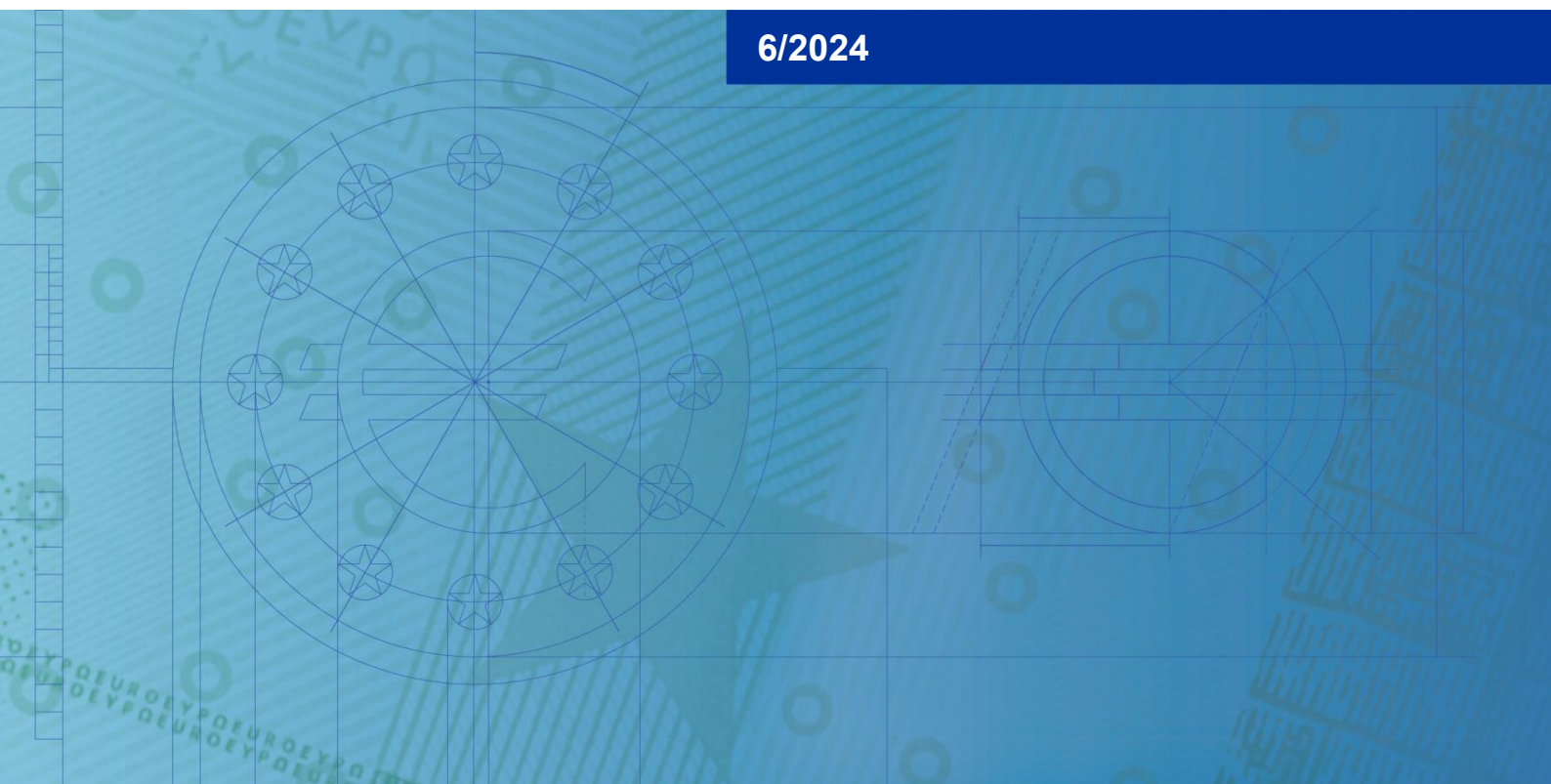




EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

6/2024



Hospodářský, finanční a měnový vývoj

Shrnutí

Na svém zasedání 12. září 2024 Rada guvernérů rozhodla snížit sazbu vkladové facility – sazbu, jejímž prostřednictvím řídí nastavení měnové politiky – o 25 bazických bodů. Na základě aktualizovaného hodnocení inflačního výhledu, dynamiky jádrové inflace a síly transmise měnové politiky ze strany Rady guvernérů bylo vhodné učinit další krok ke zmírnění míry omezení měnové politiky.

Nejnovější údaje o inflaci vycházejí víceméně podle očekávání a makroekonomické projekce odborníků ECB ze září 2024 potvrzují předchozí výhled inflace. Odborníci ECB předpokládají, že celková inflace dosáhne v průměru 2,5 % v roce 2024, 2,2 % v roce 2025 a 1,9 % v roce 2026, podobně jako v makroekonomických projekcích odborníků Eurosystemu z června 2024. Ve druhé polovině letošního roku se očekává opětovný nárůst inflace, mimo jiné proto, že z meziročních hodnot odezní předchozí výrazný pokles cen energií. Ve druhé polovině příštího roku by pak měla inflace poklesnout k cíli Rady guvernérů. Pokud jde o jádrovou inflaci, projekce na roky 2024 a 2025 byly mírně revidovány směrem nahoru, neboť růst cen služeb byl vyšší, než se očekávalo. Odborníci ECB zároveň nadále očekávají rychlý pokles jádrové inflace z letošních 2,9 % na 2,3 % v roce 2025 a na 2,0 % v roce 2026.

Domácí inflace zůstává vysoká, neboť mzdy stále rostou zvýšeným tempem. Tlaky na růst nákladů práce se však zmírňují a dopad vyšších mezd na inflaci je částečně tlumen růstem zisků. Podmínky financování zůstávají restriktivní a hospodářská aktivita je stále utlumená, což je odrazem slabé soukromé spotřeby a investic. Odborníci ECB předpokládají, že ekonomika vzroste v roce 2024 o 0,8 %, v roce 2025 posílí na 1,3 % a v roce 2026 na 1,5 %. Ve srovnání s červnovými projekcemi se jedná o mírnou revizi směrem dolů, a to především v důsledku slabšího příspěvku domácí poptávky v příštích několika čtvrtletích.

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 budou rozhodnutí Rady guvernérů o úrokových sazbách závislá na jejím hodnocení inflačního výhledu vzhledem k aktuálním ekonomickým a finančním údajům, dynamice jádrové inflace a síle transmise měnové politiky. Rada guvernérů se k žádné konkrétní trajektorii vývoje úrokových sazeb předem nezavazuje.

Hospodářská aktivita

Ekonomika ve druhém čtvrtletí vzrostla o 0,2 % oproti 0,3 % v prvním čtvrtletí, což je méně než v makroekonomických projekcích z června 2024 sestavených odborníky Eurosystemu. Růst vycházel především z čistého vývozu a vládních výdajů. Soukromá domácí poptávka oslabil, neboť domácnosti méně spotřebovávají, podniky snižovaly podnikové investice a investice do bydlení poklesly. Zatímco služby podporovaly růst, průmysl a stavebnictví vykázaly záporný příspěvek. Podle ukazatelů z výběrových šetření se oživení nadále potýká s určitými nepříznivými faktory.

Trh práce zůstává odolný. Míra nezaměstnanosti se v červenci výrazněji neměnila, když dosáhla 6,4 %. Zároveň růst zaměstnanosti ve druhém čtvrtletí zpomalil na 0,2 % z 0,3 % v prvním čtvrtletí. Aktuální ukazatele z výběrových šetření naznačují další zmírnění poptávky po práci a míra volných pracovních míst se přiblížila úrovni před pandemií.

Nejnovější ukazatele naznačují, že růst bude v krátkodobém horizontu pokračovat, ale tempem nižším, než se očekávalo v makroekonomických projekcích odborníků Eurosystemu z června 2024. Reálný disponibilní důchod by měl nadále růst a podporovat by jej měl silný růst mezd. To by spolu s postupně rostoucí důvěrou podpořilo oživení tažené spotřebou. Impulz ze spotřeby je však o něco slabší, než se předpokládalo v červnových projekcích, neboť aktuální údaje a nedávná šetření ukazují na stále slabou spotřebitelskou důvěru a zvýšený záměr domácností spořit. Slabší dynamiku růstu naznačují také nejnovější údaje o podnikatelských investicích. Domácí poptávku však budou podporovat minulé vlivy zpřísnování měnové politiky a předpokládané pokračující uvolňování podmínek financování v souladu s tržním očekáváním budoucího vývoje úrokových sazeb. Výhled vývozu z eurozóny je navíc podporován očekávaným růstem zahraniční poptávky. Trh práce je vnímán jako odolný a míra nezaměstnanosti by měla zůstat na historicky nízké úrovni. Vzhledem k tomu, že některé cyklické faktory, které snížily růst produktivity v nedávné minulosti, odezní, očekává se, že produktivita v horizontu projekcí poroste. Celkově se očekává, že průměrný roční růst reálného HDP dosáhne 0,8 % v roce 2024 a 1,3 % v roce 2025 a 1,5 % v roce 2026. V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu z června 2024 byl výhled růstu HDP pro každý rok horizontu projekcí revidován nepatrně směrem dolů.

Fiskální a strukturální politiky by se měly zaměřit na zvýšení produktivity a konkurenceschopnosti ekonomiky, což by ve střednědobém horizontu pomohlo zvýšit potenciální růst a snížit cenové tlaky. Zpráva Maria Draghiho o budoucnosti evropské konkurenceschopnosti a zpráva Enrica Letty o posílení jednotného trhu zdůrazňují naléhavou potřebu reformy a obsahují konkrétní návrhy, jak toho dosáhnout. Úplné, transparentní a neprodlené provádění revidovaného rámce EU pro správu ekonomických záležitostí pomůže vládám trvale snížit rozpočtové schodky a míru zadlužení. Vlády by nyní měly ve svých střednědobých plánech pro fiskální a strukturální politiky tímto směrem razantně vykročit.

Inflace

Podle předběžného odhadu Eurostatu klesla v srpnu meziroční inflace z červencové hodnoty 2,6 % na 2,2 %. Ceny energií po nárůstu o 1,2 % v předchozím měsíci poklesly meziročně o 3,0 %. Růst cen potravin v srpnu mírně zrychlil na 2,4 %. Inflace ve složce zboží se vyvíjela opačným směrem oproti složce služeb. Růst cen zboží se snížil z 0,7 % v červenci na 0,4 %, zatímco růst cen služeb se zvýšil ze 4,0 % na 4,2 %.

Většina ukazatelů jádrové inflace zůstala v červenci víceméně beze změny. Domácí inflace se jen mírně snížila z červnových 4,5 % na 4,4 %, přičemž silné cenové tlaky přicházely zejména z oblasti mezd. Růst sjednaných mezd zůstane po zbytek roku vysoký a kolísavý vzhledem k významné roli jednorázových plateb v některých zemích a postupným úpravám mezd. Zároveň se zmírňuje celkový růst nákladů práce. Růst náhrady na zaměstnance se ve druhém čtvrtletí dále snížil na 4,3 %, což je čtvrtý pokles v řadě, a odborníci ECB předpokládají, že v příštím roce opět výrazně zpomalí. I přes slabou produktivitu rostly ve druhém čtvrtletí jednotkové náklady práce méně výrazně, a to o 4,6 % oproti 5,2 % v prvním čtvrtletí. V horizontu projekcí očekávají tito odborníci další pokles tempa růstu jednotkových nákladů práce v důsledku nižšího růstu mezd a oživení produktivity. V neposlední řadě proinflační dopad vyšších nákladů práce nadále částečně vyrovnávají zisky.

Tento dezinflační proces by měly podpořit ustupující tlaky na růst nákladů práce a zpřísnění měnové politiky v minulosti, které se postupně promítá do spotřebitelských cen. Většina ukazatelů dlouhodobějších inflačních očekávání dosahuje zhruba 2 % a tržní ukazatele se po zasedání 18. července 2024 přiblížily této úrovni.

Po nedávném zmírnění by celková inflace měla v posledním čtvrtletí letošního roku mírně vzrůst a do konce roku 2025 dále klesnout na inflační cíl. Očekávaný nárůst v blízké budoucnosti do značné míry odráží vliv srovnávací základny v oblasti energií. Ve střednědobém horizontu by se růst cen energií měl ustálit na nízkých kladných hodnotách vzhledem k tržním očekáváním ohledně cen energetických komodit a velkoobchodních cen a k plánovaným fiskálními opatřením souvisejícím se změnou klimatu. V posledních čtvrtletích výrazně klesalo tempo růstu cen potravin, neboť se s nižšími cenami energetických a potravinářských komodit zmírnily tlaky v dodavatelských řetězcích. Očekává se, že tempo růstu cen potravin bude víceméně kolísat a od konce roku 2025 dále zpomalí. Inflace bez započtení cen energií a potravin by měla téměř po celý horizont projekcí zůstat nad celkovou inflací, ale pokračovat ve své dezinflační trajektorii. Růst cen služeb zůstával v posledních měsících trvale na vysoké úrovni. V další části horizontu se však stále očekává postupný pokles s tím, že růst mezd a další nákladové tlaky budou zmírňovat, zatímco zpožděný dopad dřívějšího zpřísnění měnové politiky se bude nadále promítat do spotřebitelských cen. V posledních čtvrtletích začal růst nominálních mezd klesat ze zvýšené úrovně, a to více, než se předpokládalo. V příštích letech se očekává další postupné zmírňování mzdového růstu, neboť proinflační dopady tlaků spojených s inflačními kompenzacemi v podmínkách napjaté situace na trhu práce nadále slábnou. Zmírnění tlaků na růst nákladů práce

by mělo být podpořeno oživením růstu produktivity. Tempo růstu zisku se navíc výrazně snížilo a bude částečně tlumit promítání nákladů práce do cen, a to zejména v blízké budoucnosti. Souhrnně se v makroekonomických projekcích ze září 2024 sestavených odborníky ECB očekává, že roční průměrná celková inflace 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 vypracovanými odborníky Eurosystemu v červnu 2024 zůstává výhled celkové inflace beze změny. Inflace bez započtení cen energií a potravin v posledních měsících mírně posílila, což vedlo k malým revizím směrem nahoru pro roky 2024 a 2025.

Hodnocení rizik

Rizika pro hospodářský růst zůstávají vychýlena směrem dolů. Růst eurozóny by tlumila nižší poptávka po vývozu z eurozóny, která by byla důsledkem mimo jiné slabší světové ekonomiky nebo eskalace obchodního napětí mezi předními ekonomikami. Hlavními zdroji geopolitického rizika jsou neoprávněná válka Ruska na 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. Dále by mohl být hospodářský růst nižší, pokud by se opožděné vlivy zpřísnění měnové politiky ukázaly být oproti očekávání výraznější. Hospodářský růst by mohl být vyšší, pokud by oproti předpokladům klesala inflace rychleji a rostoucí důvěra a reálné důchody by vyústily ve vyšší výdaje nebo pokud by světová ekonomika rostla oproti předpokladům výrazněji.

Inflace by mohla předčít očekávání, pokud mzdy nebo zisky vzrostou více, než se předpokládá. Proinflační rizika vyvolává také zvýšené geopolitické napětí, které by mohlo v blízkém horizontu vyvinout větší tlak na růst cen energií a přepravních nákladů a narušit světový obchod. Navíc 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

Tržní úrokové sazby po zasedání dne 18. července 2024 značně klesly, a to převážně v důsledku slabšího výhledu hospodářského růstu ve světě a zmenšení obav týkajících se inflačních tlaků. Napětí na světových trzích během léta vedlo k dočasnému zpřísnění podmínek financování v rizikovějších segmentech trhu.

Celkově zůstávají náklady financování restriktivní, neboť předešlé zvyšování měnověpolitických úrokových sazeb Radou guvernérů se prostřednictvím transmisního řetězce nadále promítá do ekonomiky. Průměrné úrokové sazby z nových úvěrů pro podniky na úrovni 5,1 % a hypotečních úvěrů ve výši 3,8 % zůstaly v červenci vysoké.

Tempo růstu úvěrů je při slabé poptávce pomalé. Objem bankovních úvěrů podnikům v červenci rostl ročním tempem 0,6 % a oproti červnu mírně klesl. Růst úvěrů domácnostem mírně vzrostl na 0,5 %. Široké peníze, měřené agregátem M3, vzrostly v červenci o 2,3 %, což je stejné tempo jako v červnu.

Měnová rozhodnutí

Rada guvernérů rozhodla na svém zasedání 12. září 2024 snížit úrokovou sazbu vkladové facility o 25 bazických bodů. Sazba vkladové facility je sazba, jejímž prostřednictvím Rada guvernérů řídí nastavení měnové politiky. Jak bylo oznámeno již 13. března 2024 po přezkumu operačního rámce, rozpětí mezi úrokovou sazbou pro hlavní refinanční operace a sazbou vkladové facility bylo stanoveno na 15 bazických bodů. Rozpětí mezi sazbou mezní zápůjční facility a sazbou pro hlavní refinanční operace zůstane beze změny na úrovni 25 bazických bodů. V souladu s tím byla sazba vkladové facility snížena na 3,50 %. Úrokové sazby z hlavních refinančních operací a mezní zápůjční facility byly sníženy na 3,65 % a 3,90 %. Změny nabyly účinnosti 18. září 2024.

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

Eurosystem již dále veškeré jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci nouzového pandemického programu nákupu aktiv (PEPP) nereinvestuje a snižuje tak portfolio 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 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 budou rozhodnutí Rady guvernérů o úrokových sazbách závislá na jejím hodnocení inflačního výhledu vzhledem k aktuálním ekonomickým a finančním údajům, dynamiky jádrové inflace a síly 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 11. září 2024.

ISSN 2363-3581
Katalogové číslo EU QB-BP-24-006-CS-N