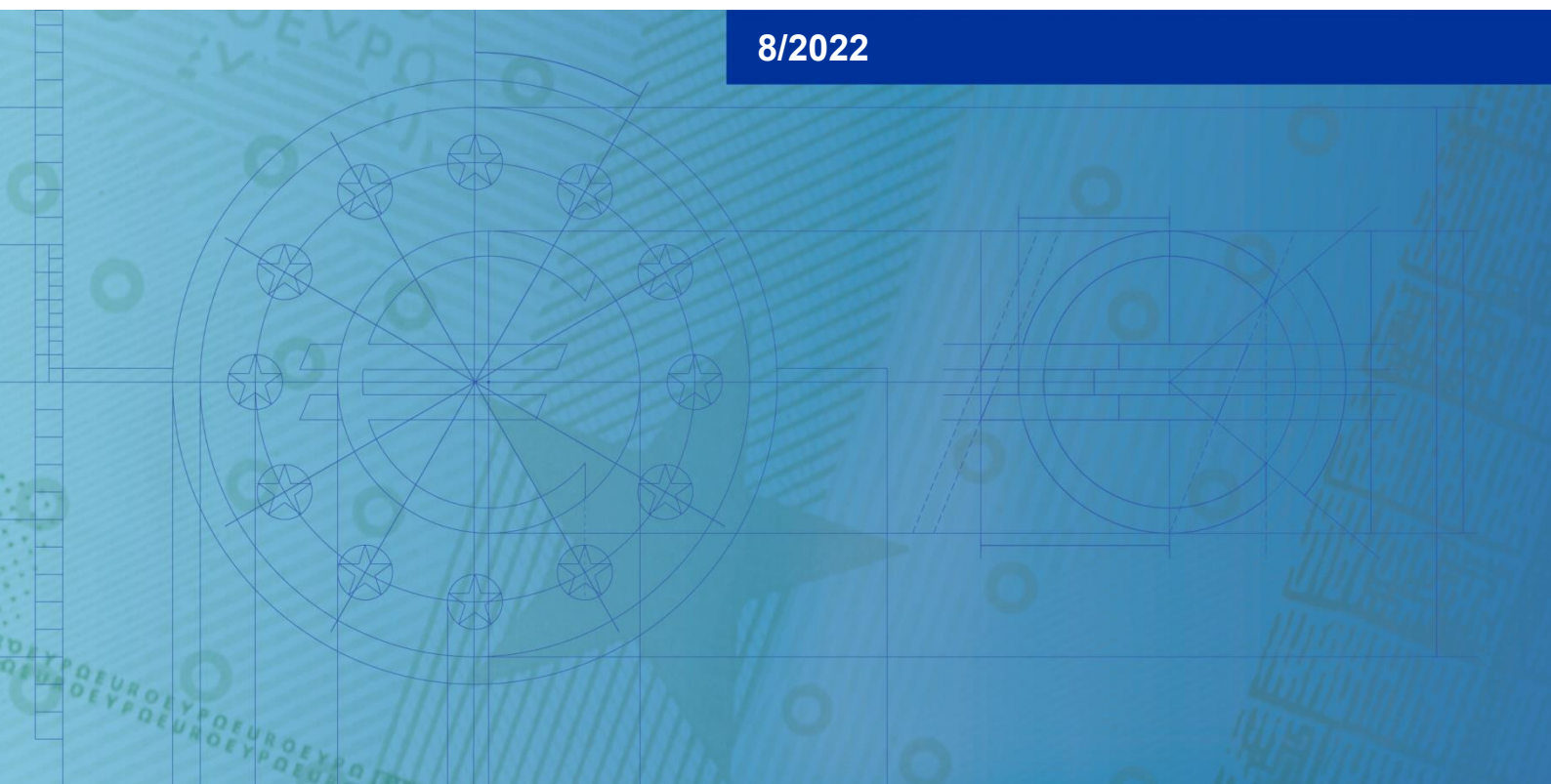




EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

8/2022



Hospodářský, finanční a měnový vývoj

Shrnutí

Rada guvernérů přijala 15. prosince 2022 rozhodnutí zvýšit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 50 bazických bodů a na základě výrazné revize inflačního výhledu směrem vzhůru očekává jejich další zvýšení. Zejména se Rada guvernérů domnívá, že úrokové sazby se ještě musí znatelně a stabilním tempem zvyšovat, aby dosáhly úrovně dostatečně restriktivní k zajištění včasného návratu inflace k 2% střednědobému cíli. Zachování úrokových sazeb na restriktivní úrovni časem sníží inflaci utlumením poptávky a rovněž ochrání před rizikem setrvalého nárůstu inflačních očekávání. Budoucí měnová rozhodnutí Rady guvernérů budou nadále závislá na údajích a budou přijímána jen na příslušných zasedáních.

Základní úrokové sazby ECB jsou prvořadým nástrojem nastavení měnové politiky Rady guvernérů. Na prosincovém zasedání Rada guvernérů projednala také zásady návratu portfolia cenných papírů držených Eurosystemem pro účely měnové politiky k normálu. Od začátku března 2023 se bude portfolio programu nákupu cenných papírů (APP) zmenšovat přiměřeným a předvídatelným tempem, neboť Eurosystem nebude reinvestovat jistiny ze splatných cenných papírů v plném rozsahu. Pokles bude průměrně činit 15 mld. EUR měsíčně do konce druhého čtvrtletí 2023 a jeho následný objem bude stanoven v průběhu času.

Podrobné parametry snižování objemu APP oznámí Rada guvernérů na svém zasedání v únoru 2023. Rada guvernérů bude pravidelně vyhodnocovat snižování objemu portfolia APP, aby zajistila, že odpovídá celkové strategii a nastavení měnové politiky a nenaruší tak fungování trhu a udržela si pevnou kontrolu nad krátkodobými podmínkami na peněžním trhu. Do konce roku 2023 dále Rada guvernérů provede přezkum svého provozního rámce řízení krátkodobých úrokových sazeb, což poskytne informace týkající se ukončení procesu návratu rozvahy k normálu.

Na svém zasedání v prosinci 2022 Rada guvernérů rozhodla zvýšit úrokové sazby a očekává, že je bude výrazně zvyšovat dále, neboť inflace zůstává příliš vysoká a předpokládá se, že nad cílem zůstane po příliš dlouhou dobu. Podle předběžného odhadu Eurostatu dosáhla v listopadu inflace 10,0 %, což je o něco méně než 10,6 % v říjnu. Tento pokles je především důsledkem nižšího růstu cen energií. Růst cen potravin a základních cenových tlaků v celé ekonomice posílil a po určitou dobu přetrvává. V prostředí mimořádné nejistoty odborníci Eurosystemu své projekce inflace výrazně revidovali směrem vzhůru. Podle nich průměrná inflace dosáhne v roce 2022 úrovně 8,4 % a v roce 2023 klesne na 6,3 %, přičemž v průběhu roku 2023 by inflace měla dále výrazně klesat. Inflace by v roce 2024 měla dosáhnout průměrné hodnoty 3,4 % a v roce 2025 pak 2,3 %. Inflace bez započtení cen energií a potravin by měla v roce 2022 dosáhnout v průměru 3,9 %, v roce 2023 vzrůst na 4,2 % a poté klesnout na 2,8 % v roce 2024 a na 2,4 % v roce 2025.

Je možné, že ve čtvrtém čtvrtletí roku 2022 a prvním čtvrtletí roku 2023 bude ekonomika eurozóny klesat, a to v důsledku energetické krize, vysoké nejistoty, slábnoucí hospodářské aktivity ve světě a přísnějších podmínek financování. Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z prosince 2022, které sestavili odborníci Eurosystemu, by recese byla relativně krátká a mělká. Očekává se však, že hospodářský růst bude v roce 2023 utlumený a v porovnání s projekcemi pro eurozónu ze září 2022, které sestavili pracovníci ECB, byl výrazně revidován směrem dolů. Nad rámec krátkodobého horizontu by měl hospodářský růst oživit s tím, jak stávající nepříznivé faktory odezní. V projekcích z prosince 2022 se nyní předpokládá, že hospodářství vzroste v roce 2022 o 3,4 %, v roce 2023 o 0,5 %, v roce 2024 o 1,9 % a v roce 2025 o 1,8 %.

Hospodářská aktivita

Výhled ekonomiky ve světě se zhoršil v důsledku zvýšené geopolitické nejistoty, vysoké a rostoucí inflace a přísných finančních podmínek. Podle projekcí z prosince 2022 by tempo růstu reálného HDP ve světě (mimo eurozónu) mělo v roce 2023 zpomalit na 2,6 %, tedy pod svůj dlouhodobý průměr, a následně by mělo docházet k jeho postupnému zotavování na 3,1 % v roce 2024 a 3,3 % v roce 2025. Tento výhled je slabší než výhled popsany v projekcích ze září 2022. Ve srovnání s projekcemi ze září 2022 se zhoršil také výhled světového obchodu a zahraniční poptávky eurozóny. Cenové tlaky ve světě zůstávají plošné a zvýšené v prostředí stále relativně silné poptávky, napětí na trzích práce a vysokých cen potravin, ale očekává se jejich pokles s tím, jak se komoditní trhy budou stabilizovat a hospodářský růst oslabovat. V prostředí vysoké nejistoty je rovnováha rizik spojených se základní projekcí vychýlena směrem dolů v případě hospodářského růstu a směrem vzhůru u cenových tlaků ve světě.

Ve třetím čtvrtletí letošního roku hospodářský růst eurozóny zpomalil na 0,3 %. Vysoká inflace a přísnější podmínky financování tlumí výdaje a výrobu tím, že snižují reálný důchod domácností a podnikům zvedají náklady. Zpomaluje i světová ekonomika – v kontextu pokračující geopolitické nejistoty, zejména v důsledku neoprávněné války Ruska proti Ukrajině a jejím obyvatelům, a přísnějších podmínek financování ve světě. Na kupní sílu v eurozóně nadále nepříznivě působí dřívější zhoršení směnných relací, které odráží rychlejší růst dovozních cen oproti těm vývozním.

Pozitivní je naopak růst zaměstnanosti o 0,3 % ve třetím čtvrtletí a míra nezaměstnanosti, která v říjnu dosáhla historického minima 6,5 %. Rostoucí mzdy by do jisté míry měly nahradit ztrátu kupní síly a podpořit tak spotřebu. S oslabením ekonomiky je však pravděpodobné, že tvorba pracovních míst zpomalí a nezaměstnanost by mohla v nadcházejících čtvrtletích vzrůst.

Hospodářský výhled pro eurozónu se poněkud zhoršil v podobě slabšího hospodářského růstu a vyšší a setrvalejší inflace, než se předpokládalo v projekcích ze září 2022. Odborníci Eurosystemu nyní očekávají krátkodobou a mělkou recesi v eurozóně na přelomu roku. S tím, jak se ekonomické důsledky války na Ukrajině

vyvíjejí a podporují silné inflační tlaky, zůstává důvěra spotřebitelů a podniků utlumená, přičemž dochází ke snižování reálného disponibilního důchodu a prudce rostoucí nákladové tlaky omezují výrobu, zejména v energeticky náročných odvětvích. Očekává se, že tyto negativní hospodářské dopady budou částečně zmírněny opatřeními fiskální politiky. Vysoké zásoby zemního plynu a pokračující úsilí o snížení poptávky a nahrazení ruského zemního plynu alternativními zdroji navíc naznačují, že eurozóna by v horizontu projekcí nemusela zavádět povinné omezování výroby související s energií, i když rizika narušení dodávek energie zůstávají zvýšená, zejména pro zimu 2023–2024. Ve střednědobém horizontu se s obnovením rovnováhy na trhu s energiemi očekává pokles nejistoty a zlepšení reálných příjmů. V důsledku toho by měl hospodářský růst oživit a podporovat by jej měla také posilující zahraniční poptávka a vyřešení zbývajících problémů v dodávkách, a to i přes méně příznivé podmínky financování. Očekává se, že trh práce zůstane vůči nadcházející mírné recesi poměrně odolný a bude odrážet hromadění pracovních sil při jejich stále výrazném nedostatku. Celkově by měl průměrný roční růst reálného HDP výrazně zpomalit z 3,4 % v roce 2022 na 0,5 % v roce 2023 a poté by se měl vrátit na 1,9 % v roce 2024 a 1,8 % v roce 2025. V porovnání s projekcemi ze září 2022 byl výhled růstu HDP pro rok 2022 upraven o 0,3 procentního bodu směrem vzhůru v důsledku pozitivních překvapení během léta a pro rok 2023 byl revidován o 0,4 procentního bodu směrem dolů; pro rok 2024 zůstává beze změny.

Rozpočtové saldo eurozóny by se mělo v roce 2023 podle projekcí z prosince 2022 zhoršit a následně zase zlepšit, zatímco vládní dluh by měl klesat po celé období projekcí. Po odhadovaném zlepšení pro rok 2022 (z -5,1 % HDP v roce 2021 na -3,5 % v roce 2022) se předpokládá, že rozpočtové saldo v roce 2023 klesne na -3,7 %. Další zlepšení se očekávají v roce 2024 a v menší míře v roce 2025, kdy se předpokládá, že rozpočtové saldo dosáhne -2,6 % HDP. Přesto se však bude stále nacházet výrazně pod úrovní před pandemií (-0,6 %). Po prudkém nárůstu v roce 2020 se očekává, že celkový veřejný dluh v eurozóně za celý horizont projekcí klesne a v roce 2025 dosáhne 88 % HDP, což je stále nad úrovní před pandemií (84 %). Za tímto poklesem stojí především příznivé diferenciály mezi úrokovou sazbou a tempem růstu dané působením růstu nominálního HDP, který více než vyvažuje přetrvávající, byť snižující se primární schodky.

Fiskální pomoc, která by měla ekonomiku chránit před dopadem vysokých cen energií, by měla být dočasná, cílená a nastavená tak, aby zachovala motivaci k energetickým úsporám. Fiskální opatření neodpovídající těmto zásadám pravděpodobně inflační tlaky zhorší, což by vyžadovalo silnější odpověď ze strany měnové politiky. Fiskální politiky by měly být navíc v souladu s rámcem EU pro ekonomickou správu orientovány na zvyšování produktivity ekonomiky eurozóny a postupné snižování vysokého veřejného dluhu. Politiky zaměřené na zvýšení nabídkové kapacity eurozóny, zejména v energetickém sektoru, mohou pomoci snížit ve střednědobém horizontu cenové tlaky. Za tímto účelem by vlády měly rychle realizovat své plány investic a strukturálních reforem v rámci programu Next Generation EU. Reforma rámce EU pro ekonomickou správu by měla být urychleně dokončena.

Inflace

Inflace se v listopadu snížila na 10,0 % především v důsledku nižšího růstu cen energií, přičemž v sektoru služeb inflace také mírně poklesla. Tempo růstu cen potravin však dále posílilo na 13,6 %, neboť do spotřebitelských cen se promítly vyšší vstupní náklady ve výrobě potravin. Ve všech sektorech jsou nadále silné cenové tlaky, a to zčásti v důsledku dopadu vysokých nákladů na energie v celé ekonomice. Inflace bez započtení cen energií a potravin zůstala v listopadu beze změny na úrovni 5,0 % a další ukazatele jádrové inflace jsou rovněž vysoké.

Fiskální opatření přijatá s cílem kompenzovat domácnostem vysoké ceny energií a vysokou inflaci by měla inflaci v roce 2023 utlumit, ale po jejich ukončení ji zvýší. Problémy v dodávkách postupně ustupují, i když jejich vliv k inflaci stále přispívá, když zvyšuje zejména ceny zboží. Totéž platí pro ukončení omezení souvisejících s pandemií: i když vliv odkládané poptávky slábne, ceny žene stále nahoru, především v sektoru služeb. Do spotřebitelských cen se také nadále promítá oslabení eura v roce 2022.

Růst mezd posiluje a je podpořený odolnými trhy práce a určitým doháněním v oblasti mezd s cílem vyrovnat pracovníkům vysokou inflaci. Vzhledem k tomu, že tyto faktory by měly působit i nadále, předpokládají projekce z prosince 2022 tempa růstu mezd výrazně nad historickými průměry a posilující dopad na inflaci v celém horizontu projekcí. Většina ukazatelů dlouhodobějších inflačních očekávání se v současné době nachází poblíž 2 %, i když vzhledem k dalším revizím některých ukazatelů směrem nad cíl je třeba situaci nadále sledovat.

V prostředí mimořádné nejistoty odborníci Eurosystemu své projekce inflace revidovali výrazně směrem vzhůru. Inflace by měla klesnout z průměrné hodnoty 8,4 % v roce 2022 na 6,3 % v roce 2023, respektive z 10 % v posledním čtvrtletí roku 2022 na 3,6 % v posledním čtvrtletí roku 2023. Následně by pak inflace měla klesnout na průměrnou hodnotu 3,4 % v roce 2024 a 2,3 % v roce 2025. Pokles inflace během horizontu projekcí odráží výrazné tlumící vlivy srovnávací základny v souvislosti s energiemi v průběhu roku 2023, postupný dopad návratu měnové politiky ECB k normálu, který začal v prosinci 2021, slabší výhled růstu a předpokládaný pokles cen energetických a potravinářských komodit v souladu s cenami futures, jakož i předpoklad, že dlouhodobější inflační očekávání zůstanou ukotvena. Předpokládá se, že celková inflace klesne ve druhé polovině roku 2025 na střednědobý inflační cíl ECB ve výši 2 %, zatímco inflace měřená HICP bez započtení cen energií a potravin zůstane po celé sledované období nad 2 %. Tato odolnost inflace je způsobena zpožděnými nepřímými vlivy vysokých cen energií a dřívějším prudkým oslabením eura (i přes nedávné mírné posílení), jakož i silnými vlivy trhů práce a kompenzací inflace na mzdy, které by měly v nominálním vyjádření růst tempem výrazně nad historickými průměry (i když v reálném vyjádření zůstanou v celém horizontu projekcí pod úrovní zaznamenanou před válkou na Ukrajině). V porovnání s projekcemi ze září 2022 byla celková inflace revidována výrazně směrem vzhůru pro rok 2022 (o 0,3 procentního bodu), pro rok 2023 (o 0,8 procentního bodu) i pro rok 2024 (o 1,1 procentního bodu), což odráží nedávné překvapivé údaje, přehodnocení síly a přetrvávání cenových tlaků

v dodavatelských řetězcích a jejich promítání do ekonomiky, významnější růst mezd a vyšší ceny potravinářských komodit. Tyto růstové vlivy převážily nad tlumícím dopadem předpokladů nižších cen ropy, zemního plynu a elektřiny, rychlejšího uvolňování překážek v dodávkách, nedávného posílení eura a slabším výhledem hospodářského růstu. Důležité je, že nová fiskální opatření přijatá od projekcí ze září 2022, z nichž většina je zaměřena na snížení růstu cen energií v roce 2023, tlumí revizi inflace směrem vzhůru v roce 2023, ale významně přispívají k revizi směrem vzhůru v roce 2024, neboť se předpokládá, že mnohá opatření skončí.

Hodnocení rizik

Rizika ohrožující výhled hospodářského růstu jsou spojena spíše s jeho zpomalením, zejména v krátkodobém horizontu. Značné riziko zpomalení ekonomiky nadále představuje válka na Ukrajině. Oproti očekávání by výrazně vyšší mohly zůstat také náklady na energie a potraviny. K dalšímu zhoršení hospodářského růstu v eurozóně by mohlo dojít, pokud by světová ekonomika oslabila prudčeji, než se očekává.

Mezi riziky ohrožujícími tento výhled inflace převažují rizika proinflační. V krátkodobém horizontu by stávající tlaky v dodavatelském řetězci mohly vést k vyššímu než očekávanému nárůstu maloobchodních cen energií a potravin. Ve střednědobém horizontu pramení rizika v první řadě z domácích faktorů, jako je vytrvalý nárůst inflačních očekávání nad 2% cílem ECB nebo vyšší než předpokládané zvyšování mezd. Naopak pokles nákladů na energie nebo další oslabování poptávky by cenové tlaky snížily.

Finanční a měnové podmínky

S tím, jak ECB měnovou politiku zpřísňuje, se podnikům a domácnostem zdražuje čerpání úvěrů. Objem bankovních úvěrů podnikům zůstává na vysoké úrovni, neboť podniky nahrazují dluhopisy bankovními úvěry a úvěry využívají k financování vyšších nákladů na výrobu a investice. Vzhledem k přísnějším úvěrovým standardům, rostoucím úrokovým sazbám, zhoršujícímu se výhledu na trhu s bydlením a nižší spotřebitelské důvěře si domácnosti méně půjčují.

V souladu se strategií měnové politiky posuzuje Rada guvernérů podrobně dvakrát ročně propojení mezi měnovou politikou a finanční stabilitou. Prostředí finanční stability se od nejnovějšího přezkumu v červnu 2022 zhoršilo v důsledku slabší ekonomické situace a rostoucího úvěrového rizika. Navíc se zvětšila zranitelná místa v oblasti státních dluhů vzhledem ke slabšímu hospodářskému výhledu a slabším fiskálním pozicím. Přísnější podmínky financování by ve střednědobém horizontu zmírnily nárůst finančních zranitelných míst a z hlediska inflace snížily rizika s nízkou pravděpodobností výskytu za cenu vyššího rizika systémové zátěže a větších rizik zpomalení hospodářského růstu v krátkodobém horizontu. Poptávka po likviditě nebankovních finančních institucí by navíc mohla umocnit tržní volatilitu. Banky v eurozóně přitom disponují dostatečnými objemy kapitálu, což pomáhá snižovat

vedlejší účinky přísnější měnové politiky na finanční stabilitu. Makrobezpečnostní politika nadále představuje první obrannou linii pro zachování finanční stability a řešení střednědobých zranitelných míst.

Měnová rozhodnutí

Rada guvernérů přijala na svém prosincovém zasedání rozhodnutí zvýšit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 50 bazických bodů a na základě výrazné revize inflačního výhledu směrem vzhůru očekává jejich další zvýšení. S účinností od 21. prosince 2022 se tak úroková sazba pro hlavní refinanční operace zvýšila na 2,50 %, úroková sazba mezní zápůjční facility na 2,75 % a úroková sazba vkladové facility na 2,00 %. Rada guvernérů se domnívá, že úrokové sazby bude ještě třeba znatelně a stabilním tempem zvyšovat, aby dosáhly úrovně dostatečně restriktivní k zajištění včasného návratu inflace k 2% střednědobému cíli. Zachování úrokových sazeb na restriktivní úrovni časem sníží inflaci utlumením poptávky a rovněž ochrání před rizikem setrvalého nárůstu inflačních očekávání. Budoucí měnová rozhodnutí Rady guvernérů budou nadále závislá na údajích a budou přijímána jen na příslušných zasedáních.

Rada guvernérů hodlá nadále v plném rozsahu reinvestovat jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci programu APP do konce února 2023. Následně se portfolio APP bude přiměřeným a předvídatelným tempem zmenšovat, neboť Eurosystem nebude reinvestovat jistiny ze splatných cenných papírů v plném rozsahu. Pokles bude do konce druhého čtvrtletí 2023 průměrně činit 15 mld. EUR měsíčně a jeho následný objem bude stanoven v průběhu času. Pokud jde o nouzový pandemický program nákupu aktiv (PEPP), Rada guvernérů má v úmyslu reinvestovat jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci PEPP alespoň do konce roku 2024. Budoucí postupné ukončování portfolia PEPP bude v každém případě řízeno tak, aby nebylo narušeno odpovídající nastavení měnové politiky. Rada guvernérů bude nadále uplatňovat flexibilní přístup k reinvestování částek splatných v rámci portfolia PEPP s cílem čelit rizikům pro transmisní mechanismus měnové politiky, která souvisejí s pandemií.

S tím, jak banky budou splácet částky vypůjčené v rámci cílených dlouhodobějších refinančních operací, bude Rada guvernérů pravidelně vyhodnocovat, jak cílené úvěrové operace přispívají k nastavení její měnové politiky.

Rada guvernérů je připravena všechny své nástroje v rámci svého mandátu přizpůsobit tomu, aby střednědobě zajistila návrat inflace na svůj 2% cíl. Nástroj na ochranu transmisí je dostupný k odvrácení nežádoucí, chaotické dynamiky na trhu, která představuje vážnou hrozbu pro transmisí měnové politiky ve všech zemích eurozóny, a umožňuje tak Radě guvernérů účinněji plnit její mandát v oblasti cenové stability.

© **Evropská centrální banka, 2023**

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 14. prosince 2022.

ISSN 2363-3581
Katalogové číslo EU QB-BQ-22-016-CS-N