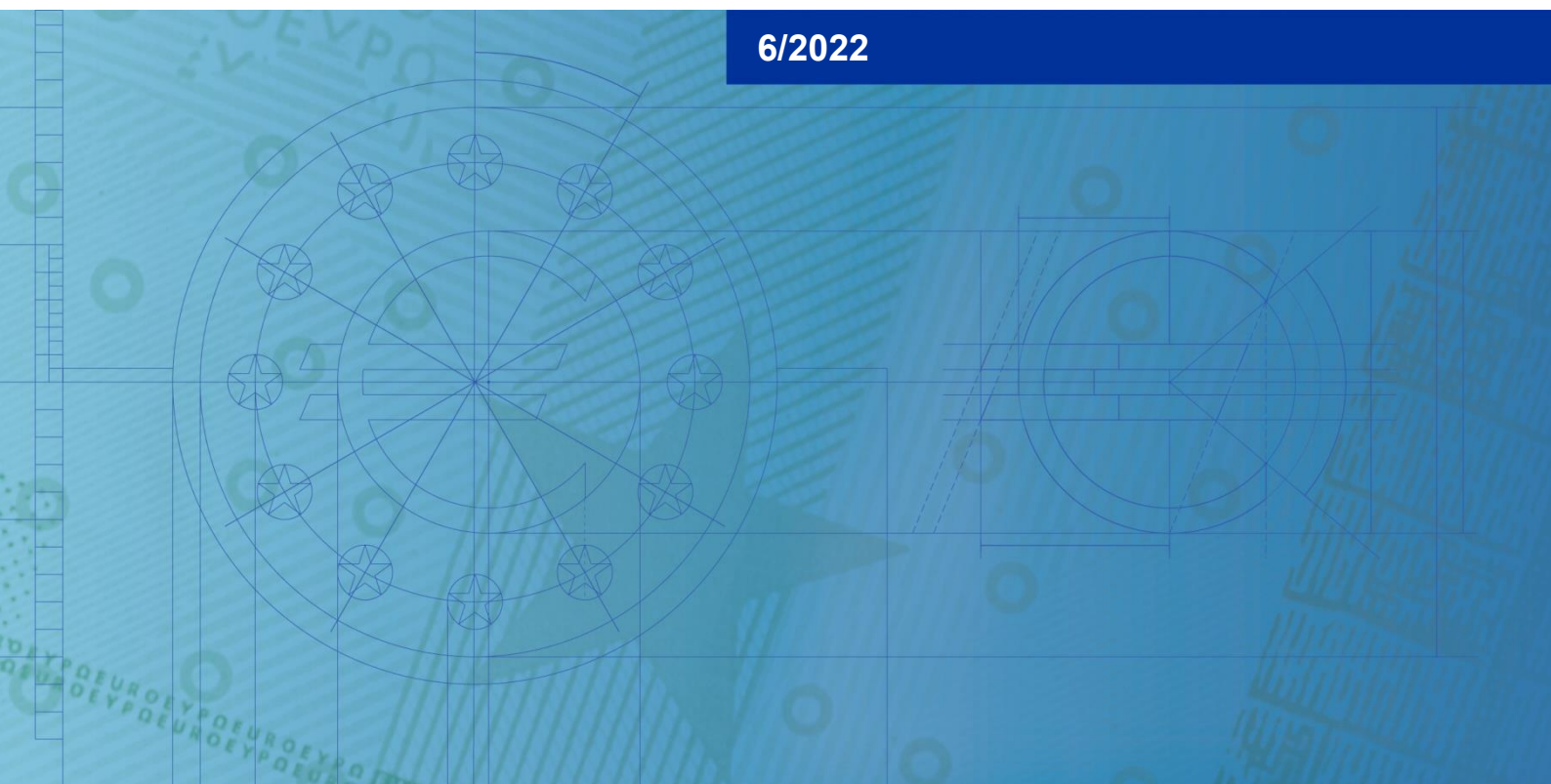




EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA  
EUROSYSTEM

# Ekonomický bulletin

6/2022



# Hospodářský, finanční a měnový vývoj

## Shrnutí

Rada guvernérů rozhodla 8. září 2022 zvýšit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 75 bazických bodů. Tento zásadní krok uspíší část přechodu od převládající vysoce akomodativní úrovně úrokových sazeb k hodnotám, které podpoří včasný návrat inflace k 2% střednědobému cíli Rady guvernérů. Na základě svého aktualizovaného hodnocení Rada guvernérů očekává, že na příštích několika zasedáních bude úrokové sazby dále zvyšovat s cílem utlumit poptávku a poskytnout ochranu před rizikem setrvalého nárůstu inflačních očekávání. Podle aktuálních informací a vývoje inflačního výhledu bude Rada guvernérů svůj směr měnové politiky pravidelně vyhodnocovat. Její budoucí měnová rozhodnutí budou nadále závislá na údajích a budou přijímána jen na příslušných zasedáních.

Rada guvernérů přijala toto rozhodnutí a očekává, že úrokové sazby bude dále zvyšovat, neboť inflace zůstává příliš vysoká a je pravděpodobné, že nad jejím cílem zůstane po delší dobu. Podle předběžného odhadu Eurostatu dosáhla inflace v srpnu 9,1 %. Prudký nárůst cen energií a potravin, poptávkové tlaky v některých sektorech v důsledku znovuotevření ekonomiky a problémy v dodávkách ženou inflaci stále vzhůru. Cenové tlaky nadále zesilují a šíří se napříč ekonomikou a inflace může v blízkém horizontu dále vzrůst. S tím, jak stávající faktory inflace časem oslabí a návrat měnové politiky k normálu se promítne do ekonomiky a tvorby cen, inflace poklesne. Pokud jde o další vývoj, pracovníci ECB výrazně revidovali své projekce inflace směrem vzhůru a v současnosti se očekává, že inflace dosáhne průměrné úrovně 8,1 % v roce 2022, 5,5 % v roce 2023 a 2,3 % v roce 2024.

Po oživení ekonomiky eurozóny v prvním pololetí 2022 ukazují nedávné údaje na výrazné zpomalení jejího růstu, přičemž se očekává její stagnace později během letošního roku a v prvním čtvrtletí 2023. Velmi vysoké ceny energií snižují kupní sílu příjmů obyvatel, a i když problémy v dodávkách zmírňují, stále omezují hospodářskou aktivitu. Nepříznivá geopolitická situace a zejména neoprávněná agrese Ruska vůči Ukrajině navíc negativně působí na důvěru podniků i spotřebitelů. Tento výhled se odráží v nejnovějších projekcích hospodářského růstu sestavených pracovníky ECB, které byly pro zbytek roku 2022 a pro celý rok 2023 revidovány výrazně směrem dolů. Pracovníci ECB nyní očekávají, že ekonomika poroste v roce 2022 o 3,1 %, v roce 2023 o 0,9 % a v roce 2024 o 1,9 %.

Přetrvávající zranitelná místa způsobená pandemií stále představují riziko pro hladkou transmissi měnové politiky. Rada guvernérů bude proto nadále uplatňovat flexibilní přístup k reinvestování částek splatných v rámci portfolia nouzového pandemického programu nákupu aktiv (PEPP) s cílem čelit rizikům pro transmisní mechanismus, která souvisejí s pandemií.

## Hospodářská aktivita

Na hospodářské aktivitě ve světě se podepisují vysoká inflace, přísnější finanční podmínky a přetrvávající problémy v dodávkách. Údaje z průzkumů signalizují plošné zmírnění hospodářské aktivity. Podle makroekonomických projekcí ze září 2022, které sestavili pracovníci ECB, je výhled růstu světové ekonomiky nevýrazný, s očekávaným růstem světového reálného HDP (mimo eurozónu) na úrovni 2,9 % v roce 2022, 3,0 % v roce 2023 a 3,4 % v roce 2024. Tento výhled je oproti makroekonomickým projekcím z června 2022, které sestavili odborníci Eurosystemu, slabší a implikuje, že by světová ekonomika měla letos a v příštím roce růst mírně pod svůj dlouhodobý průměr, neboť hospodářská aktivita zpomaluje napříč vyspělými i rozvíjejícími se tržními ekonomikami. Slabší výhled poptávky a zlepšená nabídka pomohly ke zmírnění tlaků v dodavatelských řetězcích, ale tyto tlaky stále přetrvávají. V souladu s růstem ve světě se v porovnání s červnovými projekcemi zhoršil také výhled světového obchodu a zahraniční poptávky eurozóny. Inflační tlaky ve světě zůstávají široké a zvýšené v souvislosti s prudkým nárůstem cen komodit, přetrvávajícími omezeními na straně nabídky, stále relativně silnou poptávkou a napětím na trzích práce. Jakmile se však komoditní trhy stabilizují a růst zpomalí, očekává se jejich pokles. V prostředí vysoké nejistoty je rovnováha rizik spojených se základní projekcí nakloněna směrem dolů na straně hospodářského růstu a směrem vzhůru na straně inflace.

Ekonomika eurozóny vzrostla ve druhém čtvrtletí 2022 o 0,8 % především vlivem výrazných spotřebitelských výdajů v sektoru služeb s vyšší intenzitou kontaktů, a to v důsledku zrušení omezení souvisejících s pandemií. Z intenzivnějšího cestování během léta těžily zejména země s rozvinutým sektorem cestovního ruchu. Současně podniky tížily vysoké náklady na energie a pokračující problémy v dodávkách, i když tyto problémy postupně slábnou. I když hospodářský růst ve třetím čtvrtletí byl podporován čilým cestovním ruchem, ve zbytku roku očekává Rada guvernérů výrazné zpomalení ekonomiky. Existují pro to čtyři hlavní důvody. Zaprvé, vysoká inflace tlumí výdaje a výrobu v celé ekonomice a tento nepříznivý vývoj je dále zesilován narušením dodávek zemního plynu. Zadruhé, silné oživení poptávky ve službách, které přišlo se znovuotevřením ekonomiky, ztratí v nadcházejících měsících dynamiku. Zatřetí, oslabující světová poptávka, také v kontextu přísnější měnové politiky v řadě předních ekonomik, a zhoršující se směnné relace budou znamenat menší podporu ekonomice eurozóny. Začtvrté, nejistota je nadále vysoká a důvěra prudce klesá.

Současně trh práce zůstává silný a podporuje hospodářskou aktivitu. Zaměstnanost ve druhém čtvrtletí 2022 vzrostla o více než 600 000 lidí a míra nezaměstnanosti dosáhla v červenci rekordního minima 6,6 %. Celkový počet odpracovaných hodin ve druhém čtvrtletí 2022 dále vzrostl o 0,6 % a přesáhl úroveň před pandemií. Pokud jde o budoucí vývoj, je pravděpodobné, že zpomalující ekonomika povede k určitému růstu nezaměstnanosti.

Základní scénář pro eurozónu v makroekonomických projekcích ze září 2022 sestavených pracovníky ECB vychází z předpokladu, že poptávka po plynu bude tlumena vysokými cenami a opatrnými opatřeními na úsporu energie

(v návaznosti na nedávnou dohodu EU snížit poptávku po zemním plynu až o 15 %) a že nebude zapotřebí zavádět systém výraznějších přidělů zemního plynu. Předpokládá se však, že v zimě bude nutné provést určité snížení produkce v zemích, které jsou silně závislé na dovozu ruského zemního plynu a kterým hrozí výpadek dodávek. I když se problémy s dodávkami v poslední době zmírňovaly o něco rychleji, než se očekávalo, stále mají negativní vliv na hospodářskou aktivitu a předpokládá se, že budou odeznívat jen postupně. S tím, jak dojde k obnovení rovnováhy na trhu s energiemi, poklesu nejistoty, vyřešení problémů s dodávkami a zlepšení reálných příjmů, se ve střednědobém horizontu očekává, že navzdory méně příznivým podmínkám financování dojde k oživení hospodářského růstu. Trh práce by měl po zpomalení ekonomické aktivity oslabit, i když celkově by měl zůstat poměrně odolný. Celkově se podle makroekonomických projekcí ze září 2022 sestavených pracovníky ECB očekává, že průměrný roční růst reálného HDP dosáhne v roce 2022 úrovně 3,1 %, v roce 2023 ztlačí na 0,9 % a v roce 2024 vzroste na 1,9 %. V porovnání s projekcemi odborníků Eurosystemu z června 2022 byl výhled růstu HDP pro rok 2022 revidován po pozitivních překvapeních v první polovině roku o 0,3 procentního bodu směrem vzhůru a poté směrem dolů (pro rok 2023 o 1,2 procentního bodu a pro rok 2024 o 0,2 procentního bodu), a to především v důsledku dopadu narušení dodávek energií, vyšší inflace a souvisejícího poklesu důvěry.

Podle makroekonomických projekcí ze září 2022 sestavených pracovníky ECB by se rozpočtové saldo eurozóny mělo až do roku 2024 plynule zvyšovat, i když o něco méně než podle projekcí z června 2022. Fiskální projekce jsou však nadále spojeny s vysokou mírou nejistoty, která souvisí především s válkou na Ukrajině a vývojem na trzích s energiemi. To by mohlo vlády vést k přijetí dodatečných fiskálních stimulačních opatření. Taková podpůrná fiskální opatření byla zaměřena převážně proti rostoucím životním nákladům spotřebitelů, zejména v souvislosti s energiemi. Úlohu sehrálo také financování nových obranných kapacit a podpora uprchlíků z ruské války na Ukrajině. Nicméně schodek veřejných rozpočtů v eurozóně by měl nadále klesat, a to z 5,1 % HDP v roce 2021 na 3,8 % v roce 2022 a dále na 2,7 % do konce horizontu prognózy. Po silném fiskálním uvolnění v reakci na koronavirovou krizi (COVID-19) v roce 2020 se v loňském roce fiskální nastavení zpřísnilo a zpřísnování by mělo do určité míry pokračovat, a to zejména v roce 2023. V roce 2024 by pak mělo být neutrální. 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 předešly tak zvyšování střednědobých inflačních tlaků, a aby současně zajišťovaly střednědobou fiskální udržitelnost.

Fiskální podpůrná opatření, jejichž cílem je tlumit dopad vyšších cen energií, by měla být přechodná a zacílená na nejzranitelnější domácnosti a podniky s cílem omezit riziko podpory inflačních tlaků, posílit efektivnost veřejných výdajů a zachovat

udržitelnost zadlužení. Strukturální politiky by se měly zaměřit na zvýšení růstového potenciálu eurozóny a podporu její odolnosti.

## Inflace

Inflace se v srpnu dále zvýšila na 9,1 %. Růst cen energií zůstal na mimořádně vysoké úrovni (38,3 %) a byl opět dominantní položkou celkové inflace. Tržní ukazatele naznačují, že v blízkém horizontu ceny ropy zmírní, zatímco velkoobchodní ceny zemního plynu zůstanou mimořádně vysoké. V srpnu posílil také růst cen potravin – na 10,6 %, což částečně odráží vyšší vstupní náklady související s energiemi, narušením obchodu s potravinářskými komoditami a nepříznivé povětrnostní podmínky. I když problémy v dodávkách ustupují, nadále se postupně promítají do spotřebitelských cen a vyvolávají tlak na růst inflace podobně jako oživující poptávka v sektoru služeb. K posilování inflačních tlaků přispívá také oslabení eura. Cenové tlaky se rozšiřují do stále většího počtu sektorů, zčásti v důsledku dopadu vysokých nákladů na energie v celé ekonomice. Ukazatele jádrové inflace tudíž zůstávají na zvýšené úrovni a nejnovější projekce pracovníků ECB předpokládají, že inflace bez započtení cen potravin a energií dosáhne v roce 2022 úrovně 3,9 %, v roce 2023 úrovně 3,4 % a v roce 2024 pak 2,3 %. Odolné trhy práce a určité dohánění s cílem vyrovnat vyšší inflaci pravděpodobně podpoří růst mezd. Aktuální údaje a nedávné mzdové dohody zároveň naznačují, že mzdová dynamika zůstává celkově utlumená. Většina ukazatelů dlouhodobějších inflačních očekávání se v současné době nachází poblíž 2 %, i když vzhledem k nedávným revizím některých ukazatelů nad cílem je třeba situaci dále sledovat.

Inflace nadále výrazně roste vlivem dalších velkých nabídkových šoků, které se do spotřebitelských cen promítají rychlejším tempem než v minulosti. Podle makroekonomických projekcí ze září 2022, které sestavili pracovníci ECB, se očekává, že celková inflace měřená HICP zůstane po zbytek roku 2022 nad 9 % v důsledku extrémně zvýšených cen energetických a potravinářských komodit, jakož i tlaků na růst v důsledku opětovného otevření ekonomiky, mezer v nabídce a napětí na trzích práce. Očekávaný pokles inflace z průměrné hodnoty 8,1 % v roce 2022 na 5,5 % v roce 2023 a 2,3 % v roce 2024 odráží především prudký pokles tempa růstu cen energií a potravin v důsledku negativních vlivů srovnávací základny a předpokládaného poklesu cen komodit v souladu s cenami futures. Inflace měřená HICP bez započtení cen energií a potravin by měla zůstat na nebývale vysoké úrovni až do poloviny roku 2023, ale poté se také očekává její pokles s tím, jak odezní účinky opětovného otevření ekonomiky a jak se zmírní překážky v dodávkách a nákladové tlaky u energetických vstupů. Celková inflace by se měla i v roce 2024 pohybovat nad 2% cílem ECB. Důvodem jsou zpožděné dopady vysokých cen energií na neenergetické složky inflace, nedávné oslabení eura, robustní trhy práce a některé vlivy kompenzace inflace na mzdy, které by měly růst tempem výrazně převyšujícím historický průměr. V porovnání s projekcemi odborníků Eurosystemu z června 2022 byla celková inflace revidována směrem vzhůru podstatně pro roky 2022 (o 1,3 procentního bodu) a 2023 (o 2,0 procentního bodu) a pro rok 2024 mírně (o 0,2 procentního bodu); odráží se zde nedávná překvapivá data, dramatický nárůst předpokladů velkoobchodních cen zemního plynu a elektřiny, výraznější růst

mezd a nedávné oslabení eura. Tyto vlivy převažují nad tlumícím dopadem nedávného poklesu cen potravinářských komodit, oproti předpokladům méně závažných problémů v dodávkách a slabšího výhledu hospodářského růstu.

## Hodnocení rizik

V kontextu zpomalující světové ekonomiky jsou rizika pro hospodářský růst převážně na straně zpomalení, a to především v blízkém horizontu. Podle scénáře zohledňujícího hospodářské zpomalení uvedeného v projekcích pracovníků ECB zůstává dlouhotrvající válka na Ukrajině jedním z významných rizik pro hospodářský růst, zejména pokud by podniky a domácnosti čelily přidělovému systému dodávek energií. V takové situaci by důvěra mohla dále klesnout a omezení na straně nabídky by se opět zhoršila. Výrazně vyšší oproti očekáváním by mohly zůstat také náklady na energie a potraviny. Dodatečnou zátěží pro zahraniční poptávku v eurozóně by mohlo být další zhoršení celosvětového hospodářského výhledu.

Mezi riziky ohrožujícími tento výhled inflace převažují rizika proinflační. Stejně jako u hospodářského růstu je hlavním rizikem v krátkodobém horizontu další narušení dodávek energií. Ve střednědobém horizontu by inflace mohla být oproti čekávání vyšší z důvodu setrvalého zhoršení výrobní kapacity ekonomiky eurozóny, dalšího růstu cen energií a potravin, zesílení inflačních očekávání nad rámec cíle Rady guvernérů nebo vyššího než očekávaného růstu mezd. Pokud by však ve střednědobém horizontu měly náklady na energie poklesnout nebo by oslabila poptávka, cenové tlaky by to snížilo.

## Finanční a měnové podmínky

Vlivem očekávání dalšího navracení měnové politiky k normálu v reakci na výhled inflace vzrostly tržní úrokové sazby. Úvěry pro podniky v posledních měsících zdražily a sazby bankovních úvěrů pro domácnosti nyní dosahují maxima za více než pět let. Z hlediska objemů zůstaly bankovní úvěry pro podniky zatím silné a odrážely částečně potřebu financovat vysoké výrobní náklady a vytváření zásob. V důsledku zpřísnování úvěrových standardů, rostoucích úvěrových nákladů a slabé spotřebitelské důvěry zmírňuje objem růstu hypotečních úvěrů domácnostem.

## Měnová rozhodnutí

Na základě svého nynějšího hodnocení se Rada guvernérů rozhodla zvýšit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 75 bazických bodů. S účinností od 14. září 2022 se tak úroková sazba pro hlavní refinanční operace zvýšila na 1,25 %, úroková sazba mezní zápůjční facility na 1,50 % a úroková sazba vkladové facility na 0,75 %. Tento zásadní krok uspíš část přechodu od převládající vysoce akomodativní úrovně úrokových sazeb k hodnotám, které podpoří včasný návrat inflace k 2% střednědobému cíli Rady guvernérů. Rada guvernérů přijala toho rozhodnutí a očekává, že úrokové sazby bude dále zvyšovat, neboť inflace zůstává příliš vysoká

a je pravděpodobné, že nad jejím cílem zůstane po delší dobu. Budoucí měnová rozhodnutí o úrokových sazbách budou nadále závislá na údajích a budou přijímána jen na příslušných zasedáních.

V důsledku zvýšení úrokové sazby vkladové facility nad nulovou hodnotu není dvoustupňový systém úročení přebytečných rezerv již nadále nezbytný. Rada guvernérů se tak na svém zasedání 8. září 2022 rozhodla fungování dvoustupňového systému přerušit nastavením koeficientu na nulovou hodnotu.

Rada guvernérů má nadále v úmyslu reinvestovat v plném rozsahu jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci programu nákupu aktiv po delší dobu od chvíle, kdy začala 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 program PEPP, Rada guvernérů má v úmyslu reinvestovat jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci programu alespoň do konce roku 2024. Budoucí ukončování portfolia PEPP bude v každém případě řízeno tak, aby nebylo narušeno odpovídající nastavení měnové politiky. Částky splatné v rámci portfolia PEPP jsou flexibilně reinvestovány s cílem čelit rizikům pro transmisní mechanismus měnové politiky, která souvisejí 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 transmisí její měnové politiky. Bude také pravidelně hodnotit, jak cílené zápůjční operace přispívají k nastavení její měnové politiky.

Za účelem zachování účinnosti transmise měnové politiky a zabezpečení řádného fungování trhů se 8. září 2022 Rada guvernérů rozhodla dočasně odstranit 0% horní mez sazby pro úročení vládních vkladů. Místo toho zůstane horní mez dočasně na úrovni úrokové sazby Eurosystemu pro vkladovou facilitu nebo krátkodobé eurové sazby (€STR) podle toho, která z nich je nižší, a to i v případě kladné úrokové sazby pro vkladovou facilitu. Toto opatření by mělo zůstat v platnosti do 30. dubna 2023. Tato změna zabrání prudkému odlivu vkladů na trh v období, kdy některé segmenty repo trhů v eurozóně jeví známky nedostatku zajištění, a umožní podrobné hodnocení způsobu, jakým se peněžní trhy vyrovnávají s návratem ke kladným hodnotám úrokových sazeb.

Rada guvernérů je připravena všechny své nástroje v rámci svého mandátu přizpůsobit tomu, aby střednědobě zajistila stabilizaci inflace na svém 2% cíli. Nástroj na ochranu transmise je dostupný k odvrácení nežádoucí chaotické dynamiky na trhu, která představuje vážnou hrozbu pro transmisí měnové politiky ve všech zemích eurozóny, a umožňuje tak Radě guvernérů účinněji plnit její mandát v oblasti cenové stability.

© **Evropská centrální banka, 2022**

Poštovní adresa                    60640 Frankfurt am Main, Německo  
Telefon                                +49 69 1344 0  
Internet                                [www.ecb.europa.eu](http://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 7. září 2022.

ISSN                                    2363-3581  
Katalogové číslo EU                QB-BQ-22-015-CS-N