



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA  
EUROSYSTEM

# Ekonomický bulletin

6/2020



# Hospodářský a měnový vývoj

## 1 Shrnutí

**Na svém měnověpolitickém zasedání 10. září 2020 Rada guvernérů rozhodla ponechat akomodační nastavení své měnové politiky beze změny.** Aktuální informace ukazují na výrazné, byť ne úplné, zotavení hospodářské aktivity víceméně v souladu s předchozími očekáváními, ale její úroveň zůstává výrazně pod hodnotami z doby před koronavirovou pandemií (COVID-19). I když se aktivita ve zpracovatelském sektoru nadále zlepšuje, dynamika v sektoru služeb v poslední době mírně zpomalila. Síla oživení zůstává spojena s vysokou mírou nejistoty, neboť nadále velmi závisí na dalším vývoji pandemie a úspěšnosti opatření zaměřených na její omezení. Domácí poptávka v eurozóně vykázala výrazné oživení z nízkých úrovní, nicméně zvýšená nejistota spojená s hospodářským výhledem nadále omezuje spotřebitelské výdaje a podnikatelské investice. Celkovou inflaci tlumí nízké ceny energií a slabé cenové tlaky v kontextu snížené poptávky a výrazné stagnace na trhu práce. Pro podporu hospodářského oživení a zajištění cenové stability ve střednědobém horizontu zůstává za této situace nezbytný výrazný měnový stimul. Rada guvernérů proto na svém zasedání 10. září 2020 rozhodla opětovně potvrdit akomodační nastavení své měnové politiky.

## Hodnocení hospodářského a měnového vývoje v době zasedání Rady guvernérů 10. září 2020

**Koronavirová pandemie zůstává pro světovou ekonomiku hlavním zdrojem nejistoty.** Po přechodné stabilizaci kolem poloviny května, která vedla k postupnému rozvolňování omezujících opatření, začal počet nových případů za den v nedávné době opět růst, což podpořilo obavy z razantního návratu koronavirové infekce. Tyto obavy omezují spotřebitelskou důvěru. Aktuální údaje potvrzují, že se hospodářská aktivita ve světě odrazila ve druhém čtvrtletí ode dna a začala oživovat v souladu s postupným uvolňováním omezení od poloviny května. Makroekonomické projekce ze září 2020 sestavené pracovníky ECB očekávají, že reálný HDP ve světě (bez eurozóny) klesne letos o 3,7 % a v roce 2021 vzroste o 6,2 % a v roce 2022 o 3,8 %. Pokles světového obchodu bude vážnější vzhledem k jeho silné procykličnosti zejména během hospodářského poklesu a zvláštnímu charakteru koronavirové krize, která z důvodu omezujících opatření přinesla narušení globálních výrobních řetězců a vyšší obchodní náklady. V důsledku přetrvávající nejistoty spojené s vývojem pandemie zůstávají rizika pro globální výhled spíše na straně hospodářského zpomalení, což může zanechat dlouhodobé škody na světové ekonomice. Další rizika hospodářského zpomalení souvisejí s výsledkem vyjednávání o brexitu, rizikem růstu obchodního protekcionismu a s dlouhodobějšími negativními vlivy na světové dodavatelské řetězce.

**I když se finanční podmínky v eurozóně od zasedání Rady guvernérů v červnu 2020 o něco více uvolnily, zatím se nevrátily na úrovně zaznamenané před**

**koronavirovou pandemií.** Ve sledovaném období (od 4. června do 9. září 2020) se forwardová křivka průměrné jednodenní sazby v EUR (EONIA) mírně posunula směrem dolů, a i když na krátkém konci peněžního trhu byla mírně obrácená, nesignalizuje pevná očekávání, že by se sazby měly v brzké době snížit. Spready výnosů z dlouhodobých státních dluhopisů v eurozóně se v důsledku kombinace měnové a fiskální podpory ve sledovaném období zúžily. O něco vzrostly ceny rizikových aktiv, zejména vlivem celkově příznivějšího krátkodobého výhledu pro vývoj zisků. Na devizových trzích posílil obchodem vážený směnný kurz eura a euro posílilo i vůči americkému dolaru.

**Reálný HDP v eurozóně ve druhém čtvrtletí 2020 poklesl mezičtvrtletně o 11,8 %.** Aktuální údaje a výsledky výběrových šetření naznačují pokračující zotavování hospodářství eurozóny a ukazují na oživení HDP ve třetím čtvrtletí, i když zůstává pod předkrizovou úrovní. Vedle výrazného oživení v průmyslu a službách jsou zde i náznaky jednoznačného oživení spotřeby. V porovnání se zpracovatelským průmyslem dynamika v sektoru služeb v poslední době oslabila, což je patrné i ve výsledcích výběrových šetření za srpen. Pro krátkodobý výhled představuje tempo růstu koronavirové infekce v letních měsících zhoršení. Pokud jde o budoucí vývoj, další udržitelné oživení je nadále vysoce závislé na vývoji pandemie a úspěšnosti opatření proti ní. I když nejistota spojená s vývojem pandemie pravděpodobně bude tlumit sílu oživení na trhu práce i oživení spotřeby a investic, ekonomiku eurozóny by měly podpořit příznivé podmínky financování, expanzivní nastavení fiskální politiky a posilování hospodářské aktivity a poptávky ve světě.

**Toto hodnocení se celkově odráží v makroekonomických projekcích pro eurozónu ze září 2020, které sestavili pracovníci ECB.** Podle těchto projekcí by měl roční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2020 úrovně -8,0 %, v roce 2021 pak 5,0 % a v roce 2022 úrovně 3,2 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z června 2020 sestavenými odborníky Eurosystemu byl výhled růstu reálného HDP pro rok 2020 revidován směrem nahoru a pro rok 2021 i 2022 zůstává prakticky beze změny. Vzhledem k tomu, že výhled provází mimořádná nejistota, jsou součástí projekcí dva alternativní scénáře, mírný a závažný, odpovídající rozdílným předpokladům, pokud jde o vývoj pandemie.<sup>1</sup> Nadále se předpokládá, že převažují rizika pro výhled hospodářského růstu v eurozóně na straně zpomalení. Toto hodnocení z velké míry odráží stále nejistý hospodářský a finanční dopad pandemie.

**Podle předběžného odhadu Eurostatu meziroční inflace v eurozóně měřená HICP ve srovnání s červencovou hodnotou 0,4 % poklesla v srpnu na -0,2 %.** Na základě aktuálních cen ropy a futures na ropu a vzhledem k dočasnému snížení německé DPH bude celková inflace v nadcházejících měsících nejspíš nadále záporná a začátkem roku 2021 se znovu dostane do kladných hodnot. Navíc v krátkodobém výhledu budou cenové tlaky nadále utlumené v důsledku slabé poptávky, nižších mzdových tlaků a posilování směnného kurzu eura, a to i přes určité tlaky na růst cen v důsledku omezení na straně nabídky. Ve střednědobém horizontu bude oživení poptávky podporované akomodační měnovou a fiskální politikou vyvíjet tlak na růst inflace. Tržní ukazatele pro dlouhodobější inflační

<sup>1</sup> Viz „makroekonomické projekce pro eurozónu sestavené pracovníky ECB, září 2020“, zveřejněné na internetových stránkách ECB 10. září 2020.

očekávání se vrátilo na úroveň před pandemií, ale stále zůstávají velmi nevýrazné, zatímco výsledky výběrových šetření zůstávají na nízké úrovni.

**Toto hodnocení se víceméně odráží v makroekonomických projekcích pro eurozónu ze září 2020, které sestavili pracovníci ECB. Podle těchto projekcí by roční inflace měla v roce 2020 dosáhnout úrovně 0,3 %, v roce 2021 úrovně 1,0 % a v roce 2022 pak 1,3 %.** V porovnání s makroekonomickými projekcemi z června 2020 sestavenými odborníky Eurosystemu zůstal výhled inflace pro rok 2020 beze změny, pro rok 2021 byl revidován směrem nahoru a pro rok 2022 zůstává beze změny. Nezměněná projekce růstu cen v roce 2022 v sobě skrývá revizi inflace bez energií a potravin směrem nahoru – ta částečně odráží kladný dopad opatření měnové a fiskální politiky –, která byla z velké části kompenzována revidovaným vývojem cen energií. Roční inflace měřená HICP bez započtení cen energií a potravin by měla činit 0,8 % v roce 2020, 0,9 % v roce 2021 a 1,1 % v roce 2022.

**Koronavirová pandemie nadále výrazně ovlivňovala měnovou dynamiku v eurozóně.** Růst širokých peněz (M3) v červenci 2020 dále zrychlil, a to na 10,2 % poté, co v červnu činil 9,2 %. V silném růstu peněz se odráží tvorba domácích úvěrů, probíhající nákupy aktiv Eurosystemem a opatrnostní faktory, které podporují vyšší upřednostňování likvidity v sektoru držby peněz. K růstu širokých peněz nadále nejvíce přispívá 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. Roční tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům zůstalo v červenci celkově stabilní, když po červnové úrovni 7,1 % dosáhlo 7,0 %. Tato vysoká úroveň odráží zvýšenou poptávku podniků po likviditě k financování jejich průběžných výdajů a provozního kapitálu a k dalšímu vytváření likviditních polštářů, ačkoli díky oživení hospodářské aktivity zaznamenaly určitý vzestup svých příjmů. Meziroční tempo růstu objemu úvěrů poskytnutých domácnostem také zůstalo v červenci beze změny na úrovni 3,0 %. Opatření Rady guvernérů společně s opatřeními, jež přijaly vlády jednotlivých zemí a evropské instituce, budou i nadále podporovat přístup k financování, zejména pro ty, kteří jsou dopady pandemie zasaženi nejvíce.

**Pandemie koronaviru má nadále mimořádně velký dopad na veřejné finance v eurozóně.** Fiskální náklady spojené s opatřeními proti šíření koronaviru jsou ve všech zemích eurozóny velmi výrazné, ačkoli mezi nimi existují rozdíly, pokud jde o zátěž a schopnost reagovat. V důsledku hospodářského útlumu a značné fiskální podpory se předpokládá, že schodek veřejných rozpočtů v eurozóně v roce 2020 významně vzroste na 8,8 % HDP, oproti 0,6 % v roce 2019. Rozpočtový schodek by měl v roce 2021 klesnout na 4,9 % a v roce 2022 na 3,6 % HDP. Rozsáhlá fiskální opatření v roce 2020 vedla k odpovídajícímu zhoršení cyklicky očištěného primárního salda a také k záporné cyklické složce odrážející zhoršení makroekonomické situace. Následné zlepšení by mělo být taženo postupným ukončováním nouzových opatření a zlepšenou cyklickou situací. 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 soubor opatření Evropské komise Next Generation EU o objemu 750 mld. EUR, který má potenciál významně podpořit regiony a sektory nejvíce postižené pandemií.

## Soubor měnověpolitických opatření

Porovnání výsledků ekonomické analýzy se signály z měnové analýzy tedy potvrdilo, že aby se míra inflace zřetelně přibližovala ke střednědobým hodnotám pod 2 %, ale blízko této úrovně, je zapotřebí výrazný stupeň měnové akomodace. V této situaci dne 10. září 2020 Rada guvernérů opět potvrdila soubor stávajících akomodačních měnověpolitických opatření.

1. Základní úrokové sazby ECB rozhodla Rada guvernérů ponechat beze změny. Očekává se, že zůstanou na současné nebo nižší úrovni do doby, než inflační výhled v horizontu projekcí bude výrazně konvergovat k úrovni dostatečně blízké 2 %, ale pod touto hodnotou, a než se tato konvergence bude konzistentně promítat do vývoje jádrové inflace.
2. Rada guvernérů bude pokračovat ve svých nákupech v rámci nouzového pandemického programu nákupu aktiv (angl. pandemic emergency purchase programme – PEPP) s celkovým krytím 1 350 mld. EUR. Tyto nákupy přispívají k uvolnění celkového nastavení měnové politiky a pomáhají tak kompenzovat tlumící efekt pandemie na očekávaný trend vývoje inflace. 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. Čisté nákupy aktiv v rámci PEPP budou prováděny alespoň do konce června 2021 a v každém případě, dokud Rada guvernérů neusoudí, že etapa koronavirové krize skončila. Navíc budou alespoň do konce roku 2022 reinvestovány jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci PEPP. Budoucí postupné ukončování portfolia PEPP bude v každém případě řízeno tak, aby nebylo narušeno odpovídající nastavení měnové politiky.
3. V rámci programu nákupu aktiv (angl. asset purchase programme – APP) budou pokračovat čisté nákupy 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. Navíc hodlá Rada guvernérů 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.
4. V neposlední řadě bude Rada guvernérů také nadále poskytovat dostatečnou likviditu prostřednictvím svých refinančních operací. Zejména v rámci nejnovější operace třetí série cílených dlouhodobějších refinančních operací (angl.

targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III) byl zaznamenán velmi vysoký objem čerpaných prostředků, což podporuje poskytování bankovních úvěrů podnikům a domácnostem.

Měnověpolitická opatření, která Rada guvernérů přijala od počátku března, zásadním způsobem podporují oživení ekonomiky eurozóny a zajišťování střednědobé cenové stability. Především podporují likviditu a podmínky financování v ekonomice, pomáhají udržet tok úvěrů domácnostem a podnikům a přispívají k zachování příznivých podmínek financování pro všechny sektory a jurisdikce. Současně ve stávajícím prostředí zvýšené nejistoty Rada guvernérů pečlivě posoudí dostupné informace, včetně vývoje směnného kurzu, pokud jde o jejich vliv na střednědobý výhled inflace. Rada guvernérů je 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 symetrie inflačního cíle.

© **Evropská centrální banka, 2020**

Poštovní adresa                    60640 Frankfurt am Main, Německo  
Telefon                                +49 69 1344 0  
Internet                                [www.ecb.europa.eu](http://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 9. září 2020.

ISSN                                    2363-3581  
Katalogové číslo EU                QB-BQ-20-006-CS-N