



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

2/2021



Hospodářský a měnový vývoj

Shrnutí

I když by se celková hospodářská situace měla během roku 2021 zlepšovat, nejistota spojená s hospodářským výhledem v blízkém horizontu přetrvává, a to především pokud jde o vývoj koronavirové pandemie (COVID-19) a rychlost vakcinačních programů. Hospodářskou aktivitu ve světě i v eurozóně podporuje oživení světové poptávky a dodatečná fiskální opatření. Na hospodářskou aktivitu v eurozóně však mají v krátkodobém horizontu nepříznivý vliv dlouhodobě vysoké míry koronavirové infekce, šíření mutací viru a s tím související prodlužování a zpřísnění omezujících opatření. Pokud jde o další vývoj, probíhající očkování společně s předpokládaným postupným rozvolňováním omezujících opatření jsou základem pro očekávání solidního oživení hospodářské aktivity během roku 2021. Inflace v posledních měsících oživila především vlivem některých přechodných faktorů a růstu cen energií. Současně zůstávají základní cenové tlaky utlumené v souvislosti se slabou poptávkou a značnou úrovní nevyužitých kapacit na trhu práce a trhu zboží a služeb. I když poslední projekce pracovníků ECB předpokládají postupný růst základních inflačních tlaků, potvrzují, že střednědobý výhled inflace zůstává v porovnání s projekcemi z prosince 2020 víceméně beze změny a pod úrovní inflačního cíle Rady guvernérů.

Za těchto podmínek je nadále nezbytné zachovat během pandemie příznivé podmínky financování. Ty Rada guvernérů vyhodnocuje pomocí komplexního souboru ukazatelů s mnoha aspekty prostupujícími celý řetězec transmise měnové politiky – od bezrizikových úrokových sazeb a výnosů státních dluhopisů po výnosy podnikových dluhopisů a úvěrové podmínky bank. Tržní úrokové sazby od začátku roku vzrostly, a z hlediska celkových podmínek financování tak představují riziko. Banky používají bezrizikové úrokové sazby a výnosy státních dluhopisů jako klíčové referenční ukazatele pro určování úvěrových podmínek. Je-li růst těchto tržních úrokových sazeb značný a dlouhodobější, může se promítnout do předčasného zpřísnění podmínek financování ve všech sektorech hospodářství, pokud bude ponechán bez odezvy. To je nežádoucí v době, kdy je stále třeba zachovat příznivé podmínky financování s cílem snížit nejistotu a posílit důvěru, a podpořit tak hospodářskou aktivitu a zajistit cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu. S ohledem na tyto skutečnosti a na základě společného hodnocení podmínek financování a inflačního výhledu Rada guvernérů očekává, že tempo provádění nákupů v rámci nouzového pandemického programu nákupu aktiv (angl. pandemic emergency purchase programme – PEPP) bude v příštím čtvrtletí výrazně vyšší než v prvních měsících tohoto roku.

Hodnocení hospodářského a měnového vývoje v době zasedání Rady guvernérů 11. března 2021

Světová ekonomika se z recese vyvolané koronavirovou pandemií zotavila rychleji, než se očekávalo v makroekonomických projekcích z prosince 2020 sestavených odborníky Eurosystemu.

Mezitím však zesílily překážky růstu s tím, jak se na přelomu roku pandemie zhoršila. Nárůst počtu nově infikovaných vedl vlády, zejména v rozvinutých ekonomikách, k obnovení přísných lockdownů.

O negativním dopadu těchto opatření na růst světové ekonomiky již svědčí aktuální údaje. Pokud jde o další ekonomický vývoj, pandemie nadále zůstává klíčovým faktorem. Tempo očkování postupně narůstá, i když v jednotlivých zemích se liší. Míra imunizace je však stále příliš nízká, takže omezující opatření nemohou být zrušena. Výhled pro mezinárodní prostředí eurozóny v tomto roce podporují soubor fiskálních stimulačních opatření, přijatých ve Spojených státech v prosinci loňského roku, a obchodní dohoda mezi EU a Spojeným královstvím. Růst světového HDP (bez eurozóny) by měl v roce 2021 dosáhnout 6,5 % a v roce 2022 by měl zpomalit na 3,9 % a v roce 2023 na 3,7 %. Přitom se odhaduje, že v roce 2020 klesl HDP ve světě o 2,4 %. Obchodní dohoda mezi EU a Spojeným královstvím a předpokládané silnější zotavení v rozvinutých ekonomikách vysvětlují revize zahraniční poptávky v eurozóně směrem nahoru. Letos se očekává nárůst o 8,3 %, v roce 2022 o 4,4 % a v roce 2023 o 3,2 %, což znamená revizi směrem nahoru ve výši 1,7 procentního bodu v roce 2021 a 0,3 procentního bodu v roce 2022. Rizika pro základní projekce růstu světové ekonomiky jsou spíše na straně zrychlení, jelikož dodatečný fiskální stimul zamýšlený prezidentem Bidenem představuje značné riziko vyššího růstu. Modelové simulace ukazují, že jeho důsledkem bude ve Spojených státech zvýšení reálného HDP o 2–3 % a ekonomika předčí svůj potenciál, ačkoli dopad na inflaci bude pravděpodobně mírný.

Finanční podmínky v eurozóně se od posledního zasedání Rady guvernérů v prosinci 2020 poněkud zpřísnily, a to v prostředí pozitivního rizikového sentimentu.

Ve sledovaném období (10. prosince 2020 až 10. března 2021) se forwardová křivka průměrné jednodenní sazby v eurech (EONIA) posunula směrem nahoru a zestrměla. V současné době nenaznačuje, že by se v nejbližší době očekávalo snížení sazeb. Výnosové spready státních dluhopisů v eurozóně zůstávají stabilní, jelikož impulzem pro růst výnosů bylo zvýšení bezrizikových sazeb, podpořené výrazným rizikovým sentimentem vycházejícím z měnového a fiskálního stimulu. Tomu odpovídající nárůst zaznamenaly ceny rizikových aktiv. Na devizových trzích mírně oslabil nominální efektivní směnný kurz eura.

Po silném oživení hospodářského růstu ve třetím čtvrtletí roku 2020 poklesl reálný HDP v eurozóně ve čtvrtém čtvrtletí o 0,7 %.

Pokud jde o celý rok, podle odhadů poklesl reálný HDP v roce 2020 o 6,6 %, přičemž úroveň hospodářské aktivity ve čtvrtém čtvrtletí uvedeného roku by měla být 4,9 % pod svou úroveň před pandemií na konci roku 2019. Aktuální ekonomické údaje, výsledky šetření a vysokofrekvenční ukazatele naznačují pokračující hospodářské oslabení v prvním čtvrtletí roku 2021, vyvolané přetrvávající pandemií a s ní souvisejícími omezujícími opatřeními. V důsledku toho je pravděpodobné, že se reálný HDP v prvním čtvrtletí roku 2021 opět sníží. Hospodářský vývoj je v jednotlivých zemích a sektorech nadále

rozdílný, přičemž sektor služeb je omezením společenského kontaktu a mobility postižen více než sektor průmyslu, který se zotavuje rychleji. I když opatření fiskální politiky podporují domácnosti a podniky, spotřebitelé zůstávají vzhledem k pandemii a jejímu dopadu na zaměstnanost a příjmy obezřetní. Navíc slabší podnikové rozvahy a zvýšená nejistota ohledně hospodářského výhledu stále tlumí podnikatelské investice.

Pokud jde o další vývoj, probíhající programy vakcinace společně s postupným rozvolňováním omezujících opatření, pokud nedojde k dalšímu nepříznivému vývoji souvisejícímu s pandemií, podporují očekávání solidního oživení hospodářské aktivity během roku 2021. Ve střednědobém horizontu by oživení ekonomiky eurozóny měly podporovat příznivé podmínky financování, expanzivní nastavení fiskální politiky a oživení poptávky s tím, jak se omezující opatření budou postupně rušit.

Toto hodnocení se víceméně promítá do základního scénáře makroekonomických projekcí pro eurozónu z března 2021 sestavených pracovníky ECB. Podle těchto projekcí by měl roční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2021 úrovně 4,0 %, v roce 2022 výše 4,1 % a v roce 2023 pak 2,1 %. Oproti makroekonomickým projekcím z prosince 2020 sestaveným odborníky Eurosystemu zůstává výhled hospodářské aktivity v podstatě beze změny.

Obecně jsou rizika vztahující se k růstovému výhledu eurozóny ve střednědobém horizontu více vyvážená, v blízkém horizontu však přetrvávají rizika hospodářského zpomalení. Na jednu stranu jsou povzbuzující lepší vyhlídky ohledně světové poptávky, posílené značným fiskálním stimulem, a pokrok ve vakcinačních programech. Naproti tomu pokračující pandemie – včetně šíření mutací viru – a její důsledky pro hospodářské a finanční podmínky zůstávají nadále zdrojem rizika zpomalení růstu.

Meziroční inflace v eurozóně v lednu a únoru 2021 prudce vzrostla na 0,9 % poté, co v prosinci 2020 činila -0,3 %. Nárůst celkové inflace odráží několik idiosynkratických faktorů, jako je ukončení dočasné snížené sazby DPH v Německu, opožděný nástup výprodejů v některých zemích eurozóny a dopad silnějších změn vah HICP pro rok 2021, než je obvyklé, a dále vyšší růst cen energií. Na základě současných cen futures na ropu je pravděpodobné, že celková inflace v následujících měsících vzroste, ale po celý rok se očekává určitá volatilita odrážející měnící se dynamiku faktorů, které inflaci v současné době posilují. Lze očekávat, že vliv těchto faktorů na meziroční míru inflace bude začátkem příštího roku odeznívat. Během letošního roku by se měly základní cenové tlaky do určité míry zvýšit v důsledku současných omezení na straně nabídky a oživení domácí poptávky, ačkoli by měly zůstat celkově tlumené, což bude rovněž odrážet nízké mzdové tlaky a předchozí posilování eura. Jakmile dopad pandemie odezní, bude k postupnému růstu inflace ve střednědobém horizontu přispívat pokles vysoké míry nevyužitých kapacit, podporovaný akomodačním nastavením fiskální a měnové politiky. Ukazatele založené na výběrových šetřeních a tržní ukazatele dlouhodobějších inflačních očekávání zůstávají nevýrazné, ačkoli tržní ukazatele nadále postupně rostou.

Toto hodnocení se víceméně odráží v základním scénáři makroekonomických projekcí pro eurozónu z března 2021 sestavených pracovníky ECB. Podle těchto projekcí by měla být roční inflace v roce 2021 na úrovni 1,5 %, v roce 2022 na úrovni 1,2 % a v roce 2023 na úrovni 1,4 %. Ve srovnání s makroekonomickými projekcemi z prosince 2020 sestavenými odborníky Eurosystemu byl výhled inflace pro rok 2021 a 2022 revidován směrem nahoru, a to do velké míry v důsledku dočasných faktorů a vyššího růstu cen energií, zatímco pro rok 2023 zůstává beze změny. Inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin by měla v roce 2021 činit 1,0 %, v roce 2022 pak 1,1 % a následně v roce 2023 vzrůst na 1,3 %.

Dynamika měnového vývoje v eurozóně nadále odrážela dopad koronavirové pandemie. Růst širokých peněz (M3) dosáhl v lednu 2021 úrovně 12,5 % poté, co v prosinci 2020 činil 12,4 % a v listopadu 11,0 %. Silný růst peněžní zásoby byl nadále podporován probíhajícími nákupy aktiv Eurosystemem, které zůstávají největším zdrojem tvorby peněz. V prostředí stále zvýšeného upřednostňování likvidity a nízkých nákladů příležitosti držby nejlikvidnějších forem peněz je nadále hlavním přispěvatelem tempa růstu širokých peněz úzký peněžní agregát M1. Vývoj úvěrování soukromého sektoru byl charakterizován o něco slabším objemem úvěrů nefinančním podnikům a odolnou úrovní úvěrů domácnostem. Měsíční tok úvěrů nefinančním podnikům pokračoval ve zmírňování pozorovaném od konce léta. Roční tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům zároveň zůstalo víceméně beze změny na 7,0 % poté, co v prosinci dosáhlo 7,1 %, a stále odráželo velmi silný nárůst poskytnutých úvěrů v první polovině roku. Meziroční tempo růstu objemu úvěrů domácnostem zůstalo v lednu na celkově stabilní úrovni 3,0 % poté, co v prosinci dosáhlo 3,1 %, a to při solidním kladném měsíčním toku. Opatření Rady guvernérů společně s opatřeními, jež přijaly vlády jednotlivých zemí a další evropské instituce, celkově zůstávají nezbytná pro podporu poskytování bankovních úvěrů a přístupu k financování, zejména pro ty, kteří jsou pandemií zasaženi nejvíce.

V důsledku velmi prudkého hospodářského poklesu během koronavirové pandemie, doprovázeného bezprecedentně silnou fiskální reakcí, se odhaduje, že schodek veřejných rozpočtů v eurozóně v roce 2020 vzrostl na 7,2 % HDP oproti 0,6 % v roce 2019. Makroekonomické projekce sestavené v březnu 2021 pracovníky ECB předpokládají, že rozpočtový schodek klesne v roce 2021 na 6,1 % HDP a na konci horizontu projekcí v roce 2023 na 2,4 %. I když se tím dluh veřejného sektoru v eurozóně zvýší v roce 2023 na 95 % HDP, což je zhruba o 11 procentních bodů více než před krizí, je třeba poznamenat, že nepříznivý dopad na fiskální pozici bude pravděpodobně o něco menší, než se všeobecně očekávalo v počáteční fázi pandemie. Přesto bude nadále nezbytné ambiciózní a koordinované nastavení fiskální politiky. Za tímto účelem by měly ekonomiku nadále podporovat fiskální politiky v jednotlivých státech vzhledem ke slabé poptávce podniků a domácností v důsledku probíhající pandemie a souvisejících omezujících opatření. Jako doplněk bude hrát jednu z klíčových úloh soubor opatření Next Generation EU tím, že přispěje k rychlejšímu, silnějšímu a rovnoměrnějšímu oživení. Zvýší hospodářskou odolnost a růstový potenciál ekonomik členských států EU, zejména pokud budou tyto finanční prostředky použity na produktivní veřejné výdaje při uplatňování strukturálních politik zvyšujících produktivitu.

Měnová rozhodnutí

Rada guvernérů přijala 11. března 2021 následující rozhodnutí s cílem zachovat během pandemie příznivé podmínky financování pro všechny sektory ekonomiky, aby tak podpořila hospodářskou aktivitu a ve střednědobém horizontu zajistila cenovou stabilitu.

1. Rada guvernérů rozhodla pokračovat v čistých nákupech aktiv v rámci nouzového pandemického programu nákupu aktiv s celkovým krytím ve výši 1 850 mld. EUR alespoň do konce března 2022 a v každém případě, dokud neusoudí, že etapa koronavirové krize skončila. Na základě společného hodnocení podmínek financování a inflačního výhledu Rada guvernérů očekává, že tempo provádění nákupů v rámci PEPP bude v příštím čtvrtletí výrazně rychlejší než v prvních měsících tohoto roku. Nákupy bude Rada guvernérů přizpůsobovat tržním podmínkám a provádět tak, aby předešla zpřísnění podmínek financování, které by neodpovídalo úsilí zabránit tlumicímu efektu pandemie na očekávaný vývoj inflace. Flexibilita nákupů v čase, napříč třídami aktiv a mezi jurisdikcemi bude navíc nadále podporovat hladkou transmisi měnové politiky. Pokud lze příznivé finanční podmínky udržet při tocích nákupů aktiv, které krytí během horizontu čistých nákupů v rámci PEPP nevyčerpají, není třeba je využít v plné výši. Krytí lze rovněž v případě nutnosti nově nastavit, aby byly příznivé finanční podmínky zachovány a pomohly tak čelit dopadu záporného pandemického šoku na vývoj inflace. Rada guvernérů bude nadále reinvestovat jistiny 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.
2. Čisté nákupy v rámci programu nákupu aktiv (angl. 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 rovněž 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.
3. Základní úrokové sazby ECB rozhodla Rada guvernérů ponechat beze změny. Očekává se, že zůstanou na současné nebo nižší úrovni do doby, než se výhled inflace v horizontu projekcí výrazně přiblíží k úrovni dostatečně blízké 2 %, ale pod touto hodnotou, a toto přiblížení se konzistentně promítne do vývoje jádrové inflace.
4. V neposlední řadě bude Rada guvernérů nadále poskytovat dostatečnou likviditu prostřednictvím svých refinančních operací. Zejména třetí série cílených dlouhodobějších refinančních operací (angl. targeted longer-term

refinancing operations – TLTRO III) je pro banky nadále atraktivním zdrojem financování, což podporuje poskytování bankovních úvěrů podnikům a domácnostem.

Rada guvernérů bude také nadále sledovat změny směnného kurzu, pokud jde o jejich možný dopad na střednědobý výhled inflace. Je připravena všechny své nástroje náležitě přizpůsobit tomu, aby zajistila udržitelné směřování inflace k jejímu cíli, a to v souladu s jeho symetrickým pojetím.

© **Evropská centrální banka, 2021**

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 10. března 2021.

ISSN 2363-3581
Katalogové číslo EU QB-BQ-21-009-CS-N