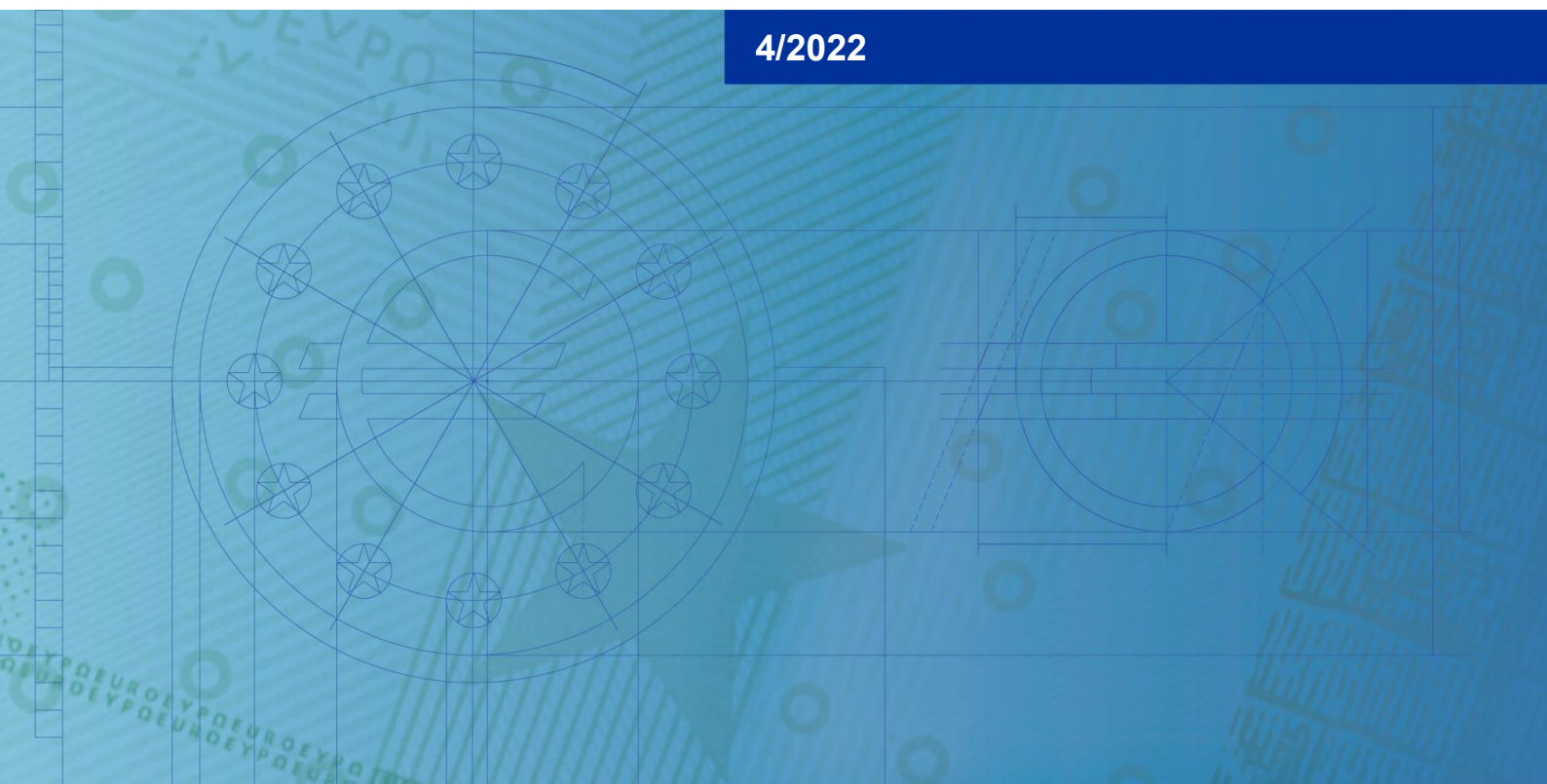




EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

4/2022



Hospodářský, finanční a měnový vývoj

Shrnutí

Vysoká inflace představuje pro všechny velmi náročný úkol. Rada guvernérů zajistí, aby se inflace ve střednědobém horizontu vrátila k jejímu 2% cíli.

V květnu inflace opět výrazně posílila, a to především v důsledku rychle rostoucích cen energií a potravin, na které měla vliv také válka na Ukrajině. Inflační tlaky se však rozšířily a zesílily, protože ceny za mnohé zboží a služby citelně rostly. Odborníci Eurosystemu revidovali své základní projekce inflace výrazně směrem vzhůru. Tyto projekce naznačují, že inflace po určitou dobu zůstane na nežádoucí zvýšené úrovni. Očekává se však, že zmírňující náklady na energie, zlepšení v oblasti narušených dodávek v souvislosti s pandemií a návrat měnové politiky k normálu povedou k poklesu inflace. Projekce pro eurozónu z června 2022, které sestavili odborníci Eurosystemu, předpokládají meziroční inflaci v roce 2022 na úrovni 6,8 % a následně její pokles na 3,5 % v roce 2023 a na 2,1 % v roce 2024 – tedy vyšší než v březnových projekcích. Znamená to, že celková inflace se na konci horizontu projekcí očekává mírně nad cílem ECB. Inflace bez započtení cen energií a potravin by měla dosahovat průměrných hodnot 3,3 % v roce 2022, 2,8 % v roce 2023 a 2,3 % v roce 2024 – tedy rovněž vyšších než v březnových projekcích.

Rusko-ukrajinská válka nadále tlumí ekonomiku v Evropě i jinde. Narušuje obchod, což vede k nedostatku materiálů, a přispívá k vysokým cenám energií a komodit. Tyto faktory budou nadále tlumit důvěru v ekonomice a hospodářský růst, zejména v blízkém horizontu. Existují nicméně příznivé podmínky pro další růst ekonomiky v důsledku pokračujícího znovuotevření ekonomiky, silného trhu práce, fiskální podpory a úspor vytvořených během pandemie. Až stávající nepříznivé faktory poleví, hospodářská aktivita by měla opět oživit. Tento výhled se víceméně odráží v makroekonomických projekcích sestavených odborníky Eurosystemu, které předpokládají meziroční růst reálného HDP na úrovni 2,8 % v roce 2022, 2,1 % v roce 2023 a 2,1 % v roce 2024. Ve srovnání s březnovými projekcemi byl výhled revidován pro rok 2022 a 2023 zřetelně směrem dolů, zatímco pro rok 2024 byl revidován směrem vzhůru.

Na základě aktualizovaného hodnocení se Rada guvernérů rozhodla přijmout další kroky navracející její měnovou politiku k normálu. Během celého tohoto procesu si Rada guvernérů při provádění měnové politiky zachová otevřené možnosti, bude vycházet z údajů a jednat postupně a flexibilně.

Zaprvé, Rada guvernérů rozhodla ukončit k 1. červenci 2022 čisté nákupy aktiv v rámci svého programu nákupu aktiv (APP). Rada guvernérů má nadále v úmyslu reinvestovat v plném rozsahu 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 podmínek dostatečné likvidity a náležitého nastavení měnové politiky.

Zadruhé, Rada guvernérů provedla důkladný přezkum podmínek, jež by měly být dle její signalizace měnové politiky splněny, než zahájí zvyšování základních úrokových sazeb ECB. Na základě tohoto hodnocení došla Rada guvernérů k závěru, že tyto podmínky byly splněny. Z tohoto důvodu a v souladu se sledem svých měnověpolitických opatření má Rada guvernérů v úmyslu zvýšit na svém červencovém měnověpolitickém zasedání základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů. Pokud jde o následující období, v září očekává další zvýšení základních úrokových sazeb ECB. O jak velké zvýšení půjde, bude záležet na aktualizovaném střednědobém inflačním výhledu. Pokud se střednědobý inflační výhled nezmění nebo zhorší, na zářijovém zasedání bude přiměřený větší přírůstek.

Zatřetí, ohledně období po září předpokládá Rada guvernérů na základě svého nynějšího hodnocení, že bude vhodné sazby dále zvyšovat postupně, ale setrvale. V souladu se závazkem Rady guvernérů ke střednědobému cíli ve výši 2 % bude tempo, jakým Rada guvernérů bude přizpůsobovat svou měnovou politiku, záviset na aktuálních údajích a na tom, jak vyhodnotí vývoj inflace ve střednědobém horizontu.

V rámci mandátu Rady guvernérů zůstane flexibilita v tíživých podmínkách jedním z prvků měnové politiky, kdykoli bude ohrožena její transmise a tím pádem také dosažení cenové stability.

Hospodářská aktivita

Hospodářský dopad války Ruska na Ukrajině a nové lockdowny v Číně představují pro světový ekonomický růst v blízkém horizontu dva klíčové nepříznivé faktory. Ukazatele z výběrových šetření potvrzují, že hospodářská aktivita ve světě zmiřňuje. Po krátkém období uvolnění počátkem letošního roku zvyšuje narušená hospodářská aktivita v Asii a válka na Ukrajině tlak na globální dodavatelské řetězce. Narušení dodavatelských řetězců a komoditních trhů v prostředí rostoucích důkazů, že inflační tlaky zesilují a prohlubují se, inflaci dále posiluje. Posilující inflační tlaky jsou patrné také z rostoucích dovozních cen konkurentů eurozóny. Ceny komodit zůstávají volatilní a podléhají rizikům spojeným s dodávkami. Současně se zpřísnily podmínky financování. Podmínky financování ve světě se zpřísnily a odrážejí tak návrat měnové politiky do normálu, klesající ceny rizikových aktiv a rostoucí výnosy. Za této situace makroekonomické projekce z června 2022 sestavené odborníky Eurosystemu ukazují, že reálný HDP ve světě (mimo eurozónu) poroste tempem 3,0 % v roce 2022, 3,4 % v roce 2023 a 3,6 % v roce 2024 – v porovnání s projekcemi z března 2022 se jedná o slabší trajektorii růstu. Tyto dva hlavní nepříznivé faktory budou v blízkém horizontu výrazně tlumit obchod, ale jejich dopad by měl následně odeznít. Očekávaný růst zahraniční poptávky v eurozóně je slabší a v porovnání s růstem světového dovozu byl revidován výrazněji směrem dolů, neboť evropské země mimo eurozónu s užšími hospodářskými vazbami na Rusko a Ukrajinu byly ekonomickými šoky vyvolanými invazí zasaženy více. V prostředí zvýšené nejistoty je rovnováha rizik spojených se základní projekcí pevně nakloněna směrem dolů na straně hospodářského růstu a směrem vzhůru na straně inflace.

Neoprávněná agrese Ruska na Ukrajině výrazně zasahuje ekonomiku eurozóny a výhled je stále spojen s vysokou nejistotou. Existují však podmínky pro pokračování růstu ekonomiky a její další zotavení ve střednědobém horizontu. V krátkodobém horizontu Rada guvernérů očekává, že hospodářská aktivita bude tlumena vysokými náklady na energie, zhoršením směnných relací, větší nejistotou a nepříznivým dopadem vysoké inflace na disponibilní příjem. Válka na Ukrajině a obnovená pandemická omezení v Číně opět zhoršily mezery v dodávkách. Podniky proto čelí vyšším nákladům a narušení dodavatelských řetězců a výhled jejich produkce v budoucnu se zhoršil.

I přes lepší než očekávaný výsledek v roce 2021 se výhled rozpočtového salda eurozóny od dokončení makroekonomických projekcí pracovníků ECB z března 2022 výrazně zhoršil. Tento nepříznivější výhled souvisí se zhoršením hospodářského cyklu, vyššími očekávanými úrokovými splátkami a s dodatečnými diskrečními vládními výdaji. Fiskální podpůrná opatření se zaměřují zejména na omezení rostoucích životních nákladů spotřebitelů, ale také na financování obranných kapacit a podporu uprchlíků před válkou na Ukrajině. Podle makroekonomických projekcí z června 2022 sestavených odborníky Eurosystemu by však rozpočtové saldo eurozóny mělo nadále klesat, a to z 5,1 % HDP v roce 2021 na 3,8 % v roce 2022 a dále na 2,4 % do konce horizontu prognózy. Po silném uvolnění během koronavirové krize v roce 2020 se v loňském roce fiskální nastavení zpřísnilo a v letech 2022 a 2023 by se mělo postupně zpříšňovat i nadále. Mírné zpřísnění v roce 2022 předpokládané v projekcích je především výsledkem ukončení významné části pandemické nouzové podpory, která bude jen částečně nahrazena dodatečnými stimulačními opatřeními reagujícími na obrovský růst cen energií a na další výdaje související s rusko-ukrajinskou válkou. Fiskální zpřísnění by mělo být o něco výraznější v roce 2023, kdy by měla končit řada nedávných podpůrných opatření kompenzujících dopad vysokých cen energií. V roce 2024 se očekává neutrálnější nastavení, i když v porovnání s obdobím před pandemií by výrazná fiskální podpora ekonomice měla zůstat zachována.

V prostředí zvýšené nejistoty a rizik zhoršení ekonomického výhledu v kontextu války na Ukrajině, růstu cen energií a pokračujícího narušení dodavatelských řetězců Evropská komise doporučila 23. května 2022 prodloužit obecnou únikovou doložku stanovenou Paktem stability a růstu do konce roku 2023. To by umožnilo podle potřeby upravit fiskální politiky na měnící se okolnosti. Současně fiskální nerovnováhy, které stále převyšují své hodnoty před pandemií, a mimořádně vysoká inflace vyžadují, aby byly fiskální politiky selektivnější a cílenější a nezvyšovaly tak střednědobé inflační tlaky, a aby současně zajišťovaly střednědobou fiskální udržitelnost.

Fiskální politika pomáhá zmírňovat dopad války. Cílená a přechodná rozpočtová opatření ochrání ty občany, kteří tlak vyšších cen energií pociťují nejvíce, a přitom omezují riziko posílení inflačních tlaků. K rychlejšímu a udržitelnému růstu ekonomiky eurozóny a zvýšení odolnosti vůči celosvětovým šokům pomůže také rychlé provádění plánů investic a strukturálních reforem v rámci programu Next Generation EU, souboru opatření „Fit for 55“ a plánu REPowerEU.

Působí také faktory, které hospodářské oživení podporují. Ty by měly v příštích měsících posílit. Znovuotevření sektorů, které byly pandemií postiženy nejvíce, a silný trh práce, kdy má práci více lidí, bude nadále podporovat příjmy obyvatel a jejich spotřebu. Tlumícím prvkem jsou také úspory vytvořené během pandemie. Základní projekce z června 2022 sestavené odborníky Eurosystemu vycházejí z předpokladu, že současné sankce vůči Rusku zůstanou v platnosti po celý horizont projekcí (včetně ropného embarga EU), že intenzivní fáze války bude pokračovat do konce letošního roku bez další eskalace, že omezení dodávek energií nepovede v zemích eurozóny k přidělovému systému a že problémy v dodávkách se postupně vyřeší do konce roku 2023. To vše v krátkodobém horizontu znamená mnohem slabší (i když stále pozitivní) perspektivu hospodářského růstu, přičemž nepříznivé faktory odezní po roce 2022 a tempo růstu by ve střednědobém horizontu mírně přesahovalo historické průměry, což by odráželo postupné zotavování z hospodářského propadu během pandemie a odeznívání negativního dopadu války v podmínkách celkově silných trhů práce. Podle makroekonomických projekcí z června 2022 sestavených odborníky Eurosystemu by měl reálný HDP eurozóny v roce 2022 vzrůst v průměru o 2,8 % (z toho 2,0 procentního bodu souvisí s přenosovým efektem z roku 2021) a o 2,1 % v roce 2023 i 2024. V porovnání s projekcemi z března 2022 sestavenými pracovníky ECB byl výhled hospodářského růstu upraven směrem dolů pro rok 2022 o 0,9 procentního bodu a pro rok 2023 o 0,7 procentního bodu především v důsledku hospodářských dopadů války na Ukrajině, zatímco růst pro rok 2024 byl revidován o 0,5 procentního bodu směrem vzhůru, což odráží oživení hospodářské aktivity v souvislosti s odezníváním nepříznivých faktorů.

Inflace

Inflace se v květnu dále zvýšila na 8,1 %. Ačkoli vlády zasáhly a pomohly růst cen energií zpomalit, ty převyšovaly o 39,2 % úroveň o rok dříve. Tržní ukazatele naznačují, že celosvětové ceny energií zůstanou v krátkodobém horizontu vysoké, ale poté v určitém rozsahu zmírní. Ceny potravin v květnu vzrostly o 7,5 %, což zčásti odráží důležitou pozici Ukrajiny a Ruska mezi hlavními světovými producenty zemědělského zboží. Výraznější růst cen byl také důsledkem obnovených problémů v dodávkách a oživení domácí poptávky, zejména v sektoru služeb, a to vzhledem ke znovuotevření ekonomiky eurozóny. Růst cen je stále rozšířenější napříč sektory. Ukazatele jádrové inflace tudíž dále rostly. Na trhu práce dochází nadále ke zlepšení a nezaměstnanost zůstala v dubnu na historickém minimu 6,8 %. Nabídka volných pracovních míst napříč mnoha sektory ukazuje vysokou poptávku po pracovních silách. Růst mezd, včetně výhledových ukazatelů, začal posilovat. Postupem času by posilující ekonomika a do určité míry také efekty dohánění měly podpořit rychlejší tempo růstu mezd. I když většina ukazatelů dlouhodobějších inflačních očekávání odvozených z finančních trhů a šetření mezi odborníky činí zhruba 2 %, počáteční známky revizí převyšujících cíl u těchto ukazatelů si vyžadují pečlivé sledování.

Po výrazném nárůstu inflace počátkem roku 2022 je součástí výhledu vyšší a vytrvalejší inflace. Očekává se, že celková inflace měřená HICP zůstane po většinu roku 2022 na velmi vysoké úrovni, a to v průměru 6,8 %, přičemž od

roku 2023 by se měla postupně snižovat a ve druhé polovině roku 2024 se přiblížit k inflačnímu cíli ECB. Cenové tlaky zůstanou v blízké budoucnosti mimořádně vysoké v důsledku vyšších cen ropy a plynu a růstu cen potravinářských komodit, které byly výrazně ovlivněny válkou na Ukrajině, jakož i dopadů znovuotevření ekonomiky a mezer v globálních dodávkách. Očekávaný pokles inflace na 3,5 % v roce 2023 a 2,1 % v roce 2024 odráží především předpokládané zmírnění cen energetických a potravinářských komodit při absenci dalších otřesů, jak naznačují ceny futures. Ke zmírnění inflace navíc přispěje pokračující návrat měnové politiky k normálu v rozsahu, který se odráží v předpokladech vyšších úrokových sazeb (v souladu s tržními očekáváními), a to s obvyklým zpožděním transmisního mechanismu. Inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin zůstane do konce roku 2022 velmi zvýšená, ale poté by měla klesat s tím, jak odezní proinflační tlaky vyplývající z opětovného otevření ekonomiky a zmírní se problémy v dodávkách a nákladové tlaky v souvislosti s energetickými vstupy. Pokračující hospodářské oživení, napjatější situace na trzích práce a některé vlivy kompenzace vyšší inflace ve mzdách – které by měly růst tempem výrazně nad historickým průměrem – implikují zvýšenou jádrovou inflaci do konce horizontu projekcí, i když základní projekce předpokládá, že dlouhodobější inflační očekávání zůstanou pevně ukotvena. V porovnání s projekcemi z března 2022 sestavenými pracovníky ECB byla inflace výrazně revidována směrem vzhůru. Odráží se zde nedávné překvapivé údaje, vyšší ceny energií a potravin, vytrvalejší proinflační tlaky v důsledku narušení dodávek, výraznější růst mezd a oslabení směnného kurzu eura. Tyto vlivy převažují nad tlumícím efektem předpokladu zvýšení úrokových sazeb a slabšího výhledu hospodářského růstu.

Hodnocení rizik

Rada guvernérů došla k závěru, že rizika související s pandemií klesla, ale válka na Ukrajině nadále představuje značné riziko zpomalení hospodářského růstu. Jedním z hlavních rizik by bylo zejména další narušení dodávek energií do eurozóny, které se odráží ve scénáři hospodářského zpomalení obsaženém v projekcích odborníků Eurosystemu. Dále pokud by měla válka eskalovat, důvěra v ekonomice by se mohla zhoršit, omezení na straně nabídky by mohla vzrůst a náklady na energie a potraviny by mohly oproti očekávání zůstat vytrvale vyšší. Rizika spojená s inflací jsou v prvé řadě proinflační. Mezi riziky spojenými se střednědobým inflačním výhledem je také trvalé zhoršování výrobní kapacity ekonomiky eurozóny, vytrvale vysoké ceny energií a potravin, inflační očekávání přesahující cíl ECB a vyšší než předpokládaný růst mezd. Pokud by měla poptávka ve střednědobém horizontu oslabit, cenové tlaky by se snížily.

Finanční a měnové podmínky

Tržní úrokové sazby se zvýšily v reakci na měnící se výhled inflace a měnové politiky. Benchmarkové sazby rostou a náklady na financování bank se zvýšily. To se projevilo vyššími sazbami bankovních úvěrů, zejména pro domácnosti. Objem úvěrů

poskytnutých podnikům nicméně v březnu vzrostl. Důvodem byla pokračující potřeba financovat investice a provozní kapitál, a to na pozadí rostoucích výrobních nákladů, přetrvávajících problémů v dodávkách a nižší závislosti na tržním financování. Vzrostl také objem úvěrů poskytnutých domácnostem, což odráží přetrvávající velkou poptávku po hypotékách.

V souladu se svou strategií měnové politiky provedla Rada guvernérů své podrobné půlroční hodnocení vzájemného vztahu mezi měnovou politikou a finanční stabilitou. Prostředí pro finanční stabilitu se od posledního přezkumu v prosinci 2021 zhoršilo, obzvláště v krátkém horizontu. Zejména nižší hospodářský růst a posilující nákladové tlaky a také rostoucí bezrizikové sazby a výnosy státních dluhopisů by mohly vést k dalšímu zhoršování podmínek financování, kterým věřitelé čelí. Zároveň by zpřísnující se podmínky financování mohly ve střednědobém horizontu zmenšit některá stávající zranitelná místa pro finanční stabilitu. Banky, jež měly na začátku roku solidní kapitálové pozice a jejichž aktiva vykazovala zlepšující se kvalitu, nyní čelí vyššímu úvěrovému riziku. Rada guvernérů bude tyto faktory pozorně sledovat. Makrobezpečnostní politika v každém případě nadále představuje první obrannou linii pro zachování finanční stability a řešení střednědobých zranitelných míst.

Měnová rozhodnutí

Na základě svého aktualizovaného hodnocení rozhodla Rada guvernérů ukončit čisté nákupy aktiv v rámci programu APP k 1. červenci 2022. Rada guvernérů má nadále v úmyslu reinvestovat v plném rozsahu 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 podmínek dostatečné likvidity a náležitého nastavení měnové politiky.

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.

V případě obnovené tržní fragmentace v souvislosti s pandemií lze reinvestice v rámci programu PEPP flexibilně kdykoli upravit, pokud jde o čas, třídy aktiv a jurisdikce. Součástí by mohl být nákup dluhopisů vydaných Řeckou republikou nad rámec ukončení splátek tak, aby se zabránilo přerušení nákupů v této jurisdikci, které by mohlo ohrozit transmissi měnové politiky do řecké ekonomiky, která se stále zotavuje z dopadů pandemie. V případě potřeby lze opětovně zahájit také čisté nákupy aktiv v rámci programu PEPP s cílem čelit dopadům záporných šoků souvisejících s pandemií.

Rada guvernérů provedla důkladný přezkum podmínek, jež by měly být dle její signalizace měnové politiky splněny, než zahájí zvyšování základních úrokových sazeb ECB. Na základě tohoto hodnocení došla Rada guvernérů k závěru, že tyto podmínky byly splněny.

Z tohoto důvodu a v souladu se sledem svých měnověpolitických opatření má Rada guvernérů v úmyslu zvýšit na svém červencovém měnověpolitickém zasedání základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů. Prozatím Rada guvernérů rozhodla ponechat úrokovou sazbu pro hlavní refinanční operace a úrokové sazby mezní zápůjční facility a vkladové facility beze změny na úrovni 0,00 %, 0,25 % a -0,50 %.

Pokud jde o následující období, v září Rada guvernérů očekává další zvýšení základních úrokových sazeb ECB. O jak velké zvýšení půjde, bude záležet na aktualizovaném střednědobém inflačním výhledu. Pokud se střednědobý inflační výhled nezmění nebo zhorší, na zářijovém zasedání bude přiměřený větší přírůstek.

Ohledně období po září předpokládá Rada guvernérů na základě svého nynějšího hodnocení, že bude vhodné sazby dále zvyšovat postupně, ale setrvale. V souladu se závazkem Rady guvernérů ke střednědobému cíli ve výši 2 % bude tempo, jakým Rada guvernérů bude přizpůsobovat svou měnovou politiku, záviset na aktuálních údajích a na tom, jak bude hodnotit vývoj inflace ve střednědobém horizontu.

Rada guvernérů bude nadále sledovat podmínky bankovního financování a zajišťovat, aby splatnost operací v rámci třetí série cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO III) nenarušovala hladkou transmissi její měnové politiky. Rada guvernérů bude také pravidelně hodnotit, jak přispívají cílené zápůjční operace k nastavení její měnové politiky. Jak již bylo oznámeno dříve, zvláštní podmínky uplatňované v rámci programu TLTRO III skončí 23. června 2022.

Rada guvernérů je připravena všechny své nástroje přizpůsobit tomu, aby střednědobě zajistila stabilizaci inflace na svém 2% cíli, a to v případě nutnosti i za použití flexibility. Pandemie ukázala, že v tíživých podmínkách napomohla flexibilita, pokud jde o koncepci a provádění nákupu aktiv, čelit dopadům zhoršené transmise měnové politiky a zefektivnila úsilí Rady guvernérů dosáhnout svého cíle. V rámci mandátu ECB zůstane v napjatých podmínkách flexibilita jedním z prvků měnové politiky, kdykoli bude ohrožena transmise měnové politiky a tím pádem také dosažení cenové stability.

Po *ad hoc* zasedání 15. června Rada guvernérů dále sdělila, že při reinvestování splátek splatných v portfoliu PEPP bude uplatňovat flexibilitu s cílem zachovat fungování transmisního mechanismu měnové politiky – jako jedné z podmínek k tomu, aby ECB mohla plnit svůj mandát v oblasti cenové stability. Dále Rada guvernérů rozhodla pověřit příslušné výbory Eurosystemu společně se službami ECB, aby zrychlily dokončení návrhu nového antifragmentačního nástroje pro posouzení Radou guvernérů.

© **Evropská centrální banka, 2022**

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 8. června 2022.

ISSN 2363-3581
Katalogové číslo EU QB-BQ-22-014-CS-N