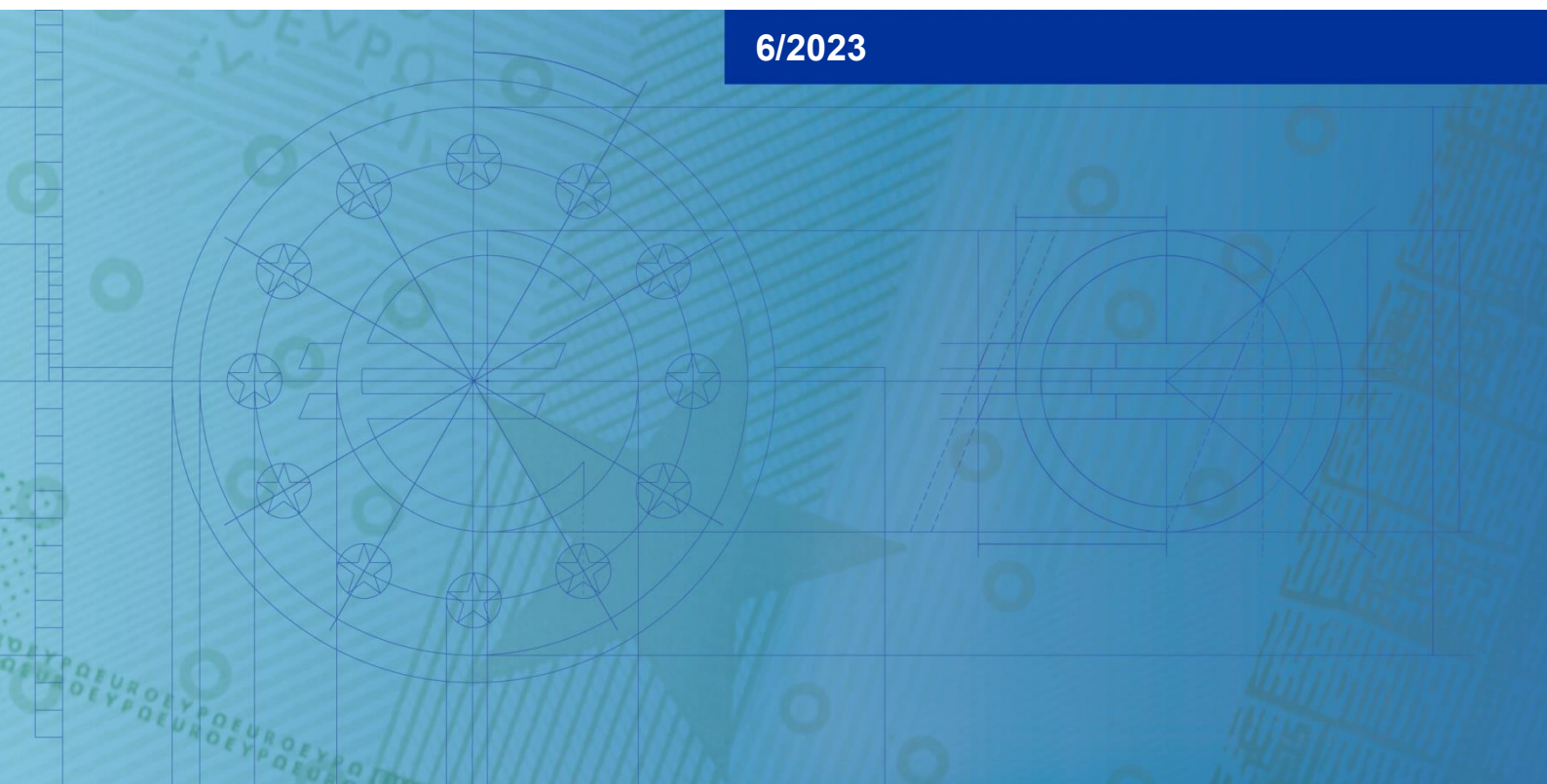




EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA  
EUROSYSTEM

# Ekonomický bulletin

6/2023



# Hospodářský, finanční a měnový vývoj

## Shrnutí

Inflace nadále klesá, ale stále se očekává, že zůstane příliš vysoká po příliš dlouhou dobu. Rada guvernérů je odhodlána zajistit včasný návrat inflace ke svému 2% střednědobému cíli. V zájmu zesílení pokroku směrem ke svému cíli rozhodla Rada guvernérů na svém zasedání 14. září 2023 zvýšit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů.

Růst sazeb odráží hodnocení inflačního výhledu Radou guvernérů při zohlednění aktuálních ekonomických a finančních údajů, dynamiky jádrové inflace a síly transmise měnové politiky. Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu ze září 2023, které sestavili pracovníci ECB, by průměrná inflace měla v roce 2023 dosáhnout úrovně 5,6 %, v roce 2024 úrovně 3,2 % a v roce 2025 pak 2,1 %. Pro rok 2023 a 2024 se jedná o revizi směrem vzhůru a pro rok 2025 směrem dolů. Revize směrem vzhůru pro rok 2023 a 2024 odráží především vyšší trajektorii cen energií. Základní cenové tlaky zůstávají vysoké, přestože většina ukazatelů začala zmírňovat. Pracovníci ECB revidovali předpokládaný vývoj inflace bez cen energií a potravin mírně směrem dolů na průměrnou hodnotu 5,1 % v roce 2023, 2,9 % v roce 2024 a 2,2 % v roce 2025. Dřívější nárůsty úrokových sazeb ze strany Rady guvernérů jsou nadále výrazně přenášeny do ekonomiky. Podmínky financování se dále zpřísnily a stále více tlumí poptávku, což je důležitý faktor pro dosažení návratu inflace k cíli. Vzhledem k rostoucímu dopadu tohoto zpřísnění na domácí poptávku a oslabujícímu mezinárodnímu obchodu pracovníci ECB své projekce hospodářského růstu značně snížili. Nyní očekávají, že ekonomika eurozóny poroste v roce 2023 o 0,7 %, v roce 2024 o 1,0 % a v roce 2025 o 1,5 %.

Na základě svého stávajícího hodnocení Rada guvernérů usuzuje, že základní úrokové sazby ECB dosáhly úrovně, která dostatečně dlouhým působením výrazně přispěje k včasnému návratu inflace k cíli. Budoucí rozhodnutí Rady guvernérů zajistí, aby základní úrokové sazby ECB byly po nezbytně dlouhou dobu stanoveny na dostatečně restriktivní úrovni. Při stanovování odpovídající úrovně a trvání restrikce bude Rada guvernérů nadále uplatňovat přístup závislý na údajích. Zejména budou rozhodnutí Rady guvernérů o úrokových sazbách závislá na jejím hodnocení inflačního výhledu vzhledem k aktuálním ekonomickým a finančním údajům, na dynamice jádrové inflace a na síle transmise měnové politiky.

## Hospodářská aktivita

Je pravděpodobné, že ekonomika zůstane v nadcházejících měsících utlumená. Během první poloviny roku celkově stagnovala a ukazatele z nedávné doby naznačují, že byla slabá také ve třetím čtvrtletí. Nižší poptávka po vývozu z eurozóny a dopad přísných podmínek financování růst tlumí, a to i prostřednictvím nižších investic do rezidenčních nemovitostí a podnikatelských investic. Sektor služeb, který

byl dosud odolný, nyní také oslabuje. Postupem času by měla hospodářská dynamika oživit, neboť se očekává růst reálných příjmů, podpořený klesající inflací, rostoucími mzdami a silným trhem práce, což podpoří spotřebitelské výdaje.

Navzdory zpomalující ekonomice zůstává trh práce odolný. Míra nezaměstnanosti v červenci setrvala na historicky nejnižší úrovni 6,4 %. I když zaměstnanost ve druhém čtvrtletí vzrostla o 0,2 %, dynamika zpomaluje. Sektor služeb, který patří od poloviny roku 2022 mezi hlavní faktory růstu zaměstnanosti, nyní také vytváří méně pracovních míst.

Krátkodobý výhled hospodářského růstu v eurozóně se zhoršil, zatímco ve střednědobém horizontu by se ekonomika měla s oživením domácí i zahraniční poptávky postupně navracet k mírnému růstu. Hospodářská aktivita v eurozóně rostla v první polovině roku 2023 pomalým tempem, a to navzdory zvýšené úrovni nahromaděných objednávek ve zpracovatelském průmyslu a odeznění vysokých cen energií. Navíc tyto vlivy z velké míry pominuly a krátkodobé ukazatele naznačují v blízké budoucnosti stagnaci v důsledku přísnějších podmínek financování, slabé důvěry podniků a spotřebitelů a nízké zahraniční poptávky v souvislosti s posilováním eura. Očekává se, že růst od roku 2024 oživí s tím, jak se zahraniční poptávka přiblíží svému předpandemickému trendu a reálné příjmy vzrostou díky klesající inflaci, výraznému růstu nominálních mezd a stále nízké, i když mírně rostoucí nezaměstnanosti. Růst však bude nadále tlumen s tím, jak se dopad zpřísnění měnové politiky ECB a nepříznivých podmínek pro poskytování úvěrů bude promítat do reálné ekonomiky a jak bude postupně ukončována fiskální podpora. Celkově by měl průměrný roční růst reálného HDP zpomalit z 3,4 % v roce 2022 na 0,7 % v roce 2023 a poté oživit v roce 2024 na 1,0 % a v roce 2025 na 1,5 %. V porovnání s projekcemi odborníků Eurosystemu z června 2023 byl výhled růstu HDP revidován směrem dolů o 0,2 procentního bodu pro rok 2023, o 0,5 procentního bodu pro rok 2024 a o 0,1 procentního bodu pro rok 2025, což v kontextu zhoršujících se ukazatelů z výběrových šetření, přísnějších podmínek financování – včetně nepříznivějších vlivů na straně nabídky úvěrů – a silnějšího směnného kurzu eura odráží významné snížení krátkodobého výhledu.

Vlády by měly vzhledem ke slábnoucí energetické krizi nadále ukončovat související podpůrná opatření. Je to nezbytné, aby se zabránilo zvyšování střednědobých inflačních tlaků, které by jinak vyžadovaly ještě silnější reakci měnové politiky. Fiskální politiky by měly být koncipovány tak, aby zvyšovaly produktivitu ekonomiky eurozóny a postupně snižovaly vysoký veřejný dluh. Opatření na posílení kapacity dodávek v eurozóně – která by byla podpořena úplným provedením programu Next Generation EU – mohou ve střednědobém horizontu pomoci snížit cenové tlaky a zároveň podpořit přechod na zelenou ekonomiku. Reforma rámce EU pro správu ekonomických záležitostí by měla být dokončena před závěrem roku 2023 a měl by být urychlen pokrok směrem k vytvoření unie kapitálových trhů.

## Inflace

Inflace v červenci poklesla na 5,3 %, ale podle předběžného odhadu Eurostatu na této úrovni v srpnu setrvala.<sup>1</sup> Její pokles byl přerušen z důvodu nárůstu cen energií oproti červenci. Růst cen potravin sice oproti svému březnovému maximu zpomalil, v srpnu však stále dosahoval téměř 10 %. V nadcházejících měsících z meziročních údajů vymizí prudké nárůsty cen zaznamenané na podzim 2022 a inflace se tak sníží.

Inflace bez cen energií a potravin v srpnu klesla z červencových 5,5 % na 5,3 %. Růst cen zboží v srpnu poklesl na 4,8 % z červencových 5,0 % a červnových 5,5 %, a to v důsledku lepších podmínek na straně nabídky, předchozích poklesů cen energií, zmírnění cenových tlaků v ranějších fázích výrobního řetězce a slabší poptávky. Inflace ve službách se mírně snížila na 5,5 %, na zvýšené úrovni ji však nadále udržovaly výrazné výdaje na dovolenou a cestování a vysoký růst mezd. Meziroční tempo růstu náhrady na zaměstnance zůstalo ve druhém čtvrtletí roku beze změny na 5,5 %. Příspěvek mzdových nákladů k meziroční domácí inflaci se ve druhém čtvrtletí zvýšil, částečně v důsledku nižší produktivity, zatímco příspěvek zisků poprvé od začátku roku 2022 poklesl.

Většina ukazatelů jádrové inflace začíná klesat, neboť poptávka a nabídka jsou již více sladěny a příspěvek dřívějšího růstu cen energií odeznívá. Domácí cenové tlaky zároveň zůstávají silné.

Většina ukazatelů dlouhodobějších inflačních očekávání se v současnosti pohybuje kolem 2 %. Některé ukazatele se však zvýšily a je třeba je pečlivě sledovat.

Celková inflace v eurozóně by měla v horizontu projekcí dále klesat v důsledku zmírnění nákladových tlaků a překážek na straně nabídky i dopadu zpřísnění měnové politiky. Postupně by měla klesat také inflace měřená HICP bez započtení cen energií a potravin. Do začátku roku 2024 by se však měla pohybovat nad celkovou inflací. Předpokládaná deflace je způsobena odezníváním vlivů dřívějších šoků spojených s cenami energií a dalších cenových tlaků ve výrobním řetězci, přičemž dominantním faktorem inflace měřené HICP bez započtení cen energií a potravin se postupně stává výrazný růst mzdových nákladů. Růst mezd by měl od poloviny roku 2023 postupně klesat, i když v horizontu projekcí zůstane vysoký v důsledku růstu minimálních mezd a inflační kompenzace v kontextu napjatého, i když oslabujícího trhu práce. Očekává se, že ziskové marže, které v minulém roce výrazně vzrostly, budou ve střednědobém horizontu představovat rezervu pro promítání mzdových nákladů do konečných cen. Přísnější měnová politika by navíc měla ve stále větší míře tlumit jádrovou inflaci. Za předpokladu, že střednědobá inflační očekávání zůstanou ukotvena na úrovni inflačního cíle ECB, by se celková inflace měřená HICP měla snížit z průměrné hodnoty 8,4 % v roce 2022 na 5,6 % v roce 2023, 3,2 % v roce 2024 a 2,1 % v roce 2025 a dosáhnout tak cíle ve třetím čtvrtletí roku 2025. V porovnání s projekcemi z června 2023 byla inflace

<sup>1</sup> Uzávěrka pro statistické údaje obsažené v této zprávě byla 13. září 2023. Podle závěrečné zprávy z 19. září 2023 klesla inflace měřená HICP z 5,3 % v červenci 2023 na 5,2 % v srpnu; tento výsledek byl oproti předběžnému odhadu o 0,1 procentního bodu nižší.

měřená HICP pro roky 2023 a 2024 revidována směrem vzhůru, a to v důsledku vyšších cen futures na energie, a pro rok 2025 směrem dolů, neboť dopady posílení eura, přísnější podmínky financování a slabší cyklické podmínky by měly inflaci měřenou HICP bez započtení cen energií a potravin tlumit.

## Hodnocení rizik

Rizika pro hospodářský růst jsou vychýlena směrem dolů. Růst by mohl být pomalejší, pokud budou účinky měnové politiky oproti očekáváním razantnější nebo dojde-li k oslabení světové ekonomiky, například v důsledku dalšího zpomalení v Číně. Růst by mohl být oproti předpokladům naopak vyšší, pokud by silný trh práce, rostoucí reálné příjmy a ustupující nejistota znamenaly, že lidé a podniky získají větší důvěru a zvýší své výdaje.

Proinflační rizika zahrnují potenciální obnovené tlaky na růst nákladů na energie a potraviny. Nepříznivé povětrnostní podmínky a v širším měřítku probíhající klimatická krize by mohly zvýšit ceny potravin více, než se očekává. Inflaci, a to i ve střednědobém horizontu, by mohl posilovat také setrvalý růst inflačních očekávání nad cílem Rady guvernérů nebo vyšší než předpokládané zvyšování mezd a ziskových marží. Naopak slabší poptávka – např. v důsledku výraznější transmise měnové politiky nebo zhoršení ekonomického prostředí mimo eurozónu – by vedla k nižším cenovým tlakům, a to zejména ve střednědobém horizontu.

## Finanční a měnové podmínky

Zpříšňování měnové politiky se nadále výrazně promítá do širších podmínek financování. Bankám financování opět zdražilo, neboť střadatelé nahrazují jednodenní vklady za více úročené vklady termínované, a postupně jsou ukončovány cílené dlouhodobější refinanční operace ECB. Průměrné úrokové sazby z podnikových úvěrů a hypoték v červenci nadále rostly, a to na 4,9 %, resp. na 3,8 %.

Dynamika úvěrů dále oslabil. Úvěry podnikům rostly v červenci meziročním tempem 2,2 % oproti 3,0 % v červnu. Úvěry domácnostem také rostly méně výrazným tempem, a to o 1,3 % oproti červnovým 1,7 %. V anualizovaném vyjádření na základě údajů za poslední tři měsíce poklesly úvěry domácnostem o 0,8 %, což je nejsilnější pokles od zavedení eura. Při slabém objemu úvěrů a zmenšení rozvahy Eurosystemu se meziroční tempo růstu agregátu M3 z červnových 0,6 % snížilo v červenci na historické minimum -0,4 %. V posledních třech měsících se peněžní agregát M3 v anualizovaném vyjádření snížil o 1,5 %.

## Měnová rozhodnutí

Rada guvernérů rozhodla na svém zasedání 14. září 2023 zvýšit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů. S účinností od 20. září 2023 se

tak úroková sazba pro hlavní refinanční operace zvýšila na 4,50 %, úroková sazba mezní zápůjční facility na 4,75 % a úroková sazba vkladové facility na 4,00 %.

Portfolio programu nákupu aktiv se přiměřeným a předvídatelným tempem zmenšuje, neboť Eurosystem již dále neinvestuje jistiny ze splatných cenných papírů.

Pokud jde o nouzový pandemický program nákupu aktiv („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 nadále klesá, ale stále se očekává, že zůstane příliš vysoká po příliš dlouhou dobu. Rada guvernérů je odhodlána zajistit včasný návrat inflace ke svému 2% střednědobému cíli. V zájmu zesílení pokroku ke svému cíli rozhodla Rada guvernérů na svém zasedání 14. září 2023 zvýšit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů. Na základě svého stávajícího hodnocení Rada guvernérů usuzuje, že základní úrokové sazby ECB dosáhly úrovně, která dostatečně dlouhým působením výrazně přispěje k včasnému návratu inflace k cíli. Budoucí rozhodnutí Rady guvernérů zajistí, aby základní úrokové sazby ECB byly po nezbytně dlouhou dobu stanoveny na dostatečně restriktivní úrovni. Při stanovování odpovídající úrovně a trvání restrikce bude Rada guvernérů nadále uplatňovat přístup závislý na údajích.

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](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 13. září 2023.

ISSN                                    2363-3581  
Katalogové číslo EU                QB-BQ-23-003-CS-N