



MESAČNÍK

FINANČNÉ SPRÁVY A ANALÝZY

NOVEMBER 2020

Témy mesiaca v skratke

- O niekoľko dní budú európski lídri rokovať o sprísnení cieľa pre znižovanie emisií skleníkových plynov v EÚ do roku 2030
- Náklady na dosiahnutie 55%-ného zníženia emisií sa môžu vyšplhať na viac ako dva a pol násobok chystaného 1,37-biliónového európskeho zeleného balíka. 60%-né zníženie by si vyžadovalo ešte viac dodatočných zdrojov zo súkromného sektora a od členských štátov.
- Slovensku nestačí len ukončiť ťažbu a spaľovanie uhlia, bude musieť vo veľkom renovovať budovy, využiť „odpadové“ teplo v priemysle, elektrifikovať dopravu a zvýšiť flexibilitu elektrickej siete
- Vysoká potreba nových investícií môže voči scenáru nezmenených politík znamenať v budúcnosti nižšiu zamestnanosť, nižšie reálne mzdy i bežnú individuálnu spotrebu

- Silné oživenie v 3. štvrťroku v Európe strieda recesia v sektore služieb
- Vakcíny v novembri nadchli trhy, v decembri budú prvé schvaľovať

Očakávané udalosti

- 4.12. štatistici zverejnia podrobnosti vývoja slovenského HDP v 3. štvrťroku
- 7. a 10.12. zasadajú britské a americké regulačné orgány, ktoré môžu schváliť prvé vakcíny proti novému koronavírusu. O pár dní na to môžu byť očkovacie látky schválené aj v Európskej únii.
- 10. 12. zasada ECB, ktorá by mala posilniť svoj program nákupu dlhopisov a pôžičiek bankám
- 10. a 11.12. budú lídri Európskej únie rozhodovať okrem iného aj o sprísnení klimatických cieľov pre rok 2030

Trendy trhu

	aktuálne 30.11.2020	pred mesiacom 29.10.2020	medzimesačná zmena		začiatok roka 31.12.2019	YTD zmena	
EUR/USD	1,198	1,167	2,60%	▲	1,121	6,81%	▲
EUR/CZK	26,17	27,37	-4,39%	▼	25,42	2,96%	▲
EURIBOR 3M	-0,528	-0,515	-0,01 p.b.	▼	-0,383	-0,15 p.b.	▼
EURIBOR 12M	-0,487	-0,482	-0,01 p.b.	▼	-0,249	-0,24 p.b.	▼
SK ŠD 10R VÝNOS	-0,517	-0,384	-0,13 p.b.	▼	0,192	-0,71 p.b.	▼
DE ŠD 10R VÝNOS	-0,583	-0,636	0,05 p.b.	▲	-0,185	-0,40 p.b.	▼

Zdroj: Bloomberg

Predikcie

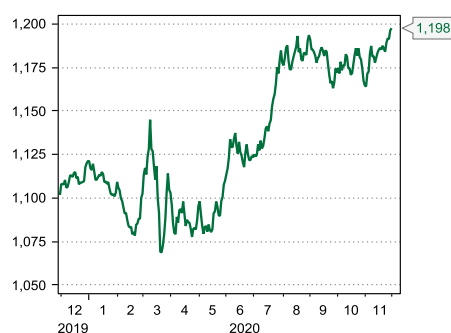
	aktuálne	predikcie pre koniec kvartálu			
	30.11.2020	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
EUR/USD	1,20	1,16	1,17	1,18	1,17
EUR/CZK	26,17	26,4	26,3	26,1	26,0
EURIBOR 3M	-0,53	-0,53	-0,54	-0,53	-0,53
EURIBOR 12M	-0,49	-0,47	-0,44	-0,43	-0,43
SK ŠD 10R výnos	-0,52	-0,41	-0,20	-0,14	-0,04
DE ŠD 10R výnos	-0,58	-0,61	-0,46	-0,43	-0,34

Zdroj: Intesa Sanpaolo, VÚB Research

EUR/CZK



EUR/USD



3M EURIBOR



Zdroj: Macrobond, Bloomberg

Zelená dohoda EÚ prinesie pre ekonomiku veľké výzvy. Aké budú jej dopady na slovenské hospodárstvo?

Takmer presne pred rokom, v decembri 2019, hlavy štátov Európskej únie na zasadnutí Európskej rady schválili ambiciózne cieľ znížiť čisté emisie skleníkových plynov do roku 2050 na nulu a stať sa tak prvým uhlíkovým neutrálnym svetadielom na svete. V decembri tohto roku, na samite 10.-11. decembra, sa lídri EÚ majú dohodnúť na tom, ako rýchlo sa k tomuto cieľu členské štáty dopracujú v najbližších desiatich rokoch. Teda, či podporia návrh Európskej komisie sprísniť plán znižovania emisií skleníkových plynov do roku 2030 z doteraz cieľných 40% v porovnaní s rokom 1990 na aspoň 55%. Alebo, či sa stotožnia s ešte prísnejším návrhom európskeho parlamentu znížiť emisie do roku 2030 až o 60 percent. Respektíve, či sa skôr nechajú presvedčiť o výhodách pomalšieho znižovania emisií, bližšie k doteraz cieľným štyridsiatim percentám.

Toto rozhodnutie bude pre budúcnosť európskej ekonomiky nesmierne dôležité – každý z predstretých scenárov totiž predpokladá inú úroveň náročnosti potrebnej transformácie hospodárstva počas najbližšej dekády. V aktuálnej téme mesačníka sa preto pozeráme na to, čo by navrhnuté ambicióznejšie zníženie emisií prinieslo pre slovenskú ekonomiku, občanov, či firmy. Pozrieme sa aj na niektoré z mnohých otvorených otázok urýchleného klimatického plánu, vrátane jeho finančnej uskutočniteľnosti.

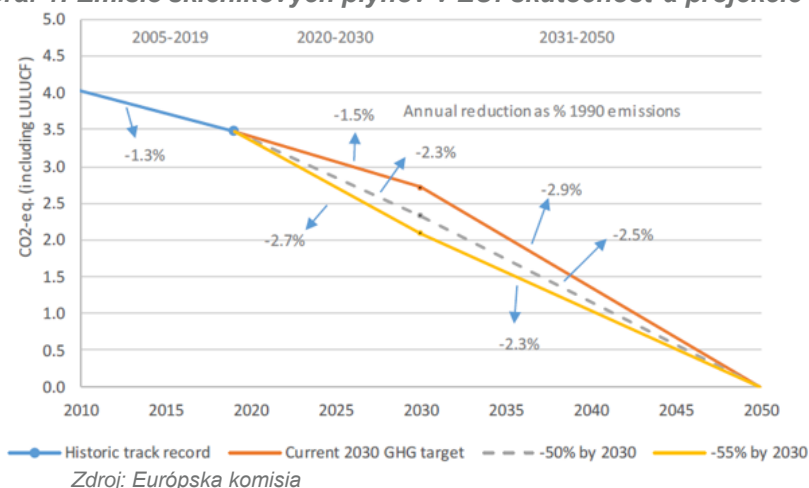
Ciel' dosiahnuť uhlíkovú neutralitu volá po rýchlejšom znižovaní emisií

Ako to už s ambicióznymi plánmi býva, najviac nákladné opatrenia sa zvyknú odsúvať do ďalekej budúcnosti. Platí to aj v prípade Európskej [Zelenej dohody](#) (angl. Green Deal), ktorá cieľ uhlíkovej neutrality do roku 2050 pred rokom priniesla. Najväčší a najdrahší pokles emisií bol naplánovaný do poslednej z troch nadchádzajúcich dekád. Aby sa však predišlo neúmernej záťaži pre ďalšie generácie, Európska Komisia v polovici septembra v rámci [EU Climate Law](#) navrhla cieľ na rok 2030 [sprisniť](#) cieľ poklesu vypúšťania skleníkových plynov z doteraz plánovaných 40% v porovnaní s rokom 1990 na aspoň 55%. Európsky parlament následne tento ambiciózný cieľ ešte pritvrdil a navrhol zníženie emisií do roku 2030 až o 60 percent. Aké bude výsledné percento zníženia emisií v roku 2030 má rozhodnúť práve nadchádzajúci samit EÚ lídrov.

Ako rýchlo budeme znižovať emisie u nás?

Rozhodnutie dosiahnuť uhlíkovú neutralitu v roku 2050 predbehlo doterajšie ambície Slovenska. Doteraz sa SR v rámci národnej nízkouhlíkovej stratégie usilovala o zníženie emisií do roku 2050 o 80% a nie o 100%. (* Technicky je presnejšie hovoriť o ciele znížiť emisie do roku 2050 o 70% v prípade nízkouhlíkovej stratégie a resp 90% v prípade uhlíkovej neutrality, keďže desatinu vypustených emisií by mala pohltiť naša flóra)

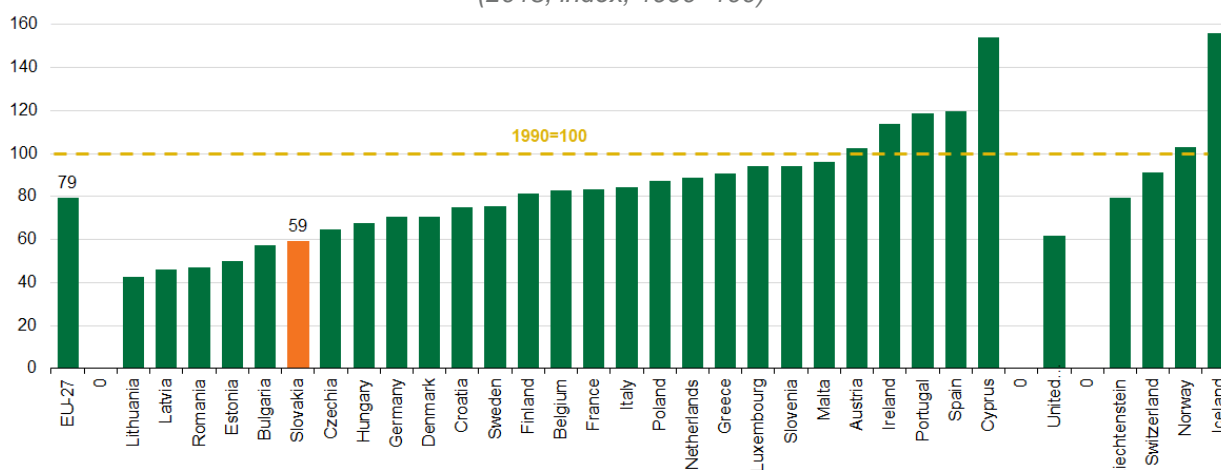
Graf 1: Emisie skleníkových plynov v EÚ: skutočnosť a projekcie



Nízkouhlíková stratégia bola [vládou odobrená](#) iba nedávno - vo februári tohto roku - a už je zjavne zrelá na aktualizáciu. Faktom však je, že do roku 2030 sa Komisiou navrhnutý cieľ zníženia emisií o 55% od nízkouhlíkovej slovenskej stratégie až tak výrazne nelíši, pretože tá počíta s poklesom emisií o 53%. Tento náš relatívne ambiciózný cieľ v porovnaní s priemerom Únie je odrazom pozitívnej východiskovej situácie Slovenska. Po zmene režimu v roku 1989 a následnom kolapse ťažkej priemyselnej výroby emisie podobne ako v ostatných postkomunistických krajinách výrazne klesli. V porovnaní s ostatnými členmi EÚ preto máme v znižovaní emisií historicky daný náskok.

Vskutku, ako dokumentuje Graf 2 (nižšie), emisie Slovenska boli v roku 2018, čo je zatiaľ posledný známy údaj, o viac ako 40 percent nižšie ako v roku 1990, zatiaľčo v priemere v EÚ to bolo len o 21% menej. V roku 2020 to možno už v EÚ bude o 30-35%, ale ide len o dočasné, krízové zníženie emisií kvôli prepadu ekonomickej aktivity kvôli pandémie. Po obnovení plného hospodárskeho výkonu sa emisie prirodzene vrátia späť na predchádzajúcu úroveň.

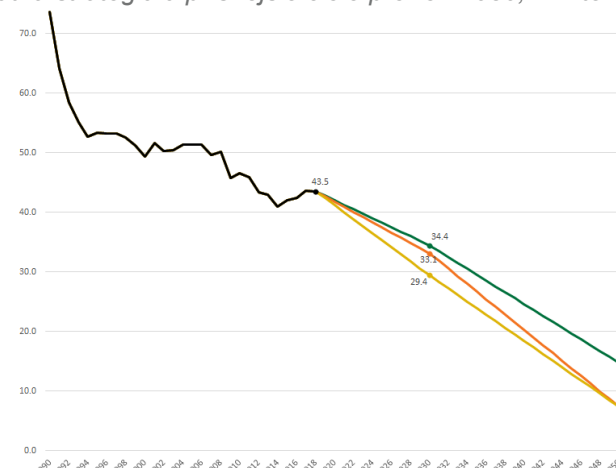
Graf 2: Celkové emisie skleníkových plynov podľa krajín (2018, index, 1990=100)



Nízkouhlíková stratégia SR tak mohla počítať s poklesom emisií do roku 2030 o 53% a nie 40% doteraz Komisiou celených pre celú EÚ. Faktom však je, že aj tento cieľ je pre Slovensko veľmi odvážny. A akékoľvek jeho sprísnenia budú pre krajinu veľkou výzvou. Dokumentuje to Graf 3 doterajšieho vývoja emisií za ostatných 30 rokov a navrhovaných cieľov na ďalších 30 rokov (vpravo). Emisie u nás ostatné roky totiž neklesali - najmä kvôli rastúcej energetickej potrebe priemyslu a dopravy.

Celkový cieľ zníženia emisií v Zelenej dohode dopĺňajú ďalšie ciele, predovšetkým v oblasti obnoviteľných zdrojov a energetickej efektívnosti. Ako dokumentuje priložená tabuľka (nižšie), Slovensko malo problém tieto ciele plniť aj doteraz a to si volilo menej prísne míľniky ako EÚ. Sprísnenie dekarbonizačných cieľov povedie k sprísneniu aj týchto ďalších parametrov a ich plnenie bude o to náročnejšie.

Graf 3: Dekarbonizačné cesty pre Slovensko
(platná stratégia a prísnejšie ciele pre rok 2030, mil. ton CO₂)



Zdroj: Eurostat, VÚB

Tabuľka 1: Dekarbonizačné ciele na rok 2030

	ciele pre SR			ciele EÚ 2030 (vs 1990)		
	2018	2020	2030	aktuálny	návrh Komisie	návrh Parlamentu
Zníženie emisií (% v 2005)	-15.3%	13%	-33%*	-40%	-55%	-60%
sektor ETS			-43%	-43%		
sektory mimo ETS			-20%	-30%		
Podiel obnoviteľných zdrojov (%)	11.9%	14.0%	19.2%	32.0%	38-40%	
v doprave		8.9%	14.0%			
Energetická efektívnosť		20.0%	30.3%	32.5%	36-37%	
Primárna spotreba energie, Mtoe	15.8	16.4	15.7			
Konečná spotreba energie, Mtoe	9.9	9.0	10.3			

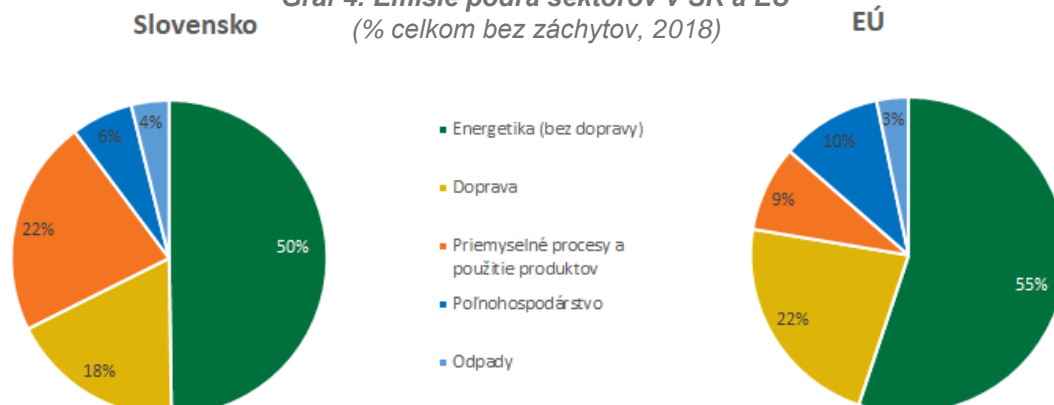
* Cieľ Slovenska o 33% v porovnaní s rokom 2005 znamená zníženie o 53% v porovnaní s 1990

Zdroj: Európska Komisia, MFSR, VÚB

Akými krokmi znížime emisie?

Susedné krajiny, ktoré majú vo svojom energetickom mixe či v ťažbe nerastných surovín veľa uhlia, sa k cieľu na rok 2030 môžu dostať pomerne jednoducho - stačí im „vypnúť uhlie“. My sa k cieľu musíme dopracovať inak ako len vypnutím uhlia. Náš energetický sektor má totiž vďaka vysokému podielu jadrovej energie na výrobe elektriny a vysokému podielu zemného plynu vo vykurovaní menší podiel na emisiách ako v priemere EÚ (viď Graf 4). Koniec spaľovania uhlia v elektrárňach Nováky a Vojany tak naše emisie znížil len o niekoľko percent.

Graf 4: Emisie podľa sektorov v SR a EÚ
(% celkom bez záchyto, 2018)



Zdroj: Eurostat, VÚB

Podľa modelov [Svetovej banky](#), na ktorú sa nízkouhlíková stratégia SR odvoláva, najväčší potenciál pre zníženie emisií do roku 2030 má obnova budov, nasledovaná rekuperáciou tepla v priemysle a elektrifikáciou dopravy. Budovy sa u nás na emisiách podieľajú zhruba 26 percentami. Zlepšenie ich energetickej efektívnosti, napríklad lepšou tepelnou izoláciou či výmenou starých kotlov na tuhé palivo za hospodárnejšie modely, je pomerne jednoduchý a účinný spôsob zníženia emisií. Zameriava sa naň aj návrh reformného plánu [Moderné a úspešné Slovensko](#) podľa ktorého by len na túto oblasť malo ísť 1,85 miliardy eur do roku 2026.

Komplexná obnova budov a ekologický dizajn novej výstavby predstavujú prioritu aj v EÚ. Európska komisia nedávno predstavila svoju stratégiu [v oblasti renovácie budov](#). Jej cieľom je zhruba zdvojnásobiť ročnú mieru obnovy budov v EÚ do roku 2030. [Externí pozorovatelia](#) však tvrdia, že na dosiahnutie nových klimatických cieľov bude potrebné ešte silnejšie ako Komisiou navrhované zvýšenie tempa komplexnej obnovy budov v EÚ. Preto ani Slovenskom navrhované zvýšenie obnovy zo súčasných 1-3% na 3,5 % ročne nemusí byť dostatočne ambiciózne.

Ďalšou navrhovanou prioritou znižovania emisií na Slovensku je rekuperácia tepla v priemysle. Globálne sa odhaduje, že v priemysle sa [až polovica](#) energie v konečnom dôsledku premárnilo ako únikové teplo. V EÚ väčšinu priemyselného tepla sa tvorí pri výrobe železa a ocele, za nimi nasledujú chemické, nekovové a potravinárske odvetvia. Tieto sektory, najmä výroba železa a ocele, ponúkajú najväčší potenciál na využitie „odpadového“ tepla aj na Slovensku (viď obr 4 [tu](#)). Doteraz prijaté politiky v tejto oblasti však nepovedú k požadovanému zníženiu emisií ani len v prípade nízkouhlíkovej stratégie SR, nieto v rámci vystupňovaných dekarbonizačných cieľov navrhovaných Európskou Komisiou či parlamentom. V tejto oblasti preto budú potrebné značné investície.

Okrem priamej regulácie budú do čistejších technológií veľkých emitentov hnať aj rastúce ceny emisných povoleniek v rámci Európskeho systému obchodovania s emisiami (EU ETS)*. O tom, aké náročné a nákladné tieto investície budú, môže napovedať aj model v spomínanej štúdii Svetovej banky, ktorý sa k požadovanému zníženiu emisií v jednom z dekarbonizačných scenárov dostal až po navýšení ceny povoleniek zo súčasnej úrovne cca 25 eur za tonu k úrovni 380 eur v roku 2050 (+9-10% každý rok). A to model cielil zníženie emisií, ktoré je podľa aktuálneho návrhu Komisie nedostatočné.

* Na Slovensku sektory, ktoré spadajú pod Európsky systém obchodovania s emisiami (EU ETS) tvoria takmer polovicu všetkých emisií, čo je viac ako je priemer EÚ, kde je to zhruba 45%. Patria sem takmer všetky veľké výrobné závody a výrobcovia a distribútori energie. Spolu je to necelých 160 podnikov, z ktorých najväčší znečisťovateľ, US Steel, predstavuje štvrtinu všetkých emisií ETS na Slovensku, a ďalšie tri podniky druhú štvrtinu. Zvyšnú polovicu emisií vytvárajú malé výrobné podniky, či producenti energie, respektíve ostatné odvetvia dopravy, poľnohospodárstva, služieb a obytných a komerčných budov.

Tabuľka 2: Overené ETS emisie za rok 2019

	tisíc Toe	% celkom	spolu % celkom
1 U. S. Steel Košice, s.r.o.	5023	25%	25%
2 Ferroenergy s.r.o.	2452	12%	38%
3 SE, a.s., Elektrárne Nováky	1503	8%	45%
4 Duslo, a.s. Šafa	986	5%	50%
5 Slovnaft Rafinéria	963	5%	55%
6 CRH (Slovensko) a.s., cementáreň Rohožník	935	5%	60%
7 Tepláreň CMEPCO2	760	4%	63%
8 Považská cementáreň, a.s.	515	3%	66%
9 SPP Kompresorová stanica, Trakovice	491	2%	68%
10 Cementáreň Turňa nad Bodvou, CRH (Slovensko), a.s.	428	2%	71%
11 TEKO, a. s.	383	2%	73%
12 Výroba magnezitového slinku, SMZ, a.s. Jelšava	357	2%	74%
13 Petrochémia SPC	349	2%	76%
14 Kompresorová stanica 01 Veľké Kapušany	344	2%	78%
15 SE, a.s., Elektrárne Vojany	320	2%	79%
157 Celkové ETS emisie	19909	100%	

Zdroj: Európska Komisia, VÚB

Tretou a azda najľahšie implementovateľnou oblasťou na zníženie emisií, ktorú navrhuje nízkouhlíková stratégia SR je elektrifikácia dopravy. Aj v tejto oblasti je však táto stratégia zrejme málo ambiciózna. Predpokladá, že celkový počet áut sa na Slovensku meniť nebude, iba sa vozidlá so spaľovacím motorom budú postupne nahrádzať elektrickými vozidlami. Táto výmena vozového parku sa však objektívne bude musieť výrazne urýchliť, aby sme dosiahli nové dekarbonizačné ciele - tak pre celkové emisie ako aj emisie individuálnych vozidiel. Pre ilustráciu: európska legislatíva prijatá minulý rok vyžaduje, aby nové automobily vypúšťali v roku 2030 v priemere o 37,5 % menej CO2 ako v roku 2021. Európska Zelená dohoda povedie k sprísneniu tohto limitu, pravdepodobne k úrovni 50%. Je teda jasné, že nové ciele si budú vyžadovať oveľa väčší počet vozidiel s nulovými emisiami než s akým počítala doterajšia nízkouhlíková stratégia. Podľa našich odhadov sa doteraz plánované ciele pre elektrickú mobilitu v roku 2050 budú zrejme musieť urýchliť do roku 2030. Zároveň sa bude Komisia snažiť znížiť celkovú veľkosť vozového parku prostredníctvom udržateľnej hromadnej dopravy.

V energetickom sektore je limitujúcim faktorom pre nové ciele EÚ v oblasti obnoviteľných zdrojov a úspor energie jadrová základňa Slovenska, ktorá obmedzuje flexibilitu rozvodnej siete. Slovensko tak bude musieť pri vysokých nákladoch zvýšiť flexibilitu vo svojej elektrickej sieti.

Kolko to bude stáť?

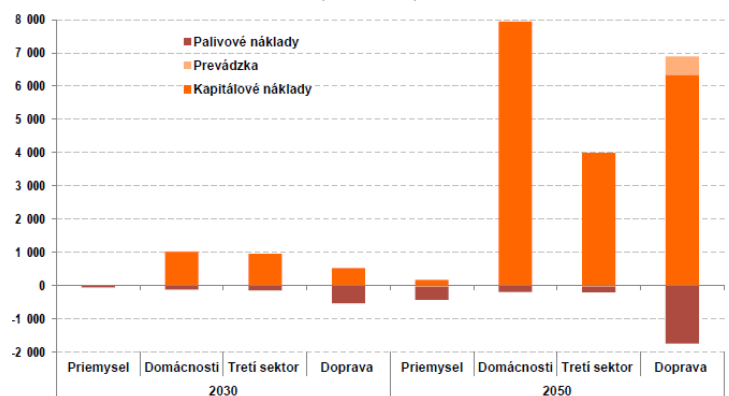
Náklady na dekarbonizáciu ekonomiky budú veľké, priam závažné. Náklady rastú nelineárne, pretože každé ďalšie percento zníženia emisií bude nákladnejšie. Nízkouhlíková stratégia predpokladá náklady na najbližšiu dekádu v objeme 8 miliárd eur, v nasledujúcich dvoch, teda v období 2031-2050, však až 196 miliárd, teda dvojnásobok aktuálneho ročného HDP Slovenska!

Pre domácnosti by vynútené náklady na zateplenie a podobne do roku 2030 mali predstavovať ročne miliardu eur. V ďalších dvoch dekádoch by to však podľa vládneho dokumentu nízkouhlíkovej stratégie malo byť až osemkrát viac! Okrem vynútených investícií sa navyše domácnosti podľa modelov Svetovej banky, na ktorú sa nízkouhlíková stratégia SR odvoláva, musia voči základnému scenáru zrejme pripraviť na zníženie zamestnanosti, pokles reálnych miezd aj spotreby. Dopady dekarbonizácie sa budú výrazne líšiť v rámci odvetví, oslabené budú hlavne odvetvia ťažkého výrobného priemyslu, ako je sektor výroby chemikálií, guma a plastov a železa a ocele, rafinérie. Naopak, odvetvia orientujúce sa na zelenú ekonomiku si polepšia.

Čo za to dostaneme?

Odmenou za náklady dekarbonizácie by mal byť čistejší vzduch, ktorý dýchame, a teda menej predčasných úmrtí a nákladov na zdravotnú starostlivosť pri chronických ochoreniach dýchacích ciest. Dekarbonizácia tiež zníži náklady klimatickej zmeny, ktoré súvisia s ohrievaním planéty, degradáciou životného prostredia, ako aj priamych nákladov spojených s extrémnym počasím (sucho, záplavy atď.). Investície do energetickej efektívnosti by navyše mali priniesť zníženie cien energií a prispieť tak k ziskom v produktivite, ktorá by mohla umožniť rýchlejšiu rast HDP v dlhodobom horizonte.

Graf 5: Dodatočné ročné náklady do roku 2030 a 2050 (mil. eur)



Zdroj: Nízkouhlíková stratégia rozvoja SR do roku 2030 s výhľadom do roku 2050

Odhady každých z týchto benefitov sa rôznia od štúdie k štúdiu. Podľa odhadov MMF sa náklady na zdravotnú starostlivosť, ale aj ušlé pracovné dni z dôvodu chronických ochorení spôsobených znečisteným ovzduším len zo spaľovania uhlia pohybujú v miliardách eur pre región strednej a východnej Európy. Obyvatelia SR by v tomto smere získali nielen zo zatvorenia Novák, ale aj uhoľných elektrární v susedných krajinách, najmä v Poľsku a Českej republike, ktoré sú najväčšími znečisťovateľmi v regióne. V prípade nákladov klimatickej zmeny napríklad OECD odhaduje, že bez ďalších zmierňujúcich opatrení môže nárast globálnej teploty o 1,5-4,0 °C znížiť globálny reálny HDP o 1,0-3,3 % do roku 2060 a o 2-10 % do roku 2100. Tieto modelové odhady sú však zrejme podhodnotené, lebo môžu ignorovať dôležité (a možno nelineárne) vplyvy a podceňujú kľúčové riziká (napr. topenie metánu z permafrostu). Podrobnejšie sa týmto dopadom venuje napríklad [ECB](#). A do tretice, ohľadom prínosu pre HDP Slovenska, podľa modelu Svetovej banky, vďaka dekarbonizácii (v nízkouhlíkovom scenári) možno očakávať v rokoch 2025-2035 rast HDP oproti referenčnému scenáru vyšší o približne 0,5 až 1,0% a v období 2040-2050 o 3-4%.

Kto to zaplatí?

Len peniaze z EÚ na dosiahnutie stanovených emisných cieľov stačiť nebudú. V rámci európskej Zelenéj dohody Komisia mobilizuje balík v hodnote jedného bilióna eur na najbližších desať rokov. Navyše k nemu by na zelenú agendu mala putovať polovica zo 750 miliardového Fondu obnovy na prekonanie dopadu pandémie koronavírusu. Spolu teda Komisia na účel financovania dekarbonizácie a zelenej dohody aktuálne mobilizuje 1,37 bilióna eur v najbližších desiatich rokoch. Podľa našich, relatívne konzervatívnych odhadov, však náklady na dosiahnutie 55%-ného zníženia emisií do roku 2030 sa môžu vyšplhať na viac ako dva a pol násobok chystaného 1,37 biliónového európskeho zeleného balíka.

Vychádzame z toho, že stále platný cieľ zníženia emisií o 40% si podľa [Komisie](#) vyžaduje dodatočné ročné investície vo výške 260 miliárd eur (cca 1,5% HDP EÚ z roku 2018). Vystupňovaný cieľ dekarbonizácie vo výške 55, resp 60% zníženia emisií namiesto 40% by si (lineárne) vyžadoval ročné investície vo výške 360 resp 390 miliárd eur. Investičný plán Zelenej dohody a Fondu obnovy by teda predstavoval 38% potrebných zdrojov financovania dekarbonizácie v rámci cieľa 55% a 35% ambicióznejšieho cieľa 60%, ktorý navrhol parlament EÚ. A to hovoríme len o lineárnom zvyšovaní nákladov. V skutočnosti sa potrebné náklady budú zrejme zvyšovať viac, pretože každé ďalšie zníženie emisií bude pravdepodobne nákladnejšie ako to predchádzajúce.

Rozdiel medzi skutočnými investičnými potrebami a financiami mobilizovanými Komisiou znamená, že súkromný sektor a členské štáty EÚ budú musieť v nasledujúcich desiatich rokoch nájsť na investície do zelenej dohody dodatočné zdroje vo výške viac ako dva bilióny eur. Ak by sa na Slovensku financovalo len jedno percento z tejto sumy, hovoríme o objeme viac ako 20 miliárd eur. Pre porovnanie, 20 miliárd eur je objem peňazí, ktorý banky na Slovensku aktuálne požičali všetkým tunajším nefinančným podnikom a tiež zhruba tretina verejného dlhu SR.

Je to vôbec prechodný plán?

Znižovanie emisií je nákladná a politicky citlivá agenda. K cieľu EÚ dosiahnuť uhlíkovú neutralitu napríklad stále chýba podpis Poľska, ktoré by malo siahnúť na svoj veľký uhoľný priemysel. O tom, že mobilizácia potrebných financií na zelenú agendu v rámci EÚ nebude vôbec jednoduchá ilustruje napríklad aj dianie z konca novembra, keď schválenie Fondu obnovy, polovica ktorého má ísť na zelenú agendu, vetovalo práve Poľsko spolu s Maďarskom.

Nesúhlasné postoje voči urýchlenej dekarbonizácii však možno počuť aj z iných strán. Napríklad otázkou, či má vôbec zmysel, aby sa EÚ hnala opretekou v tom, že bude prvý uhlíkovo neutrálny kontinent, keď oveľa väčší a rýchlejšie rastúci globálni znečisťovatelia si s tým ťažkú hlavu [nerobia](#). Faktom je, že EÚ sa na globálnych emisiách skleníkových plynov podieľa necelou desatinou. V prepočte na osobu Slovensko produkuje menej emisií ako je priemer EÚ (8,0 ton vs 8,6 v roku 2018) a náš podiel na globálnych emisiách nedosahuje ani len jedno promile. Úsilie EÚ a Slovenska strmo znížiť globálnu uhlíkovú stopu má preto do veľkej miery skôr len symbolický význam.

Počuť aj polemizujúce názory o tom, či niektoré opatrenia, ktoré Únia chystá na podporu urýchleného znižovania emisií, sú vôbec efektívnymi krokmi týmto smerom. Napríklad ešte stále je relevantná otázka, či elektromobilita uhlíkovú stopu oproti konvenčným spaľovacím motorom znižuje alebo nie. Najmä ak sa okrem energetického [mixu](#) na výrobu elektriny, ktorá elektrické autá [poháňa](#), započítajú do konečného uhlíkoveho účtu aj náklady na výrobu a recykláciu batérií, či [nepriamo](#) náklady na degradáciu životného prostredia v krajinách, kde sa ťažia vzácne kovy na ich výrobu.

Akceptácia urýchlenej zelenej agendy má veľké presahy aj v našej podnikateľskej a politickej sfére. Najväčší producent emisií, U.S. Steel Košice, je zároveň aj významným zamestnávateľom. Nadšením pre zelenú agendu nebudú zjavne prekypovať ani ďalšie silné priemyselné a energetické firmy, podnikanie ktorých sprísnené emisné ciele výrazne obmedzí.

Akokoľvek, zelená cesta je zrejme nezvratná

Hoci otvorených otázok ohľadom ambiciózných klimatických cieľov EÚ ostáva veľa a dohoda na nových cieľoch na nadchádzajúcom samite lídrov EÚ sa určite nebude rodiť ľahko, smerovanie k čoraz zelenejšej ekonomike je zdá sa nezvratné. K cieľu dosiahnuť uhlíkovú neutralitu sa medzičasom pripojila aj Čína, hoci mieri o dekádu neskôr ako EÚ: na rok 2060. Aj v prípade Spojených štátov sa črtá zmena zodpovedným smerom. Hoci ešte v úvode novembra administratíva prezidenta Trumpa formálne odstúpila od Parížskej klimatickej dohody, novo zvolený prezident Joe Biden zdôrazňuje potrebu opätovného prístúpenia USA ku globálnym klimatickým záväzkom a navrhuje podobne ako EÚ neutralitu v polovici tohto storočia.

Slovensko ako malá krajina svojimi rozhodnutiami celkovú globálnu uhlíkovú stopu ovplyvní prinajlepšom marginálne. Na jednej strane preto zrejme bude ešte určitý čas pretrvávajúť zotrvačnosť a dôraz na postupné, respektíve len čiastočné prispôsobovanie sa prísnejším klimatickým cieľom. Z dlhodobejšieho hľadiska by však zrejme bolo výhodnejšie, ak by sme na novú zelenú cestu nastúpili čím skôr a získali tak konkurenčnú výhodu a know-how, ktorý môžeme časom ponúknuť krajinám, ktoré sa na obdobnú cestu vydajú po nás.

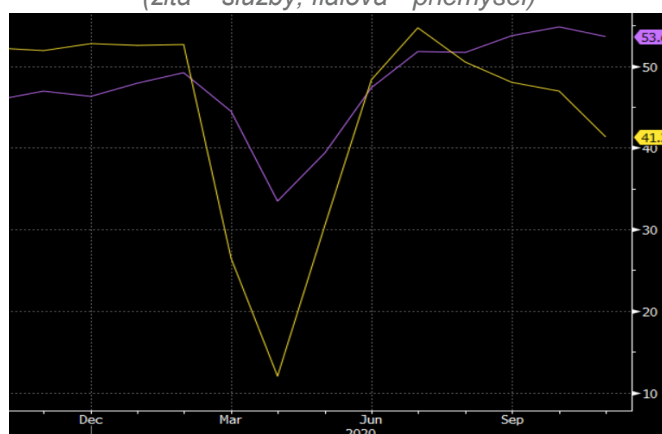
Ďalšie správy ostatného mesiaca

Silné oživenie v 3. štvrtroku v Európe strieda recesia v sektore služieb

Makroekonomické výsledky za tretí kvartál boli v Európe, ale aj v Spojených štátoch, prekvapivo dobré. Potvrdili tak indicie o rýchlom oživení sa hospodárstva v tvare písmena V, aj keď na predkrízovú úroveň výkon ekonomiky ešte okrem Číny z hlavných krajín nikde nesiahol. HDP eurozóny v 3. štvrtroku posilnilo o 12,6% a menová únia tak vymazala viac ako dve tretiny poklesu výkonu z 1. polroka. V prípade Slovenska, Poľska a Dánska to bolo dokonca viac ako tri štvrtiny tohto prepadu. Naopak ani polovicu z poklesu HDP nevymazali Rumunsko, Česko, Bulharsko, Švédsko a Fínsko. Hospodársky rast v lete ťahala najviac zrejme spotreba domácností po uvoľnení reštrikčných opatrení v boji proti novému koronavírusu. Detaily prinesie Eurostat až 8. decembra.

Počas troch mesiacov záveru roka však mnohé európske ekonomiky zrejme znova zaznamenajú pokles hrubého domáceho produktu. Októbrové a novembrové indikátory nákupných manažérov z dielne spoločnosti Markit (PMI) ukazujú na prepád vnímanej ekonomickej situácie najmä vo veľkom sektore služieb. Tie druhým kolom obmedzujúcich opatrení trpia oveľa viac ako priemyselná výroba (pozri graf vpravo). Hodnoty indikátora pod úrovňou 50 bodov pritom indikujú pokles hospodárskej aktivity v tomto odvetví. Priemerný odhad vývoja HDP menovej únie v závere roka 2020 tak hovorí o poklese v objeme 1,65%. To je však zatiaľ stále menej ako v druhom (-11,8%) i prvom štvrtroku (-3,7%). Druhá vlna recesie tak môže byť plytšia, ako tá prvá. Ani prvý štvrtrok budúceho roka pre pokračovanie zimného obdobia rizikového na respiračné ochorenia však nenaznačuje skoré zotavenie rýchleho rastu.

Graf 6: PMI index indikuje pokles HDP v službách (žltá – služby, fialová - priemysel)



Zdroj: Bloomberg

Vakcíny v novembri nadchli trhy, v decembri budú prvé schvaľovať

November bol na akciových trhoch jedným z najúspešnejších mesiacov vôbec. Rastu cien akcií pomohli najmä správy z farmaceutického biznisu, kde až tri spoločnosti v poslednej tretej fáze klinického výskumu zverejnili efektívnosť svojich vakcín proti novému koronavírusu. Najprv to bolo konzorcium Pfizer-BioNTech, ku ktorému sa pridala americká Moderna. Obe vyhlásili, že ich vakcíny sú úspešné na 94-95%, čo je oveľa viac, ako napríklad pri víruse chrípky. K tomu sa pridala AstraZeneca, ktorá očkovaciu látku vyvíja v spolupráci s Oxfordskou univerzitou. Avšak výsledky tejto firmy neboli presvedčivé, a tak sa bude jej štúdia zrejme opakovať.

Takzvanú mRNA vakcínu konzorcium Pfizer-BioNTech už 2.12. dokonca schválil britský úrad pre kontrolu liečiv. O niekoľko dní by nové očkovacie látky mohla schváliť aj americká FDA a ešte neskôr aj úrad Európskej únie. To by ešte v decembri mohlo znamenať začiatok očkovania najzraniteľnejších skupín obyvateľstva, ako sú zdravotníci, seniori, policajti či učitelia. A až neskôr postupne bežného obyvateľstva.

Graf 7: S&P 500 na nových maximách



Zdroj: Macrobond

Graf 8: Polepšil si aj nemecký DAX



Zdroj: Macrobond

Makroekonomické indikátory a prognózy

		2018	2019	1Q20	2Q20	3Q20	VIII.20	IX.20	X.20	2020F	2021F
HDP											
Reálny HDP	r/r % rast	3,9	2,4	-3,7	-12,1	-2,4	-	-	-	-6,1	4,3
Nominálny HDP	r/r % rast	6,0	5,1	-0,8	-10,4	-0,6	-	-	-	-4,2	5,6
Spotreba domácností	r/r % rast	4,2	2,1	1,0	-4,2	-	-	-	-	-1,6	2,5
Spotreba verejnej správy	r/r % rast	0,2	4,6	1,1	-10,4	-	-	-	-	-2,0	1,7
Tvorba hrubého fixného kapitálu	r/r % rast	2,6	6,8	-4,8	-14,6	-	-	-	-	-10,4	8,4
Vývoz	r/r % rast	5,3	1,7	-6,8	-26,8	-	-	-	-	-10,8	9,0
Dovoz	r/r % rast	4,9	2,6	-1,5	-27,0	-	-	-	-	-9,0	8,0
Inflácia											
CPI	r/r % rast	2,5	2,7	2,8	2,0	1,5	1,4	1,4	1,6	1,9	1,2
HICP	r/r % rast	2,5	2,8	2,9	2,0	1,5	1,5	1,5	1,6	2,0	1,3
Jadrová inflácia	r/r % rast	2,8	2,3	2,9	2,0	1,5	1,5	1,2	1,5	2,0	2,1
Ceny výrobcov	r/r % rast	5,0	2,6	2,5	0,3	0,3	0,1	0,5	0,7	1,0	2,1
Vonkajšia bilancia											
Bilancia zahr. obchodu - kumulatívna	mln. EUR	2310	1063	-287	166	1535	828	1535	-	2 039	1 845
12M obchodná bilancia / HDP	%	2,6	1,1	0,1	0,4	2,2	1,5	2,2	-	2,3	1,9
Vývoz	r/r % rast	7,2	1,5	-6,9	-26,4	4,1	5,4	3,4	-	-8,5	8,0
Dovoz	r/r % rast	8,6	3,2	-2,4	-27,8	-4,7	-2,7	-4,9	-	-9,7	8,5
Trh práce											
Miera nezamestnanosti (ÚPSVaR)	priemer	5,4	5,0	5,1	7,1	7,6	7,6	7,4	7,4	6,9	7,3
Miera nezamestnanosti (VZPS)	priemer	6,5	5,8	6,0	6,6	-	-	-	-	6,8	7,2
Hrubá mesačná mzda	priemer v EUR	1013	1092	1086	1088	-	-	-	-	1 123	1 162
Nominálna mesačná mzda	r/r % rast	6,2	7,8	6,2	-1,2	-	-	-	-	2,8	3,5
Reálna mesačná mzda	r/r % rast	3,6	5,0	3,3	-3,0	-	-	-	-	0,9	2,3
Produkcia, tržby a sentiment											
Priemyselná produkcia	r/r % rast	3,9	0,6	-6,9	-28,0	-1,5	-0,8	-0,2	-	-9,9	7,8
Stavebná produkcia	r/r % rast	8,6	-4,1	1,5	-15,6	-18,6	-19,5	-23,3	-	-10,2	8,2
Maloobchodné tržby	r/r % rast	3,7	-1,3	-0,2	-8,3	3,8	4,0	5,8	-	-1,6	2,6
Indikátor ekonomického sentimentu	body, s.o.	100,5	96,3	97,6	61,9	85,8	88,2	85,9	87,2	-	-
Úrokové sadzby											
ECB refinančná sadzba	koniec obdobia	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M EURIBOR	koniec obdobia	-0,31	-0,38	-0,36	-0,42	-0,50	-0,48	-0,50	-0,52	-0,53	-0,53
1R EURIBOR	koniec obdobia	-0,12	-0,25	-0,42	-0,23	-0,44	-0,38	-0,44	-0,49	-0,51	-0,49
Výnos 10R SK štátneho dlhopisu	koniec obdobia	0,79	0,19	0,52	-0,07	-0,20	-0,16	-0,20	-0,38	-0,41	0,06
Výnos 10R DE štátneho dlhopisu	koniec obdobia	0,24	-0,19	-0,47	-0,46	-0,52	-0,40	-0,52	-0,63	-0,61	-0,26
Výmenný kurz											
EUR/USD	priemer	1,14	1,12	1,10	1,10	1,17	1,18	1,18	1,18	1,14	1,17
Rozpočtová politika											
Bilancia verejných financií, 4Q	% HDP	-1,0	-1,3	-1,9	-3,6	-	-	-	-	-8,4	-7,2
Dlh verejnej správy	% HDP	49,8	48,3	49,6	60,2	-	-	-	-	61,6	63,8

Zdroj: NBS, ŠÚ SR, Eurostat, ÚPSVaR, VÚB banka, Intesa Sanpaolo

Tento materiál je pripravovaný odborom: Ekonomické analýzy, VÚB banka

Hlavný ekonóm

Zdenko Štefanides

+421 2 5055 2567

zstefanides@vub.sk

Makroekonóm

Michal Lehuta

+421 2 5055 2812

mlehuta1@vub.sk

Predaj

Lukáš Žitný

+421 2 5055 9650

Róbert Jaselský

+421 2 5055 9630

Zuzana Šikulová

+421 2 5055 9620

Martin Lenko

+421 2 5055 9595

Lenka Dvorská

+421 2 5055 9610

Tento materiál bol pripravený VÚB bankou. Informácie a názory boli získané zo zdrojov, ktoré boli považované za spoľahlivé, avšak VÚB banka neposkytuje záruku za ich úplnosť a správnosť. Táto správa bola pripravená len na informačné účely a nie je určená ako ponuka alebo solícitácia na predaj alebo kúpu ktoréhokoľvek finančného produktu. Tento dokument môže byť reprodukován alebo publikovaný len s menom VÚB banka. Nemal by byť pokladaný za náhradu za vlastný úsudok. VÚB banka alebo ktorákolvek iná osoba spojená s ňou môže využiť akýkoľvek materiál a/alebo informácie, na ktorých je tento materiál založený bez predošlého zverejnenia rovnakých materiálov a informácií pre klientov. VÚB banka a/alebo osoby s ňou spojené môžu mať z času na čas dlhé alebo krátke pozície vo vyššie zmienených finančných produktoch.