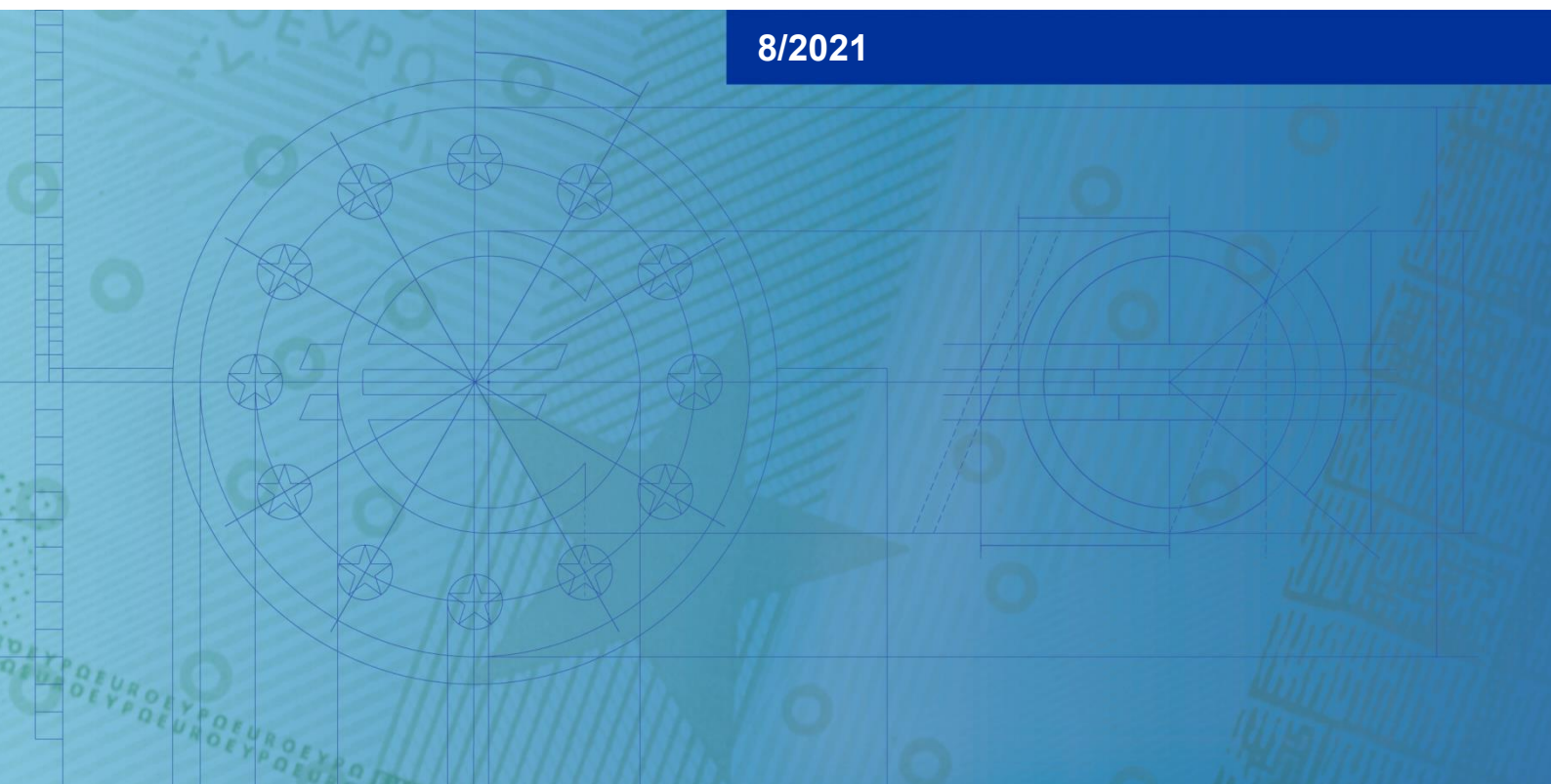




EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

8/2021



Hospodářský, finanční a měnový vývoj

Shrnutí

Hospodářská aktivita

Světová ekonomika se nadále zotavuje, ačkoli přetrvávající překážky v dodávkách, rostoucí ceny komodit a nástup nové varianty koronaviru (COVID-19) omikron nadále nepříznivě ovlivňují vyhlídky hospodářského růstu v krátkodobém horizontu. Nedávná šetření hospodářské aktivity naznačují, že dynamika růstu zůstala na začátku čtvrtého čtvrtletí slabá, zejména ve zpracovatelském sektoru v důsledku výše zmíněných překážek v dodávkách, zatímco sektor služeb prospělo znovuotevření velkých ekonomik. V porovnání s předchozími projekcemi byl v makroekonomických projekcích z prosince 2021, které sestavili odborníci Eurosystemu, výhled hospodářského růstu ve světě revidován pro rok 2021 směrem dolů, pro rok 2022 zůstal beze změny a pro rok 2023 byl revidován směrem nahoru. Tempo růstu reálného HDP ve světě (bez eurozóny) by mělo v roce 2021 zrychlit na 6,0 % a dále zpomalit v roce 2022 na 4,5 %, v roce 2023 na 3,9 % a v roce 2024 na 3,7 %. Zahraniční poptávka v eurozóně by podle projekcí měla v roce 2021 vzrůst o 8,9 %, v roce 2022 o 4,0 %, v roce 2023 o 4,3 % a v roce 2024 o 3,9 %. Avšak v porovnání s předchozími projekcemi byla pro rok 2021 a 2022 revidována směrem dolů. To odráží především nepříznivý dopad na dovoz ve světě související s přetrvávajícími překážkami v dodávkách. Tyto překážky by měly začít slábnout ve druhém čtvrtletí roku 2022 a do roku 2023 zcela vymizet. Z důvodu souhry vyšších cen komodit, překážek v dodávkách a zotavující se poptávky byly pro rok 2021 a 2022 vývozní ceny konkurentů eurozóny revidovány směrem nahoru. Rizikem, které nejvýrazněji ovlivňuje základní projekce pro světovou ekonomiku, zůstává budoucí vývoj pandemie. Předpokládá se, že ostatní rizika spojená s hospodářským výhledem by měla vést spíše k jeho zpomalení, zatímco bilance rizik růstu cen ve světě je více nejistá.

Ekonomika eurozóny se nadále zotavuje. Tempo hospodářského růstu se zmírňuje, ale v průběhu tohoto roku se očekává jeho opětovné výrazné posílení. Předpokládá se, že pokračující hospodářské oživení bude taženo výraznou domácí poptávkou. Podmínky na trhu práce se zlepšují: více lidí má práci a méně se jich účastní programů na zachování pracovních míst. Tento vývoj podporuje výhled rostoucích příjmů a spotřeby domácností. Spotřebu podpoří také úspory vytvořené během pandemie. Hospodářská aktivita v posledním čtvrtletí minulého roku zpomalila a je pravděpodobné, že tento pomalejší růst bude pokračovat také zkraje letošního roku. Nyní očekáváme, že výstup ekonomiky přesáhne úroveň před pandemií v prvním čtvrtletí roku 2022. K řešení současné vlny pandemie některé země eurozóny opět zavedly přísnější omezující opatření. To by mohlo oživení ekonomiky zpozdit, zejména v sektoru cestování, cestovního ruchu, pohostinství

a zábavy. Pandemie tlumí důvěru spotřebitelů a podniků a šíření nových variant viru vytváří dodatečnou nejistotu. Navíc z hlediska spotřeby působí jako nepříznivý faktor rostoucí ceny energií. Nedostatek zařízení, materiálu a pracovníků v některých sektorech ztěžuje výrobu průmyslového zboží, způsobuje zpoždění ve stavebnictví a zpomaluje zotavení některých částí sektoru služeb. Tyto problémy budou ještě jistou dobu přetrvávat, ale během roku 2022 by se měla situace zlepšit.

Ačkoli koronavirová krize měla v roce 2021 nadále výrazně nepříznivý dopad na veřejné finance, prosincové makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu ukazují, že rozpočtové saldo se již nachází na cestě ke zlepšení.

Poté, co poměr schodku k HDP dosáhl v roce 2020 nejvyšší úrovně 7,2 %, se očekává jeho pokles v roce 2021 na 5,9 % a v roce 2022 dále na 3,2 % a do konce horizontu projekcí v roce 2024 jeho stabilizace těsně pod úrovní 2 %. Tato zlepšení jsou důsledkem kombinace vyššího cyklicky očištěného primárního schodku a – zejména počínaje rokem 2022 – znatelně většího příspěvku hospodářského cyklu. Pokud jde o nastavení fiskální politiky, výrazná expanze v roce 2020 byla následována pouze mírným zpřísněním v roce 2021 po očištění o granty v rámci programu Next Generation EU (NGEU). V roce 2022 se předpokládá výrazné fiskální zpřísnění, i když mnohem menší, než se dříve předpokládalo, především v důsledku ukončení značné části nouzové podpory během krize. Zpřísnění se očekává také po zbytek horizontu projekcí, ale v mnohem menší míře, neboť značná část podpory poskytované ekonomice bude uplatňována také v následujících letech. Měnovou politiku by měla nadále doplňovat cílená a prorůstová fiskální opatření. Tato podpora dále ekonomice pomůže adaptovat se na probíhající strukturální změny. Účinné provádění programu NGEU a souboru opatření „Fit for 55“ přispěje k silnějšímu, ekologičtějšímu a rovnoměrnějšímu zotavení napříč zeměmi eurozóny.

V průběhu roku 2022 se očekává výrazné posílení tempa hospodářského růstu.

Podle prosincových projekcí odborníků Eurosystemu by roční tempo růstu reálného HDP mělo činit 5,1 % v roce 2021, 4,2 % v roce 2022, 2,9 % v roce 2023 a 1,6 % v roce 2024. V porovnání s makroekonomickými projekcemi ze září byl výhled pro rok 2022 revidován směrem dolů a pro rok 2023 směrem nahoru.

Inflace

Inflace v listopadu dále vzrostla na 4,9 %. 2% cíl bude nadále převyšovat po většinu roku 2022. Očekává se, že inflace zůstane v krátkodobém horizontu na zvýšené úrovni, ale v průběhu tohoto roku by měla klesnout. Výrazný nárůst inflace odráží především prudké zvýšení cen paliv, plynu a elektřiny. V listopadu představoval růst cen energií více než polovinu celkové inflace. Také poptávka v určitých sektorech nadále převyšuje omezenou nabídku. Důsledky jsou patrné u cen zboží dlouhodobé spotřeby a těch segmentů spotřebitelských služeb, které byly nedávno opět otevřeny. Vlivy srovnávací základny související s ukončením snížení sazby DPH v Německu stále přispívají k vyšší inflaci, ale pouze do konce roku 2021. Není jisté, jak dlouho potrvá, než tyto faktory odezní. V průběhu roku 2022 se však očekává stabilizace cen energií, návrat spotřebních návyků k obvyklému stavu a zmírnění cenových tlaků vyplývajících z problémů ve světových

dodavatelských řetězcích. To by mělo postupem času, jak se bude ekonomika postupně vracet k fungování na plný výkon a trh práce se bude dále zlepšovat, podpořit rychlejší růst mezd. Dlouhodobější inflační očekávání měřená tržními ukazateli i na základě výběrových šetření zůstala po říjnovém měnověpolitickém zasedání víceméně stabilní. Celkově se však v posledních měsících přiblížila ke 2 %. Tyto faktory přispějí k růstu jádrové inflace a ke zvýšení celkové inflace směrem ke střednědobému cíli ECB ve výši 2 %.

Makroekonomické projekce z prosince 2021, které sestavili odborníci Eurosystemu, předpokládají roční inflaci v roce 2021 ve výši 2,6 %, v roce 2022 na úrovni 3,2 %, v roce 2023 ve výši 1,8 % a v roce 2024 na úrovni 1,8 % – tedy značně vyšší než v předchozích, zářijových projekcích. Inflace bez cen potravin a energií by měla dosahovat průměrných hodnot 1,4 % v roce 2021, 1,9 % v roce 2022, 1,7 % v roce 2023 a 1,8 % v roce 2024 – tedy rovněž vyšších než v zářijových projekcích.

Hodnocení rizik

Rada guvernérů vnímá rizika pro daný hospodářský výhled jako víceméně vyrovnaná. Hospodářská aktivita by mohla očekávání ECB předčít, pokud spotřebitelé získají větší důvěru a budou spořit méně, než se očekává. Naproti tomu nedávné zhoršení pandemie, včetně šíření nových variant, by mohlo hospodářský růst tlumit po delší dobu. Riziky pro zotavení hospodářství a výhled inflace jsou budoucí trajektorie cen energií a tempo řešení problémů s dodávkami. Pokud se cenové tlaky projeví vyšším než očekávaným růstem mezd nebo se ekonomika vrátí k plnému výkonu dříve, může být inflace nakonec vyšší.

Finanční a měnové podmínky

Tržní úrokové sazby zůstaly od říjnového zasedání Rady guvernérů celkově stabilní. Ve sledovaném období (od 9. září do 15. prosince 2021) byly finanční trhy eurozóny ovlivňovány převážně změnami výhledu inflace a obnovenou nejistotou spojenou s dalšími ekonomickými dopady v souvislosti s koronavirovou pandemií. Zprávy o nové variantě omikron vyvolaly volatilitu, ale ke konci sledovaného období výrazně záporný počáteční dopad zejména na riziková aktiva pomínil.

Tvorba peněz v eurozóně v říjnu 2021 zesílila a odrážela tak větší nejistotu spojenou s pandemií COVID-19 a podpůrná opatření hospodářských politik. Hlavním zdrojem tvorby peněz zůstaly nákupy aktiv prováděné Eurosystemem. Úrokové sazby bankovních úvěrů pro podniky a domácnosti zůstaly na historicky nízkých úrovních. Celkově zůstávají podmínky financování pro ekonomiku příznivé. Poskytování úvěrů podnikům je částečně taženo potřebou krátkodobého financování vyplývající z problémů v dodávkách, které zvyšují jejich výdaje na zásoby a provozní kapitál. Zároveň zůstává poptávka podniků po úvěrech mírná v důsledku nerozděleného zisku z minulých let a vydatného stavu hotovosti a dále vysoké úrovně dluhu. Poskytování úvěrů domácnostem zůstává na vysoké úrovni – příčinou

je poptávka po hypotečních úvěrech. Banky v eurozóně dále posílily své rozvahy díky vyšší kapitálové přiměřenosti a nižšímu objemu úvěrů se selháním. Ziskovost bank je nyní na úrovni před pandemií. Podmínky bankovního financování zůstávají celkově příznivé.

V souladu s novou strategií měnové politiky posuzuje Rada guvernérů podrobně dvakrát ročně vzájemné vztahy mezi měnovou politikou a finanční stabilitou. Akomodační měnová politika podporuje hospodářský růst, který má příznivý dopad na rozvahy podniků a finančních institucí a také předchází rizikům fragmentace trhu. Zároveň je třeba pozorně sledovat dopad akomodační měnové politiky na trhy nemovitostí a finanční trhy, protože řada střednědobých zranitelných míst zesílila. Makrobezpečnostní politika přitom nadále představuje první obrannou linii pro zachování finanční stability a řešení střednědobých zranitelných míst.

Měnová rozhodnutí

Na svém prosincovém měnověpolitickém zasedání Rada guvernérů usoudila, že postupující hospodářské oživení a pokrok směrem ke střednědobému inflačnímu cíli ECB umožňuje postupné snižování objemu nákupu aktiv v nadcházejících čtvrtletích. Je však stále třeba uvolněné měnové politiky, aby se inflace stabilizovala na 2% střednědobém inflačním cíli ECB. Vzhledem ke stávající nejistotě si Rada guvernérů potřebuje při provádění měnové politiky zachovat flexibilitu a otevřené možnosti. Za této situace přijala Rada guvernérů následující rozhodnutí:

Zaprvé, Rada guvernérů očekává, že v prvním čtvrtletí 2022 bude provádět čisté nákupy aktiv v rámci nouzového pandemického programu nákupu aktiv (PEPP) s menším objemem než v předchozím čtvrtletí. Čisté nákupy aktiv v rámci programu PEPP budou ukončeny v závěru března 2022.

Zadruhé, Rada guvernérů rozhodla prodloužit reinvestiční horizont programu PEPP. Jejím nynějším záměrem je reinvestovat jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci PEPP alespoň do konce roku 2024. Budoucí ukončování portfolia PEPP bude v každém případě řízeno tak, aby nebylo narušeno odpovídající nastavení měnové politiky.

Zatřetí, pandemie ukázala, že v tíživých podmínkách napomohla flexibilita, pokud jde o koncepci a provádění nákupu aktiv, vyvážit zhoršenou transmisi měnové politiky ECB a zefektivnila úsilí dosáhnout cíle Rady guvernérů. V rámci mandátu ECB zůstane v tíživých podmínkách flexibilita jedním z prvků měnové politiky, kdykoli bude ohrožena transmise měnové politiky a tím pádem také dosažení cenové stability. Zejména v případě obnovené fragmentace trhu v souvislosti s pandemií lze reinvestice v rámci programu PEPP flexibilně kdykoli upravit, pokud jde o čas, třídu aktiv a jurisdikce. To by mohlo zahrnovat rovněž nákup dluhopisů vydaných Řeckou republikou nad rámec reinvestování splátek tak, abychom zabránili přerušení nákupů v této jurisdikci, které by mohlo ohrozit transmisi měnové politiky do řecké ekonomiky, která se stále zotavuje z dopadů pandemie. Čisté nákupy aktiv v rámci programu PEPP lze v případě potřeby opětovně zahájit, aby čelily dopadům záporných šoků souvisejících s pandemií.

Začtvrté, v souladu s postupným snižováním objemu nákupů a k zajištění souladu nastavení měnové politiky se stabilizací inflace na úrovni střednědobého 2% cíle ECB schválila Rada guvernérů objem čistých nákupů v rámci programu nákupu aktiv (APP) v objemu 40 mld. EUR měsíčně ve druhém čtvrtletí a 30 mld. EUR měsíčně ve třetím čtvrtletí. Počínaje říjnem 2022 budou prováděny čisté nákupy aktiv v rámci programu APP v objemu 20 mld. EUR měsíčně tak dlouho, jak to bude nezbytné pro podpoření akomodačního dopadu základních úrokových sazeb. Rada guvernérů předpokládá, že čisté nákupy budou ukončeny krátce před tím, než zahájí zvyšování základních úrokových sazeb ECB.

Rada guvernérů rovněž potvrdila svá další opatření na podporu mandátu ECB v oblasti cenové stability, jmenovitě úroveň základních úrokových sazeb ECB a signalizaci měnové politiky, pokud jde o budoucí trajektorii úrokových sazeb. Má to zásadní význam pro udržení náležitě stupně akomodace ke stabilizaci inflace na úrovni 2% střednědobého inflačního cíle ECB.

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 transmisi její měnové politiky. Bude také pravidelně hodnotit, jak cílené zápůjční operace přispívají k nastavení její měnové politiky. Jak již bylo oznámeno, ukončení zvláštních podmínek uplatňovaných v rámci programu TLTRO III očekává Rada guvernérů v červnu tohoto roku. Posoudí také vhodné nastavení svého dvoustupňového systému úročení rezerv, aby politika záporné úrokové sazby neomezovala schopnost bank zprostředkovávat financování v prostředí dostatečné úrovně přebytečné likvidity.

Rada guvernérů je připravena všechny své nástroje náležitě a oběma směry přizpůsobit tomu, aby zajistila stabilizaci inflace na úrovni střednědobého 2% cíle ECB.

© **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 15. prosince 2021.

ISSN 2363-3581
Katalogové číslo EU QB-BQ-21-012-CS-N