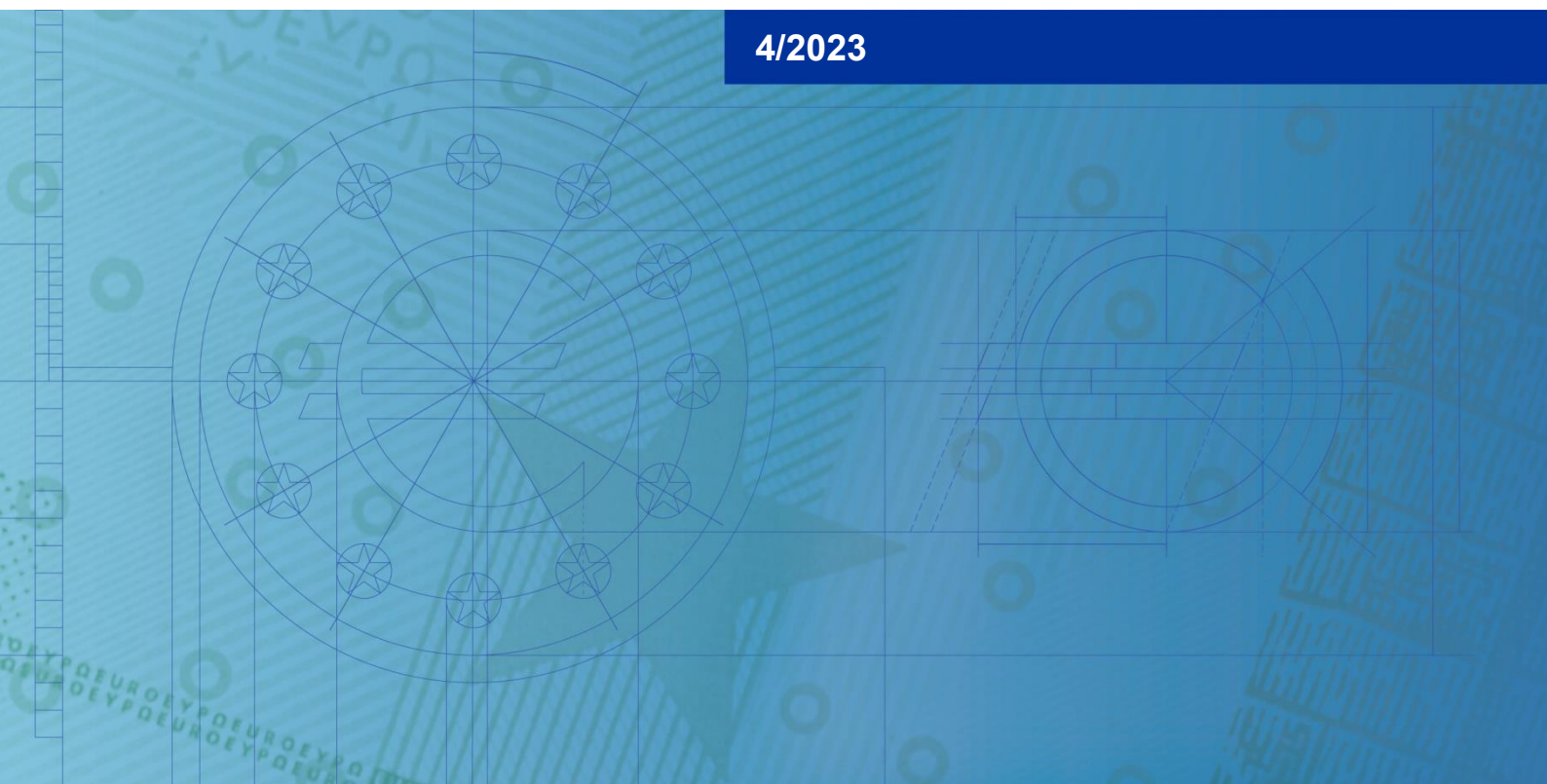




EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

4/2023



Hospodářský, finanční a měnový vývoj

Shrnutí

Inflace klesá, ale podle projekcí má zůstat příliš vysoká po příliš dlouhou dobu. Rada guvernérů je odhodlána zajistit včasný návrat inflace ke svému 2% střednědobému cíli. Na svém zasedání 15. června 2023 proto rozhodla zvýšit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů.

Toto zvýšení sazeb odráží aktualizované hodnocení inflačního výhledu Radou guvernérů, dynamiku jádrové inflace a sílu transmise měnové politiky. Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z června 2023 sestavených odborníky Eurosystemu se očekává, že celková inflace bude průměrně ve výši 5,4 % v roce 2023, 3,0 % v roce 2024 a 2,2 % v roce 2025. Ukazatele základních cenových tlaků zůstávají výrazné, i když některé vykazují nejisté známky oslabení. Odborníci Eurosystemu revidovali své projekce inflace bez započtení cen energií a potravin směrem vzhůru zejména pro letošní a příští rok, a to v důsledku jejího dřívějšího překvapivého posílení a dopadů robustního trhu práce na rychlost dezinflace. Podle jejich stávajícího hodnocení by měla inflace dosáhnout v roce 2023 úrovně 5,1 % a následně v roce 2024 klesnout na 3,0 % a v roce 2025 na 2,3 %. Odborníci Eurosystemu mírně snížili své projekce hospodářského růstu na letošní a příští rok. Nyní očekávají, že ekonomika poroste v roce 2023 o 0,9 %, v roce 2024 o 1,5 % a v roce 2025 o 1,6 %.

Současně se dosavadní zvyšování úrokových sazeb Radou guvernérů výrazně promítá do podmínek financování a postupně má dopad na celou ekonomiku. Výrazně vzrostly náklady na čerpání úvěrů a zpomaluje růst úvěrů. Přísnější podmínky financování jsou jedním z klíčových důvodů pro projekci dalšího snižování inflace směrem k cílové hodnotě, neboť by stále více měly tlumit poptávku.

Budoucí rozhodnutí Rady guvernérů zajistí, že základní úrokové sazby ECB dosáhnou dostatečně restriktivní úrovně, aby došlo ke včasnému návratu inflace na střednědobou cílovou hodnotu 2 %, a že na této úrovni budou ponechány po nezbytně dlouhou dobu. Při stanovování odpovídající úrovně a trvání restrikce bude Rada guvernérů nadále uplatňovat přístup závislý na údajích. Zejména její rozhodnutí o úrokových sazbách budou nadále vycházet z jejího hodnocení inflačního výhledu zohledňujícího aktuální ekonomické a finanční údaje, dynamiku jádrové inflace a sílu transmise měnové politiky.

Rada guvernérů potvrdila, že od července 2023 ukončí reinvestice v rámci programu nákupu aktiv (dále též „APP“).

Hospodářská aktivita

Světová ekonomika zahájila letošní rok lépe než ve čtvrtém čtvrtletí roku 2022, a to díky znovuotevření čínské ekonomiky a odolnosti trhů práce ve Spojených státech.

Hnací silou světové hospodářské aktivity byl především sektor služeb, zatímco produkce zpracovatelského průmyslu zůstává poměrně utlumená. Dopady potíží bankovního sektoru ve Spojených státech počátkem března vedly ke krátkému období akutního napětí na světových finančních trzích. Od té doby většina cen aktiv vyrovnala ztráty zaznamenané v uvedeném období a účastníci finančního trhu také revidovali směrem dolů svá očekávání ohledně budoucího zpříšňování měnové politiky Federálního rezervního systému. Přetrvávající nejistota však přispívá k nepříznivým faktorům ovlivňujícím růst světové ekonomiky. K těmto faktorům patří vysoká inflace, zpříšňování globálních finančních podmínek a geopolitické napětí. Za této situace zůstává výhled světového hospodářského růstu a inflace v projekcích z června 2023 v porovnání s makroekonomickými projekcemi pro eurozónu z března 2023 sestavenými pracovníky ECB víceméně beze změny. Malá revize růstu světové ekonomiky směrem vzhůru v roce 2023 souvisí především s výraznějším než dříve očekávaným oživením poptávky v Číně v prvním čtvrtletí, které bylo částečně kompenzováno nepříznivým dopadem přísnějších finančních a úvěrových podmínek ve Spojených státech a dalších vyspělých ekonomikách. Výhled inflace pro rok 2024 byl revidován mírně směrem vzhůru v prostředí napjaté situace na trzích práce a stále vysokého růstu mezd ve vyspělých ekonomikách, zatímco nižší ceny komodit vysvětlují malou revizi projekce inflace směrem dolů pro rok 2023. Světový obchod by měl letos růst mnohem pomalejším tempem než reálný HDP, neboť intenzita obchodu začíná v rámci struktury světové poptávky klesat. Výhled pro světový obchod pro rok 2023 byl revidován směrem dolů, i když z velké části v důsledku značných záporných přenosových efektů ze čtvrtého čtvrtletí roku 2022 a slabých výsledků v prvním čtvrtletí v největších ekonomikách.

Ekonomika eurozóny v posledních měsících stagnuje. Stejně jako ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku poklesla v prvním čtvrtletí roku 2023 o 0,1 % s tím, jak se snižovala soukromá i veřejná spotřeba. Hospodářský růst zůstane v krátkodobém horizontu pravděpodobně slabý, ale během roku posílí, neboť inflace poklesne a narušení dodávek se bude nadále snižovat. Podmínky v různých sektorech ekonomiky jsou nerovnoměrné: zpracovatelský průmysl nadále oslabuje, částečně z důvodu slabší poptávky ve světě a přísnějších podmínek financování v eurozóně, zatímco služby zůstávají odolné.

Zdrojem síly zůstává trh práce. Během prvního čtvrtletí letošního roku vznikl téměř milion nových pracovních míst a míra nezaměstnanosti dosáhla v dubnu rekordního minima 6,5 %. Vzrostl také průměrný počet odpracovaných hodin, i když je stále mírně pod svou úroveň před pandemií.

Podle projekcí z června 2023 se očekává, že se ekonomika v nadcházejících čtvrtletích vrátí k růstu, neboť ceny energií zmírňují, zahraniční poptávka posiluje a problémy v dodávkách jsou vyřešeny, což podnikům umožňuje pokračovat ve zpracování značného množství nahromaděných objednávek, a nadále ustupuje i nejistota včetně nejistoty související s nedávným napětím v bankovním sektoru. Dále by se díky silnému trhu práce měly zlepšovat reálné příjmy, přičemž nezaměstnanost by měla v horizontu projekcí dosahovat nových historických minim. Zpříšňování měnové politiky ECB se v rostoucí míře bude promítat do reálné ekonomiky. Společně s postupným ukončováním fiskální podpory bude mít tento

vývoj ve střednědobém horizontu dopad na hospodářský růst. Celkově by měl průměrný roční růst reálného HDP v roce 2023 zpomalit na 0,9 % (z 3,5 % v roce 2022) a poté v letech 2024 a 2025 oživit na 1,5 %, resp. 1,6 %. V porovnání s projekcemi z března 2023 byl výhled růstu HDP pro roky 2023 a 2024 revidován o 0,1 procentního bodu směrem dolů, což odráží především přísnější podmínky financování. Růst HDP v roce 2025 zůstává beze změny, neboť se očekává, že tyto účinky budou částečně vyrovnány dopadem vyššího reálného disponibilního důchodu a nižší nejistoty.

Fiskální výhled eurozóny by se měl v horizontu projekcí zlepšit. Po výrazném poklesu v roce 2022 se předpokládá, že rozpočtový schodek eurozóny bude v letech 2023–2024 dále klesat pomalejším tempem a v roce 2025 pouze nepatrně (na 2,5 % HDP). Pokles rozpočtového salda na konci horizontu projekcí v porovnání s rokem 2022 lze vysvětlit zlepšením cyklicky očištěného primárního salda a v omezenější míře lepší cyklickou fiskální složkou, zatímco podíl úrokových plateb na HDP se ve sledovaném období postupně zvyšuje. Dluh eurozóny by měl nadále klesat, i když po roce 2022 pomaleji, a to do roku 2025 na 87,3 % 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. Ve srovnání s projekcemi z března 2023 zůstává rozpočtové saldo na konci sledovaného období víceméně beze změny, zatímco míra zadlužení byla pro roky 2023–2025 mírně revidována směrem vzhůru, a to zejména z důvodu méně příznivých diferencíálů mezi úrokovou sazbou a tempem růstu.

S oslabením energetické krize by vlády měly urychleně a koordinovaně ukončit související podpůrná opatření, aby předešly posilování střednědobých inflačních tlaků, které by vyžadovalo výraznější reakci měnové politiky. Fiskální politiky by měly být koncipovány tak, aby zvyšovaly produktivitu ekonomiky eurozóny a postupně snižovaly vysoký veřejný dluh. Nápomocné při snižování cenových tlaků ve střednědobém horizontu mohou být také politiky zaměřené na zvýšení nabídkové kapacity eurozóny, zejména v energetickém sektoru. Brzy by měla být dokončena reforma rámce EU pro správu ekonomických záležitostí.

Inflace

Podle předběžného odhadu Eurostatu inflace v květnu dále klesla na 6,1 %, zatímco v dubnu činila 7,0 %. Tento pokles byl plošný. Růst cen energií, který v dubnu posílil, se vrátil ke svému sestupnému trendu a v květnu byl záporný. Růst cen potravin opět poklesl, ale zůstal na vysoké úrovni 12,5 %.

Inflace bez započtení energií a potravin v květnu klesala druhý měsíc za sebou na 5,3 % z dubnových 5,6 %. Růst cen zboží se dále snížil z dubnových 6,2 % na 5,8 %. Růst cen služeb se po několika měsících poprvé snížil z 5,2 % na 5,0 %. Ukazatele základních cenových tlaků zůstávají výrazné, i když některé vykazují nejisté známky oslabení.

Ceny v celé ekonomice jsou stále tlačeny vzhůru dřívějším růstem cen energií. Na růst inflace, zejména ve službách, působí také odložená poptávka spojená se znovuotevřením ekonomiky. Jedním ze stále významnějších zdrojů inflace jsou mzdové tlaky, i když částečně odrážejí jednorázové platby. Náhrada na zaměstnance se v prvním čtvrtletí roku zvýšila o 5,2 % a sjednané mzdy o 4,3 %. Navíc podniky v některých sektorech byly schopny si udržet poměrně vysoké zisky, a to zejména tam, kde poptávka převyšovala nabídku. I když většina ukazatelů dlouhodobějších inflačních očekávání se v současné době nachází poblíž 2 %, některé ukazatele zůstávají zvýšené a je třeba je pozorně sledovat.

Vzhledem k tomu, že by podle projekcí z června 2023 měl růst cen energií během roku 2023 vykazovat stále větší záporné hodnoty a růst cen potravin by měl prudce zpomalit, se očekává, že celková inflace v posledním čtvrtletí roku dále klesne zhruba na 3 %. Inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin by však měla v blízké budoucnosti převyšovat úroveň celkové inflace a zůstat nad ní až do začátku roku 2024, i když od druhé poloviny roku 2023 bude postupně klesat. S tím, jak postupně slábnou nepříjemné dopady předchozích šoků spojených s cenami energií a dalších cenových tlaků v dodavatelských řetězcích a přispívají tak k očekávanému poklesu, hlavním faktorem inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin se stanou náklady práce. Růst mezd by měl po většinu horizontu projekcí zůstat nad dvojnásobkem svého historického průměru, a to v důsledku inflační kompenzace, napjaté situace na trhu práce i zvyšování minimálních mezd. Očekává se však, že ziskové marže, které v roce 2022 výrazně vzrostly, budou promítání těchto nákladů ve střednědobém horizontu částečně tlumit. Navíc by měnová politika měla v nadcházejících letech dále tlumit jádrovou inflaci. Souhrnně se očekává, že celková inflace v průměru poklesne z 8,4 % v roce 2022 na 5,4 % v roce 2023, 3,0 % v roce 2024 a 2,2 % v roce 2025. Ve srovnání s projekcemi z března 2023 došlo k její mírné revizi směrem vzhůru, a to pro celý horizont projekcí. Hlavním důvodem je výrazná revize inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin směrem vzhůru, která odráží revize v důsledku vyšších než očekávaných nedávných výsledků inflace a poněkud výraznějších jednotkových mzdových nákladů, což převažuje nad vlivem nižších předpokládaných cen energií a přísnějších podmínek financování.

Hodnocení rizik

Podle Rady guvernérů zůstává výhled hospodářského růstu a inflace vysoce nejistý. Rizika pro zpomalení růstu zahrnují neoprávněnou válku Ruska proti Ukrajině a růst širšího geopolitického napětí, které by mohly vyvolat fragmentaci světového obchodu a působit tak negativně na ekonomiku eurozóny. Hospodářský růst by mohl být také pomalejší, pokud by vlivy měnové politiky byly oproti projekci výraznější. Obnovené napětí na finančních trzích by mohlo vést k ještě přísnějším podmínkám financování, než se očekávalo, a oslabit důvěru. Hospodářskou aktivitu v eurozóně by mohl dále tlumit i slabší růst světové ekonomiky. Růst by však mohl být oproti očekávání vyšší, pokud by silný trh práce a ustupující nejistota znamenaly, že lidé a podniky získají větší důvěru a budou více utrácet.

K proinflačním rizikům patří možný obnovený tlak na růst nákladů na energie a potraviny, který rovněž souvisí s válkou Ruska proti Ukrajině. Inflaci, a to i ve střednědobém horizontu, by mohl tlačit vzhůru také setrvalý růst inflačních očekávání nad cílem Rady guvernérů nebo vyšší než předpokládané zvyšování mezd a ziskových marží. K proinflačním rizikům přispívají také nedávné mzdové dohody v řadě zemí. Naopak obnovené napětí na finančních trzích by mohlo inflaci tlumit rychleji, než se předpokládá. K nižším cenovým tlakům, zejména ve střednědobém horizontu, by vedla také slabší poptávka způsobená například silnější transmisí měnové politiky. Inflace by se také snižovala rychleji, pokud by se klesající ceny energií a slabší růst cen potravin promítaly do cen dalšího zboží a služeb vyšším tempem, než se v současné době očekává.

Finanční a měnové podmínky

Zpřísnění měnové politiky se nadále odráží v bezrizikových úrokových sazbách a širších podmínkách financování. Podmínky financování pro banky zpřísnují a úvěry pro podniky a domácnosti zdražují. V dubnu dosáhly zápujční úrokové sazby své nejvyšší hodnoty za více než deset let a činily v případě úvěrů podnikům 4,4 % a u hypotečních úvěrů 3,4 %.

Tyto vyšší výpůjční úrokové sazby spolu s přísnějšími úvěrovými podmínkami a nižší poptávkou po úvěrech úvěrovou dynamiku dále oslabil. Meziroční růst úvěrů podnikům v dubnu opět poklesl na 4,6 %. Mezi měsíční změny jsou od listopadu 2022 v průměru záporné. Úvěry domácnostem rostly v dubnu meziročním tempem 2,5 % a mezi měsíčně posílily jen nepatrně. Slabé bankovní úvěrování a zmenšení rozvahy Eurosystemu vedly v dubnu k dalšímu oslabení tempa meziročního růstu širokého peněžního agregátu na 1,9 %. Mezi měsíční změny tohoto agregátu jsou od prosince záporné.

V souladu se svou strategií měnové politiky Rada guvernérů podrobně posoudila vzájemné vztahy mezi měnovou politikou a finanční stabilitou. Výhled finanční stability zůstává od minulého přezkumu v prosinci 2022 problematický. Přísnější podmínky financování zvedají bankám náklady financování a zvyšují úvěrové riziko spojené s nevyřádanými úvěry. Společně s nedávným napětím v bankovním systému USA by tyto faktory mohly vyvolat systémovou zátěž a v krátkodobém horizontu utlumit hospodářský růst. Dalším faktorem, který omezuje odolnost finančního sektoru, je pokles reálních trhů, který by mohl zesílit vyšší náklady na čerpání úvěrů a růst nezaměstnanosti. Zároveň mají banky v eurozóně silné kapitálové a likviditní pozice, které tato rizika ohrožující finanční stabilitu zmírňují. Makrobezpečnostní politika nadále zůstává první obrannou linií proti hromadění finančních zranitelných míst.

Měnová rozhodnutí

Rada guvernérů rozhodla na svém zasedání 15. června 2023 zvýšit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů. S účinností od 21. června 2023

se tak úroková sazba pro hlavní refinanční operace zvýšila na 4,00 %, úroková sazba mezní zápůjční facility na 4,25 % a úroková sazba vkladové facility na 3,50 %.

Portfolio APP se přiměřeným a předvídatelným tempem zmenšuje, neboť Eurosystem zpětně neinvestuje jistiny ze splatných cenných papírů v plném rozsahu. Průměrný měsíční pokles bude do konce června 2023 činit 15 mld. EUR. Rada guvernérů ukončí reinvestice v rámci programu APP od července 2023.

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 a jejich probíhající splácení přispívají k nastavení její měnové politiky.

Závěr

Inflace klesá, ale podle projekcí má zůstat příliš vysoká po příliš dlouhou dobu. Rada guvernérů proto rozhodla na svém zasedání 15. června 2023 zvýšit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů, a to s ohledem na své odhodlání zajistit včasný návrat inflace ke svému 2% střednědobému cíli.

Budoucí rozhodnutí Rady guvernérů zajistí, že základní úrokové sazby ECB dosáhnou dostatečně restriktivní úrovně, aby byl dosažen včasný návrat inflace k 2% střednědobému cíli, a že na této úrovni budou po nezbytně dlouhou dobu ponechány. Při stanovování odpovídající úrovně a trvání restrikce bude Rada guvernérů nadále uplatňovat přístup závislý na údajích. Zejména rozhodnutí o úrokových sazbách budou nadále vycházet z hodnocení inflačního výhledu Radou guvernérů zohledňujícího aktuální ekonomické a finanční údaje, dynamiku jádrové inflace a sílu transmise měnové politiky.

V každém případě je Rada guvernérů připravena všechny své nástroje v rámci svého mandátu přizpůsobit tomu, aby zajistila návrat inflace ke svému střednědobému cíli a zachovala hladké 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 14. června 2023.

ISSN 2363-3581
Katalogové číslo EU QB-BQ-23-002-CS-N