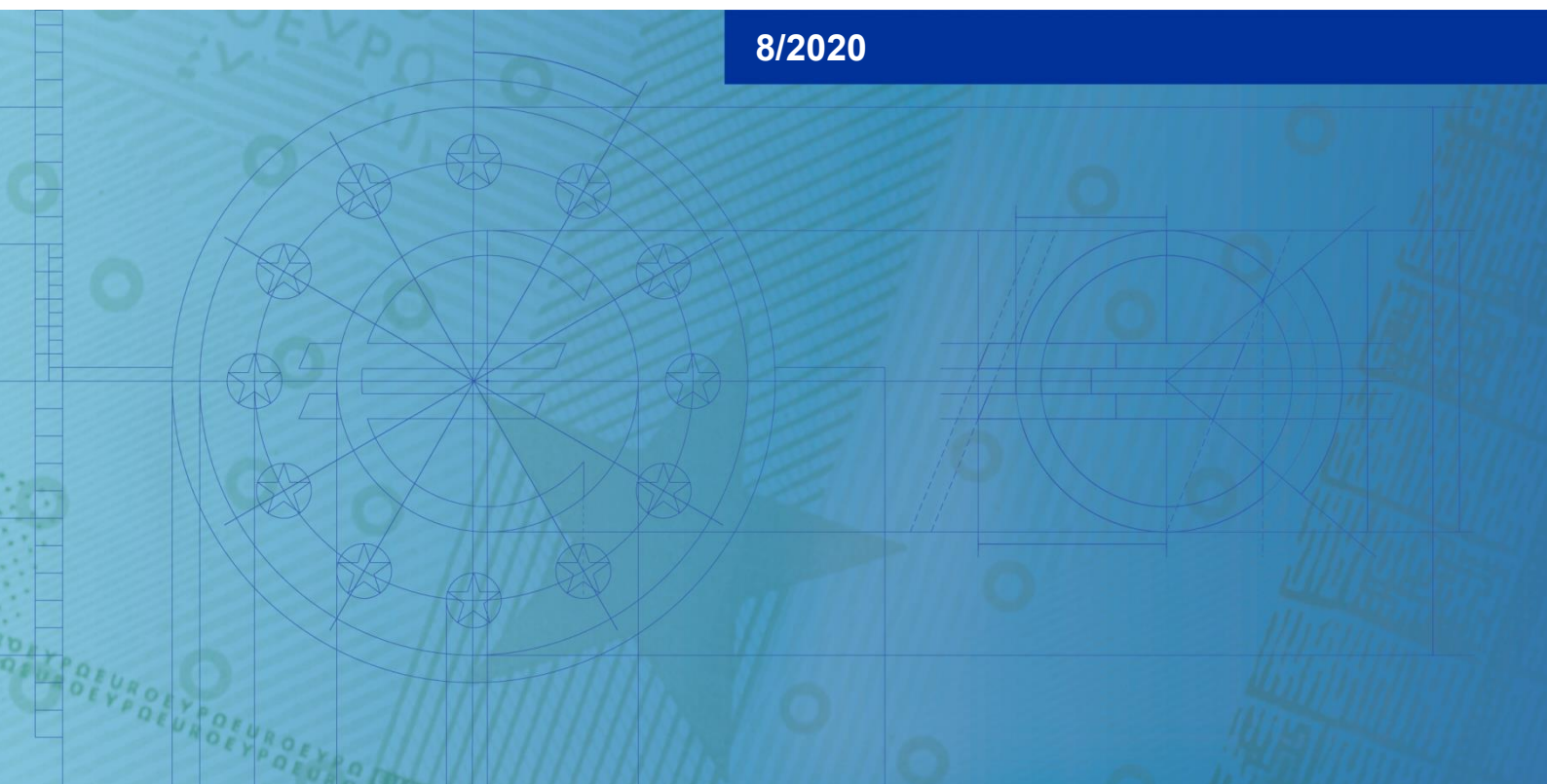




EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

8/2020



Hospodářský a měnový vývoj

Shrnutí

Na svém měnověpolitickém zasedání 10. prosince 2020 Rada guvernérů rozhodla změnit nastavení svých měnověpolitických nástrojů. Zatímco oživení hospodářské aktivity ve třetím čtvrtletí bylo silnější, než se očekávalo, a perspektiva zahájení vakcinace je povzbudivá, pandemie koronaviru (COVID-19) nadále představuje vážná rizika pro veřejné zdraví a ekonomiky v eurozóně i jinde ve světě. Opětný vzestup počtu případů COVID-19 a související omezující opatření významně tlumí hospodářskou aktivitu v eurozóně a lze očekávat, že její úroveň ve čtvrtém čtvrtletí 2020 klesla. Zatímco ve zpracovatelském průmyslu se aktivita nadále vyvíjela příznivě, ve službách je výrazně bržděna rostoucí mírou šíření nákazy a novými omezeními sociálního styku a mobility. Inflace zůstává velmi nízká v souvislosti se slabou poptávkou a značnou úrovní nevyužitých kapacit na trhu práce a trhu zboží a služeb. Aktuální údaje a projekce odborníků Eurosystemu z prosince 2020 celkově naznačují znatelnější dopad pandemie na ekonomiku v blízkém horizontu a déletrvající oslabení inflace, než se dříve očekávalo. V této situaci Rada guvernérů na svém zasedání 10. prosince 2020 rozhodla změnit nastavení svých měnověpolitických nástrojů.

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

Světová ekonomika ve třetím čtvrtletí 2020 zaznamenala výrazné zotavení následované pokračující dynamikou růstu na začátku čtvrtého čtvrtletí, krátkodobý hospodářský výhled je však obestřen nepříznivými faktory. I když nedávné zprávy o vývoji účinných vakcín proti koronaviru vyvolaly na finančních trzích optimismus, krátkodobý hospodářský výhled ve světě zůstává vlivem pandemie zastřený. Výrazný nárůst počtu nových případů nákazy nemocí COVID-19 zejména v rozvinutých ekonomikách způsobil opětovné zavedení omezujících opatření, i když z hlediska hospodářské aktivity jsou tato opatření vnímána jako méně rušivá než opatření zavedená během první vlny pandemie. Makroekonomické projekce z prosince 2020 sestavené odborníky Eurosystemu očekávají, že reálný HDP ve světě (bez eurozóny) letos klesne o 3,0 %, v roce 2021 pak vzroste o 5,8 %, v roce 2022 o 3,9 % a v roce 2023 o 3,6 %. Světový obchod (bez eurozóny) klesl v roce 2020 citelněji než reálný HDP, ale očekává se, že v roce 2021 znatelněji vzroste. To odráží především výraznější procykličnost obchodu, a to zejména během hospodářského poklesu. Očekává se, že tyto nepříznivé vlivy budou v kontextu nedávného opětovného zhoršení epidemické situace méně závažné. Bilance rizik spojených s globálním ekonomickým výhledem je vnímána jako méně záporná, než se dříve očekávalo, neboť vzhledem k novým zprávám o možné úspěšnosti několika vakcín je naplnění vážného scénáře méně pravděpodobné.

Celkově se finanční podmínky v eurozóně od zasedání Rady guvernérů v září 2020 o něco více uvolnily, a to v prostředí zlepšeného rizikového sentimentu díky kladným zprávám o vakcínách.

Forwardová křivka průměrné jednodenní sazby v EUR (EONIA) ve sledovaném období (od 10. září do 9. prosince 2020) mírně kolísala, nakonec však zůstala víceméně beze změny. Tento vývoj odráží obavy z rychlého šíření nákazy COVID-19 v Evropě oproti pozitivním zprávám o vývoji vakcín. Křivka je na krátkém konci nadále jen mírně inverzní. Výnosy z dlouhodobých státních dluhopisů a jejich rozpětí v eurozóně v tomto období výrazně poklesly, a to při očekávaném pokračování měnové a fiskální podpory spolu se zlepšením rizikového sentimentu ve světě, především v důsledku zpráv o úspěšných testech vakcín. Tomu odpovídající nárůst zaznamenaly ceny rizikových aktiv. Na devizových trzích mírně oslabil obchodem vážený směnný kurz eura.

Po prudkém poklesu v první polovině roku 2020 reálný HDP eurozóny výrazně oživil a ve třetím čtvrtletí vzrostl mezičtvrtletně o 12,5 %, zůstal však výrazně pod úrovní před vypuknutím pandemie.

Druhá vlna pandemie a související zpřísnění omezujících opatření od poloviny října by měly vést k opětovnému výraznému poklesu hospodářské aktivity ve čtvrtém čtvrtletí, i když v daleko menším rozsahu než ve druhém čtvrtletí letošního roku. Hospodářský vývoj je napříč sektory nadále nevyrovnaný. Aktivita v sektoru služeb je novými omezeními společenského kontaktu a mobility více postižena než aktivita v průmyslovém sektoru. Přestože opatření fiskální politiky podporují podniky a domácnosti, spotřebitelé zůstávají vzhledem k pandemii a jejím dopadům na zaměstnanost a příjmy obezřetní. Slabší podnikové rozvahy a nejistota ohledně hospodářského výhledu navíc utlumují podnikatelské investice. Pokud jde o další vývoj, větší důvěru v předpokládané postupné řešení této zdravotní krize umožňuje nedávný pokrok ve vývoji vakcín proti COVID-19. Dosažení široké imunity však určitý čas potrvá a nelze vyloučit další opakované nárůsty počtu nově nakažených, což by mělo dopady na veřejné zdravotnictví a ekonomickou perspektivu. Ve střednědobém horizontu by oživení ekonomiky eurozóny měly podporovat příznivé podmínky financování, expanzivní nastavení fiskální politiky a oživení poptávky s tím, jak se omezení budou rušit a nejistota ustoupí.

Toto hodnocení se víceméně promítá do základního scénáře

makroekonomických projekcí pro eurozónu z prosince 2020 sestavených odborníky Eurosystemu.

Podle těchto projekcí by roční tempo růstu reálného HDP mělo činit -7,3 % v roce 2020, 3,9 % v roce 2021, 4,2 % v roce 2022 a 2,1 % v roce 2023. V porovnání s makroekonomickými projekcemi ze září 2020, které sestavili pracovníci ECB, byl výhled hospodářské aktivity v krátkodobém horizontu revidován směrem dolů, ve střednědobém horizontu se však předpokládá jeho plošné zotavení na úroveň základního scénáře zářijových projekcí. Celkově je výhled hospodářského růstu v eurozóně nadále spojen spíše s riziky hospodářského zpomalení, tato rizika jsou však nyní méně výrazná. I když jsou zprávy o možnosti zahájení vakcinace povzbudivé, rizika hospodářského zpomalení nadále souvisí s dopady pandemie na ekonomické a finanční podmínky.

Podle předběžného odhadu Eurostatu dosáhla v listopadu meziroční inflace v eurozóně nezměněné úrovně -0,3 %. Na základě vývoje cen ropy a vzhledem

k dočasnému snížení sazby DPH v Německu bude celková inflace v nadcházejících měsících nejspíš nadále záporná, a to až do počátečního období roku 2021.

Následně by měla vzrůst v důsledku ukončení přechodného snížení DPH v Německu a posilujícího vlivu srovnávací základny pro růst cen energií. Současně by měly základní cenové tlaky zůstat utlumené v důsledku slabé poptávky, a to zejména v cestovním ruchu a v souvisejících sektorech, i nízkých mzdových tlaků a historicky vysoké úrovně efektivního směnného kurzu eura. Jakmile dopad pandemie odezní, bude ve střednědobém horizontu na růst inflace působit oživení poptávky podporované akomodačním nastavením fiskální a měnové politiky. Tržní ukazatele a ukazatele dlouhodobějších inflačních očekávání na základě výběrových šetření zůstávají na nízkých hodnotách.

Toto hodnocení se víceméně odráží v základním scénáři makroekonomických projekcí pro eurozónu z prosince 2020 sestavených odborníky Eurosystemu.

Podle těchto projekcí by roční inflace měla být v roce 2020 na úrovni 0,2 %, v roce 2021 na úrovni 1,0 %, v roce 2022 na úrovni 1,1 % a v roce 2023 na úrovni 1,4 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi ze září 2020 sestavenými pracovníky ECB byl výhled inflace pro rok 2020 i 2022 revidován směrem dolů. Roční inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin by měla činit 0,7 % v roce 2020, 0,8 % v roce 2021, 1,0 % v roce 2022 a 1,2 % v roce 2023.

Měnovou dynamiku v eurozóně nadále ovlivňovala pandemie koronaviru. Růst širokých peněz (M3) zůstal v říjnu 2020 víceméně beze změny na úrovni 10,5 %. Silný růst peněžní zásoby byl podporován probíhajícími nákupy aktiv Eurosystemem, které se staly největším zdrojem tvorby peněz. V prostředí stále zvýšeného upřednostňování likvidity a nízkých nákladů příležitosti držby nejlikvidnějších forem peněz je úzký peněžní agregát M1 nadále hlavním přispěvatelem tempa růstu širokých peněz. Úvěrování soukromého sektoru se stabilizovalo, i když stále vykazovalo vyšší tempa růstu v porovnání s hodnotami před pandemií COVID-19. Meziroční tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům se v říjnu snížilo na 6,8 % v porovnání se 7,1 % v září. K tomuto zpomalení došlo v kontextu klesající potřeby nouzové likvidity, slabých investic a napjatějších podmínek úvěrování podniků. Meziroční tempo růstu objemu úvěrů poskytnutých domácnostem dosáhlo v říjnu úrovně 3,1 % a oproti září se nezměnilo. Opatření Rady guvernérů společně s opatřeními, jež přijaly vlády jednotlivých zemí a evropské instituce, jsou pro podporu poskytování bankovních úvěrů a přístupu k financování stále nezbytné, a to zejména pro ty, kteří jsou dopady pandemie zasaženi nejvíce.

Výrazná fiskální podpora zmírnila značný negativní dopad pandemie koronaviru na reálnou ekonomiku. Fiskální náklady této podpory jsou ve všech zemích eurozóny mohutné, ačkoli mezi jednotlivými zeměmi jsou značné rozdíly. V důsledku hospodářského útlumu a fiskální podpory se v makroekonomických projekcích z prosince 2020, které sestavili odborníci Eurosystemu, předpokládá, že schodek veřejných rozpočtů v eurozóně v roce 2020 výrazně vzroste na 8,0 % HDP oproti 0,6 % v roce 2019. Následně se očekává, že rozpočtový schodek klesne v roce 2021 na 6,1 %, v roce 2022 na 3,9 % a v roce 2023 na 3,0 %. Lepších výsledků by mělo být dosaženo postupným ukončováním nouzových omezujících opatření, přičemž cyklická složka se bude výrazně zlepšovat až od roku 2022.

Vzhledem k prudkému poklesu hospodářství eurozóny je koordinované a ambiciózní fiskální nastavení nadále zásadní, i když fiskální opatření by měla být cílená a přechodná. Slabá poptávka podniků a domácností a zvýšené riziko opožděného oživení v prostředí nových lockdownů v důsledku druhé vlny pandemie současně vyžadují stálou podporu ze strany fiskálních politik jednotlivých zemí. Fiskální opatření zavedená na vnitrostátní úrovni doplňuje fond Next Generation EU, který přispěje k rychlejšímu, silnějšímu a rovnoměrnějšímu oživení a zvýší hospodářskou odolnost a potenciál růstu ekonomik členských států EU, zejména budou-li tyto finanční prostředky použity na produktivní veřejné výdaje a budou-li doprovázeny strukturálními politikami zvyšujícími produktivitu.

Soubor měnověpolitických opatření

Vzhledem k hospodářskému dopadu opětovného nástupu pandemie a z toho vyplývajícimu delšímu oslabení inflace Rada guvernérů 10. prosince 2020 změnila nastavení nástrojů měnové politiky tak, aby byly během trvání pandemie zachovány příznivé podmínky financování, což v konečném důsledku podpoří hospodářskou aktivitu a výrazné přibližování inflace ke střednědobým hodnotám pod 2 %, ale blízko této úrovně.

1. Základní úrokové sazby ECB rozhodla Rada guvernérů ponechat beze změny. Očekává se, že na současné nebo nižší úrovni zůstanou do doby, než se výhled inflace v horizontu projekcí výrazně přiblíží k úrovni dostatečně blízke 2 %, ale pod touto hodnotou, a toto přiblížení se konzistentně promítne do vývoje jádrové inflace.
2. Rada guvernérů rozhodla zvýšit krytí v rámci nouzového pandemického programu nákupu aktiv (angl. pandemic emergency purchase programme – PEPP) o 500 mld. EUR na celkových 1 850 mld. EUR. Dále prodloužila horizont čistých nákupů v rámci PEPP alespoň do konce března 2022. V každém případě bude Eurosystem provádět čisté nákupy, dokud Rada guvernérů neusoudí, že etapa koronavirové krize skončila. Nákupy v rámci PEPP bude Eurosystem provádět proto, aby byly během tohoto delšího období zachovány příznivé podmínky financování. Nákupy bude přizpůsobovat tržním podmínkám a provádět je tak, aby předešel zpřísnění podmínek financování, které by neodpovídaly úsilí zabránit tlumícímu efektu pandemie na očekávaný vývoj inflace. Flexibilita nákupů v čase, napříč třídami aktiv a mezi jurisdikcemi bude navíc nadále podporovat hladkou transmissi měnové politiky. Pokud lze příznivé podmínky financování udržet při tocích nákupů aktiv, které během horizontu čistých nákupů v rámci PEPP krytí nevyčerpají, není třeba je využít v plné výši. U krytí lze rovněž v případě nutnosti změnit nastavení, aby byly příznivé podmínky financování zachovány a pomohly tak čelit dopadu záporného pandemického šoku na vývoj inflace. Prodloužení nákupů v rámci programu PEPP po delší období odráží dlouhotrvající dopad pandemie na ekonomiku a inflaci. Umožňuje nepřetržitou přítomnost na trhu a trvalejší podporu vyplývající z měnového stimulu Rady guvernérů. Zachování příznivých podmínek financování během pandemie pomůže snížit nejistotu a posílit

důvěru, což povzbudí výdaje spotřebitelů a investice podniků, a v konečném důsledku podpoří hospodářské oživení a napomůže kompenzovat tlumící dopad pandemie na očekávaný vývoj inflace. V neposlední řadě Rada guvernérů také rozhodla prodloužit období reinvestic jistin ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci PEPP alespoň do konce roku 2023. Budoucí postupné ukončování portfolia PEPP bude v každém případě řízeno tak, aby nebylo narušeno odpovídající nastavení měnové politiky.

3. Rada guvernérů přikročila k další změně nastavení podmínek třetí série cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO III). Konkrétně rozhodla prodloužit o dvanáct měsíců období, po které budou uplatňovány značně příznivější podmínky, a to do června 2022. Dále Rada guvernérů provede mezi červnem a prosincem 2021 tři dodatečné operace. Navíc Rada guvernérů rozhodla zvýšit celkovou částku, kterou si budou protistrany oprávněny vypůjčit v operacích TLTRO III, z 50 % na 55 % objemu jejich způsobilých úvěrů. Za účelem poskytnutí pobídky bankám, aby udržely stávající úroveň bankovních úvěrů, budou nově nastavené podmínky výpůjček v rámci TLTRO III dány k dispozici pouze bankám plnícím nový cíl výkonnosti při poskytování úvěrů. Prodloužení období nízkých úrokových sazeb v rámci TLTRO III v souvislosti s pandemií, zahrnutí dalších operací a nárůst částky, kterou si lze potenciálně vypůjčit, zachová bankám velmi atraktivní podmínky financování. Také díky tomu bude zajištěno, že budou moci nadále nabízet úvěry za příznivých podmínek a mít dostatečnou likviditu pro poskytování úvěrů domácnostem a podnikům.
4. Rada guvernérů rozhodla prodloužit do června 2022 trvání souboru opatření na zmírnění požadavků na zajištění přijatých Radou guvernérů 7. a 22. dubna 2020. Prodloužení těchto opatření nadále zajistí, že banky budou moci v plném rozsahu využívat likviditní operace Eurosystemu a především nově nastavené TLTRO. Rada guvernérů přehodnotí do června 2022 opatření k uvolnění zajištění a zajistí tak, že účast protistran Eurosystemu na operacích TLTRO III nebude nepříznivě ovlivněna.
5. Rada guvernérů dále rozhodla nabídnout v roce 2021 čtyři další nouzové pandemické dlouhodobější refinanční operace (angl. pandemic emergency longer-term refinancing operations – PELTRO), které budou nadále poskytovat účinný mechanismus jistění.
6. Čisté nákupy v rámci programu nákupu aktiv (asset purchase programme – APP) budou pokračovat v měsíčním objemu 20 mld. EUR. 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. Rada guvernérů navíc 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 bude nezbytné k udržení příznivých podmínek likvidity a výrazné míry měnové akomodace.

7. Repo facilita Eurosystemu pro centrální banky (EUREP) a všechny dočasné swapové operace a repo linky s centrálními bankami mimo eurozónu budou prodlouženy do března 2022.
8. Rada guvernérů rozhodla, že bude pokračovat v provádění svých pravidelných úvěrových operací prostřednictvím nabídkových řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením za převládajících podmínek tak dlouho, jak to bude nutné.

Měnověpolitická opatření, která Rada guvernérů přijala, přispějí k zachování příznivých podmínek financování během pandemie a podpoří tak tok úvěrů do všech sektorů hospodářství, podpoří ekonomickou aktivitu a zajistí stabilitu cen ve střednědobém horizontu. Nejistota současně zůstává vysoká, i pokud jde o dynamiku pandemie a časový průběh zahájení vakcinace. Rada guvernérů bude také nadále sledovat změny směnného kurzu, pokud jde o jejich možný dopad na střednědobý výhled inflace. Rada guvernérů je tak 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

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. prosince 2020.

ISSN 2363-3581
Katalogové číslo EU QB-BQ-20-008-CS-N