo sektorov, ktoré obmedzeniam čelia, vo vzťahu k celkovému počtu dovážaných vstupov. Sektory postihnuté prerušením dodávok sú stroje, elektrické a optické zariadenia, dopravné zariadenia, vnútrozemská doprava, vodná doprava, letecká doprava a ďalšie dopravné činnosti.

Odhady potvrdzujú, že obmedzenia na strane ponuky negatívne ovplyvnili rast vývozu tovaru a tento vplyv je väčší v krajinách, v ktorých je vývoz viac vystavený vplyvu sektorov, ktoré obmedzeniam čelia. Graf E znázorňuje obmedzenia na strane ponuky v jednotlivých krajinách. Poradie odzrkadľuje závažnosť obmedzení (napr. predĺženie dodacích lehôt) a mieru vystavenia vplyvu sektorov, ktoré obmedzeniam čelia. Väčšina krajín je v EÚ, pričom viac nepriaznivých predpokladaných účinkov je vo veľkých krajinách eurozóny a v krajinách EÚ, ktoré nie sú členmi eurozóny, pričom tieto posledné krajiny sú pravdepodobne ovplyvnené prepojením dodávateľských reťazcov s najviac postihnutými odvetviami (napr. automobilový sektor).

Graf E

Vplyv obmedzení na strane ponuky na postihnuté krajiny

(priemerný vplyv na mesačný rast vývozu tovaru, percentuálne body)



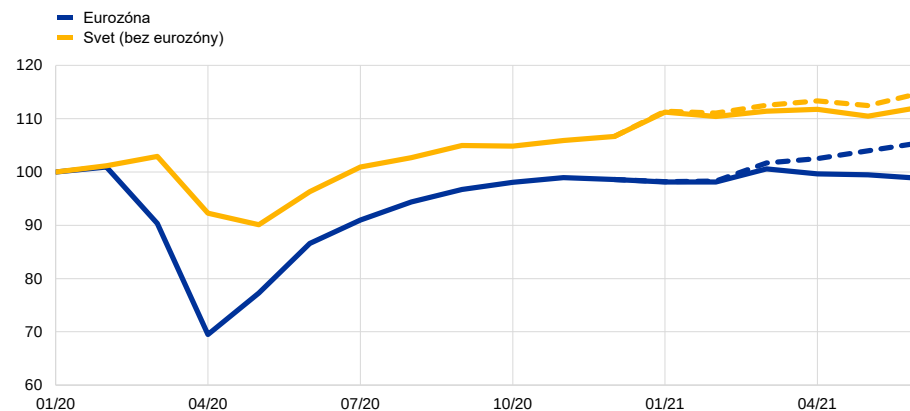
Zdroj: CPB, Markit, multiregionálne tabuľky vstupov a výstupov Ázijskej rozvojovej banky a výpočty ECB.
Poznámka: EA znamená eurozónu.

Odhadovaný kumulovaný deficit na úrovni vývozu tovaru predstavuje 6,7 % pre eurozónu a 2,3 % celosvetovo. Graf F ukazuje protichodný vývoj vývozu z krajín mimo eurozóny a svetového vývozu (bez eurozóny). Podľa analýzy by bol vývoz tovaru z eurozóny o 6,7 % vyšší, ak by nebol ovplyvnený obmedzeniami na strane ponuky. Globálny vývoz tovaru (bez eurozóny) by bol vyšší o 2,3 %. Napriek tomu, že spotrebitelia začali opäť vyvažovať nákupy službami, keďže ekonomiky sa postupne otvárajú, prerušenia na strane ponuky zatiaľ nejavia známky normalizovania. Opätovný nárast prípadov COVID-19 v Ázii okrem toho vytvára ďalší tlak na lodnú dopravu a manipuláciu s nákladom, ako aj na odvetvia, ktoré sú už teraz zaťažované obmedzeniami na strane ponuky, ako napríklad odvetvie výroby polovodičov a automobilový priemysel.

Graf F

Odhadované straty pri vývoze tovaru

(index: január 2020 = 100)



Zdroj: CPB, Markit, multiregionálne tabuľky vstupov a výstupov Ázijskej rozvojovej banky a výpočty ECB.

Poznámka: Bodkované čiary znázorňujú odhadovaný vývoj vývozu bez obmedzení na strane ponuky.

Ceny emisných kvót v EÚ v kontexte akčného plánu ECB pre zmenu klímy

Giovanna Bua, Daniel Kapp, Friderike Kuik a Eliza Lis

ECB sa vo svojom akčnom pláne pre zmenu klímy zaviazala urýchliť vývoj nových modelov a vykonávať teoretické a empirické analýzy na monitorovanie dôsledkov klimatických zmien a súvisiacich politík na hospodárstvo.¹ Ako prvý krok podrobnej cestovnej mapy opatrení súvisiacich s klímou ECB predpokladá zahrnutie technických predpokladov pre tvorbu cien uhlíka do projekcií odborníkov Eurosystému/ECB.² Doplnenie súčasných technických predpokladov týmto spôsobom poskytne základ pre rozšírenie ekonomických modelov použitých v projekciách. Tento box sumarizuje genézu a základné vlastnosti systému EÚ na obchodovanie s emisiami (ETS), systému na stanovenie cien uhlíka v EÚ.

EÚ ETS je trh, na ktorom sa obchoduje s emisnými kvótami EÚ – každá dáva držiteľovi právo vypustiť jednu tonu ekvivalentu oxidu uhličitého (CO₂).

Predstavuje kľúčový politický nástroj EÚ na zníženie emisií skleníkových plynov, ktorý pokrýva približne 10 000 spoločností v energetickom a výrobnom priemysle, ako aj letecké spoločnosti prevádzkujúce lety medzi letiskami v Európskom hospodárskom priestore (EHP). Celkovo systému EÚ ETS podlieha približne 40 % emisií skleníkových plynov v EÚ. V júli 2021 bola navrhnutá revízia systému EÚ ETS v súvislosti s ambicióznym balíkom Fit for 55, ktorého cieľom je spolu s ďalšími politickými opatreniami do roku 2030 znížiť 55 % všetkých emisií skleníkových plynov v porovnaní s úrovňami z roku 1990.³

EÚ ETS je systém určovania stropov a obchodovania (tzv. cap and trade systém), kde sa stanovuje strop celkového množstva skleníkových plynov, ktoré môžu každoročne emitovať zúčastnené hospodárske subjekty. Úroveň stropu určuje počet emisných kvót dostupných v systéme a postupom času sa znižuje s cieľom presadiť postupný pokles emisií a dosiahnuť uhlíkovú neutralitu do roku 2050. V medziach stanovených stropom sa emisné kvóty pridelujú účastníkom bezplatne alebo prostredníctvom aukcií. Korporácie a iné hospodárske subjekty musia každý rok „vrátiť“ jednu kvótu za každú tonu ekvivalentu CO₂, ktorú v tom roku vypustia. Ak emisie účastníka prekročia kvóty, ktoré mu boli pridelené, musí si na trhu EÚ ETS kúpiť ďalšie kvóty. Platí to aj opačne, ak účastník zníži svoje emisie

¹ Viac v tlačovej správe ECB z 8. júla 2021: [ECB predstavila akčný plán integrácie aspektov klimatických zmien do svojej stratégie menovej politiky](#). Ďalším zdrojom je štúdia [Climate change and monetary policy in the euro area, Occasional Paper Series](#), No 271, ECB, september 2021, ktorá sumarizuje príspevok zamestnancov k vyhláseniu Rady guvernérov v kontexte revízie stratégie menovej politiky ECB.

² [Detailed roadmap of climate change-related actions](#), príloha tlačovej správy ECB z 8. júna 2021 predstavujúca jej akčný plán začlenenia aspektov klimatických zmien do jej stratégie menovej politiky.

³ Viac informácií v [oznámení Komisie „Fit for 55“: plnenie cieľa EÚ v oblasti klímy do roku 2030 na ceste ku klimatickej neutralite \(COM\(2021\)/550 final\)](#) pre prehľad balíka a v [návrhu smernice Európskeho Parlamentu a Rady, ktorou sa mení smernica 2003/87/ES o vytvorení systému obchodovania s emisnými kvótami skleníkových plynov v Únii, v rozhodnutí \(EÚ\) 2015/1814 o zriadení a prevádzke trhovej stabilizačnej rezervy systému obchodovania s emisnými kvótami skleníkových plynov v Únii a v nariadení \(EÚ\) 2015/757 \(COM/2021/551 final\)](#) pre navrhované revízie systému EÚ ETS.

pod povolené/pridelené úrovne, môže si svoje prebytočné kvóty buď ponechať na pokrytie budúcich potrieb, alebo ich predat' na trhu EÚ ETS.⁴

EÚ ETS začal fungovať v roku 2005 a zavádzal sa v rôznych fázach, pričom sa postupne znižoval strop a súčasne zvyšoval rozsah systému – geograficky, podľa sektora a podľa druhu zahrnutých emisií skleníkových plynov (tabuľka A).⁵ Zatiaľ čo prvé dve fázy boli charakterizované veľkým počtom bezplatných pridelení a často aj nesúlalom medzi ponukou a dopytom (najmä v dôsledku veľkej finančnej krízy, ktorá sa začala v roku 2008), dve novšie fázy sprevádzal nárast podielu skôr vydražených ako pridelených kvót, harmonizácia pravidiel, zníženie ročného stropu emisií a reformy trhu s cieľom prispôsobiť sa prebytočnej ponuke prostredníctvom spätného načítania nadbytočných kvót, čo znamená odloženie aukcií bez zníženia celkového počtu kvót, ktoré sa majú vydražiť, a absorpcia kvót do trhovej stabilizačnej rezervy (Market Stability Reserve – MSR). V tejto súvislosti znamenala revidovaná smernica o EÚ ETS⁶ oznámená v roku 2018 podstatné zníženie prebytku emisných kvót.

Tabuľka A
Štyri fázy EÚ ETS

1. FÁZA: 2005 – 2007	2. FÁZA: 2008 – 2012
Geografia: EÚ 27 Strop: žiadne zníženie Kvóty: voľné Sektory: energetika a teplo, ropné rafinérie, koksárenské pece, železo a oceľ, výroba cementu, skla, vápna, tehál, keramiky, celulózy, papiera a lepenky Charakterizované prebytočným množstvom kvót, ktorých ceny sa na konci fázy prepadávajú na nulu	Geografia: EÚ 27 + Nórsko, Island a Lichtenštajnsko Strop: žiadne zníženie Kvóty: najmä voľné Sektory: letecká doprava pridaná v roku 2012 Finančná kríza v roku 2008 znížila priemyselnú aktivitu a emisie z krajín EÚ, čo viedlo k nerovnováhe medzi ponukou a dopytom
3. FÁZA: 2013 – 2020	4. FÁZA: 2021 – 2030
Geografia: Chorvátsko vstúpilo do systému EÚ ETS Strop: celoeurópsky strop, ktorý sa každoročne znižuje o 1,74 % Kvóty: progresívny posun smerom k aukciám; voľné kvóty distribuované prostredníctvom harmonizovaných referenčných hodnôt (ekologickejšie spoločnosti získavajú voľné kvóty) Sektory: zariadenia na zachytávanie a skladovanie uhlíka, výroba petrochemických produktov, amoniaku, neželezných a železných kovov, sadry, hliníka a vrátane výroby kyseliny dusičnej, adipovej a glyoxylovej (pri rôznych referenčných hodnotách) Zavedenie trhových mechanizmov na nápravu nerovnováhy medzi dopytom a ponukou (spätné načítanie prebytočných kvót do roku 2019 – 2020, nepridelené kvóty prevedené do MSR) Účinnosť nadobudla revidovaná smernica o EÚ ETS pre štvrtú fázu	Zavedené: Geografia: Spojené kráľovstvo opustilo systém EÚ ETS Strop: ročný redukčný faktor sa zvýšil z 1,74 % na 2,2 % Zdvojnásobenie príjmu kvót pre MSR (z 12 % na 24 %) do roku 2023 Od roku 2023 budú kvóty držané v MSR obmedzené, prebytočné objemy sa stanú neplatnými Navrhované v rámci balíka Fit for 55: Strop: zvýšenie redukčného faktora z 2,2 % na 4,2 % Kvóty: zachovanie podmienenosti voľných kvót na základe úsilia o dekarbonizáciu; postupné znižovanie voľných kvót Sektory: zahrnutie námornej dopravy do systému EÚ ETS Zavedenie samostatného systému pre obchodovanie s emisiami z budov a emisiami z dopravy Zachovanie príjmu kvót do MSR na úrovni 24 %

⁴ Podrobnejšie informácie o systéme EÚ ETS sú v správach Carbon Market Reports, ktoré každoročne vydáva Európska komisia.

⁵ Viac o vývoji EÚ ETS sa nachádza v [Development of EU ETS \(2005-2020\)](#), European Commission.

⁶ [Smernica Európskeho parlamentu a Rady \(EÚ\) 2018/410 zo 14. marca 2018, ktorou sa mení smernica 2003/87/ES s cieľom zlepšiť nákladovo efektívne znižovanie emisií a investície do nízkouhlíkových technológií, a rozhodnutie \(EÚ\) 2015/1814 \(Ú. v. EÚ L 76, 19.3.2018, s. 3\)](#). Ďalšie informácie sú v [smernici 2003/87/ES Európskeho parlamentu a Rady z 13. októbra 2003 o vytvorení systému obchodovania s emisnými kvótami skleníkových plynov v položenstve, a ktorou sa mení a dopĺňa smernica Rady 96/61/ES \(Ú. v. EÚ L 275, 25.10.2003, s. 32\)](#).

Cena emisných kvót, s ktorými sa obchoduje v systéme EÚ ETS, sa zvýšila z 8 € za tonu ekvivalentu CO₂ na začiatku roka 2018 na v súčasnosti približne 60 € (graf A). Medzi dôležité strednodobé faktory, ktoré mali vplyv na cenu, patrí

vytvorenie MSR a rýchlejšie zníženie počtu emisných kvót EÚ, ktoré sú k dispozícii podnikom v systéme EÚ ETS. Ako je uvedené vyššie, revízia smernice o EÚ ETS z roku 2018, ktorá stanovila rámec pre štvrté obdobie obchodovania od roku 2021 do roku 2030, zrejme zvýšila dôveryhodnosť systému. K zvýšeniu cien v poslednom období pravdepodobne prispel vnímaný posun k prísnejším politikám v oblasti klímy na celom svete a pravdepodobnosť skoršieho ukončenia voľného pridelovania emisných kvót, ako sa uvádza v balíku Fit for 55. Vyššie ceny podporilo aj oznámenie o Európskej zelenej dohode⁷ a následné odklady aukcií v rámci EÚ ETS v roku 2021. Okrem týchto zmien v štruktúre trhu môže nárast cien odrážať aj zvýšenie dopytu po energii v dôsledku poveternostných podmienok a opätovného otvorenia ekonomiky po ukončení obmedzení súvisiacich s pandémiou koronavírusu (COVID-19), ako aj špekulácie niektorých účastníkov trhu, ktorí zaujímajú dlhé pozície na trhu EÚ ETS v očakávaní ďalšieho zvýšenia cien v nasledujúcich mesiacoch. Ceny futures boli doteraz relatívne ploché, aj keď mierne stúpali. Hlavným dôvodom je, že nadbytočné kvóty je možné ponechať na pokrytie budúcich potrieb, čím sa vytvorí silné prepojenie medzi cenami spotových obchodov a futures. Náklady na skladovanie takýchto kvót sú malé a neexistuje žiadna zjavná výhoda držania kvót ako pri fyzických komoditách. Hlavným rozdielom medzi emisnými kvótami spotových obchodov a emisnými kvótami futures sú tzv. náklady obetovanej príležitosti (opportunity cost) na peniaze zaplatené za kvótu spotových obchodov.⁸

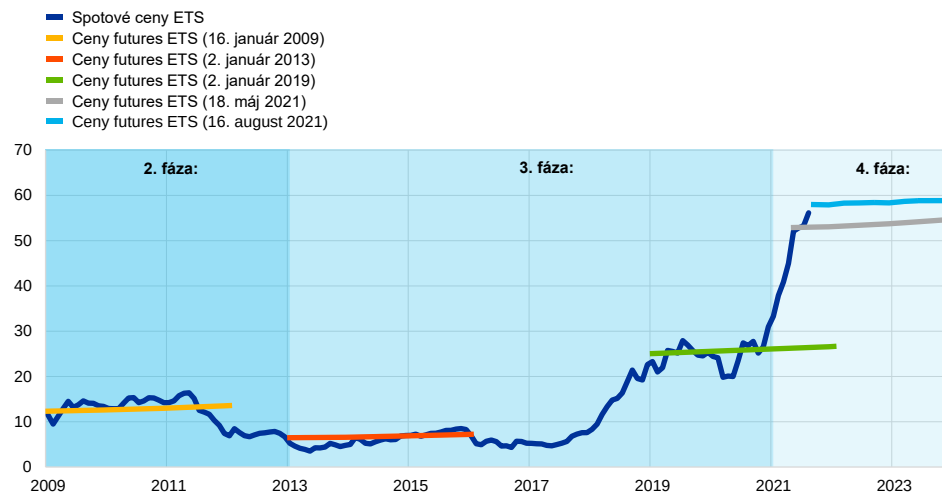
⁷ [Európska zelená dohoda](#), Európska komisia.

⁸ Existuje možnosť, že sa sklon krivky môže v budúcnosti posunúť. Mohlo by sa to stať napríklad vtedy, ak by sa v súčasnosti mierne záporný výnos z držania kvót zmenil na ešte zápornejší. Mohlo by k tomu dôjsť, ak by sa držiteľia fyzických kvót obávali zmien v pravidlách, ktoré znižujú hodnotu fyzických kvót, ale nie hodnotu futures. Niektorí účastníci trhu majú v tejto súvislosti obavy, že regulačné orgány by mohli obmedziť právo na prenos kvót z jedného roka do druhého. Ďalšie informácie sa nachádzajú v Bredin, D. and Parsons, J., Why is Spot Carbon so Cheap and Future Carbon so Dear? The Term Structure of Carbon Prices, *The Energy Journal*, Vol. 37, No 3, 2016.

Graf A

Emisné kvóty EÚ – ceny spotov a futures v rámci ETS

(v EUR za metrickú tonu)



Zdroj: Refinitiv, Bloomberg a výpočty ECB.

Poznámka: Ročné ceny futures v rámci EÚ ETS sa vypočítavajú ako priemery štvrtročných cien futures pre daný rok. Posledné údaje: august 2021 pre ceny spotov v rámci EÚ ETS (mesačné údaje) a december 2023 pre ceny futures v rámci EÚ ETS (štvrtročné údaje).

Ceny emisných kvót zatiaľ pravdepodobne ovplyvnili iba infláciu energií HICP – najmä cien elektriny – v dôsledku voľných kvót v iných sektoroch a stále obmedzeného sektorového pokrytia.

V roku 2020 bola v jednotlivých krajinách väčšina kvót pre priemyselné zariadenia vo výrobnom sektore a v leteckej doprave EHP efektívne pridelená ako voľné kvóty, pričom väčšina emisných kvót na spaľovanie fosílnych palív bola vydražená (graf B). Nedávny nárast cien emisných kvót sa považuje za jednu z príčin nedávneho zvýšenia cien elektriny v niektorých krajinách eurozóny. Platí to najmä v prípade, keď ceny elektriny nie sú regulované alebo sú len čiastočne regulované a domácnosti sa rozhodli pre variabilné tarify.⁹ V ostatných krajinách budú ceny elektriny pravdepodobne reagovať oneskorene z dôvodu cenovej regulácie alebo budú menej ovplyvnené pre používanie nízkouhlíkovej výroby elektriny.¹⁰ V dlhodobejšom horizonte bude priamy vplyv cien emisných kvót na infláciu závisieť aj od tempa dekarbonizácie vrátane prechodu z elektriny vyrobenej z fosílnych palív s vysokým obsahom uhlíka na uhlíkovo neutrálnu elektrinu. Podľa údajov Eurostatu sa podiel fosílnych palív používaných na výrobu elektriny v EÚ znížil z približne 45 % v roku 2018 na 40 % v roku 2020, pričom sa podiel jednotlivých krajín výrazne líšil. Tento rok sa však výroba elektriny z uhlia zvýšila, a to napriek nárastu cien emisných kvót, čo pravdepodobne odzrkadľuje aktuálne vysoké ceny plynu. Riziko premietnutia cien emisných kvót v rámci súčasného systému EÚ ETS do výrazne vyššej celkovej inflácie sa v blízkom období javí ako obmedzené, pretože doteraz bola ovplyvnená hlavne energia HICP.

⁹ Pacce, M., Sánchez, I. and Suárez-Varela, M., [Recent developments in Spanish retail electricity prices: the role played by the cost of CO2 emission allowances and higher gas prices](#), Occasional Paper, No 2120, Banco de España, 2021.

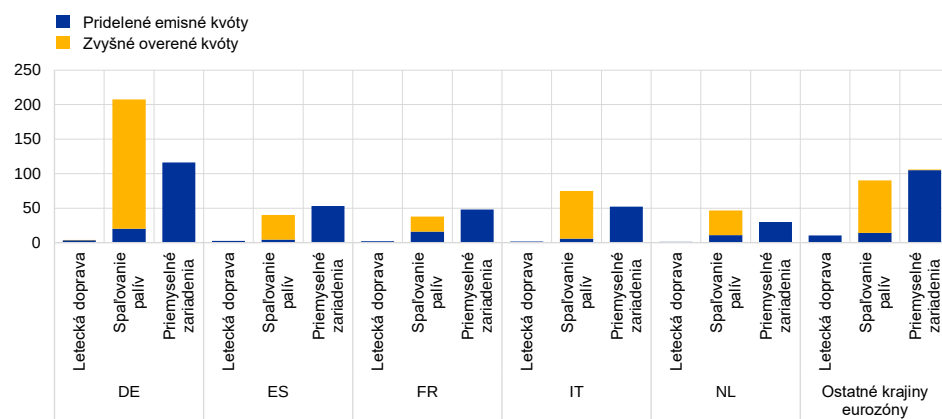
¹⁰ Podiel elektriny vyrobenej z nízkouhlíkovej obnoviteľnej alebo jadrovej energie sa medzi jednotlivými krajinami eurozóny výrazne líši, a teda aj podiel elektriny vyrobenej z fosílnych palív. Napríklad [Energy, transport and environment statistics](#), Eurostat, 2020.

V budúcnosti bude potrebné tieto a ďalšie opatrenia na zmierňovanie klimatických zmien v súlade s nedávno oznámeným akčným plánom ECB ďalej preskúmať s ohľadom na ich dôsledky na infláciu a produkciu. Bude si to vyžadovať ďalší rozvoj makroekonomického modelovania, ktoré bude nevyhnutné na podporu vykonávania menovej politiky.

Graf B

Pridelené emisné kvóty a zvyšné emisie, pre ktoré je potrebné kúpiť kvóty, podľa sektorov

(v miliónoch ton ekvivalentu CO₂, 2020)



Zdroj: Európska environmentálna agentúra a výpočty ECB.

Poznámka: Zvyšné overené emisie sa vypočítajú ako celkové overené emisie mínus pridelené emisné kvóty. Emisie z priemyselných zariadení sú súčtom emisií zo všetkých zahrnutých priemyselných sektorov. Pokrytie overených emisií pridelenými kvótami sa medzi priemyselnými sektormi líši: emisie niektorých sektorov nie sú úplne pokryté pridelenými kvótami, zatiaľ čo emisie iných sektorov sú menšie ako pridelené kvóty.

© 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 8. septembra 2021

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

PDF ISSN 2363-3549, QB-BP-21-006-SK-N