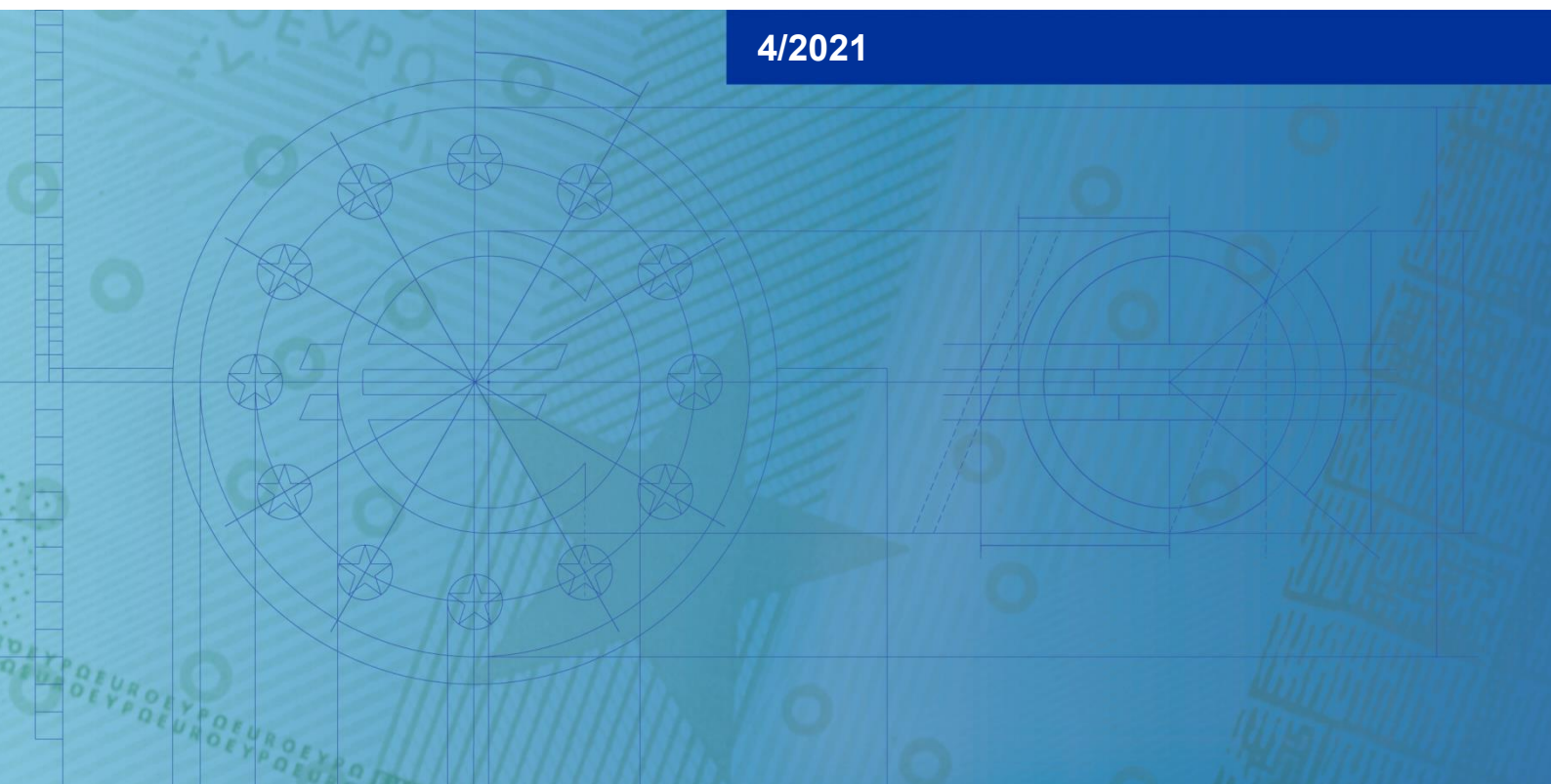




EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA  
EUROSYSTEM

# Ekonomický bulletin

4/2021



# Hospodářský a měnový vývoj

## Shrnutí

**Po hospodářském poklesu v prvním čtvrtletí letošního roku se ekonomika eurozóny postupně znovu otvírá s tím, jak se zlepšuje situace v souvislosti s koronavirovou pandemií (COVID-19) a očkovací programy vykazují výrazný pokrok.** Aktuální údaje ukazují na oživení v sektoru služeb a pokračující dynamiku ve zpracovatelském průmyslu. S rozvolňováním dalších omezení by měla hospodářská aktivita ve druhém pololetí letošního roku zrychlovat. Výraznou podporu tomuto zotavení poskytne oživení spotřebitelských výdajů, silná poptávka ve světě a akomodační nastavení fiskální a měnové politiky. Současně přetrvává nejistota, neboť hospodářský výhled v blízkém horizontu nadále závisí na průběhu pandemie a na tom, jak ekonomika zareaguje po znovuotevření. Inflace v posledních měsících oživila především v důsledku vlivů srovnávací základny, přechodných faktorů a růstu cen energií. Očekává se, že ve druhé polovině tohoto roku poroste dále a následně z důvodu odeznívání přechodných faktorů poklesne. Nové projekce odborníků Eurosystemu ukazují na postupný růst tlaků na jádrovou inflaci po celý horizont projekcí, i když tyto tlaky zůstávají utlumené v důsledku stále výrazného objemu nevyužitých kapacit, které budou v horizontu projekcí absorbovány jen postupně. Celková inflace by měla v horizontu projekcí zůstat pod úrovní cíle Rady guvernérů.

**Pro snížení nejistoty a posílení důvěry zůstává zásadní zachovat příznivé podmínky financování v období pandemie – a tak podpořit hospodářskou aktivitu a zajistit střednědobou cenovou stabilitu.** Podmínky financování pro podniky a domácnosti zůstaly od měnověpolitického zasedání Rady guvernérů v březnu víceméně stabilní. Tržní úrokové sazby však dále rostly. I když tento vývoj částečně odráží zlepšení ekonomické perspektivy, setrvalý růst tržních sazeb by se mohl promítnout do zpřísnění širších podmínek financování, které jsou zásadní pro celou ekonomiku. Takové zpřísnění by bylo předčasné a pro probíhající hospodářské oživení a výhled inflace by mohlo představovat riziko. Za této situace a na základě společného hodnocení podmínek financování a výhledu inflace rozhodla Rada guvernérů potvrdit své velmi akomodační nastavení měnové politiky.

## Hodnocení hospodářského a měnového vývoje v době zasedání Rady guvernérů 10. června 2021

**I přes zesílení pandemie makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu sestavené v červnu 2021 naznačují, že se hospodářská aktivita ve světě na přelomu roku nadále zotavovala, přičemž epicentrem nových nákaz ve světě se staly rozvíjející se tržní ekonomiky.** I když hospodářská aktivita ve čtvrtém čtvrtletí roku 2020 posílila o něco více, než předpokládaly předchozí projekce, světová ekonomika vstoupila do roku 2021 ve slabší pozici, a to v důsledku opětovného nárůstu nově infikovaných a přísnějších omezení. Poslední průzkumy

ukazují na silnou dynamiku hospodářské aktivity ve světě i přes náznaky rozdílů v ekonomické aktivitě mezi rozvinutými a rozvíjejícími se tržními ekonomikami a mezi zpracovatelským průmyslem a sektorem služeb. Rozsáhlý fiskální stimul schválený Bidenovou administrativou by měl podle projekcí posílit hospodářské oživení ve Spojených státech, které by mělo určitý pozitivní dopad na globální ekonomiku. Za této situace je výhled růstu světové ekonomiky v porovnání s předchozími projekcemi upravený jen velmi málo. Tempo růstu reálného HDP ve světě (mimo eurozónu) by se mělo zvýšit na 6,2 % a následně v roce 2022 zpomalit na 4,2 % a v roce 2023 na 3,7 %. V porovnání s předchozími projekcemi byla však zahraniční poptávka eurozóny revidována směrem nahoru. Pro letošní rok se odhaduje růst o 8,6 % následovaný 5,2 % v roce 2022 a 3,4 % v roce 2023. Tato projekce odráží především silnější poptávku ze Spojených států a Spojeného království – hlavních obchodních partnerů eurozóny. Z důvodu vyšších cen komodit a silnější poptávky byly pro letošní rok vývozní ceny konkurentů eurozóny revidovány směrem nahoru. Rizika ohrožující základní projekci celosvětového vývoje souvisejí především s budoucím vývojem pandemie. Ostatní rizika pro výhled světové hospodářské aktivity by měla být víceméně vyvážená, přičemž rizika globální inflace jsou spíše na straně růstu.

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

Ve sledovaném období (od 11. března do 9. června 2021) mírně vzrostly výnosy státních dluhopisů eurozóny a jejich spready oproti jednodenní swapové sazbě (OIS). Důvodem je především zlepšený ekonomický výhled v kontextu dalšího pokroku očkovacích programů v celé eurozóně i pokračující podpora politik. Forwardová křivka průměrné jednodenní sazby v eurech (EONIA) se mírně posunula nahoru u střednědobých a dlouhodobých splatností, zatímco krátký konec křivky zůstal z velké části beze změny, což naznačuje, že se ve velmi blízké době neočekává bezprostřední změna měnověpolitických sazeb. Vzrostly také ceny akcií, podporované kombinací zatím stále relativně nízkých diskontních sazeb a silného oživení růstu očekávaných zisků podniků. Rozpětí ve výnosech podnikových dluhopisů v eurozóně, které odrážejí ceny akcií, nadále zpřísňovala a dosahují úrovně naposledy zaznamenané před březnem 2020. Na devizových trzích mírně posílil nominální efektivní směnný kurz eura.

**V prvním čtvrtletí letošního roku reálný HDP v eurozóně dále poklesl o 0,3 % a dosáhl hodnoty, která je 5,1 % pod jeho předpandemickou úrovní ve čtvrtém čtvrtletí 2019.** Výsledky šetření mezi podniky a spotřebiteli a vysokofrekvenční ukazatele naznačují výrazné zlepšení hospodářské aktivity ve druhém čtvrtletí letošního roku. Výsledky šetření mezi podniky naznačují silné oživení aktivity v sektoru služeb, což umožní, aby mohlo být postupně obnoveno běžné provádění činností s vysokou mírou kontaktů. Zpracovatelský průmysl zůstává silný. Podporuje ho solidní poptávka ve světě, i když překážky na straně nabídky by mohly pro průmyslovou výrobu představovat v blízké budoucnosti určité nepříznivé faktory. Posilují ukazatele spotřebitelské důvěry, což naznačuje silné oživení soukromé spotřeby v dalším období. Podnikatelské investice vykazují odolnost i přes slabší rozvahy podniků a zatím nejistý hospodářský výhled. Pokud jde o další vývoj, růst by měl ve druhém pololetí roku 2021 nadále výrazně posilovat s tím, jak pokrok

v očkovacích programech umožní další rozvolňování omezení. Ve střednědobém horizontu by oživení ekonomiky eurozóny měla pomoci silnější světová i domácí poptávka a také pokračující podpora měnové i fiskální politiky.

**Toto hodnocení se víceméně promítá do základního scénáře makroekonomických projekcí pro eurozónu z června 2021 sestavených odborníky Eurosystemu.** Podle těchto projekcí by měl roční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2021 úrovně 4,6 %, v roce 2022 výše 4,7 % a v roce 2023 pak 2,1 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2021 sestavenými pracovníky ECB byl výhled hospodářské aktivity revidován pro rok 2021 a 2022 směrem nahoru a pro rok 2023 zůstává beze změny.

**Rizika spojená s hospodářským výhledem v eurozóně jsou víceméně vyvážená.** Na jedné straně by na základě lepší perspektivy poptávky ve světě a rychlejšího než očekávaného poklesu úspor domácností mohlo být predikováno i ještě silnější oživení, jakmile budou zrušena omezení sociálních kontaktů a cestování. Na druhé straně pokračování pandemie včetně šíření mutací viru a jeho dopady na ekonomickou aktivitu a podmínky financování jsou nadále zdrojem rizik hospodářského oslabení.

**Podle předběžného odhadu Eurostatu dosahovala v květnu 2021 meziroční inflace v eurozóně měřená HICP úrovně 2,0 %, přičemž v dubnu činila 1,6 % a v březnu 1,3 %.** Tento nárůst byl způsoben především velkým zvýšením cen energií, které odrazilo výrazné změny ve srovnávací základně směrem vzhůru i meziměsíční růst, a v menší míře určitý růst cen neenergetického průmyslového zboží. Je pravděpodobné, že do podzimu celková inflace dále poroste a bude tak odrážet zejména ukončení dočasných snížení DPH v Německu. Zkraje příštího roku by inflace měla opět klesat, neboť přechodné faktory odezní a růst cen energií ve světě zmírní. V důsledku přechodných omezení na straně nabídky a oživení domácí poptávky by jádrové cenové tlaky měly letos mírně vzrůst. Je však pravděpodobné, že cenové tlaky zůstanou celkově utlumené a budou tak částečně odrážet nízké mzdové tlaky v prostředí stále výrazné míry nevyužitých kapacit a posilování směnného kurzu eura. Jakmile odezní dopad pandemie, bude k postupnému růstu jádrové inflace ve střednědobém horizontu přispívat pokles vysoké míry nevyužitých kapacit, podporovaný akomodacním nastavením měnové a fiskální politiky. Ukazatele založené na výběrových šetřeních a tržní ukazatele dlouhodobějších inflačních očekávání zůstávají nevýrazné, ačkoli tržní ukazatele nadále rostly.

**Toto hodnocení se víceméně odráží v základním scénáři makroekonomických projekcí pro eurozónu z června 2021 sestavených odborníky Eurosystemu. Podle těchto projekcí by měla být roční inflace v roce 2021 na úrovni 1,9 %, v roce 2022 na úrovni 1,5 % a v roce 2023 na úrovni 1,4 %.** Ve srovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2021 sestavenými pracovníky ECB 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. Pro rok 2023 zůstává beze změny, neboť nárůst jádrové inflace je do velké míry vyvážen očekávaným poklesem inflace ve složce energií. Inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin by měla vzrůst z 1,1 % v roce 2021 na 1,3 % v roce 2022 a 1,4 % v roce

2023, což představuje oproti projekcím z března 2021 revizi směrem nahoru v celém horizontu projekcí.

**Tempo tvorby peněz v eurozóně v dubnu 2021 zeslabilo, když po masivní měnové expanzi v souvislosti s koronavirovou krizí vykazalo určité první náznaky návratu k běžným hodnotám.** Růst širokých peněz (M3) v dubnu 2021 oslabil na 9,2 % poté, co v březnu činil 10,0 % a v únoru 12,3 %. Březnové a dubnové zpomalení jeho tempa bylo zčásti důsledkem výrazných záporných vlivů srovnávací základny, neboť součástí této roční statistiky již není velký příliv peněz v počáteční fázi pandemické krize. Dále odráží mírnější krátkodobější měnový vývoj, jenž vyplývá především ze slabšího vývoje vkladů domácností a podniků v dubnu a nižší poptávky po likviditě při zlepšující se pandemické situaci. Největším zdrojem tvorby peněz jsou nadále probíhající nákupy aktiv ze strany Eurosystemu. Hlavním přispěvatelem tempa růstu širokých peněz zůstal úzký peněžní agregát M1, i když také ve slábnoucí míře. Jeho výrazný příspěvek odpovídá stále zvýšené úrovni upřednostňování likvidity v sektoru držby peněz a nízkým nákladům příležitosti držby nejlíkvinnějších forem peněz.

**Meziroční tempo růstu úvěrů soukromému sektoru oslabilo z 3,6 % v březnu a 4,5 % v únoru na 3,2 % v dubnu.** K tomuto poklesu došlo za protichůdného vývoje úvěrů nefinančním podnikům a domácnostem. Meziroční tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům oslabilo z 5,3 % v březnu a 7,0 % v únoru na 3,2 % v dubnu. Důvodem tohoto oslabení jsou rozsáhlé záporné vlivy srovnávací základny a do jisté míry také tvorba úvěrů v předstihu, srovnáme-li duben s březnem. Meziroční tempo růstu úvěrů domácnostem v dubnu vzrostlo na 3,8 % poté, co v březnu dosáhlo 3,3 % a v únoru 3,0 %, a to za podpory solidních měsíčních toků a kladných vlivů srovnávací základny. Opatření Rady guvernérů společně s opatřeními, jež přijaly vlády jednotlivých zemí a další evropské instituce, celkově zůstávají nezbytné 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 a silné fiskální reakce vzrostl schodek veřejných rozpočtů v eurozóně z 0,6 % HDP v roce 2019 na 7,3 % v roce 2020.** V tomto roce, kdy země eurozóny zasáhly nové vlny pandemie, byla mnohá nouzová opatření prodloužena a zavedena dodatečná podpora pro oživení ekonomiky. V důsledku toho se v makroekonomických projekcích z června 2021, které sestavili odborníci Eurosystemu, předpokládá pro rok 2021 pouze nepatrné zlepšení salda veřejných rozpočtů v eurozóně na -7,1 % HDP. Avšak s tím, jak pandemie ustupuje a hospodářské oživení postupuje, by měl rozpočtový schodek klesat rychleji, a to na 3,4 % v roce 2022 a na 2,6 % na konci horizontu projekcí v roce 2023. Dluh eurozóny by měl dosáhnout svého maxima ve výši téměř 100 % HDP v roce 2021 a klesnout na zhruba 95 % HDP v roce 2023, což je přibližně o 11 procentních bodů více než před koronavirovou krizí. Ambiciózní a koordinované nastavení fiskální politiky má nicméně nadále zásadní význam, neboť předčasné ukončení fiskální podpory by s sebou neslo riziko oslabení hospodářského oživení a umocnění dlouhodobějších hospodářských následků. Vnitrostátní fiskální politiky by tak měly nadále poskytovat velmi důležitou a včasnou podporu podnikům a domácnostem,

kteře jsou nejvíce vystaveny probíhající pandemii a s ní souvisejícím omezujícím opatřením. Fiskální opatření by zároveň měla zůstat dočasná a proticyklická a současně zajišťovat, aby byla svou povahou dostatečně cílená a řešila slabá místa efektivně a podporovala rychlé oživení ekonomiky eurozóny. Jako doplněk vnitrostátních fiskálních opatření by měl hrát jednu z klíčových úloh soubor opatření Next Generation EU tím, že přispěje k rychlejšímu, výraznějšímu a rovnoměrnějšímu oživení. Měl by zvýšit hospodářskou odolnost a růstový potenciál ekonomik členských států EU, zejména pokud budou tyto finanční prostředky použity na produktivní veřejné výdaje a budou doprovázeny strukturálními politikami zvyšujícími produktivitu. Podle makroekonomických projekcí z června by měla kombinace grantů a úvěrů Next Generation EU poskytnout v roce 2021 až 2023 dodatečný stimul kolem 0,5 % HDP za rok.

## Měnová rozhodnutí

Dne 10. června 2021 rozhodla Rada guvernérů opět potvrdit své velmi akomodační nastavení měnové politiky, aby zachovala příznivé podmínky financování pro všechna odvětví ekonomiky, nezbytné pro udržitelné hospodářské oživení a zachování cenové stability.

1. 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.
2. Rada guvernérů bude pokračovat v čistých nákupech aktiv v rámci nouzového pandemického programu nákupu aktiv (pandemic emergency purchase programme – PEPP) 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 čistých nákupů v rámci PEPP bude v nadcházejícím čtvrtletí nadále výrazně rychlejší než v prvních měsících roku. Nákupy bude Rada guvernérů přizpůsobovat tržním podmínkám a provádět je tak, aby se předešlo 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 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.

3. 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. 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 nadále poskytovat dostatečnou likviditu prostřednictvím svých refinančních operací. Financování získané v rámci třetí série cílených dlouhodobějších refinančních operací (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III) hraje důležitou úlohu při podpoře úvěrování podniků a domácností bankami.

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](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. června 2021.

ISSN                                    2363-3581  
Katalogové číslo EU                QB-BQ-21-010-CS-N