



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

2/2020



Hospodářský a měnový vývoj

Shrnutí

Rada guvernérů ECB na svém měnověpolitickém zasedání 12. března rozhodla o komplexním souboru měnověpolitických opatření. Společně s již zavedeným výrazným měnověpolitickým stimulem podpoří tato opatření podmínky likvidity a financování pro domácnosti, podniky a banky a pomohou zachovat plynulé poskytování úvěrů reálné ekonomice. Od posledního zasedání Rady guvernérů koncem ledna způsobilo šíření koronaviru (COVID-19) velký šok, pokud jde o vyhlídky hospodářského růstu ve světě i v eurozóně, a zvýšilo volatilitu na trzích. Dokonce i když bude mít nakonec jen přechodný charakter, na hospodářskou aktivitu bude mít značný dopad. Zpomalí totiž výrobu v důsledku narušení dodavatelských řetězců a sníží domácí i zahraniční poptávku, a to zejména v důsledku nepříznivého dopadu nezbytných opatření proti jeho šíření. Zvýšená nejistota navíc negativně ovlivňuje plánování výdajů a jejich financování. Hospodářský výhled v eurozóně je jednoznačně spojen s riziky hospodářského zpomalení. Kromě dříve identifikovaných rizik spojených s geopolitickými faktory, rostoucím protekcionismem a zranitelnými místy na rozvíjejících se trzích zvyšuje šíření koronaviru stávající rizika zpomalení hospodářského růstu o nové a významné riziko. V této situaci přijala Rada guvernérů ECB řadu měnověpolitických rozhodnutí s cílem zachovat nastavení měnové politiky a podpořit její transmissi do reálné ekonomiky.

Hodnocení hospodářského a měnového vývoje v době zasedání Rady guvernérů 12. března 2020

Podle makroekonomických projekcí pracovníků ECB z března 2020 zhoršuje šíření epidemie COVID-19 výhled globální ekonomiky. Vývoj od data uzávěrky údajů pro projekce naznačuje, že rizika zpomalení hospodářské aktivity ve světě související s vypuknutím nákazy COVID-19 se částečně naplnila, což naznačuje, že hospodářská aktivita ve světě bude letos slabší, než se předpokládalo v projekcích. Rozšíření nákazy zasáhlo světovou ekonomiku v době, kdy se začaly objevovat náznaky stabilizace hospodářské aktivity a obchodu a podpis tzv. fáze 1 obchodní smlouvy mezi Spojenými státy a Čínou doprovázený snížením cel snížil nejistotu. Pokud jde o další výhled, v projekcích se očekává, že oživení celosvětového růstu bude jen pozvolné. Bude závislé na oživení v řadě stále zranitelných rozvíjejících se tržních ekonomik, přičemž očekávané cyklické zpomalení v rozvinutých ekonomikách a strukturální přechod na trajektorii pomalejšího růstu v Číně budou mít tlumící dopad na střednědobý výhled. Rizika pro hospodářskou aktivitu ve světě se změnila, ale jejich bilance je nadále vychýlena spíše na stranu zpomalení. V tuto chvíli souvisí nejakutnější riziko zpomalení s potenciálně plošnějším a delším dopadem šíření COVID-19, neboť se dále rozvíjí. Globální inflační tlaky zůstávají omezené.

S šířením nákazy ve světě ke konci sledovaného období (12. prosince 2019 až 11. března 2020) se prudce zhoršil globální rizikový sentiment a skokově vzrostla volatilita na trzích. Dlouhodobé bezrizikové sazby v eurozóně výrazně poklesly na úroveň významně nižší než na začátku období. Forwardová křivka průměrné jednodenní sazby v EUR (EONIA) prudce poklesla. Její inverzní charakter pro kratší až střední doby splatnosti signalizoval, že další akomodace měnové politiky byla promítnuta do tržních cen. V souladu s prudkým růstem globální averze k riziku výrazně poklesly ceny akcií v eurozóně, zatímco spready státních a podnikových dluhopisů se rozšířily. Na volatilních devizových trzích euro vůči měnám 38 nejvýznamnějších obchodních partnerů eurozóny výrazně posílilo.

Ve čtvrtém čtvrtletí 2019 zůstával růst reálného HDP v eurozóně mezičtvrtletně utlučený na úrovni 0,1 %, přičemž v předchozím čtvrtletí dosahoval 0,3 %. Hlavním faktorem bylo probíhající oslabení ve zpracovatelském průmyslu a zpomalující růst investic. Aktuální ekonomické údaje a výsledky průzkumů ukazují na nízkou úroveň dynamiku růstu v eurozóně a prozatím tak neodrážejí v plném rozsahu vývoj související s koronavirem, který se na konci února začal šířit v celé kontinentální Evropě a nepříznivě zasáhl hospodářskou aktivitu. Odhlédneme-li od narušení způsobeného šířením koronaviru, hospodářský růst v eurozóně by měl ve střednědobém horizontu oživit. Podporovat by jej měly příznivé podmínky financování, fiskální pozice eurozóny a očekávané zotavení hospodářské aktivity ve světě.

Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z března 2020, které sestavili pracovníci ECB, by roční reálný HDP měl v roce 2020 vzrůst o 0,8 %, v roce 2021 o 1,3 % a v roce 2022 o 1,4 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu z prosince 2019 byl výhled růstu reálného HDP revidován směrem dolů o 0,3 procentního bodu pro rok 2020 a o 0,1 procentního bodu pro rok 2021, a to hlavně z důvodu vypuknutí nákazy koronavirem, i když aktuální rychlé šíření viru v eurozóně je zohledněno jen částečně. Hospodářský výhled v eurozóně je tak jednoznačně spojen s riziky hospodářského zpomalení. Vedle rizik spojených s geopolitickými faktory, rostoucím protekcionismem a zranitelnými místy na rozvíjejících se trzích představuje v hospodářském výhledu šíření koronaviru nový a významný zdroj rizika zpomalení.

Podle předběžného odhadu Eurostatu meziroční inflace v eurozóně měřená HICP ve srovnání s letošní lednovou hodnotou 1,4 % poklesla v únoru na 1,2 %. Na základě prudkého poklesu současných cen ropy i futures na ceny ropy je pravděpodobné, že se celková inflace v nadcházejících měsících ztlačí. Toto hodnocení se odráží jen částečně v makroekonomických projekcích pro eurozónu z března 2020, které sestavili pracovníci ECB. Podle těchto projekcí by meziroční inflace měřená HICP měla v roce 2020 dosáhnout úroveň 1,1 %, v roce 2021 úroveň 1,4 % a v roce 2022 pak 1,6 % a v porovnání s projekcemi z prosince 2019, které sestavili odborníci Eurosystemu, zůstává víceméně beze změny. Ve střednědobém horizontu budou inflaci podporovat měnověpolitická opatření ECB. Vzhledem k tomu, že protiinflační tlaky spojené se slabší poptávkou mohou být kompenzovány tlaky na růst inflace v souvislosti s narušením dodávek, jsou dopady

koronaviru na inflaci spojeny s vysokou mírou nejistoty. Nedávný prudký pokles cen ropy představuje pro krátkodobý výhled vývoje inflace významná protiinflační rizika.

Měnová dynamika od konce loňského léta z příznivých úrovní zmírnila. Úvěry soukromému sektoru nadále vykazovaly v jednotlivých kategoriích rozdílný vývoj. Zatímco úvěrování domácností zůstalo odolné, poskytování úvěrů podnikům zmírnilo. Příznivé podmínky financování bank a úvěrové podmínky nadále podporovaly poskytování úvěrů a tím i hospodářský růst. Stabilizovalo se celkové čisté vnější financování pro podniky v eurozóně. Podporovaly jej příznivé náklady dluhového financování. Nedávný nárůst averze vůči riziku však pravděpodobně způsobí zhoršení podmínek nebankovního financování.

Předpokládá se, že saldo veřejných rozpočtů v eurozóně v letech 2020 a 2021 klesne a v roce 2022 se stabilizuje. Uvedený pokles lze z velké míry přičíst nižším primárním přebytkům. Tento vývoj se v projekcích jak pro rok 2020, tak pro rok 2021 odráží rovněž v expanzivním nastavení fiskální politiky, po kterém bude v roce 2022 následovat víceméně neutrální nastavení. I přes poměrně expanzivní nastavení fiskální politiky se v projekcích očekává, že poměr dluhu k HDP zůstane na postupně klesající trajektorii vzhledem k příznivému diferenciatu mezi úrokovou sazbou a tempem růstu a do určité míry kladnému primárnímu saldu za celé období. Vývoj související se šířením koronaviru (COVID-19) v době po dokončení projekcí ukazuje na jednoznačné zhoršení výhledu fiskálního nastavení. Vedle již dříve oznámených fiskálních opatření je vzhledem k šíření viru nezbytné silně podporovat odhodlání Euroskupiny v oblasti společné a koordinované politiky.

Soubor měnověpolitických opatření

Rada guvernérů rozhodla 12. března 2020 o komplexním souboru měnověpolitických opatření. Reakce měnové politiky zahrnovala tři klíčové prvky: zaprvé, zabezpečení podmínek likvidity v bankovním systému pomocí série cenově příznivých dlouhodobějších refinančních operací (angl. longer-term refinancing operations, dále též LTRO), zadruhé, ochranu pokračujícího toku úvěrů do reálné ekonomiky pomocí zásadní úpravy cílených dlouhodobějších refinančních operací (angl. targeted longer-term refinancing operations, dále též TLTRO) a zatřetí, prevenci procyklického zpřísnění podmínek financování pro ekonomiku pomocí navýšení programu nákupu aktiv (angl. asset purchase programme, dále též APP).¹

1. V dobách zvýšené nejistoty má zásadní význam, aby byla finančnímu systému poskytována likvidita za velkorysých podmínek s cílem předejít nedostatku likvidity a tlaku na její cenu, včetně doby, kdy může koronavirus představovat pro účastníky finančního systému výzvy, pokud jde o provozní riziko. Rada guvernérů proto rozhodla, že bude dočasně provádět dodatečné LTRO a finančnímu systému eurozóny tak poskytne okamžitou likviditní podporu. I když Rada guvernérů nepozoruje na peněžních trzích významné náznaky

¹ Další podrobnosti viz Lane, P. R., „The Monetary Policy Package: An Analytical Framework“, *Blog ECB*, ECB, 13. března 2020.

napětí ani nedostatek likvidity v bankovním systému, tyto operace poskytnou v případě potřeby účinný mechanismus jistění. Operace budou prováděny v nabídkovém řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením. Určena bude velmi příznivá úroková sazba, rovnající se průměrné úrokové sazbě pro vkladovou facilitu. Tyto nové LTRO poskytnou likviditu za příznivých podmínek, aby pokryly období do cílené operace LTRO (TLTRO III) v červnu 2020.

2. Vzhledem k tomu, že šíření koronaviru narušilo plány příjmů a výdajů domácností a podniků, má zásadní význam podporovat poskytování bankovních úvěrů těm, na něž dopadly jeho ekonomické důsledky nejvíce, zejména tedy malým a středním podnikům. Rada guvernérů proto rozhodla uplatňovat v období od června 2020 do června 2021 znatelně příznivější podmínky na všechny v této době nevypořádané operace TLTRO III. Během tohoto období bude úroková sazba pro tyto operace TLTRO III činit 25 bazických bodů pod průměrnou úrokovou sazbou uplatňovanou v hlavních refinančních operacích Eurosystemu. Pro protistrany udržující svou úroveň poskytování úvěrů bude sazba použitá v těchto operacích nižší a během období končícího v červnu 2021 může poklesnout až na úroveň 25 bazických bodů pod průměrnou úrokovou sazbou pro vkladovou facilitu. Maximální celkový objem, který si budou moci protistrany od nynějška vypůjčit v operacích TLTRO III, byl zvýšen na 50 % jejich objemu způsobilých úvěrů k 28. únoru 2019. Celkový možný objem čerpání úvěrů v rámci tohoto programu se tak zvýšil o více než 1 bilion EUR na téměř 3 biliony EUR. Celkově nové podmínky TLTRO pomohou výrazně uvolnit podmínky financování, které určují nabídku úvěrů poskytovaných bankami podnikům a domácnostem. V tomto smyslu Rada guvernérů pověřila výbory Eurosystemu, aby prověřily možnosti opatření k uvolnění zajištění a protistrany tak mohly nadále plně využívat podporu financování ze strany ECB.
3. Je nezbytně nutné zajistit dostatečně akomodační nastavení měnové politiky, zejména v prostředí vysoké nejistoty a zvýšené finanční nejistoty. Právě v této situaci se Rada guvernérů rozhodla doplnit dočasné krytí dodatečných čistých nákupů aktiv ve výši 120 mld. EUR do konce roku, které zajistí výrazný příspěvek programů nákupu cenných papírů soukromého sektoru. Nadále se očekává, že čisté nákupy aktiv budou probíhat tak dlouho, jak bude nezbytné, aby podpořily akomodační dopad sazeb měnové politiky ECB, a že skončí krátce před tím, než Rada guvernérů zahájí zvyšování základních úrokových sazeb ECB. Ve spojení se stávajícím programem APP podpoří toto dočasné krytí finanční podmínky obecněji a tím také uvolní úrokové sazby, které jsou důležité pro reálnou ekonomiku. Vyšší objem nákupů navíc zajistí, že Eurosystem svou přítomnost na trhu v době zvýšené nejistoty projeví výrazněji, a to včetně maximálního využití flexibility programu APP v reakci na tržní podmínky. To by mohlo zahrnovat dočasnou variabilitu při distribuci toků nákupů napříč třídami aktiv a napříč zeměmi v reakci na šoky vyplývající z „úniku do bezpečí“ a likviditní šoky. Takové odchylky od ustálené alokace napříč zeměmi spadají do působnosti tohoto programu, bude-li klíč pro opisování základního kapitálu nadále dlouhodobým pilířem celkového objemu aktiv držených Eurosystemem.

4. Rada guvernérů se navíc rozhodla ponechat základní úrokové sazby ECB beze změny. Očekává se, že zůstanou na současné nebo nižší úrovni do doby, než se výhled inflace v horizontu projekcí spolehlivě přiblíží k úrovni dostatečně blízké 2 %, ale pod touto hodnotou, a toto přiblížení se konzistentně promítne do vývoje jádrové inflace.
5. V neposlední řadě Rada guvernérů také hodlá nadále v plném rozsahu reinvestovat jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci programu APP po delší dobu od chvíle, kdy začne zvyšovat základní úrokové sazby ECB, a v každém případě tak dlouho, jak to bude nezbytné k udržení příznivých podmínek likvidity a výrazné míry měnové akomodace.

Vzhledem k současnému vývoji bude Rada guvernérů nadále pozorně sledovat dopady šíření koronaviru na ekonomiku, inflaci ve střednědobém horizontu a transmisi měnové politiky. Rada guvernérů je připravena všechny své nástroje náležitě přizpůsobit tomu, aby bylo zajištěno udržitelné směřování inflace k jejímu cíli, a to v souladu s jejím úsilím o symetrický vývoj.

Zároveň je nyní nezbytné ambiciózní a koordinované nastavení fiskální politiky vzhledem k oslabenému výhledu a s cílem zabezpečit se proti dalšímu naplnění rizik zhoršení ekonomického výhledu. Rada guvernérů vítá opatření již přijatá několika vládami k zajištění dostatečných zdrojů ve zdravotnictví a k poskytnutí podpory dotčeným podnikům a zaměstnancům. Zejména jsou nezbytná opatření, jako je poskytování úvěrových záruk, která doplní a posílí opatření měnové politiky Rady guvernérů.

Dodatek k rozhodnutím přijatým Radou guvernérů dne 18. března

Pandemie koronaviru představuje z hlediska společného veřejného zdraví nouzovou situaci, které má v nedávné historii jen málo paralel. Jedná se také o mimořádný hospodářský šok, který vyžaduje ambiciózní, koordinovanou a bezodkladnou reakci pomocí politických opatření na všech frontách. Rada guvernérů oznámila 18. března nový nouzový pandemický program nákupu aktiv (PEEP), který má za cíl řešit bezprecedentní situaci, se kterou se eurozóna potýká. Program je dočasný a ECB umožní zabezpečit transmissi měnové politiky a v konečném důsledku její schopnost zajistit cenovou stabilitu v eurozóně. Vývoj na finančních trzích vedl především ke zpřísnění finančních podmínek, zejména na delším konci spektra splatnosti. Bezriziková křivka se posunula směrem nahoru a křivky výnosů státních dluhopisů – které mají klíčový význam pro ocenění všech aktiv – se všude zvýšily a vzrostl jejich rozptyl. Rada guvernérů v rámci plnění svého mandátu přijala následující rozhodnutí:

1. Zahájit nový dočasný program nákupu aktiv zaměřený na cenné papíry soukromého a veřejného sektoru jako protiváhu k vážným rizikům, která pro transmisní mechanismus měnové politiky a pro výhled eurozóny představuje vznik a další prudké šíření koronaviru COVID-19.

Celkový objem tohoto nového nouzového pandemického programu nákupu aktiv (v angl. pandemic emergency purchase programme, dále též PEPP) dosáhne 750 mld. EUR. Nákupy budou probíhat do konce roku 2020 a budou zahrnovat všechny kategorie aktiv způsobilé podle stávajícího programu nákupu aktiv APP.

Nákupy cenných papírů veřejného sektoru budou rozdělovány mezi jurisdikce nadále podle klíče pro upisování základního kapitálu ECB národními centrálními bankami. Současně budou nákupy v rámci nového PEPP probíhat pružně. To umožní upravovat distribuci nákupních toků z hlediska času, jednotlivých tříd aktiv i jurisdikcí.

V případě cenných papírů emitovaných řeckou vládou, které budou nakupovány v rámci PEPP, bude udělena výjimka z požadavků na způsobilost.

Rada guvernérů ukončí čisté nákupy aktiv v rámci PEPP, jakmile usoudí, že krizová etapa v důsledku koronaviru skončila, ale v každém případě ne dříve než před koncem roku.

2. Zvýšit rozsah způsobilých aktiv v rámci programu nákupu aktiv podnikového sektoru (v angl. corporate sector purchase programme, dále též CSPP) na nefinanční komerční cenné papíry. Tím budou všechny komerční cenné papíry dostatečné úvěrové kvality způsobilé pro nákupy v rámci CSPP.

3. Uvolnit standardy zajištění úpravou hlavních rizikových parametrů rámce zajištění. Především rozšíříme rozsah pro dodatečné úvěrové pohledávky (v angl. additional credit claims, dále též ACC), aby zahrnoval pohledávky související s financováním podnikového sektoru. To zajistí, aby protistrany mohly nadále plně využívat refinanční operace Euro systému.

Rada guvernérů ECB je odhodlána sehrát svou úlohu v podpoře všech obyvatel eurozóny v této mimořádně náročné době. Za tímto účelem ECB zajistí, aby všechny

sektory ekonomiky mohly využívat podpůrné podmínky financování, které jim umožní šok absorbovat. To se vztahuje stejnou měrou na rodiny, podniky, banky a vlády.

Rada guvernérů učiní v rámci svého mandátu vše, co je nezbytné. Rada guvernérů je plně připravena zvýšit objem svých programů nákupu aktiv a upravit jejich strukturu v nutné míře a po nezbytnou dobu. Prověří všechny možnosti a rizika s cílem podpořit během tohoto šoku ekonomiku.

Pokud by kroky, které ECB musí učinit k naplnění svého mandátu, mohla narušovat některá vlastní omezení, Rada guvernérů zváží změnu těchto omezení v rozsahu nezbytném k tomu, aby byly její kroky přiměřené rizikům, kterým čelíme. ECB nebude tolerovat žádná rizika ohrožující plynulou transmissi své měnové politiky ve všech jurisdikcích eurozóny.

© **Evropská centrální banka, 2020**

Poštovní adresa 60640 Frankfurt am Main, Německo
Telefon +49 69 1344 0
Internet www.ecb.europa.eu

Všechna práva vyhrazena. Zhotovení kopií pro vzdělávací a nekomerční účely je povoleno za předpokladu, že je uveden zdroj.

Za vyhotovení tohoto bulletinu odpovídá Výkonná rada ECB. Překlady zveřejňují národní centrální banky. V případě nejasností platí text originálu.

Uzávěrka statistických dat obsažených v tomto vydání byla 11. března 2020.

ISSN 2363-3581
Katalogové číslo EU QB-BQ-20-002-CS-N