



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

2/2022



Hospodářský, finanční a měnový vývoj

Shrnutí

Ruská invaze na Ukrajinu bude mít výrazný dopad na hospodářskou aktivitu a inflaci prostřednictvím vyšších cen energií a komodit, narušení mezinárodního obchodu a slabší důvěry. Rozsah těchto vlivů bude záležet na vývoji konfliktu, dopadu stávajících sankcí i na dalších možných opatřeních.

Dopad války je třeba hodnotit v kontextu solidních základních podmínek pro ekonomiku eurozóny, čemuž napomáhá výrazná podpora hospodářské politiky. Hospodářské zotavení je podporováno slábnoucím dopadem koronavirové varianty omikron (COVID-19). Problémy v dodávkách vykazují určité známky zmírnění a podmínky na trhu práce se dále zlepšují. V základních projekcích v projekcích z března 2022 sestavených pracovníky ECB, které zahrnují první hodnocení dopadů války na Ukrajině, byl růst HDP v blízkém horizontu revidován směrem dolů, a to v důsledku tohoto konfliktu.

Následkem neočekávaně vysokých nákladů na energie inflace překvapivě dále posílila. Cenový růst se také rozšířil do více sektorů. Základní projekce inflace v nových projekcích pracovníků ECB byly výrazně revidovány směrem vzhůru. Dlouhodobější inflační očekávání v řadě ukazatelů byla opětovně ukotvena na inflačním cíli ECB. Podle Rady guvernérů je stále pravděpodobnější, že se bude inflace ve střednědobém horizontu stabilizovat na jejím 2% cíli.

V alternativních scénářích hospodářského a finančního dopadu války by hospodářskou aktivitu mohl výrazně tlumit prudší růst cen energií a komodit a vážnější pokles obchodu a důvěry. V blízkém horizontu by inflace mohla být výrazně vyšší. Všechny scénáře však stále očekávají, že inflace bude postupně klesat a v roce 2024 se usadí na úrovni kolem 2% inflačního cíle.

Na základě svého aktualizovaného hodnocení inflačního výhledu a s přihlédnutím k nejistému prostředí revidovala Rada guvernérů harmonogram programu nákupu aktiv (APP) na nadcházející měsíce. Měsíční čisté nákupy v rámci programu APP dosáhnou v dubnu 40 mld. EUR, v květnu 30 mld. EUR a v červnu 20 mld. EUR. Nastavení čistých nákupů na třetí čtvrtletí bude závislé na údajích a bude odrážet vyvíjející se hodnocení Rady guvernérů týkající se hospodářského výhledu. Podpořili aktuální údaje očekávání, že střednědobý výhled inflace neoslabí, a to ani po skončení čistých nákupů v rámci APP, Rada guvernérů čisté nákupy ve třetím čtvrtletí ukončí. Pokud se střednědobý výhled inflace změní a podmínky financování nebudou s dalším postupem směrem k 2% cíli konzistentní, Rada guvernérů je připravena harmonogram čistých nákupů aktiv revidovat, pokud jde o jejich objem nebo délku trvání. Jakékoli úpravy základních úrokových sazeb ECB proběhnou po určité době po skončení čistých nákupů v rámci APP a budou postupné. Vývoj základních úrokových sazeb ECB bude nadále určován měnověpolitickou signalizací Rady guvernérů a jejím strategickým závazkem stabilizovat střednědobou inflaci na 2%. Rada guvernérů tedy očekává, že základní úrokové sazby ECB zůstanou na

své stávající úrovni, než zaznamená dosahování 2% inflace výrazně před koncem horizontu projekcí a trvaleji po zbytek jejich horizontu a než usoudí, že dosažený pokrok jádrové inflace je dostatečný, aby odpovídal stabilizaci inflace na úrovni 2 % ve střednědobém horizontu. Rada guvernérů rovněž potvrdila svá další měnověpolitická opatření.

Hospodářská aktivita

I přes negativní faktory spojené s návratem koronavirové pandemie a problémy v dodávkách globální ekonomika během roku 2021 rostla robustním tempem. Ukazatele z výběrových šetření ukazují na pokračující růst hospodářské aktivity v prvním čtvrtletí 2022. Rusko-ukrajinská válka vyvolává u jinak robustního globálního výhledu značnou nejistotu. Aktuální šetření hospodářské aktivity naznačují, že dynamika růstu v období od ledna do února oživila díky zmírnění pandemie a tlaků na straně nabídky. V důsledku ekonomického propadu způsobeného válkou a postupného ukončování stimulu hospodářské politiky však byly projekce globálního hospodářského růstu v porovnání s prosincovými projekcemi revidovány směrem dolů, a to zejména pro rok 2022 a 2023. Reálný HDP ve světě (mimo eurozónu) podle odhadu vzrostl v roce 2021 přibližně o 6,3 %. Toto tempo by mělo v roce 2022 zmírnit na 4,1 %, a v letech 2023 a 2024 na 3,6 %. Růst zahraniční poptávky eurozóny by měl podle projekcí zmírnit z úrovně 9,9 % v roce 2021 na 4 % v roce 2022, 3,2 % v roce 2023 a 3,6 % v roce 2024. V porovnání se světovým dovozem je konfliktem výrazněji zasažena zahraniční poptávka eurozóny, a to vzhledem k relativně velkému podílu obchodu eurozóny v Rusku a zemích střední a východní Evropy, které jsou negativním faktorům spojeným s konfliktem vystaveny citelněji. V porovnání s předchozími projekcemi bylo tempo růstu zahraniční poptávky eurozóny ponecháno pro rok 2022 beze změny, neboť dopad invaze plně vyvažuje kladný přenosový efekt z roku 2021. Pro rok 2023 a 2024 bylo revidováno směrem dolů. Překážky v dodávkách by měly během roku 2022 začít ustupovat a v roce 2023 zcela vymizet. Z důvodu souběhu vyšších cen komodit, překážek v dodávkách a zotavující se poptávky byly pro rok 2022 a 2023 vývozní ceny konkurentů eurozóny revidovány směrem vzhůru. I když budoucí vývoj pandemie zůstává významným rizikovým faktorem ovlivňujícím základní projekce pro globální ekonomiku, rusko-ukrajinská válka nejistotu výrazně zesiluje. Mezní rizika hospodářského zpomalení vyvolaná další eskalací by mohla být významná a mohla by znemožnit globální hospodářské oživení a podporovat inflační tlaky.

Rusko-ukrajinská válka bude mít v eurozóně výrazný dopad na hospodářskou aktivitu prostřednictvím vyšších cen energií a komodit, narušení mezinárodního obchodu a slabší důvěry. Základní podmínky jsou však solidní, čemuž napomáhá výrazná podpora hospodářské politiky. Ekonomika vzrostla v roce 2021 o 5,3 % a HDP se na konci roku vrátil na svou úroveň před pandemií. V posledním čtvrtletí 2021 však hospodářský růst zpomalil na 0,3 % a očekává se, že během prvního čtvrtletí 2022 zůstane slabý. Ekonomický výhled bude záviset na průběhu rusko-ukrajinské války a dopadu hospodářských a finančních sankcí a dalších opatření. Současně některé další faktory nepříznivé pro hospodářský růst nyní slábnou. Podle základních projekcí v projekcích pracovníků ECB by ekonomika eurozóny

měla v roce 2022 stále výrazně růst, ale tempo růstu bude pomalejší, než se očekávalo před vypuknutím války. Opatření proti šíření varianty omikron mají mírnější dopad než opatření zavedená během předchozích vln a nyní dochází k jejich rušení. Určité náznaky zlepšení jsou patrné také u problémů v dodávkách způsobených pandemií a trh práce nadále posiluje. Dopad šoku spojeného s obrovským růstem cen energií na obyvatelstvo a podniky může být částečně tlumen čerpáním úspor nahromaděných během pandemie a kompenzačními fiskálními opatřeními.

Podle makroekonomických projekcí z března 2022, které sestavili pracovníci ECB, se saldo veřejných rozpočtů v eurozóně nadále zlepšuje po velmi vysokých schodcích zaznamenaných v důsledku koronavirové krize. Rizika v těchto základních projekcích jsou ale výrazná a stále více nakloněna k větším rozpočtovým schodkům, a to zejména v souvislosti s válkou na Ukrajině. Podle těchto základních projekcí měl rozpočtový schodek klesnout z vrcholu 7,2 % v roce 2020 na 5,5 % v roce 2021. V roce 2022 by měl dále klesnout na 3,1 % a do konce horizontu projekcí na 2 %. Pokud jde o nastavení fiskální politiky, výrazná expanze v roce 2020 byla následována mírným zpřísněním v roce 2021 po očištění o granty v rámci programu Next Generation EU (NGEU). V roce 2022 se předpokládá další zpřísnění tohoto nastavení, a to především v důsledku ukončení značné části nouzové podpory během koronavirové krize. Zpřísnění by v posledních dvou letech horizontu projekcí mělo být pouze nepatrné a výrazná podpora ekonomice pokračuje. Vzhledem k vysokým rizikům, která nyní vycházejí z více zdrojů a z části se již naplňují, by ekonomiku pomohly chránit fiskální opatření, včetně těch na úrovni EU. Fiskální politiky musí zůstat pružné podle toho, jak se situace vyvíjí. Ochota uplatnit fiskální opatření je i v souladu s potřebou důvěryhodného návratu veřejných financí k normálu ve střednědobém horizontu.

Ve střednědobém horizontu podle základních projekcí v projekcích pracovníků ECB se očekává, že hospodářský růst bude tažen vysokou domácí poptávkou podporovanou silnějším trhem práce. S rostoucím počtem pracujících by měly růst také příjmy domácností, které tak mohou zvýšit své výdaje. K tomuto výhledu hospodářského růstu přispívá také hospodářské oživení ve světě a probíhající fiskální a měnová podpora. Fiskální a měnověpolitická podpora zůstává zásadní, zejména v této obtížné geopolitické situaci. Růst ekonomiky eurozóny by měl být v roce 2022 stále výrazný, ale jeho tempo bude pomalejší, než se očekávalo před vypuknutím války. Podle březnových projekcí pracovníků ECB by roční tempo růstu reálného HDP mělo činit 5,4 % v roce 2021, 3,7 % v roce 2022, 2,8 % v roce 2023 a 1,6 % v roce 2024. V porovnání s prosincovými projekcemi byl výhled pro rok 2022 i 2023 revidován směrem dolů. Projekce vycházejí z předpokladů, že současné narušení dodávek energií a negativní dopady na důvěru spojené s konfliktem jsou dočasné a že globální dodavatelské řetězce nejsou výrazně zasaženy. V nepříznivém scénáři, v němž jsou na Rusko uvaleny přísnější sankce vedoucí k mírnému narušení globálních hodnotových řetězců, vyšším cenám energií a určitým dočasným poklesu výroby v eurozóně i k dalšímu finančnímu narušení a déletrvajícím nejistotě, by byl hospodářský růst v eurozóně o 1,2 procentního bodu nižší než v základních projekcích v roce 2022. Rozdíl v roce 2023 by byl mírnější a v roce 2024 by byl růst o něco silnější v důsledku vlivu dohánění. V případě

závažného scénáře, který vedle rysů nepříznivého scénáře předpokládá silnější odezvu cen energií na výraznější pokles na straně nabídky a citelnější přecenění na finančních trzích, by růst HDP mohl být o 1,4 procentního bodu pod úrovní základních projekcí v roce 2022 a 0,5 procentního bodu pod úrovní v roce 2023 s tím, že v roce 2023 by se projevily relativně mírné vlivy dohánění.

Inflace

Inflace v únoru vzrostla z lednové úrovně 5,1 % na 5,8 % a v blízkém horizontu se očekává její další nárůst. Hlavním důvodem této celkově vysoké míry inflace je nadále inflace ve složce energií, která v únoru dosáhla 31,7 % a tlačí na růst cen v řadě dalších sektorů. Vzrostly také ceny potravin, a to v důsledku sezonních faktorů, zvýšených nákladů na dopravu a vyšších cen hnojiv. Náklady na energie v posledních týdnech dále rostly a tlak na růst cen některých potravin a komodit se v důsledku války na Ukrajině ještě zvýší. Cenový růst se rozšířil do více sektorů. Většina ukazatelů jádrové inflace v posledních měsících vzrostla na úroveň přesahující 2 %. Vzhledem k přechodným faktorům souvisejícím s pandemií a nepřímým vlivům vyšších cen energií je však nejisté, jak setrvalý růst těchto ukazatelů bude. Tržní ukazatele naznačují, že ceny energií zůstanou vysoké po delší dobu, než se dříve očekávalo, ale v horizontu projekcí zmírní. Ustoupit by měly i cenové tlaky vyvolané problémy v dodávkách ve světě. Na trhu práce se podmínky nadále zlepšovaly – nezaměstnanost v lednu klesla na 6,8 %. Přestože nedostatek pracovních sil postihuje stále více sektorů, růst mezd zůstává celkově nevýrazný. Návrat fungování ekonomiky na plný výkon by měl postupně podpořit mírně rychlejší tempo růstu mezd. Různé ukazatele dlouhodobějších inflačních očekávání odvozené z finančních trhů a výběrových šetření se pohybují na zhruba 2 %. Tyto faktory také dále přispějí k jádrové inflaci a celkovou inflaci pomohou trvaleji usadit na 2% cíli.

Makroekonomické projekce z března 2022 sestavené pracovníky ECB předpokládají roční inflaci na úrovni 5,1 % v roce 2022, 2,1 % v roce 2023 a 1,9 % v roce 2024 – tedy značně vyšší než v předchozích, prosincových projekcích, a to zejména pro rok 2022. Inflace bez započtení cen potravin a energií by měla dosahovat průměrných hodnot 2,6 % v roce 2022, 1,8 % v roce 2023 a 1,9 % v roce 2024 – tedy rovněž vyšších než v prosincových projekcích. Pokud by se popsán nepříznivý scénář naplnil, inflace by v roce 2022 mohla být o 0,8 procentního bodu vyšší. S obnovením rovnováhy na trzích s ropou a zemním plynem by velké nárůsty cen energií postupně odeznívaly, což by vedlo k poklesu inflace pod úroveň v základních projekcích, a to zejména v roce 2024. Podle závažnějšího scénáře by inflace byla o 2 procentní body vyšší v roce 2022 a významně vyšší i v roce 2023. V roce 2024 by silnější sekundární efekty vyrovnaly negativní dopad klesajících cen energií na inflaci, která by tak zůstala na stejné úrovni jako v základních projekcích.

Hodnocení rizik

Rada guvernérů vnímá rizika spojená s hospodářským výhledem jako výrazně zvýšená a spíše na straně zpomalení. Přestože rizika související s pandemií

poklesla, válka na Ukrajině může mít výraznější dopad na důvěru v ekonomice a mohla by opět zhoršit omezení na straně nabídky. Přetrvávající vysoké ceny energií společně se ztrátou důvěry by mohly vést k většímu poklesu poptávky, než se očekávalo, a omezit spotřebu a investice. Uvedené faktory představují rizika spojená s výhledem inflace, která jsou v krátkodobém horizontu spíše na straně růstu. Válka na Ukrajině je výrazným proinflačním rizikem, zejména pokud jde o ceny energií. Pokud se cenové tlaky promítnou do vyššího než očekávaného mzdového růstu nebo nastanou dlouhodobé nepříznivé dopady na straně nabídky, inflace by mohla být vyšší také ve střednědobém horizontu. Oslabení poptávky ve střednědobém horizontu by však mohlo znamenat slabší cenové tlaky.

Finanční a měnové podmínky

Ruská invaze na Ukrajinu způsobila na finančních trzích výraznou volatilitu. Po vypuknutí války se růst bezrizikových tržních úrokových sazeb zaznamenaný od únorového zasedání Rady guvernérů částečně obrátil a kurzy akcií klesly. Finanční sankce proti Rusku včetně vyloučení některých ruských bank ze systému SWIFT zatím nezpůsobily vážné napětí na peněžních trzích ani nedostatek likvidity v bankovnímu systému eurozóny. Rozvahy bank zůstávají celkově v dobré kondici, a to díky silným kapitálovým pozicím a menšímu počtu úvěrů se selháním. Ziskovost bank je nyní na úrovni před pandemií. Úrokové sazby bankovních úvěrů pro podniky mírně vzrostly, zatímco úrokové sazby pro hypoteční úvěry zůstávají stabilní na historicky nízké úrovni. Toky podnikových úvěrů se po jejich silném růstu v posledním čtvrtletí 2021 snížily. Úroveň poskytování úvěrů domácnostem však neklesá, zejména u úvěrů na nákup rezidenčních nemovitostí.

Měnová rozhodnutí

Na základě svého aktualizovaného hodnocení a s přihlédnutím k nejistému prostředí revidovala Rada guvernérů harmonogram programu nákupu aktiv (APP) na nadcházející měsíce. Měsíční čisté nákupy v rámci programu APP dosáhnou v dubnu 40 mld. EUR, v květnu 30 mld. EUR a v červnu 20 mld. EUR. Nastavení čistých nákupů na třetí čtvrtletí bude závislé na údajích a bude odrážet vyvíjející se hodnocení Rady guvernérů týkající se hospodářského výhledu. Podpoří-li aktuální údaje očekávání, že střednědobý výhled inflace neoslabí, a to ani po skončení čistých nákupů v rámci APP, Rada guvernérů čisté nákupy ve třetím čtvrtletí ukončí. Pokud se střednědobý výhled inflace změní a podmínky financování nebudou s dalším postupem směrem k 2% cíli konzistentní, Rada guvernérů je připravena harmonogram čistých nákupů aktiv revidovat, pokud jde o jejich objem nebo délku trvání.

Rada guvernérů také hodlá nadále v plném rozsahu reinvestovat jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci programu APP po delší období od chvíle, kdy začne zvyšovat základní úrokové sazby ECB, a v každém případě po dobu nezbytnou k udržení příznivých podmínek likvidity a výrazné míry měnové akomodace.

Úrokové sazby pro hlavní refinanční operace, mezní zápůjční facility a vkladové facility zůstanou beze změny na úrovni 0,00 %, 0,25 % a -0,50 %.

Jakékoli úpravy základních úrokových sazeb ECB proběhnou po určité době po skončení čistých nákupů v rámci APP a budou postupné. Vývoj základních úrokových sazeb ECB bude nadále určován měnověpolitickou signalizací Rady guvernérů a jejím strategickým závazkem stabilizovat střednědobou inflaci na 2 %. Rada guvernérů tedy očekává, že základní úrokové sazby ECB zůstanou na své stávající úrovni, než zaznamená dosahování 2% inflace výrazně před koncem horizontu projekcí a trvaleji po zbytek jejich horizontu a než usoudí, že dosažený pokrok jádrové inflace je dostatečný, aby odpovídal stabilizaci inflace na úrovni 2 % ve střednědobém horizontu.

V prvním čtvrtletí 2022 Rada guvernérů provádí 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 ukončí v závěru března 2022.

Rada guvernérů hodlá 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.

Pandemie ukázala, že flexibilita koncepce a provádění nákupu aktiv v tíživých podmínkách pomohla čelit dopadům zhoršené transmise měnové politiky a zefektivnila úsilí Rady guvernérů dosáhnout svého cíle. 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. Zejména v případě obnovené tržní fragmentace v souvislosti s pandemií lze reinvestice v rámci programu PEPP flexibilně kdykoli upravit, pokud jde o čas, třídu aktiv a jurisdikce. Součástí těchto úprav by mohl být nákup dluhopisů vydaných Řeckou republikou nad rámec ukončení splátek tak, aby se předešlo přerušení nákupů v této jurisdikci a možnému ohrožení transmise 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 se tak čelilo dopadům záporných šoků souvisejících s pandemií.

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. Rada guvernérů bude také pravidelně hodnotit, jak přispívají cílené zápůjční operace k nastavení její měnové politiky. Jak již bylo oznámeno, ukončení zvláštních podmínek uplatňovaných v rámci programu TLTRO III očekává v červnu tohoto roku. Rada guvernérů 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.

Vzhledem k vysoce nejistému prostředí způsobenému invazí Ruska na Ukrajinu a riziku regionálních dopadů, které by mohly negativně ovlivnit situaci na finančních

tržích v eurozóně, se Rada guvernérů rozhodla prodloužit repo facilitu Eurosystemu pro centrální banky (EUREP) do 15. ledna 2023. EUREP tedy bude nadále doplňovat pravidelné operace na poskytnutí likvidity v eurech centrálním bankám zemí mimo eurozónu. Společně tak tvoří komplexní soubor facilit jistění pro řešení případné potřeby likvidity v eurech, která by mohla vzniknout tržní disfunkcí mimo eurozónu a negativně tak ovlivnit hladký přenos měnověpolitických opatření ECB. Žádosti centrálních bank zemí mimo eurozónu o eurové likviditní linky budou Radou guvernérů posuzovány individuálně.

Rada guvernérů je připravena všechny své nástroje náležitě přizpůsobit tomu, aby střednědobě zajistila stabilizaci inflace na svém 2% cíli.

© **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 9. března 2022.

ISSN 2363-3581
Katalogové číslo EU QB-BQ-22-013-CS-N