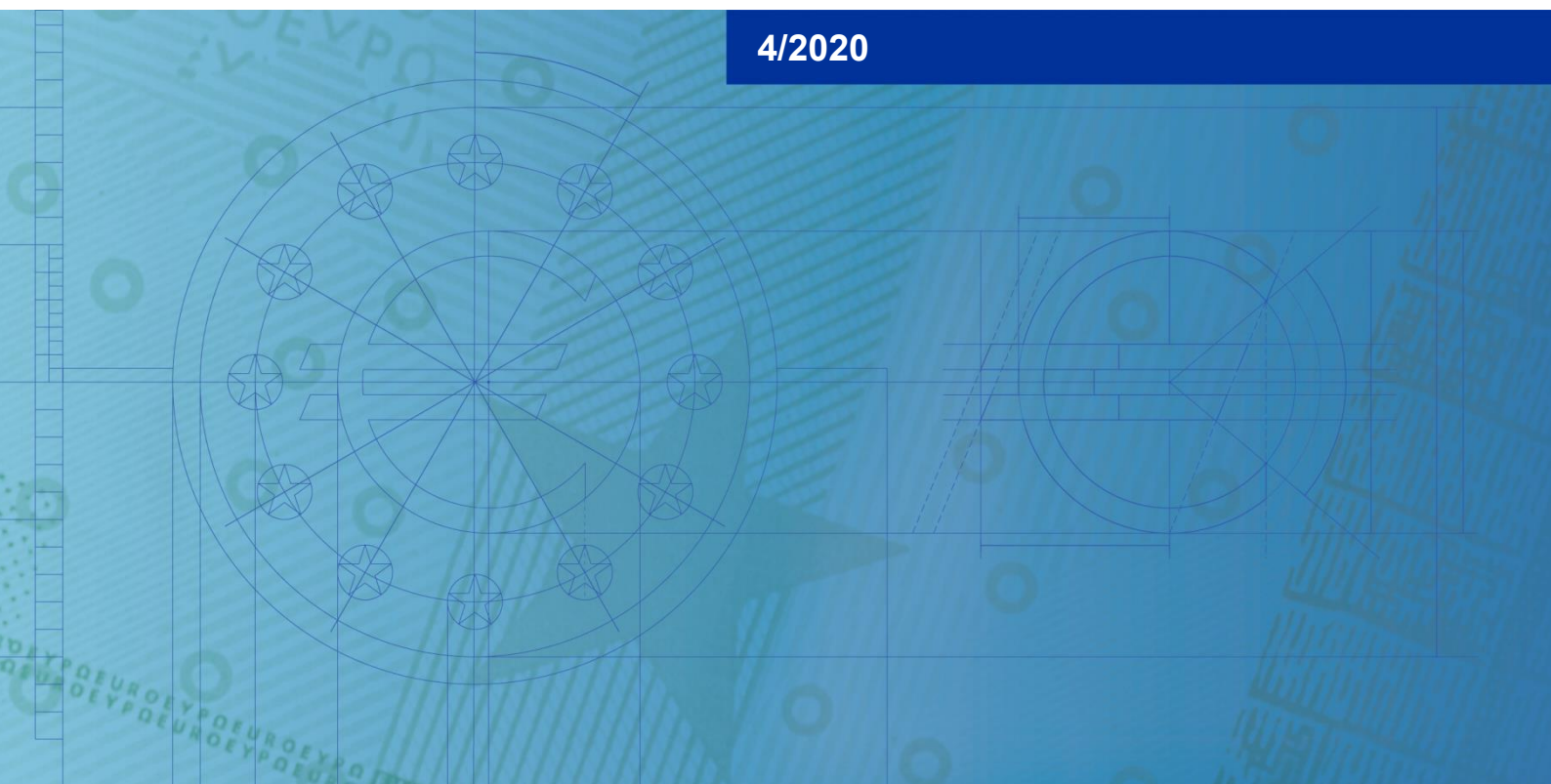




EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

4/2020



Hospodářský a měnový vývoj

Shrnutí

Na svém měnověpolitickém zasedání 4. června rozhodla Rada guvernérů zvýšit a prodloužit krytí v rámci nouzového pandemického programu nákupu aktiv (angl. pandemic emergency purchase programme – PEPP) a reinvestovat splátky jeho jistiny, pokračovat v programu nákupu aktiv (angl. asset purchase programme – APP) a jeho reinvesticích a ponechat základní úrokové sazby ECB beze změny. Aktuální informace potvrzují, že hospodářství eurozóny zažívá nebývalý pokles. V důsledku koronavirové pandemie (COVID-19) a opatření proti ní došlo k prudkému propadu hospodářské aktivity. Vážné ztráty pracovních míst a příjmů a mimořádně vysoká nejistota ohledně výhledu ekonomiky vedly k výraznému poklesu spotřebních výdajů a investic. I když výsledky průzkumů a ukazatele hospodářské aktivity získané v reálném čase vykazují v prostředí postupného uvolňování omezení určité náznaky odražení ode dna, zlepšení je zatím slabé v porovnání s razancí, s níž ukazatele poklesly v předchozích dvou měsících. Makroekonomické projekce z června 2020 sestavené odborníky Eurosystemu předpokládají nebývalé zpomalení tempa růstu ve druhém čtvrtletí letošního roku a následné opětovné oživení ve druhém pololetí za zásadní podpory fiskální a měnové politiky. Nicméně projekce představují výraznou revizi směrem dolů jak pro úroveň hospodářské aktivity, tak pro inflační výhled po celý horizont projekcí, i když je základní scénář spojen s mimořádně vysokou mírou nejistoty. Zatímco celková inflace je utlumena nižšími cenami energií, cenové tlaky by měly zůstat slabé v důsledku prudkého poklesu reálného HDP a souvisejícího výrazného rozšíření nevyužitých kapacit. Za této situace tedy Rada guvernérů rozhodla o souboru měnověpolitických opatření s cílem podpořit ekonomiku během jejího postupného opětovného otevírání a zabezpečit střednědobou cenovou stabilitu.

Hodnocení hospodářského a měnového vývoje v době zasedání Rady guvernérů 4. června 2020

Podle makroekonomických projekcí z června 2020 sestavených odborníky Eurosystemu způsobila pandemie COVID-19 prudké zhoršení hospodářského výhledu ve světě. Pandemie COVID-19 paralyzovala globální ekonomiku, přičemž hlavním faktorem nedávného prudkého poklesu hospodářské aktivity byla opatření proti šíření viru přijatá vládami po celém světě. Řada zemí nedávno začala bezpečnostní opatření uvolňovat, ale tento postup bude pravděpodobně velice pozvolný. Hospodářská aktivita, zejména v rozvíjejících se tržních ekonomikách, je nepříznivě ovlivněna také prudkým poklesem cen komodit, napjatějšími finančními podmínkami a výrazným odlivem kapitálu. Aktuální údaje potvrzují, že hospodářský propad způsobený bezpečnostními opatřeními bude prudký a hluboký. Vzhledem k tomuto zásadnímu narušení globální hospodářské aktivity předpokládají makroekonomické projekce z června 2020 sestavené odborníky Eurosystemu, že

růst reálného HDP ve světě (mimo eurozónu) letos oslabí o 4,0 %. Tempo tohoto oslabení je rychlejší a jeho rozsah širší než během velké hospodářské recese. Po prudkém poklesu během prvních dvou čtvrtletí roku 2020 by hospodářská aktivita ve světě měla ve třetím čtvrtletí začít oživovat, v roce 2021 vzrůst o 6,0 % a v roce 2022 o 3,9 %. Dopad na světový obchod bude vážnější, neboť narušení logistiky a uzavřené hranice tento propad zesilují. I přes prudké zhoršení globálního výhledu v červnových projekcích jsou rizika ohrožující tento výhled stále spíše na straně zpomalení. Především se dopad pandemie může projevit jako silnější a dlouhodobější, než se v současnosti očekává.

I když se finanční podmínky v eurozóně od zasedání Rady guvernérů v březnu 2020 o něco uvolnily, nevrátily se na úroveň zaznamenané před rozšířením onemocnění COVID-19 ve světě. Ve sledovaném období (12. března až 3. června 2020) se forwardová křivka průměrné jednodenní sazby v eurech (EONIA) posunula směrem nahoru. U krátkých dob splatnosti je stále inverzní, třebaže méně než 12. března, což signalizuje, že očekávání účastníků trhu, pokud jde o další snížení měnověpolitických sazeb, oslabila a přesunula se více do budoucnosti. I přes měnovou akomodaci poskytovanou prostřednictvím PEPP a dalšími měnovými opatřeními vzrostly ve sledovaném období výnosy z dlouhodobých státních dluhopisů. Ceny rizikových aktiv se částečně zotavily ze ztrát vykázaných v únoru a březnu, a to především v prostředí zlepšení globálního rizikového sentimentu a dojmu, že mezní rizika hrozící světové krize do určité míry zeslábla. Na devizových trzích zůstal efektivní směnný kurz eura víceméně stabilní, přičemž volatilita bilaterálních směnných kurzů odrážela nejistotu spojenou s pandemií COVID-19.

Reálný HDP v eurozóně v prvním čtvrtletí 2020 mezičtvrtletně poklesl o 3,8 % a aktuální údaje ukazují na jeho další výrazný pokles ve druhém čtvrtletí.

Aktuální ekonomické ukazatele a výsledky průzkumů potvrzují prudký pokles hospodářství eurozóny a rychle se zhoršující podmínky na trzích práce. Koronavirová pandemie a nezbytná bezpečnostní opatření citelně postihly zpracovatelský průmysl a služby a zasáhly produkční kapacitu hospodářství eurozóny i domácí poptávku. Poslední ukazatele naznačují určité zlepšení oproti nízkým květnovým hodnotám s tím, jak se části ekonomiky postupně opět otvírají. Hospodářská aktivita v eurozóně by ve třetím čtvrtletí tedy měla s dalším uvolňováním omezení oživit. Podporovat by ji v tom měly příznivé podmínky financování, expanzivní nastavení fiskální politiky a zotavení hospodářské aktivity ve světě, avšak celková rychlost a rozsah tohoto zotavení zůstávají velmi nejisté.

Toto hodnocení se rovněž obecně odráží v makroekonomických projekcích pro eurozónu z června 2020, které sestavili odborníci Euro systému. V základním scénáři projekcí se očekává, že meziroční reálný HDP poklesne v roce 2020 o 8,7 %, v roce 2021 vzroste o 5,2 % a v roce 2022 o 3,3 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2020 sestavenými pracovníky ECB byl výhled růstu reálného HDP upraven pro rok 2020 výrazně směrem dolů o 9,5 procentního bodu, pro rok 2021 o 3,9 procentního bodu směrem nahoru a pro rok 2022 o 1,9 procentního bodu rovněž směrem nahoru. Vzhledem k mimořádné

nejistotě spojené s výhledem obsahují projekce dva alternativní scénáře.¹ Obecně bude pro rozsah poklesu a oživení zásadní délka a účinnost bezpečnostních opatření, úspěšnost politik zaměřených na zmírnění negativního dopadu na příjmy a zaměstnanost a rozsah trvalých následků pro nabídkovou kapacitu a domácí poptávku. Celkově Rada guvernérů vidí bilanci rizik základní projekce spíše na straně hospodářského zpomalení.

Podle předběžného odhadu Eurostatu poklesla meziroční inflace v eurozóně měřená HICP ve srovnání s dubnovou hodnotou 0,3 % v květnu na 0,1 %, což je především důsledkem nižšího růstu cen energií. Na základě aktuálních cen ropy a futures na její ceny bude celková inflace v nadcházejících měsících pravděpodobně do jisté míry dále klesat a do konce roku zůstane slabší. Ve střednědobém horizontu bude oslabená poptávka vyvíjet tlak na pokles inflace, který bude pouze částečně kompenzován tlakem na růst spojeným s omezeními na straně nabídky. Tržní ukazatele dlouhodobějších inflačních očekávání zůstávají na nízkých hodnotách. Zatímco ukazatele inflačních očekávání z výběrových šetření v krátkodobém a střednědobém horizontu poklesly, v dlouhodobějším horizontu byla očekávání zasažena méně.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z června 2020 sestavených odborníky Eurosystemu. Podle základního scénáře těchto projekcí by měla meziroční inflace měřená HICP být v roce 2020 na úrovni 0,3 %, v roce 2021 na úrovni 0,8 % a v roce 2022 na úrovni 1,3 %.

V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2020 sestavenými pracovníky ECB byl výhled inflace měřené HICP revidován pro rok 2020 o 0,8 procentního bodu směrem dolů, pro rok 2021 o 0,6 procentního bodu směrem dolů a pro rok 2022 o 0,3 procentního bodu rovněž směrem dolů. Roční inflace měřená HICP bez započtení cen potravin a energií by měla činit 0,8 % v roce 2020, 0,7 % v roce 2021 a 0,9 % v roce 2022.

Pandemie COVID-19 způsobila prudké zrychlení měnové dynamiky způsobené naléhavou potřebou likvidity, již podniky používají k financování průběžných plateb, a silnou preferencí ekonomických subjektů držet peníze z opatrnostních důvodů. Růst širokých peněz (M3) v dubnu 2020 vzrostl na 8,3 % poté, co v březnu činil 7,5 %. V silném růstu peněz se odráží tvorba bankovních úvěrů způsobená z velké míry náhlým nárůstem poptávky po likviditě v ekonomice. Kromě toho vlivem vysoké hospodářské nejistoty dochází k vyšší držbě peněz z opatrnostních důvodů. Hlavním přispěvatelem tempa růstu širokých peněz nadále zůstává úzký peněžní agregát M1, do kterého spadá většina likvidních forem peněz. Vliv koronaviru na hospodářskou aktivitu se i nadále projevuje na vývoji v oblasti úvěrů poskytovaných soukromému sektoru. Meziroční tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům v dubnu 2020 dále vzrostlo na 6,6 % oproti 5,5 % v březnu, což odráží potřebu podniků financovat průběžné výdaje a provozní kapitál při prudkém poklesu příjmů. Současně vlivem omezené spotřeby kvůli bezpečnostním opatřením, poklesu důvěry a oslabení trhu práce došlo v dubnu k poklesu

¹ Viz „Makroekonomické projekce pro eurozónu sestavené odborníky Eurosystemu, červen 2020“ zveřejněné na internetových stránkách ECB 4. června 2020.

meziročního tempa růstu úvěrů domácnostem z 3,4 % v březnu na 3,0 %. Měnověpolitická opatření Rady guvernérů, a to zejména velice příznivé podmínky cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO III), by měla motivovat banky k poskytování úvěrů všem subjektům ze soukromého sektoru. Společně s opatřeními, jež přijaly vlády jednotlivých zemí a evropské instituce, podporují opatření Rady guvernérů pokračující dostupnost financování, zejména pro ty, kteří jsou dopady koronavirové pandemie zasaženi nejvíce.

Pandemie COVID-19 má výrazný dopad na fiskální politiky v eurozóně.

Bezpečnostní opatření vedla také k nebyvalým souborům fiskálních stimulů zaměřených na zmírnění ekonomického propadu a přípravu na rychlé oživení. V důsledku toho by měl rozpočtový schodek sektoru vládních institucí eurozóny v roce 2020 výrazně vzrůst na 8,5 % HDP v porovnání s 0,6 % v roce 2019. I když by se měl rozpočtový schodek v roce 2021 snížit na 4,9 %, stále se předpokládá, že v roce 2022 dosáhne 3,8 % HDP. Celkové nastavení fiskální politiky v eurozóně by tak v roce 2020 mělo být podle projekcí silně expanzivní, ale v roce 2021 kontrakční, neboť většina podpůrných opatření by v té době měla být již ukončena. Nehledě na záporné fiskální nastavení v roce 2021 zůstane celková fiskální bilance výrazně záporná, přičemž fiskální nástroje budou nadále podporovat hospodářské oživení, a to především prostřednictvím automatických stabilizátorů. Vzhledem k prudkému poklesu hospodářství eurozóny je koordinované a ambiciózní fiskální nastavení nadále zásadní, i když opatření by měla být cílená a přechodná. V této souvislosti je velmi vítán jak soubor tří záchranných sítí o objemu 540 mld. EUR schválený Evropskou radou, tak návrh Evropské komise na plán oživení věnovaný podpoře regionů a sektorů nejvíce postižených pandemií.

Soubor měnověpolitických opatření

Přijetí dodatečných měnověpolitických opatření si vyžádala kombinace dvou hlavních faktorů. Zaprvé, revize inflačního výhledu směrem dolů v souvislosti s pandemií představuje riziko z hlediska mandátu Rady guvernérů v oblasti střednědobého cíle cenové stability. Zadruhé, i když se podmínky na finančních trzích od vyhlášení programu PEPP výrazně stabilizovaly, finanční podmínky pro eurozónu jako celek zůstávají dnes výrazně napjatější než v období před pandemií, přičemž výhled hospodářské aktivity a inflace vyžaduje, aby byly volnější.

Za této situace rozhodla Rada guvernérů 4. června 2020 o souboru měnověpolitických opatření s cílem podpořit probíhající výraznou míru měnové akomodace nezbytnou k tomu, aby se míra inflace v souladu s jejím mandátem znatelně přibližovala ke střednědobým hodnotám pod 2 %, ale blízko této úrovně.

1. Rada guvernérů rozhodla zvýšit krytí v rámci PEPP o 600 mld. EUR na celkových 1 350 mld. EUR. V reakci na revizi inflace směrem dolů v horizontu projekcí v souvislosti s pandemií umožní rozšíření programu PEPP ještě více uvolnit celkové nastavení měnové politiky a podpořit tak podmínky financování v reálné ekonomice, zejména pro podniky a domácnosti. Nákupy budou nadále prováděny pružným způsobem z hlediska času, jednotlivých tříd aktiv

i jurisdikcí. To umožní Radě guvernérů účinně tlumit rizika pro hladkou transmissi měnové politiky.

2. Rada guvernérů rozhodla prodloužit horizont čistých nákupů aktiv v rámci PEPP alespoň do konce června 2021. To víceméně přibližuje horizont nákupů k horizontům dalších měnověpolitických opatření přijatých v reakci na pandemii, jako jsou TLTRO III a nouzové pandemické dlouhodobější refinanční operace (angl. pandemic emergency longer-term refinancing operations – „PELTRO“). V každém případě bude ECB provádět čisté nákupy aktiv v rámci PEPP, dokud Rada guvernérů neusoudí, že etapa koronavirové krize skončila.
3. Rada guvernérů rozhodla reinvestovat splatné jistiny z cenných papírů zakoupených v rámci PEPP alespoň do konce roku 2022. Budoucí postupné ukončování portfolia PEPP bude v každém případě řízeno tak, aby nebylo narušeno odpovídající nastavení měnové politiky. Reinvestice pomohou zabránit riziku nežádoucího ztížení finančních podmínek v době, kdy se ekonomika bude stále zotavovat z pandemického šoku. Současně je vhodné, aby reinvestiční strategie pro program PEPP odrážela jeho dočasný charakter a návaznost na pandemickou nouzovou situaci.
4. Dále budou také pokračovat čisté nákupy v rámci programu APP v měsíčním objemu 20 mld. EUR společně s nákupy v rámci dočasného krytí ve výši dodatečných 120 mld. EUR do konce roku. Rada guvernérů nadále očekává, že měsíční čisté nákupy aktiv v rámci APP 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.
5. Rada guvernérů 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.
6. V neposlední řadě Rada guvernérů rozhodla ponechat základní úrokové sazby ECB beze změny. Očekává se, že zůstanou na současné nebo nižší úrovni do doby, než inflační výhled v horizontu projekcí výrazně konverguje k úrovni dostatečně blízké 2 %, ale pod touto hodnotou, a než se tato konvergence bude konzistentně promítat do vývoje jádrové inflace.

Společně s již zavedeným výrazným měnověpolitickým stimulem podpoří rozhodnutí Rady guvernérů podmínky likvidity a financování v ekonomice, pomohou udržet tok úvěrů pro podniky a domácnosti a přispějí k zachování příznivých podmínek financování pro všechny sektory a jurisdikce s cílem podpořit hospodářské oživení z propadu způsobeného koronavirem. Zároveň v současném rychle se měnícím ekonomickém prostředí zůstává Rada guvernérů plně odhodlána učinit vše nezbytné v rámci svého mandátu, aby v této mimořádně náročné době podpořila všechny obyvatele eurozóny. To se týká především úlohy zajistit, aby se v rámci plnění mandátu Rady guvernérů v oblasti cenové stability její měnová politika promítala do

všech oblastí ekonomiky a všech jurisdikcí. Rada guvernérů je proto nadále připravena všechny své nástroje náležitě přizpůsobit tomu, aby bylo zajištěno udržitelné směřování inflace k jejímu cíli, a to v souladu s jejím závazkem v oblasti symetrického pojetí inflačního cíle.

© 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 3. června 2020.

ISSN 2363-3581
Katalogové číslo EU QB-BQ-20-096-CS-N