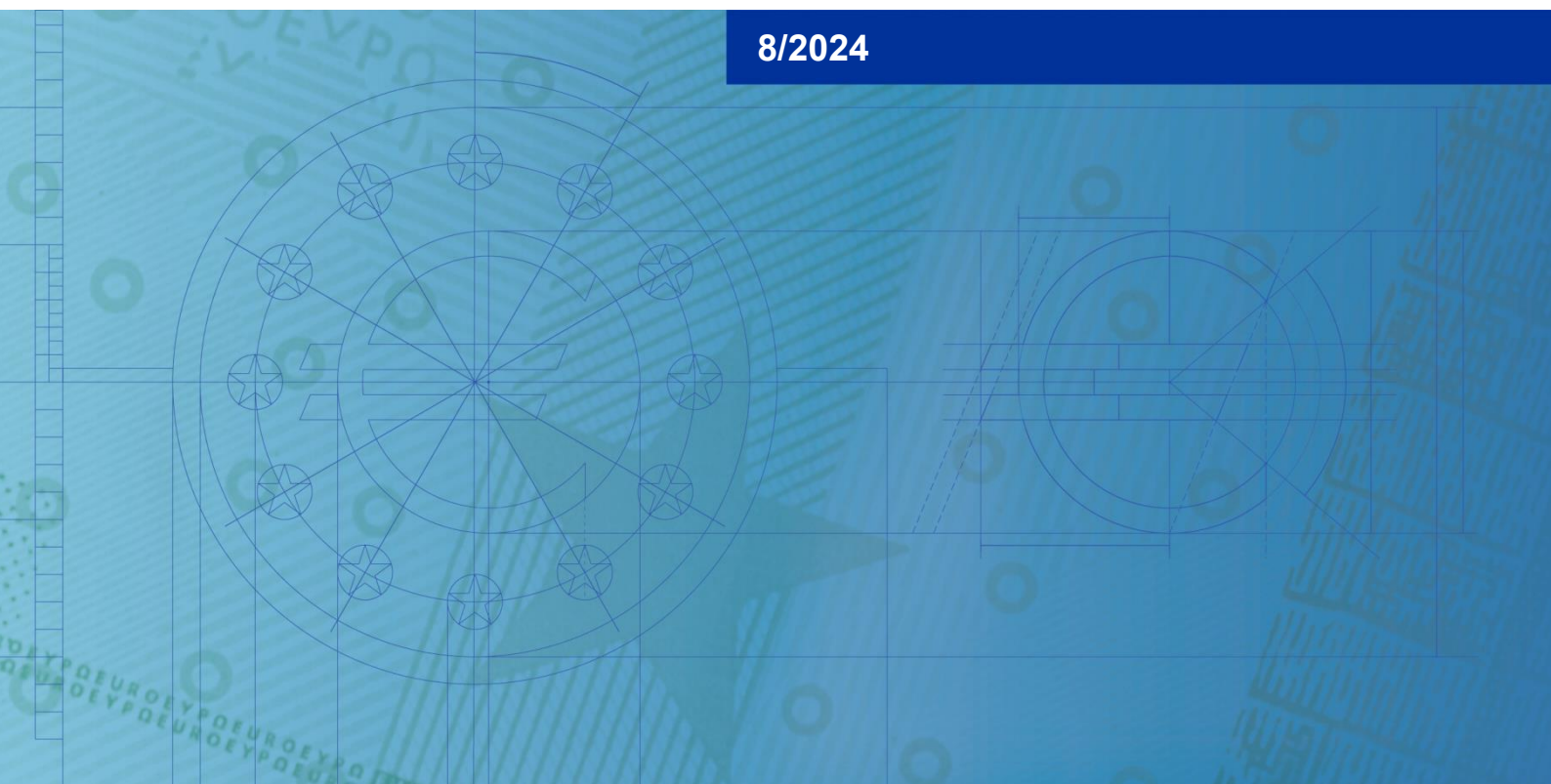




EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

8/2024



Hospodářský, finanční a měnový vývoj

Shrnutí

Rada guvernérů rozhodla na svém zasedání 12. prosince 2024 snížit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů. Zejména rozhodnutí snížit úrokovou sazbu vkladové facility – sazbu, jejíž pomocí Rada guvernérů řídí nastavení měnové politiky – vychází z aktualizovaného hodnocení inflačního výhledu, dynamiky jádrové inflace a síly transmise měnové politiky.

Proces dezinflace je na dobré cestě. Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z prosince 2024 sestavených odborníky Eurosystemu se očekává, že celková inflace dosáhne v roce 2024 průměrné hodnoty 2,4 %, 2,1 % v roce 2025, 1,9 % v roce 2026 a 2,1 % v roce 2027, kdy začne fungovat rozšířený systém EU pro obchodování s emisemi. U inflace bez započtení cen potravin a energií tito odborníci přepokládají, že by měla průměrně činit 2,9 % v roce 2024, 2,3 % v roce 2025 a 1,9 % v roce 2026 i 2027.

Většina ukazatelů jádrové inflace naznačuje, že se inflace ustálí na úrovni blízko 2% střednědobého cíle Rady guvernérů, a to udržitelným způsobem. Domácí inflace poklesla, ale zůstává vysoká, a to především z toho důvodu, že v určitých sektorech se mzdy a ceny s výrazným zpožděním stále přizpůsobují předchozímu prudkému růstu inflace.

Podmínky financování se uvolňují, neboť nedávné snižování úrokových sazeb Radou guvernérů postupně zlevňuje nové úvěry pro podniky a domácnosti. Podmínky však nadále zůstávají přísné – měnová politika zůstává restriktivní a předchozí zvyšování úrokových sazeb se stále promítá do poskytnutých úvěrů.

Dle projekcí z prosince 2024 odborníci Eurosystemu nyní očekávají pomalejší hospodářské oživení než v makroekonomických projekcích pro eurozónu ze září 2024 sestavených odborníky ECB. I když tempo hospodářského růstu ve třetím čtvrtletí oživilo, ukazatele z výběrových šetření naznačují, že ve čtvrtém čtvrtletí naopak zpomalilo. Odborníci Eurosystemu předpokládají, že hospodářství vzroste v roce 2024 o 0,7 %, v roce 2025 o 1,1 %, v roce 2026 o 1,4 % a v roce 2027 o 1,3 %. Očekávané oživení je závislé hlavně na rostoucích reálných příjmech, které by měly domácnostem umožnit větší spotřebu, a na zvýšení podnikových investic. Postupně slábnoucí vlivy restriktivní měnové politiky by měly časem podpořit oživení domácí poptávky.

Rada guvernérů je odhodlána zajistit udržitelnou stabilizaci inflace na svém 2% střednědobém cíli. Při určování odpovídajícího nastavení měnové politiky bude uplatňovat přístup závislý na údajích a rozhodnutí budou přijímána jen na příslušných 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.

Hospodářská aktivita

Ekonomika ve třetím čtvrtletí 2024 vzrostla o 0,4 %, což předčilo očekávání. Růst byl tažen především vyšší spotřebou, což částečně odráží jednorázové faktory, které podpořily letní cestovní ruch, a růstem zásob podniků. Aktuální informace však naznačují, že růst ztrácí dynamiku. Výběrová šetření ukazují, že zpracovatelský průmysl stále oslabuje a růst v sektoru služeb zpomaluje. Podniky v prostředí slabé poptávky a vysoce nejistého výhledu odkládají investice. Slabý je i vývoz, kdy některá evropská odvětví mají potíže s udržením konkurenceschopnosti.

Trh práce zůstává odolný. Zaměstnanost ve třetím čtvrtletí roku 2024 vzrostla o 0,2 %, což bylo opět více, než se očekávalo. Míra nezaměstnanosti zůstala v říjnu na svém historickém minimu 6,3 %. Současně nadále oslabuje poptávka po práci. Míra volných pracovních míst ve třetím čtvrtletí poklesla na 2,5 % – tedy 0,8 procentního bodu pod své maximum – a výběrová šetření rovněž ukazují, že ve čtvrtém čtvrtletí vzniklo méně pracovních míst.

Ekonomika eurozóny by měla v nadcházejících letech pokračovat v postupném oživení, a to v prostředí značné geopolitické a hospodářskopolitické nejistoty. Zejména se očekává, že růst reálných mezd a zaměstnanosti v kontextu silných trhů práce podpoří oživení, mezi jehož hlavními faktory zůstává spotřeba. Domácí poptávku by mělo podpořit i uvolnění podmínek financování v souladu s tržním očekáváním budoucího vývoje úrokových sazeb. I když je fiskální politika spojena s vysokou mírou nejistoty, celkově by měla pokračovat na cestě konsolidace. Finanční prostředky z programu Next Generation EU by však měly růst podporovat až do ukončení programu v roce 2027. Podle základního předpokladu, že obchodní politika klíčových obchodních partnerů Evropy zůstane beze změny, se očekává, že zahraniční poptávka zesílí a podpoří vývoz z eurozóny. V důsledku by měl čistý vývoz i přes stávající výzvy v oblasti konkurenceschopnosti přispívat k růstu HDP víceméně neutrálně. Míra nezaměstnanosti by měla dále klesat na historicky nízké úrovni. Vzhledem k tomu, že některé cyklické faktory, které v poslední době snížily produktivitu, začínají odeznívat, se očekává, že produktivita v horizontu projekcí oživí, i když přetrvávají strukturální problémy. Celkově se dle projekcí z prosince 2024 předpokládá, že průměrný roční růst reálného HDP dosáhne 0,7 % v roce 2024, 1,1 % v roce 2025 a 1,4 % v roce 2026, načež se v roce 2027 zmírní na 1,3 %. V porovnání s projekcemi ze září 2024 byl výhled růstu HDP revidován směrem dolů, a to především v důsledku revizí dat týkajících se investic v první polovině roku 2024, očekávání slabšího růstu vývozu v roce 2025 a malého snížení předpokládaného růstu domácí poptávky v roce 2026.

Fiskální a strukturální politiky by měly zvýšit produktivitu, konkurenceschopnost a odolnost ekonomiky. Je zásadní konkrétními a ambiciózními strukturálními politikami urychleně navázat na návrhy Maria Draghiho posílit konkurenceschopnost Evropy a na návrhy posílit jednotný trh, které připravil Enrico Letta. Rada guvernérů

vítá hodnocení Evropské komise, které se týká střednědobých plánů vlád pro fiskální a strukturální politiky jako součásti revidovaného rámce EU pro správu ekonomických záležitostí. Vlády by se nyní měly zaměřit na provádění svých závazků podle tohoto rámce v plném rozsahu a bez odkladu. To pomůže snížit rozpočtové schodky a míru zadlužení udržitelným způsobem a současně upřednostnit prorůstové reformy a investice.

Inflace

Podle předběžného odhadu Eurostatu vzrostla meziroční inflace v listopadu z říjnových 2,0 % na 2,3 %. Tento nárůst se očekával a v první řadě odrážel stimulační vliv srovnávací základny v souvislosti s energiemi. Tempo růstu cen zpomalilo v případě potravin na 2,8 % a u služeb na 3,9 %. Tempo růstu cen zboží zrychlilo na 0,7 %.

Domácí inflace, která značně odráží inflaci v segmentu služeb, v říjnu opět do určité míry zvolnila. Avšak na úrovni 4,2 % je nadále vysoká. Odráží výrazné mzdové tlaky a skutečnost, že se ceny určitých služeb se zpožděním stále přizpůsobují prudkému nárůstu cen v minulosti. Jádrová inflace se však celkově vyvíjí směrem k udržitelnému návratu k inflačnímu cíli.

Většina ukazatelů dlouhodobějších inflačních očekávání se nachází blízko 2 % a po zasedání Rady guvernérů 17. října 2024 znatelně klesly tržní ukazatele kompenzace střednědobé až dlouhodobější inflace.

Tempo růstu náhrad na zaměstnance zmírnilo ze 4,7 % ve druhém čtvrtletí na 4,4 % ve třetím. Vzhledem ke stabilní produktivitě to přispělo k pomalejšímu růstu jednotkových mzdových nákladů.

Zmírnění tlaků na růst mzdových nákladů a setrvávající dopad dřívějšího zpřísnování měnové politiky Rady guvernérů na spotřebitelské ceny by měly pomoci k tomu, aby se inflace udržitelným způsobem ustálila na úrovni kolem střednědobého 2 % cíle, neboť předchozí prudké poklesy cen energií nadále mizí z meziročních temp.

Celková inflace měřená HICP by měla dle prosincových projekcí koncem roku 2024 vzrůst, ve druhém čtvrtletí 2025 poklesnout a poté se pohybovat kolem 2% inflačního cíle ECB. Očekává se, že hlavním faktorem dočasného růstu inflace na začátku horizontu projekcí bude vliv srovnávací základny ve složce energií. Vzhledem k předpokladu klesajících cen ropy a plynu zůstane inflace ve složce energií do druhé poloviny roku 2025 pravděpodobně záporná a poté bude nadále utlumená s výjimkou zvýšení v roce 2027 v důsledku zavedení nových opatření ke zmírnění změny klimatu. Očekává se, že tempo růstu cen potravin se bude do poloviny roku 2025 zvyšovat, a to především v důsledku obnoveného růstu cen nezpracovaných potravin, a poté do roku 2027 klesne v průměru na 2,2 %. Inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin (HICPX) by měla počátkem roku 2025 klesat s tím, jak budou odeznívat nepříjemné dopady dřívějších šoků v oblasti cen energií, ustupovat tlaky na růst mzdových nákladů a nadále se promítat zpožděné dopady dřívějšího zpřísnění měnové politiky do spotřebitelských cen. Tento pokles by měl být tažen

snížením inflace ve službách, která je dosud relativně perzistentní. Celkově se očekává, že inflace měřená HICPX zpomalí z 2,9 % v roce 2024 na 1,9 % v roce 2027. Mzdová dynamika zůstane zpočátku zvýšená, s odezíváním tlaků spojených s inflačními kompenzacemi se však bude postupně snižovat. Zmírnění růstu náhrad na zaměstnance v kombinaci s oživením růstu produktivity by mělo vést k výrazně pomalejšímu růstu jednotkových mzdových nákladů. V důsledku toho by domácí cenové tlaky měly oslavit, přičemž ziskové marže by zpočátku tlumily stále vysoké tlaky na růst mzdových nákladů, ale v horizontu projekcí by měly oživit. Vnější cenové tlaky by měly zůstat celkově mírné. V porovnání s projekcemi ze září 2024 byl výhled celkové inflace měřené HICP pro roky 2024 a 2025 revidován nepatrně směrem dolů, a to především v důsledku některých překvapivě nízkých údajů a předpokládaných nižších cen ropy a elektřiny.

Hodnocení rizik

Rizika pro hospodářský růst zůstávají vychýlena směrem dolů. Riziko většího napětí ve světovém obchodu by mohlo tlumit hospodářský růst v eurozóně ochlazením vývozu a oslabením celosvětové ekonomiky. Nižší důvěra by mohla zabránit očekávanému rychlému zotavení spotřeby a investic. Ke zhoršení by mohla přispět geopolitická rizika, např. neoprávněná válka Ruska proti Ukrajině a tragický konflikt na Blízkém východě, která by mohla narušit dodávky energií a světový obchod. Dále by mohl být hospodářský růst nižší, pokud by opožděné vlivy zpříšňování měnové politiky trvaly oproti očekávání déle. Vyšší by mohl být, pokud by volnější podmínky financování a klesající inflace umožnily, že se domácí spotřeba a investice vzpamatují rychleji.

Inflace by mohla být vyšší, 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 větší růst cen potravin, než jaký se očekává. Naproti tomu by mohla být inflace překvapivě nižší, pokud nízká důvěra a obavy kolem geopolitických událostí zabrání očekávanému rychlému zotavení, pokud měnová politika utlumí poptávku oproti předpokladům více nebo pokud dojde ve zbylých částech světa k nečekanému zhoršení hospodářského prostředí. Větší napětí ve světovém obchodu by zvýšilo nejistotu spojenou s inflačním výhledem eurozóny.

Finanční a měnové podmínky

Tržní úrokové sazby v eurozóně po říjnovém zasedání Rady guvernérů dále klesly, což odráží vnímané zhoršování hospodářského výhledu. Ačkoli podmínky financování zůstávají restriktivní, snižování úrokových sazeb Radou guvernérů postupně zlevňuje úvěry pro podniky a domácnosti.

Průměrná úroková sazba z nových úvěrů pro podniky činila v říjnu 4,7 %, tedy o více než půl procentního bodu méně, než byla její maximální úroveň o rok dříve. Náklady emise tržního dluhu klesly oproti maximu o více než jeden procentní bod. Průměrná sazba z nových hypoték, která v říjnu dosáhla 3,6 %, je zhruba o půl procentního bodu nižší než maximum v roce 2023, ačkoli průměrná sazba nesplacených hypoték by měla stále růst.

Po předchozích nízkých úrovních průměrný objem úvěrů podnikům postupně roste a v říjnu se meziročně zvýšil o 1,2 %. Dluhové cenné papíry emitované podniky vzrostly v meziročním vyjádření o 3,1 % a jednalo se tak o podobný nárůst jako v několika předchozích měsících. Poskytování hypotečních úvěrů v říjnu nadále postupně rostlo a dosáhlo meziročního tempa 0,8 %.

V souladu se svou strategií měnové politiky Rada guvernérů podrobně posoudila vzájemné vztahy mezi měnovou politikou a finanční stabilitou. Banky v eurozóně zůstávají odolné a existuje jen málo známek napětí na finančních trzích. Rizika pro finanční stabilitu zůstávají nicméně zvýšená. Makrobezpečnostní politika nadále zůstává první obrannou linií proti hromadění zranitelných míst ve finančním sektoru, podporuje odolnost a zachovává makrobezpečnostní prostor.

Měnová rozhodnutí

Od 18. prosince 2024 se úroková sazba vkladové facility snížila na 3,00 %, úroková sazba pro hlavní refinanční operace na 3,15 % a úroková sazba mezní zápůjční facility na 3,40 %.

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

Ve druhé polovině roku 2024 Eurosystem již dále veškeré jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci nouzového pandemického programu nákupu aktiv (PEPP) nereinvestoval, a snižoval tak portfolio PEPP v průměru o 7,5 mld. EUR měsíčně. Rada guvernérů koncem roku 2024 ukončila reinvestice v rámci programu PEPP.

V prosinci 2024 banky splatily zbývající částky vypůjčené v rámci cílených dlouhodobějších refinančních operací, čímž se uzavřela tato část procesu návratu rozvahy k normálu.

Závěr

Rada guvernérů rozhodla na svém zasedání 12. prosince 2024 snížit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů. Zejména rozhodnutí snížit úrokovou sazbu vkladové facility – sazbu, jejíž pomocí Rada guvernérů řídí nastavení měnové politiky – vychází z aktualizovaného hodnocení inflačního výhledu, dynamiky jádrové inflace a síly transmise měnové politiky. Rada guvernérů

je odhodlána zajistit udržitelnou stabilizaci inflace na svém 2% střednědobém cíli. Při určování odpovídajícího nastavení měnové politiky bude uplatňovat přístup závislý na údajích a rozhodnutí budou přijímána jen na příslušných 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.

Rada guvernérů je každopádně připravena upravit všechny své nástroje v rámci svého mandátu, aby zajistila udržitelnou stabilizaci inflace na svém 2% cíli ve střednědobém horizontu a zachování hladkého fungování transmise měnové politiky.

© **Evropská centrální banka, 2025**

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. prosince 2024.

ISSN 2363-3581
Katalogové číslo EU QB-BP-24-008-CS-N