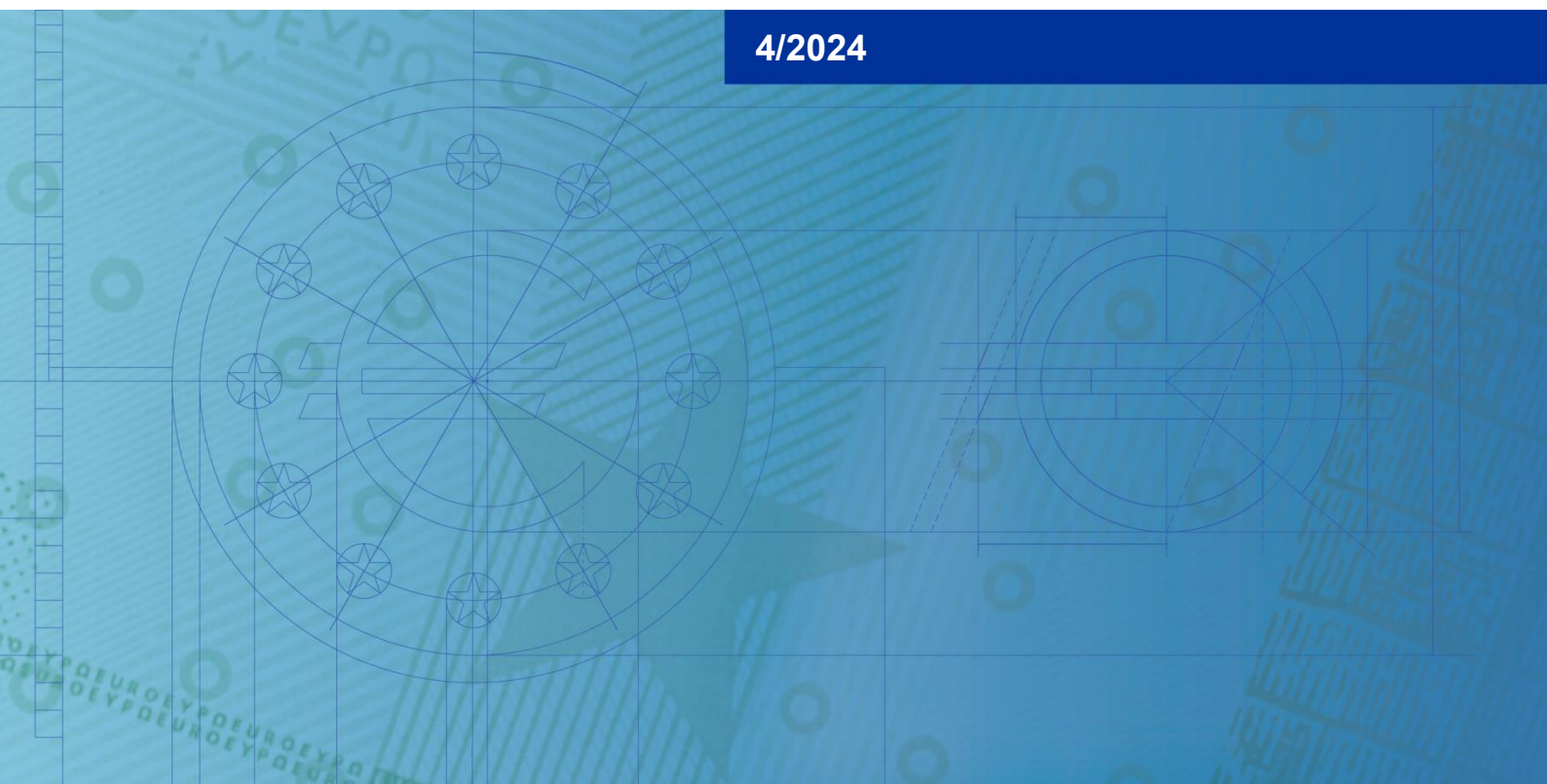




EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

4/2024



Hospodářský, finanční a měnový vývoj

Shrnutí

Rada guvernérů rozhodla na svém zasedání 6. června 2024 snížit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů. Na základě našeho aktualizovaného hodnocení inflačního výhledu, dynamiky jádrové inflace a síly transmise měnové politiky bylo po devíti měsících stabilních úrokových sazeb vhodné zmírnit stupeň měnověpolitické restriktce. Od zasedání Rady guvernérů v září 2023 inflace klesla o více než 2,5 procentního bodu a inflační výhled se značně zlepšil. Zvolnila také jádrová inflace, což posiluje náznaky, že cenové tlaky oslabily a inflační očekávání na všech horizontech klesla. Měnová politika udržovala podmínky financování na restriktivní úrovni. Utlumení poptávky a zajištění pevného ukotvení inflačních očekávání bylo důležitým příspěvkem ke snižování inflace.

Zároveň i přes pokrok dosažený v posledních čtvrtletích zůstávají domácí cenové tlaky výrazné, neboť růst mezd je zvýšený, a inflace pravděpodobně zůstane nad cílem i po velkou část příštího roku. Nejnovější projekce jak celkové, tak jádrové inflace v roce 2024 a 2025, které sestavili odborníci Eurosystemu, byly revidovány oproti březnovým projekcím směrem vzhůru. Tito odborníci nyní předpokládají, že celková inflace dosáhne průměrné hodnoty 2,5 % v roce 2024, 2,2 % v roce 2025 a 1,9 % v roce 2026. U inflace bez započtení cen potravin a energií odborníci předpokládají, že by měla průměrně činit 2,8 % v roce 2024, 2,2 % v roce 2025 a 2,0 % v roce 2026. Ekonomický růst by měl oživit v roce 2024 na 0,9 %, v roce 2025 na 1,4 % a v roce 2026 na 1,6 %.

Rada guvernérů je odhodlána zajistit včasný návrat inflace k 2% střednědobému cíli. K dosažení tohoto cíle ponechá měnověpolitické sazby po nezbytně dlouhou dobu na dostatečně restriktivní úrovni. Při stanovování odpovídající úrovně a trvání restriktce bude Rada guvernérů nadále uplatňovat přístup závislý na údajích s rozhodnutími přijímanými pouze na jednotlivých zasedáních. 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. Rada guvernérů se k žádné konkrétní trajektorii vývoje úrokových sazeb předem nezavazuje.

Rada guvernérů dále potvrdila, že bude během letošního druhého pololetí snižovat objem cenných papírů, které Eurosystem drží v rámci nouzového pandemického programu nákupu cenných papírů (PEPP), v průměru o 7,5 mld. EUR měsíčně. Podmínky snižování objemu držených papírů v rámci PEPP budou celkově v souladu s podmínkami v rámci programu nákupu aktiv (APP).

Hospodářská aktivita

Po pěti čtvrtletích stagnace vzrostla ekonomika eurozóny v prvním čtvrtletí roku 2024 o 0,3 %. Sektor služeb roste a zpracovatelský průmysl ukazuje známky stabilizace na nízké úrovni.

Zaměstnanost vzrostla v prvním letošním čtvrtletí o 0,3 %, přičemž vzniklo zhruba 500 000 nových pracovních míst, a výběrová šetření ukazují v blízkém horizontu na pokračující tvorbu nových pracovních míst. Míra nezaměstnanosti se v dubnu snížila na 6,4 %, což představuje její nejnižší úroveň od vzniku eura. Podniky stále nabízejí mnohá volná pracovní místa, i když o něco méně než dříve.

Ekonomika eurozóny se na začátku roku 2024 zotavila více, než se očekávalo v projekcích odborníků ECB z března 2024, a to díky čistému vývozu a rostoucím výdajům domácností. Nové informace naznačují, že růst bude v krátkodobém horizontu pokračovat rychlejším tempem, než se předpokládalo. Reálný disponibilní důchod by se měl nadále zvyšovat v prostředí výrazného růstu mezd, postupně rostoucí důvěry a zlepšování směnných relací, což povede během roku 2024 k oživení vyvolanému spotřebou. Růst čistého vývozu na začátku roku částečně odráží volatilitu po dočasném poklesu na konci roku 2023. Zahraniční poptávka by však měla nadále posilovat a podporovat tak růst vývozu z eurozóny. Ve střednědobém horizontu by měl negativní dopad předchozího zpřísnění měnové politiky postupně odeznívat, přičemž předpokládané uvolnění podmínek financování v souladu s tržními očekáváními ohledně budoucího vývoje úrokových sazeb by mělo podporovat hospodářskou aktivitu. Růst bude také podpořen odolným trhem práce, přičemž míra nezaměstnanosti klesne později v horizontu projekcí na historicky nízkou úroveň. Vzhledem k tomu, že odeznívají některé z cyklických faktorů, které v nedávné době snížily růst produktivity, se očekává, že produktivita v horizontu projekcí oživí. Celkově se předpokládá, že průměrný roční růst reálného HDP dosáhne v roce 2024 úrovně 0,9 %, v roce 2025 posílí na 1,4 % a v roce 2026 na 1,6 %. V porovnání s projekcemi z března 2024 byl výhled růstu HDP pro rok 2024 revidován směrem nahoru, a to v důsledku pozitivního překvapení na začátku roku a lepších aktuálních informací. Výhled růstu HDP byl pro rok 2025 revidován nepatrně směrem dolů a pro rok 2026 zůstává beze změny.

Vnitrostátní fiskální a strukturální politiky by se měly zaměřovat na zvyšování produktivity a konkurenceschopnosti ekonomiky, což by pomohlo zvýšit potenciální růst a snížit ve střednědobém horizontu cenové tlaky. Účinné, urychlené a úplné uplatnění programu Next Generation EU, pokrok směrem k unii kapitálových trhů i dokončení bankovní unie a posílení jednotného trhu by pomohly podpořit inovace a zvýšit investice do přechodu na zelenou a digitální ekonomiku. Úplné a bezodkladné uplatnění revidovaného rámce EU pro správu ekonomických záležitostí vládám pomůže udržitelným způsobem snižovat rozpočtové deficity a dluhové ukazatele.

Inflace

Podle předběžného odhadu Eurostatu vzrostla meziroční inflace z dubnové hodnoty 2,4 % v květnu na 2,6 %. Růst cen potravin se snížil na 2,6 %. Tempo růstu cen energií posílilo na 0,3 % poté, co během jednoho roku vykazovalo meziroční záporné hodnoty. Tempo růstu cen zboží v květnu dále oslabilo na 0,8 %. Naproti tomu růst cen služeb výrazně zrychlil z dubnové hodnoty 3,7 % na 4,1 %.

Většina ukazatelů jádrové inflace v dubnu dále klesala. Jedná se o poslední měsíc, za nějž byly údaje k dispozici, a potvrzují tak obraz postupně klesajících cenových tlaků. Domácí inflace však zůstává vysoká. Mzdy stále rostou zvýšeným tempem a vyrovnávají tak dřívější prudký nárůst inflace. Vzhledem k tomu, že proces úpravy mezd je postupný a významnou úlohu sehrávají jednorázové platby, je pravděpodobné, že náklady práce budou v blízkém horizontu kolísat – je to patrné na oživení sjednaných mezd v prvním čtvrtletí. Současně výhledové ukazatele naznačují, že růst mezd bude během roku zmiřňovat. Část výrazného růstu jednotkových nákladů práce je absorbována zisky, což inflační vlivy tohoto růstu snižuje. Ukazatele dlouhodobějších inflačních očekávání zůstaly víceméně stabilní, přičemž většina z nich se nacházela poblíž 2 %.

Předpokládá se, že celková inflace v průběhu roku 2025 dále zmírní na úroveň blízkou cílové hodnotě. Tento vývoj odráží zmírnění nákladových tlaků, a to i z trhu práce, a zpožděný dopad dřívějšího zpřísnění měnové politiky, který se postupně promítá do spotřebitelských cen. Celková inflace měřená harmonizovaným indexem spotřebitelských cen (dále též „HICP“) by měla po zbytek roku 2024 vykazovat určitou volatilitu v důsledku vlivu srovnávací základny a vyšších cen energetických komodit. Ve střednědobém horizontu by se růst cen energií měl ustálit na nízkých kladných hodnotách vzhledem k tržním očekáváním ohledně budoucího vývoje cen ropy a plynu a plánovaným fiskálními opatřeními souvisejícím se změnou klimatu. V posledních čtvrtletích výrazně pokleslo tempo růstu cen potravin, neboť se s nižšími cenami energetických a potravinářských komodit zmírnily tlaky v dodavatelských řetězcích. Pokud jde o další vývoj, očekává se, že růst cen potravin se bude pohybovat kolem současné úrovně a od konce roku 2025 bude dále zmiřňovat. Inflace měřená HICP bez započtení cen energií a potravin (dále též „HICPX“) by měla po většinu horizontu projekcí zůstat nad celkovou inflací, ale předpokládá se, že bude pokračovat v dezinflačním vývoji, i když pomalým tempem a zejména v letech 2025 a 2026. Ústředním prvkem červnových projekcí je očekávané postupné uvolňování tempa růstu nominálních mezd z původně stále zvýšené úrovně s tím, jak odeznívají stimulační dopady tlaků spojených s inflačními kompenzacemi v podmínkách napjaté situace na trhu práce. Očekávané oživení růstu produktivity by mělo podpořit zmírnění tlaků na růst nákladů práce. Růst zisku by měl navíc oslabit a částečně tlumit promítání nákladů práce do cen, zejména v roce 2024. V souhrnu se předpokládá, že roční průměrná celková inflace měřená HICP poklesne z 5,4 % v roce 2023 na 2,5 % v roce 2024, 2,2 % v roce 2025 a 1,9 % v roce 2026. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2024 byla inflace měřená HICP v letech 2024 a 2025 revidována o 0,2 procentního bodu směrem nahoru. Důvodem jsou především vyšší ceny energetických komodit a mírně vyšší než očekávané aktuální údaje o inflaci měřené HICPX. Navíc se

očekává, že tlaky na růst nákladů práce budou o něco silnější v důsledku vyššího růstu mezd spolu s mírně opatrnějším výhledem růstu produktivity. Výhled celkové inflace i inflace měřené HICPX pro rok 2026 zůstává beze změny.

Hodnocení rizik

Rizika pro hospodářský růst jsou v blízkém horizontu vyvážená, ale ve střednědobém horizontu zůstávají vychýlena směrem dolů. Růst eurozóny by tlumila slabší světová ekonomika nebo eskalace obchodního napětí mezi předními ekonomikami. Hlavními zdroji geopolitického rizika jsou neoprávněná válka Ruska vůči Ukrajině a tragický konflikt na Blízkém východě. Je možné, že následkem toho budou mít podniky a domácnosti menší důvěru v budoucnost a že bude narušen světový obchod. Hospodářský růst by mohl být také nižší, pokud by se vlivy měnové politiky ukázaly být oproti očekávání výraznější. Hospodářský růst by mohl být vyšší, pokud by oproti očekáváním klesala inflace rychleji a rostoucí důvěra a reálné mzdy by vyústily ve vyšší výdaje nebo pokud by světová ekonomika rostla oproti předpokladům výrazněji.

Inflace by mohla být oproti očekávání vyšší, pokud mzdy nebo zisky vzrostou více, než se předpokládá. Proinflační rizika vyvolává také zvýšené geopolitické napětí, které by mohlo v krátkodobém horizontu vyvinout větší tlak na růst cen energií a přepravních nákladů a narušit světový obchod. Také extrémní povětrnostní jevy a postupně se projevující klimatická krize jako taková by mohly působit na růst cen potravin. Naproti tomu by inflace mohla překvapit ve směru poklesu, pokud měnová politika utlumí poptávku více, než se předpokládá, nebo se neočekávaně zhorší hospodářské prostředí ve zbylých částech světa.

Finanční a měnové podmínky

Od zasedání Rady guvernérů 11. dubna 2024 vzrostly tržní úrokové sazby. Náklady financování se stabilizovaly na restriktivních úrovních, neboť se dosavadní zvyšování měnověpolitických úrokových sazeb promítá do finančního systému. Průměrné úrokové sazby z nových úvěrů pro podniky na úrovni 5,2 % a hypotečních úvěrů ve výši 3,8 % zůstaly v dubnu beze změny.

Úvěrová dynamika zůstává slabá. Poskytování bankovních úvěrů podnikům rostlo v dubnu meziročním tempem 0,3 % a oproti předchozímu měsíci mírně zpomalilo. Úvěry domácnostem pokračovaly v meziročním růstu tempem 0,2 %. Meziroční růst objemu širokých peněz měřených agregátem M3 posílil v dubnu na 1,3 %, zatímco v březnu činil 0,9 %.

V souladu se svou strategií měnové politiky Rada guvernérů podrobně posoudila vzájemné vztahy mezi měnovou politikou a finanční stabilitou. Banky v eurozóně zůstávají odolné. Zlepšující se hospodářský výhled posílil finanční stabilitu, ale zvýšená geopolitická rizika horizont zamlžují. Neočekávané zpřísnění globálních podmínek financování by mohlo vyvolat přecenění finančních a nefinančních aktiv

a negativně působit na širší ekonomiku. Makroobezřetnostní politika nadále zůstává první obrannou linií proti hromadění finančních zranitelných míst. Opatření, která jsou již zavedená nebo brzy budou, pomáhají udržet odolnost finančního systému.

Měnová rozhodnutí

S účinností od 12. června 2024 se úroková sazba pro hlavní refinanční operace snížila na 4,25 %, úroková sazba mezní záůjční facility na 4,50 % a úroková sazba vkladové facility na 3,75 %.

Portfolio APP se přiměřeným a předvídatelným tempem zmenšuje, neboť Eurosystem již dále nereinvestuje jistiny ze splatných cenných papírů.

Rada guvernérů bude nadále do konce června 2024 v plném rozsahu reinvestovat jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci programu PEPP. Ve druhé polovině roku bude snižovat 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 6. června 2024 proto rozhodla snížit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů. Rada guvernérů je odhodlána zajistit včasný návrat inflace ke svému 2% střednědobému cíli. K dosažení tohoto cíle ponechá měnověpolitické sazby po nezbytně dlouhou dobu na dostatečně restriktivní úrovni. Při stanovování odpovídající úrovně a trvání restrikce bude Rada guvernérů nadále uplatňovat přístup závislý na údajích s rozhodnutími přijímanými pouze na jednotlivých zasedáních. Zejména rozhodnutí o úrokových sazbách budou vycházet z hodnocení inflačního výhledu Radou guvernérů zohledňujícího aktuální ekonomické a finanční údaje, dynamiku jádrové inflace a sílu transmise měnové politiky. Rada guvernérů se k žádné konkrétní trajektorii vývoje úrokových sazeb předem nezavazuje.

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

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 5. června 2024.

ISSN 2363-3581
Katalogové číslo EU QB-BP-24-004-CS-N