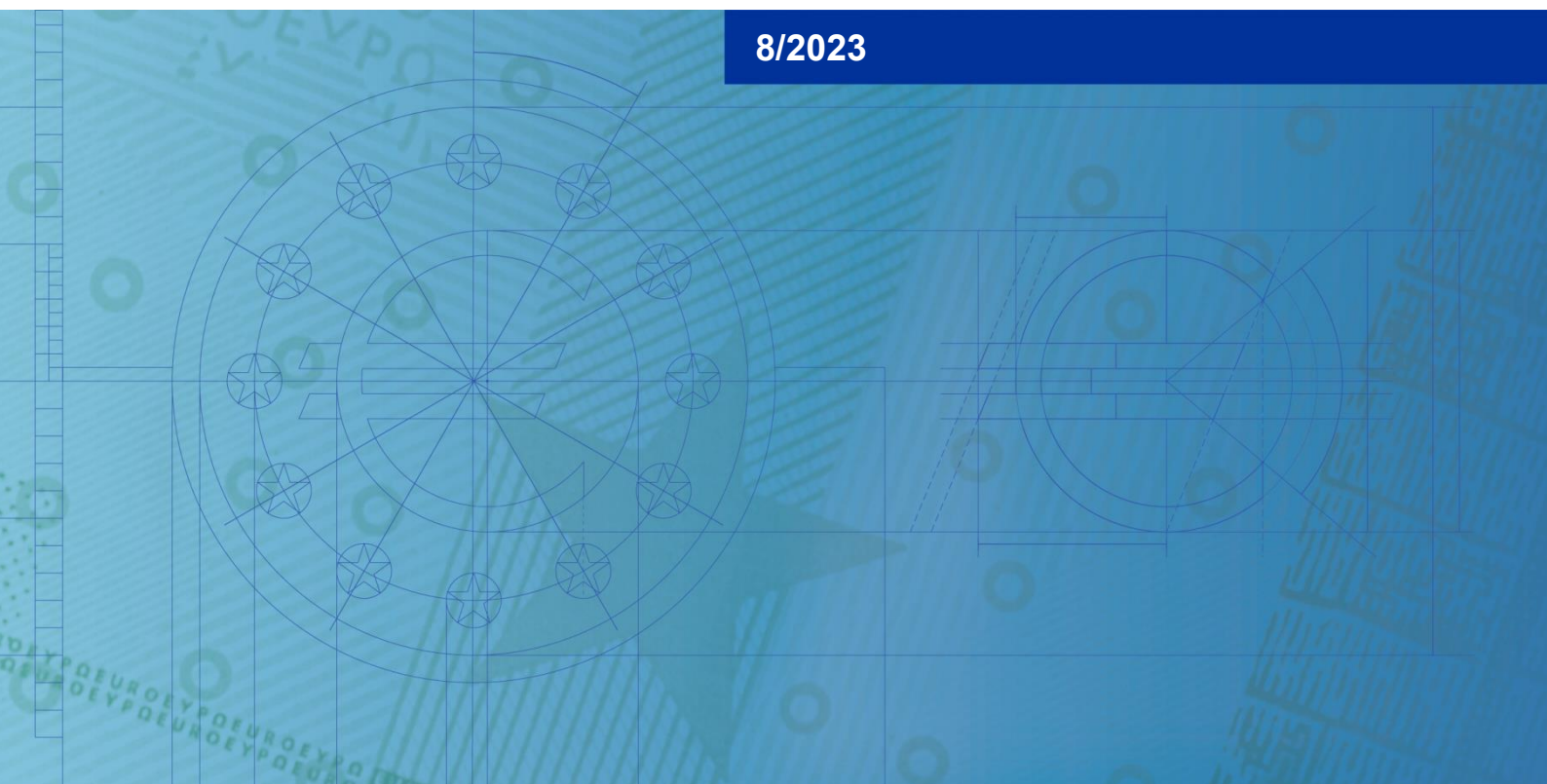




EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA  
EUROSYSTEM

# Ekonomický bulletin

8/2023



# Hospodářský, finanční a měnový vývoj

## Shrnutí

Rada guvernérů na svém zasedání 14. prosince 2023 rozhodla, že všechny tři základní úrokové sazby ECB ponechá beze změny. I když se inflace v posledních měsících snížila, je pravděpodobné, že v blízkém horizontu opět přechodně ožíví. Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z prosince 2023 sestavených odborníky Eurosystemu by inflace měla v průběhu příštího roku pozvolna klesat a v roce 2025 by se měla přiblížit k 2% cíli Rady guvernérů. Obecně tito odborníci očekávají, že celková inflace v průměru dosáhne 5,4 % v roce 2023, 2,7 % v roce 2024, 2,1 % v roce 2025 a 1,9 % v roce 2026. V porovnání s makroekonomickými projekcemi pro eurozónu ze září 2023, které sestavili pracovníci ECB, byl výhled pro rok 2023 a zejména pro rok 2024 revidován směrem dolů.

Jádrová inflace dále zmírnila. Domácí cenové tlaky ale zůstávají zvýšené, v první řadě v důsledku výrazného růstu jednotkových nákladů práce. Odborníci Eurosystemu očekávají, že inflace bez započtení cen energií a potravin v průměru dosáhne 5,0 % v roce 2023, 2,7 % v roce 2024, 2,3 % v roce 2025 a 2,1 % v roce 2026.

Dosavadní zvyšování sazeb se nadále výrazně promítá do ekonomiky. Přísnější podmínky financování tlumí poptávku, což pomáhá inflaci snižovat. Odborníci Eurosystemu očekávají, že hospodářský růst zůstane v blízké budoucnosti slabší. Poté by se měla ekonomika zotavovat v důsledku rostoucích reálných příjmů – s tím, jak budou lidé těžit z klesající inflace a rostoucích mezd – a zlepšující se zahraniční poptávky. Odborníci Eurosystemu tedy očekávají oživení hospodářského růstu z průměrné hodnoty 0,6 % v roce 2023 na 0,8 % v roce 2024 a na 1,5 % v roce 2025 i 2026.

Rada guvernérů je odhodlána zajistit včasný návrat inflace ke svému 2% střednědobému cíli. Na základě svého stávajícího hodnocení Rada guvernérů usuzuje, že základní úrokové sazby ECB jsou na úrovni, která dostatečně dlouhým působením k tomuto návratu výrazně přispěje. Budoucí rozhodnutí Rady guvernérů zajistí, aby její měnověpolitické úrokové sazby byly po nezbytně dlouhou dobu stanoveny na dostatečně restriktivní úrovni.

Při stanovování odpovídající úrovně a doby trvání restrikcí bude Rada guvernérů nadále uplatňovat přístup závislý na údajích. Zejména její rozhodnutí o úrokových sazbách budou vycházet z jejího hodnocení inflačního výhledu zohledňujícího aktuální ekonomické a finanční údaje, dynamiku jádrové inflace a sílu transmise měnové politiky.

Základní úrokové sazby ECB jsou prvořadým nástrojem nastavení měnové politiky. Rada guvernérů dnes také rozhodla pokročit v návratu rozvahy Eurosystemu k obvyklým hodnotám. Během první poloviny roku 2024 hodlá nadále v plném

rozsahu reinvestovat jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci nouzového pandemického programu nákupu aktiv (PEPP). Ve druhé polovině roku hodlá snížit objem portfolia PEPP v průměru o 7,5 mld. EUR měsíčně. Rada guvernérů hodlá reinvestice v rámci programu PEPP ukončit v závěru roku 2024.

## Hospodářská aktivita

Ekonomika eurozóny ve třetím čtvrtletí roku 2023 mírně poklesla, zejména v důsledku snížení zásob. Je pravděpodobné, že přísnější podmínky financování a utlumená zahraniční poptávka budou hospodářskou aktivitu v blízkém horizontu nadále omezovat. Výhled je zvláště slabý pro stavebnictví a zpracovatelský průmysl – dva sektory nejvíce zasažené vyššími úrokovými sazbami. Aktivita v sektoru služeb by v následujících měsících měla také zmírnit. Příčinou jsou vnější efekty slabší průmyslové výroby, slábnoucí vlivy znovuotevření ekonomiky a rozšiřující se dopad přísnějších podmínek financování.

Ekonomiku nadále podporuje trh práce. Míra nezaměstnanosti dosáhla v říjnu 6,5 % a zaměstnanost vzrostla během třetího čtvrtletí o 0,2 %. Současně slabší ekonomika tlumí poptávku po pracovnících, kdy podniky nabízejí v posledních měsících menší počet volných míst. Celkový počet odpracovaných hodin navíc ve třetím čtvrtletí poklesl o 0,1 %, přestože má práci více lidí.

Podle projekcí z prosince 2023 naznačují dostupné krátkodobé ukazatele, že hospodářská aktivita zůstane ve čtvrtém čtvrtletí 2023 slabá. Očekává se však, že tento růst bude od počátku roku 2024 posilovat, neboť se zvyšuje reálný disponibilní důchod, a to díky klesající inflaci, výraznému růstu mezd a odolné zaměstnanosti, a růst vývozu dožene zlepšení zahraniční poptávky. Dopad zpřísnění měnové politiky ECB a nepříznivých podmínek na straně nabídky úvěrů se nadále promítá do ekonomiky a ovlivňuje krátkodobý výhled hospodářského růstu. Tyto tlumící vlivy by měly odeznít později v horizontu projekcí, což podpoří hospodářský růst. Celkově by měl průměrný roční růst reálného HDP zpomalit z 3,4 % v roce 2022 na 0,6 % v roce 2023 a poté oživit na 0,8 % v roce 2024 a v roce 2025 a 2026 se stabilizovat na 1,5 %. Ve srovnání s projekcemi ze září 2023 byl výhled růstu HDP pro období 2023–24 na základě nedávno zveřejněných dat a slabých údajů z průzkumů revidován mírně směrem dolů, zatímco pro rok 2025 zůstal beze změny.

S ustupující energetickou krizí by vlády měly pokračovat v ukončování souvisejících podpůrných opatření. Tento přístup je nezbytný, aby nedocházelo k posilování střednědobých inflačních tlaků, které by jinak vyžadovalo ještě přísnější měnovou politiku. Fiskální politiky by měly být koncipovány tak, aby zvyšovaly produktivitu ekonomiky eurozóny a postupně snižovaly vysoký veřejný dluh. Strukturální reformy a investice k posílení nabídkové kapacity eurozóny, které by byly podpořeny úplným prováděním programu „Next Generation EU“, mohou ve střednědobém horizontu pomoci snížit cenové tlaky a současně podpořit přechod na zelenou a digitální ekonomiku. Za tímto účelem je důležité se urychleně shodnout na reformě rámce EU pro správu ekonomických záležitostí. Dále je nezbytně nutné zrychlit pokrok směrem k unii kapitálových trhů a k završení bankovní unie.

## Inflace

Inflace v říjnu a listopadu 2023 klesla, v listopadu podle předběžného odhadu Eurostatu na meziroční hodnotu 2,4 %. Tento pokles byl plošný. Růst cen energií se dále snížil a také růst cen potravin zpomalil, přestože celkově zůstává poměrně vysoký. V prosinci 2023 inflace pravděpodobně oživí v důsledku posilujícího vlivu srovnávací základny u nákladů na energie. Odborníci Eurosystemu očekávají, že v roce 2024 bude inflace klesat pomaleji vzhledem k dalšímu posilujícímu vlivu srovnávací základny a postupnému rušení v minulosti přijatých fiskálních opatření zaměřených na omezení negativních dopadů šoku cen energií.

Inflace bez energií a potravin se v říjnu a listopadu 2023 snížila téměř o celý procentní bod na 3,6 % v listopadu. Tento vývoj odráží zlepšující se podmínky na straně nabídky, odeznívající vlivy dřívějšího šoku cen energií a dopad přísnější měnové politiky na poptávku a na schopnost podniků určovat ceny. Míra inflace u zboží a služeb se snížila na 2,9 %, resp. 4,0 %.

Všechny ukazatele jádrové inflace v říjnu klesly, ale domácí cenové tlaky zůstaly na zvýšené úrovni, především v důsledku výrazného růstu mezd a také klesající produktivity. Ukazatele dlouhodobějších inflačních očekávání se nacházejí většinou poblíž 2 %, přičemž některé tržní ukazatele kompenzace inflace ze zvýšené úrovně klesly.

Podle projekcí z prosince 2023 by bez ohledu na očekávané dočasné oživení inflace měl pokračovat základní dezinflační proces. I přes určité uvolnění podmínek na trhu práce se předpokládá, že trh práce zůstane napjatý, což by spolu s kompenzačními vlivy dřívější vysoké inflace mělo udržet růst nominálních mezd na vysoké úrovni. Růst mezd by se měl nicméně v horizontu projekcí zmiřňovat s tím, jak budou postupně odeznívat růstové dopady inflační kompenzace. Zisky v roce 2022 výrazně vzrostly, ale v horizontu projekcí by měly oslabit a poskytnout rezervu pro promítání nákladů práce. Vzhledem k hodnocení, že střednědobá inflační očekávání zůstanou ukotvena na úrovni 2% inflačního cíle ECB, by se celková inflace měřená HICP měla snížit z průměrné hodnoty 5,4 % v roce 2023 na 2,7 % v roce 2024, 2,1 % v roce 2025 a 1,9 % v roce 2026. V porovnání s projekcemi ze září 2023 byla inflace měřená HICP pro roky 2023 a 2024 revidována směrem dolů, a to především v důsledku nižších než očekávaných nedávno zveřejněných údajů a nižších předpokladů pro ceny energetických komodit, zatímco pro rok 2025 zůstává beze změny.

## Hodnocení rizik

Rizika pro hospodářský růst zůstávají vychýlena směrem dolů. Hospodářský růst by mohl být nižší, pokud by se vlivy měnové politiky ukázaly být oproti očekávání výraznější. Hospodářský růst eurozóny by tlumila také slabší světová ekonomika nebo další zpomalení světového obchodu. Základními zdroji geopolitického rizika jsou neoprávněná válka Ruska na Ukrajině a tragický konflikt na Blízkém východě. Vyústit mohou v to, že podniky a domácnosti budou mít v budoucnost menší důvěru.

Hospodářský růst by mohl být vyšší, pokud by se díky rostoucím mzdám zvýšily výdaje více, než se čekalo, nebo pokud by světová ekonomika rostla více, než se předpokládá.

Proinflační rizika zahrnují zvýšené geopolitické napětí, které by v blízkém horizontu mohlo zvýšit ceny energií, a extrémní povětrnostní jevy, které by mohly působit na růst cen potravin. Inlace by nakonec mohla být také vyšší, než se očekává, pokud by se inflační očekávání posunula nad cíl Rady guvernérů nebo pokud by se mzdy či ziskové marže nad očekávání zvýšily. Naproti tomu by inflace mohla překvapit ve směru poklesu, pokud měnová politika utlumí poptávku více, než se čekalo, nebo se neočekávaně zhorší hospodářské prostředí ve zbylých částech světa, a to potenciálně částečně v důsledku nedávného růstu geopolitických rizik.

## Finanční a měnové podmínky

Od měnověpolitického zasedání Rady guvernérů 26. října 2023 výrazně poklesly tržní úrokové sazby a pohybují se pod sazbami obsaženými v projekcích odborníků ECB. Restriktivní měnová politika Rady guvernérů se nadále výrazně promítá do širších podmínek financování. Úrokové sazby z úvěrů se v říjnu opět zvýšily, a to na 5,3 % pro podnikatelské úvěry a 3,9 % u hypoték.

Vyšší výpůjční sazby, utlumená poptávka po úvěrech a jejich omezenější nabídka dále oslabily dynamiku úvěrů. Úvěry podnikům v říjnu klesly meziročním tempem 0,3 %. Utlumené zůstávaly také úvěry domácnostem a rostly meziročním tempem 0,6 %. Vzhledem k slabší úrovni poskytovaných úvěrů a zmenšení rozvahy Eurosystemu zaznamenávaly široké peníze, měřené agregátem M3, nadále pokles. Ten činil v říjnu meziročně 1,0 %.

V souladu se svou strategií měnové politiky Rada guvernérů podrobně posoudila vzájemné vztahy mezi měnovou politikou a finanční stabilitou. Banky v eurozóně prokázaly svou odolnost. Jejich kapitálová přiměřenost je vysoká a jejich ziskovost se během posledního roku značně zvýšila. Výhled finanční stability však v současném prostředí zpřísňujících se podmínek financování, slabého hospodářského růstu a geopolitického napětí zůstává křehký. Situace by se mohla zhoršit zejména v případě, že by se bankám zvýšily náklady financování více, než se očekává, a pokud by se splácením úvěrů mělo potíže více dlužníků. Celkový dopad takového scénáře na ekonomiku by přitom měl zůstat omezený, pokud finanční trhy budou reagovat řádným způsobem. V první obranné linii proti hromadění finančních zranitelných míst zůstává makrobezpečnostní politika a zavedená opatření přispívají k zachování odolnosti finančního systému.

## Měnová rozhodnutí

Úroková sazba pro hlavní refinanční operace a úrokové sazby mezní zápůjční facility a vkladové facility zůstávají beze změny na úrovni 4,50 %, 4,75 % a 4,00 %.

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

Rada guvernérů hodlá během první poloviny roku 2024 nadále v plném rozsahu reinvestovat jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci PEPP. Ve druhé polovině roku hodlá snížit objem portfolia PEPP v průměru o 7,5 mld. EUR měsíčně. Rada guvernérů hodlá reinvestice v rámci programu PEPP ukončit v závěru roku 2024.

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

Rada guvernérů na svém zasedání 14. prosince 2023 rozhodla, že tři základní úrokové sazby ECB ponechá beze změny. Rada guvernérů je odhodlána zajistit včasný návrat inflace ke svému 2% střednědobému cíli. Na základě stávajícího hodnocení Rada guvernérů usuzuje, že úrokové sazby dosáhly úrovně, která dostatečně dlouhým působením výrazně přispěje k včasnému návratu inflace k cíli. Budoucí rozhodnutí Rady guvernérů zajistí, aby za účelem dosažení tohoto včasného návratu byly základní úrokové sazby ECB stanoveny po nezbytně dlouhou dobu na dostatečně restriktivní úrovni. Při stanovování odpovídající úrovně a doby trvání restrikcí bude Rada guvernérů nadále uplatňovat přístup závislý na údajích.

Rada guvernérů hodlá ve druhé polovině roku 2024 zmenšovat portfolio PEPP a na konci roku 2024 ukončit své reinvestice v rámci PEPP.

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, 2024**

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. prosince 2023.

ISSN                                    2363-3581  
Katalogové číslo EU                QB-BQ-23-004-CS-N