



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

2/2023



Hospodářský, finanční a měnový vývoj

Shrnutí

Předpokládá se, že inflace zůstane příliš vysoká po příliš dlouhou dobu. V souladu se svým odhodláním zajistit včasný návrat inflace ke střednědobému cíli 2 % proto Rada guvernérů 16. března 2023 rozhodla zvýšit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 50 bazických bodů. Zvýšená míra nejistoty posiluje význam přístupu k rozhodování Rady guvernérů o měnověpolitických sazbách závislého na údajích, který bude určen jejím hodnocením inflačního výhledu s ohledem na aktuální hospodářské a finanční údaje, dynamikou jádrové inflace a silou transmise měnové politiky.

Rada guvernérů rovněž oznámila, že pozorně sleduje současné napětí na trzích. Je připravena podle potřeby reagovat, aby byla zachována cenová a finanční stabilita v eurozóně. Rada guvernérů uvedla, že bankovní sektor eurozóny je odolný a vykazuje silnou kapitálovou a likviditní pozici. V každém případě je soubor nástrojů měnové politiky ECB plně vybaven k poskytování likviditní podpory finančnímu systému eurozóny v případě potřeby a k zachování hladké transmise měnové politiky.

Nové makroekonomické projekce pracovníků ECB byly dokončeny na začátku března před nedávným vznikem napětí na finančních trzích. Toto napětí jako takové vyvolává v souvislosti se základním hodnocením inflace a růstu další nejistotu. Již před těmito nejnovějšími událostmi byl vývoj celkové inflace v základním scénáři revidován směrem dolů, a to především v důsledku menšího příspěvku cen energií, než se očekávalo dříve. Pracovníci ECB nyní vidí inflaci na průměrné úrovni 5,3 % v roce 2023, 2,9 % v roce 2024 a 2,1 % v roce 2025. Základní cenové tlaky zároveň zůstávají silné. Inflace bez započtení cen energií a potravin v únoru nadále rostla a pracovníci ECB očekávají, že v roce 2023 dosáhne průměrné hodnoty 4,6 %, což je více, než se předpokládalo v prosincových projekcích. Následně by měla klesnout na 2,5 % v roce 2024 a 2,2 % v roce 2025, neboť odezní tlaky na její růst v důsledku dřívějších nabídkových šoků a znovuotevření ekonomiky a přísnější měnová politika bude stále více tlumit poptávku.

Základní projekce růstu pro rok 2023 byly revidovány směrem vzhůru na průměrnou hodnotu 1,0 % v důsledku poklesu cen energií a větší odolnosti ekonomiky vůči náročnému mezinárodnímu prostředí. Pracovníci ECB očekávají, že v letech 2024 i 2025 pak hospodářský růst dále zrychlí na 1,6 %. Podporovat jej bude odolný trh práce, zlepšující se důvěra a oživení reálných příjmů. V důsledku zpřísnění měnové politiky je zároveň toto oživení růstu v letech 2024 a 2025 slabší, než se předpokládalo v prosinci.

Hospodářská aktivita

Světová hospodářská aktivita zůstala na přelomu roku utlumená, ale výhled pro nejbližší období se zlepšil. Podpořilo jej znovuotevření čínské ekonomiky a pokračující odolnost trhů práce napříč vyspělými ekonomikami. Uvolnění omezení na straně nabídky nadále podporuje světový obchod a navzdory poklesu celkové inflace zůstávají cenové tlaky silné. V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu z prosince 2022 byly za této situace výhledy globálního růstu pro roky 2023 a 2024 obsažené v makroekonomických projekcích pro eurozónu z března 2023, které sestavili pracovníci ECB, revidovány směrem nahoru. I když znovuotevření čínské ekonomiky letos podpoří celosvětový růst, světová hospodářská aktivita zůstává poměrně utlumená s tempem růstu pod historickými průměry na celém horizontu projekcí od roku 2023 do roku 2025. Směrem vzhůru byly upraveny také projekce světového obchodu, aby odrážely znovuotevření čínské ekonomiky a další uvolnění omezení v globálních dodavatelských řetězcích. Stále více se objevují náznaky, že inflace měřená indexem spotřebitelských cen (dále též „CPI“) dosáhla vrcholu již v roce 2022, i když cenové tlaky ve světové ekonomice zůstávají vysoké. Dezinflace je posilována odezníváním výpadků dodávek, klesajícími cenami energií a synchronizovaným zpříšňováním měnové politiky ve světě. Odolné trhy práce a výrazný růst mezd, zejména v hlavních vyspělých ekonomikách, však naznačují, že základní inflační tlaky ve světové ekonomice zůstávají silné a že dezinflační proces bude postupný.

Hospodářství eurozóny ve čtvrtém čtvrtletí roku 2022 stagnovalo, a nedošlo tak k dříve očekávanému poklesu. Soukromá domácí poptávka však prudce poklesla. Vysoká inflace, přetrvávající nejistota a přísnější podmínky financování narušily soukromou spotřebu a investice, které poklesly o 0,9 %, respektive o 3,6 %. V základní projekci se očekává, že se ekonomika v nadcházejících čtvrtletích zotaví. Průmyslová výroba by měla oživovat s dalším zlepšováním podmínek na straně nabídky, s pokračujícím zotavováním důvěry a s tím, jak podniky zpracovávají velké množství nevyřízených zakázek. Ztrátu kupní síly řady domácností v důsledku vysoké inflace budou částečně vyrovnávat rostoucí mzdy a klesající ceny energií. To zase podpoří spotřebitelské výdaje. Trh práce navíc zůstává i přes oslabení hospodářské aktivity silný. Zaměstnanost ve čtvrtém čtvrtletí roku 2022 vzrostla o 0,3 % a míra nezaměstnanosti zůstala v lednu 2023 na svém historickém minimu 6,6 %.

Díky tomu, že dodávky energií jsou nyní lépe zabezpečené, se ceny energií výrazně zmírnily, zlepšila se důvěra a hospodářská aktivita by se v krátkodobém horizontu měla o něco zvýšit. Vlivem nižších cen energií se nyní do jisté míry snižují náklady, zejména pro energeticky náročná odvětví, a celosvětové problémy v dodávkách z velké části odezněly. Očekává se, že obnovování rovnováhy na trhu s energiemi bude nadále pokračovat a dojde ke zlepšení reálných příjmů. Jelikož zahraniční poptávka rovněž posiluje, očekává se od poloviny roku 2023 oživení hospodářského růstu podpořené silným trhem práce, odezní-li stávající napětí na finančních trzích. Pokračující navrácení měnové politiky ECB k normálu a další zvyšování úrokových sazeb, které očekávají trhy, se však budou čím dál tím výrazněji promítat do reálné ekonomiky a nedávné zpříšnění podmínek pro poskytování úvěrů přinese další

tlumící účinky. Tento vývoj společně s postupným ukončováním fiskální podpory a jistými přetrvávajícími obavami ohledně rizik ohrožujících dodávky energií během příští zimy bude mít nepříznivý dopad na hospodářský růst ve střednědobém horizontu. Celkově by měl průměrný roční růst reálného HDP v roce 2023 zpomalit na 1,0 % (z 3,6 % v roce 2022) a poté v letech 2024 a 2025 oživit na 1,6 %.

V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu z prosince 2022 došlo v důsledku přenosu pozitivních překvapení ve druhé polovině roku 2022 a zlepšení krátkodobého výhledu k revizi výhledu růstu HDP pro rok 2023 o 0,5 procentního bodu směrem nahoru. Pro rok 2024 došlo k revizi o 0,3 a pro rok 2025 o 0,2 procentního bodu směrem dolů, jelikož zpřísnění podmínek financování a nedávné posílení eura převažují nad pozitivními dopady nižší inflace na příjmy a důvěru.

Podle projekcí pracovníků ECB z března 2023 by se fiskální výhled pro eurozónu měl v horizontu projekcí zlepšovat. Po výrazném poklesu odhadovaném pro rok 2022 by měl rozpočtový schodek eurozóny v roce 2023 dále mírně klesat, v roce 2024 klesat výrazněji (na 2,4 % HDP) a v roce 2025 zůstat beze změny. Pokles rozpočtového salda na konci horizontu projekcí v porovnání s rokem 2022 lze vysvětlit zlepšením cyklicky očištěného primárního salda a lepší cyklickou složkou, zatímco podíl úrokových plateb na HDP se v horizontu projekcí postupně zvyšuje. Dluh eurozóny by měl nadále klesat, i když po roce 2022 pomaleji, a to do roku 2025 na úroveň mírně pod 87 % HDP. Hlavním důvodem jsou záporné diferenciály mezi úrokovou sazbou a tempem růstu, které převažují nad přetrvávajícími primárními schodky. Nicméně se očekává, že v roce 2025 poměry schodku a dluhu k HDP zůstanou nad úrovní před pandemií. V porovnání s prosincovými projekcemi byl vývoj rozpočtového salda v letech 2023–2025 revidován směrem vzhůru, i když na konci horizontu projekcí jen nepatrně, zatímco úrokové platby se v letech 2024–2025 zvýšily. Poměr dluhu k HDP byl revidován směrem dolů, což odráží především zlepšení vývoje primárního salda.

Vládní podpůrná opatření, která by měla ekonomiku chránit před dopadem vysokých cen energií, by měla být dočasná, cílená a nastavená tak, aby zachovala motivaci k energetickým úsporám. Vzhledem k tomu, že ceny energií klesají a rizika spojená s dodávkami energie se snižují, je důležité začít tato opatření rychle a koordinovaně rušit. Opatření neodpovídající těmto zásadám pravděpodobně posílí střednědobé inflační tlaky, což by vyžadovalo výraznější odpověď ze strany měnové politiky. Fiskální politiky by měly být navíc v souladu s rámcem EU pro správu ekonomických záležitostí, a jak je také uvedeno v pokynech Evropské komise z 8. března 2023, 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 provést své plány investic a strukturálních reforem v rámci programu Next Generation EU. Urychleně by měla být dokončena reforma rámce EU pro správu ekonomických záležitostí.

Inflace

Inflace se v únoru mírně snížila na 8,5 %. Důvodem je opětovný prudký pokles cen energií. Naproti tomu růst cen potravin se dále zvýšil na 15,0 %, neboť do spotřebitelských cen se stále promítá dřívější prudký vzestup nákladů na energie a dalších vstupů do výroby potravin.

Navíc zůstávají silné základní cenové tlaky. Inflace bez započtení cen energií a potravin vzrostla v únoru na 5,6 % a na vysoké úrovni zůstávají i další ukazatele jádrové inflace. Růst cen neenergetického průmyslového zboží posílil v únoru na 6,8 %, a to především v důsledku opožděných vlivů problémů v dodávkách a vysokých cen energií v minulosti. Inflaci v sektoru služeb, která v únoru vzrostla na 4,8 %, rovněž stále ovlivňuje postupné promítání dřívějších nárůstů cen energií, odložená poptávka po znovuotevření ekonomiky a rostoucí mzdy.

V důsledku odolných trhů práce a snahy zaměstnanců vynahradiť si část kupní síly ztracené kvůli vysoké inflaci posílily mzdové tlaky. Mnohé podniky v sektorech, které čelí omezené nabídce a znovuožívající poptávce, byly navíc schopny zvýšit své ziskové marže. Většina ukazatelů dlouhodobějších inflačních očekávání přitom v současné době činí zhruba 2 %, ačkoli je nezbytné je nadále sledovat, především vzhledem k nedávné volatilitě tržních inflačních očekávání.

Prudká korekce na trzích s energiemi vedla k výraznému poklesu cenových tlaků a nyní se očekává, že se inflace bude snižovat rychlejším tempem. Růst cen energií, který loni na podzim přesáhl 40 %, by se měl ve druhé polovině roku 2023 dostat do záporných hodnot v důsledku cen komodit, jež klesly pod úroveň naposledy zaznamenanou před invazí Ruska na Ukrajinu, výrazných vlivů srovnávací základny a silnějšího směnného kurzu eura. Příznivější výhled cen energetických komodit naznačuje, že fiskální opatření by při snižování cen energií v roce 2023 měla hrát o něco menší roli, a po ukončení těchto opatření se nyní očekává mírnější oživení růstu cen energií v roce 2024.

Předpokládá se, že míra inflace u dalších složek harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (dále též „HICP“) se začne snižovat o něco později, jelikož v blízké budoucnosti budou stále přítomny tlaky v dodavatelských řetězcích související s promítáním nákladů do inflace, zejména v případě růstu cen potravin, a rovněž přetrvávající vlivy dřívějších problémů v dodávkách a znovuotevření ekonomiky. Očekává se, že celková inflace do konce roku 2023 klesne pod 3,0 %, v roce 2024 se stabilizuje na 2,9 % a ve třetím čtvrtletí roku 2025 se dále zmírní směrem k inflačnímu cíli ve výši 2,0 %, přičemž v průměru za uvedený rok bude dosahovat hodnoty 2,1 %. Jádrová inflace měřená HICP bez cen energií a potravin bude v roce 2023 na rozdíl od celkové inflace v průměru vyšší než v roce 2022, což odráží zpožděné dopady související s nepřímými účinky dřívějších vysokých cen energií a silného oslabení eura, které budou v krátkodobém horizontu převládat. Vliv nedávného poklesu cen energií a posílení eura na jádrovou inflaci se v horizontu projekcí projeví až později. Očekávaný pokles inflace ve střednědobém horizontu také odráží postupný dopad navrácení měnové politiky k normálu. Napjatá situace na trzích práce a dopady inflační kompenzace nicméně naznačují, že mzdy by měly růst tempem výrazně nad historickými průměry a na konci horizontu projekcí se

v reálném vyjádření pohybovat blízko úrovně z prvního čtvrtletí roku 2022. V porovnání s projekcemi z prosince 2022 byla celková inflace pro celý horizont projekcí revidována směrem dolů (o 1,0 procentního bodu pro rok 2023, o 0,5 procentního bodu pro rok 2024 a o 0,2 procentního bodu pro rok 2025). Značná revize směrem dolů pro rok 2023 byla vyvolána velkým překvapivým poklesem růstu cen energií v posledních měsících a předpokládanými výrazně nižšími cenami energií, které částečně vyrovnávají překvapivé údaje o růstu inflace měřené HICP bez započtení energií a potravin. Revize směrem dolů pro roky 2024 a 2025 souvisejí s menším dopadem zrušení fiskálních opatření na růst cen energií, výrazněji odeznívajícími nepřímými vlivy a rostoucím promítáním nedávného posílení eura.

Hodnocení rizik

Pokud jde o výhled hospodářského růstu, převažují rizika jeho zpomalení. Setrvale zvýšené napětí na finančních trzích by mohlo omezit širší úvěrové podmínky výrazněji, než se čekalo, a utlumit důvěru. Neoprávněná válka Ruska proti Ukrajině a jejímu lidu nadále představuje značné riziko zpomalení hospodářského růstu a mohla by opět vyvíjet tlak na zvyšování nákladů na energie a potraviny. K dalšímu zhoršení hospodářského růstu v eurozóně by mohlo dojít rovněž tehdy, pokud by světová ekonomika oslabil prudčeji, než se očekává. Podniky by se však mohly náročnému mezinárodnímu prostředí přizpůsobit rychleji, což by spolu s odeznívajícím energetickým šokem mohlo podpořit vyšší hospodářský růst, než se v současné době předpokládá.

Rizika vyšší inflace zahrnují stávající tlaky v dodavatelských řetězcích, které by stále mohly oproti očekávání v blízké budoucnosti poslat maloobchodní ceny ještě výše. Domácí faktory, jako je vytrvalý růst inflačních očekávání nad cílem Rady guvernérů nebo vyšší než předpokládané nárůsty mezd a ziskových marží, by mohly inflaci tlačit vzhůru, a to i ve střednědobém horizontu. Navíc oproti očekávání by výraznější hospodářské zotavení v Číně mohlo být impulzem k růstu cen komodit a zahraniční poptávky. Rizika nižší inflace zahrnují setrvale zvýšené napětí na finančních trzích, které by mohlo urychlit dezinflaci. Kromě toho klesající ceny energií by se mohly promítnout do menšího tlaku ze strany jadrové inflace a mezd. K nižším cenovým tlakům, než se v současnosti předpokládá, zejména ve střednědobém horizontu, by také přispělo oslabení poptávky, mj. v důsledku výraznějšího zpomalování bankovních úvěrů nebo silnější než projektované transmise měnové politiky.

Finanční a měnové podmínky

Tržní úrokové sazby v týdnech následujících po únorovém zasedání Rady guvernérů výrazně vzrostly. V období před březnovým zasedáním se však tento růst výrazně obrátil v souvislosti se silným napětím na finančních trzích. Bankovní úvěry podnikům v eurozóně zdražily. Poskytování úvěrů podnikům dále oslabilo, a to v důsledku nižší poptávky a zpřísnění podmínek pro poskytování úvěrů. Půjčky domácností také zdražily, zejména v důsledku vyšších sazeb hypotečních úvěrů.

Tento nárůst nákladů na čerpání úvěrů a z toho vyplývající pokles poptávky spolu s přísnějšími úvěrovými standardy vedly k dalšímu zpomalení růstu úvěrů domácnostem. V prostředí této slabší dynamiky úvěrů růst peněžní zásoby prudce zpomalil a byl ovlivňován svými nejlíživějšími složkami.

Měnová rozhodnutí

Na základě svého nynějšího hodnocení se Rada guvernérů rozhodla zvýšit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 50 bazických bodů. S účinností od 22. března 2023 se tak úroková sazba pro hlavní refinanční operace zvýší na 3,50 %, úroková sazba mezní záůjční facility na 3,75 % a úroková sazba vkladové facility na 3,00 %.

Portfolio v rámci programu nákupu aktiv (dále též „APP“) se přiměřeným a předvídatelným tempem zmenšuje, neboť Eurosystem zpětně neinvestuje jistiny ze splatných cenných papírů v plném rozsahu. Pokles bude do konce června 2023 činit průměrně 15 mld. EUR měsíčně a jeho následné tempo bude stanoveno v průběhu času. Pokud jde o nouzový pandemický program nákupu aktiv (dále též „PEPP“), má Rada guvernérů v úmyslu reinvestovat jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci tohoto programu 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.

Závěr

Předpokládá se tedy, že inflace zůstane příliš vysoká po příliš dlouhou dobu. V souladu se svým rozhodnutím zajistit včasný návrat inflace ke střednědobému cíli 2 % proto Rada guvernérů na svém březnovém zasedání rozhodla zvýšit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 50 bazických bodů.

Zvýšená míra nejistoty posiluje význam přístupu k rozhodování o měnověpolitických sazbách závislého na údajích, který bude určen hodnocením inflačního výhledu Radou guvernérů s ohledem na aktuální hospodářské a finanční údaje, dynamikou jádrové inflace a silou transmise měnové politiky.

Rada guvernérů je připravena upravit všechny své nástroje v rámci svého mandátu, aby zajistila návrat inflace k jejímu 2% cíli ve střednědobém horizontu a zachování hladkého fungování transmise měnové politiky.

© **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 15. března 2023.

ISSN 2363-3581
Katalogové číslo EU QB-BQ-23-001-CS-N