

ÚVODNÍ SLOVO

Na základě pravidelné hospodářské a měnové analýzy rozhodla Rada guvernérů na svém zasedání 8. prosince 2011 snížit základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů poté, co je snížila rovněž o 25 bazických bodů 3. listopadu 2011. Inlace pravděpodobně zůstane v příštích několika měsících nad 2 % a následně klesne pod tuto hodnotu. Zesílené napětí na finančních trzích nadále tlumí hospodářskou aktivitu v eurozóně a výhled zůstává spojen s vysokou mírou nejistoty a značným rizikem zpomalení ekonomiky. V takovém prostředí by měly nákladové, mzdové a cenové tlaky v eurozóně zůstat v horizontu, který je pro měnovou politiku relevantní, utlumené. Současně je tempo růstu peněžní zásoby nadále mírné. Celkově je nezbytné, aby měnová politika udržovala ve střednědobém horizontu cenovou stabilitu a tak zajistila pevné ukotvení inflačních očekávání v eurozóně v souladu s cílem Rady guvernérů zachovat míru inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně. Takové ukotvení inflačních očekávání je předpokladem k tomu, aby měnová politika mohla přispívat k hospodářskému růstu a tvorbě pracovních míst v eurozóně.

V rámci pokračující snahy podporovat likviditní pozici bank v eurozóně a v návaznosti na koordinovaný krok centrálních bank ze dne 30. listopadu 2011 na poskytnutí likvidity světovému finančnímu systému Rada guvernérů také rozhodla přijmout další mimořádná opatření. Ta mají zajistit lepší přístup bankovního sektoru k likviditě a usnadnit fungování peněžního trhu v eurozóně. Očekává se, že podpoří poskytování úvěrů domácnostem a nefinančním podnikům. V této souvislosti tedy Rada guvernérů přijala následující rozhodnutí:¹

Zprvé, budou prováděny dvě dlouhodobější refinanční operace se splatností 36 měsíců a s možností předčasného splacení po jednom roce. Tyto operace budou probíhat prostřednictvím nabídkových řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením. Sazby těchto operací budou stanoveny jako průměrná sazba hlavních

¹ Další podrobnosti jsou uvedeny v tiskové zprávě z 8. prosince 2011: „ECB announces measures to support bank lending and money market activity“.

refinančních operací po dobu trvání příslušné operace. Úrok bude uhrazen při splatnosti příslušné operace.

Zadruhé, bude zvýšena dostupnost zajištění pomocí snížení minimálního vyžadovaného stupně úvěrového hodnocení u určitých cenných papírů zajištěných aktivy (ABS). Vedle ABS, které již jsou pro operace Eurosystemu způsobilé, budou způsobilé jako zajištění pro úvěrové operace Eurosystemu také ABS, jež získaly při emisi i vždy poté druhý nejlepší rating, minimálně však na úrovni „single A“ podle harmonizované úvěrové stupnice Eurosystemu, a jejichž podkladová aktiva sestávají z hypoték na bydlení a úvěrů malým a středním podnikům. Národní centrální banky budou navíc moci dočasně přijímat jako zajištění další standardní úvěrové pohledávky (bankovní úvěry), které plní specifická kritéria způsobilosti. Odpovědnost spojenou s přijetím takových úvěrových pohledávek ponese národní centrální banka, která povolí jejich použití.

Zatřetí, bude snížena sazba minimálních rezerv ze současných 2 % na 1 %. Tento krok uvolní objem zajištění a podpoří aktivitu na peněžním trhu. V důsledku politiky plného přidělování uplatňované při hlavních refinančních operacích ECB a způsobu, kterým banky tuto možnost využívají, není systém povinných minimálních rezerv zapotřebí pro řízení podmínek na peněžním trhu v takové míře jako za běžných okolností.

Začtvrté, prozatím budou ukončeny operace jemného doladění prováděné poslední den každého udržovacího období. Jedná se o technické opatření na podporu aktivity na peněžním trhu.

Jak bylo uvedeno při předchozích příležitostech, všechna mimořádná opatření měnové politiky mají přechodný charakter.

Pokud jde o hospodářskou analýzu, ve třetím čtvrtletí 2011, stejně jako v tom předchozím, činilo mezičtvrtletní tempo růstu reálného HDP 0,2 %. Údaje z výběrových šetření naznačují slabší hospodářskou aktivitu ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku. Zdá se, že tempo růstu v eurozóně je tlumeno několika faktory, mezi které patří například zmírnění tempa růstu světové poptávky, nepříznivé dopady na celkové podmínky financování a důvěru v důsledku pokračujícího

napětí na trzích státních dluhopisů v eurozóně a proces korekce rozvah ve finančních i nefinančních sektorech. Současně Rada guvernérů nadále očekává, že hospodářská aktivita v eurozóně během příštího roku oživí, i když jen velmi pozvolna, a bude podporována silnou světovou poptávkou, velmi nízkými krátkodobými úrokovými sazbami a všemi opatřeními přijatými k podpoře fungování finančního sektoru.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z prosince 2011, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by měl roční růst reálného HDP v roce 2011 dosáhnout úrovně mezi 1,5 a 1,7 %, v roce 2012 mezi -0,4 a 1,0 % a v roce 2013 mezi 0,3 a 2,3 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi pro eurozónu ze září 2011, které sestavili pracovníci ECB, bylo zúženo rozpětí projekcí růstu reálného HDP na rok 2011 a rozpětí na rok 2012 bylo výrazně revidováno směrem dolů. Tyto revize odrážejí zejména dopad slabší důvěry a zhoršujících se podmínek financování na domácí poptávku jako důsledek zvýšené nejistoty v souvislosti s krizí státních dluhopisů i revizí zahraniční poptávky směrem dolů.

Podle hodnocení Rady guvernérů existují v eurozóně vzhledem k vysoké míře nejistoty značná rizika hospodářského zpomalení. Ta souvisejí především s dalším zesílením napětí na finančních trzích eurozóny a jeho potenciálním přelitím do reálné ekonomiky eurozóny. Rizika zpomalení souvisejí také se světovou ekonomikou, která může být slabší, než se čekalo, s protekcionistickými tlaky a možnostmi nesourodé korekce globálních nerovnováh.

Co se týče vývoje cen, v listopadu 2011 dosáhla meztroční míra inflace měřené HICP v eurozóně podle předběžného odhadu Eurostatu úrovně 3,0 %, tj. zůstala na stejné hodnotě jako v předchozích dvou měsících. Míra inflace je od konce loňského roku na zvýšené úrovni a stojí za ní především vyšší ceny energií a dalších komodit. Pokud jde o další vývoj, je pravděpodobné, že míra inflace zůstane v příštích několika měsících nad 2 % a následně klesne pod tuto hodnotu. Tento vývoj odráží očekávání, že v prostředí oslabeného růstu v eurozóně i na celosvětové úrovni by měly v eurozóně zůstat mírné také nákladové, mzdové a cenové tlaky.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z prosince 2011, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by měla meziroční inflace měřená HICP v roce 2011 dosáhnout úrovně mezi 2,6 a 2,8 %, v roce 2012 mezi 1,5 a 2,5 % a v roce 2013 mezi 0,8 a 2,2 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi ze září 2011, které sestavili pracovníci ECB, byla rozpětí pro roky 2011 a 2012 revidována mírně nahoru. Je to důsledkem vyšších cen ropy vyjádřených v eurech, které se promítly do růstu inflace, i vyššího příspěvku nepřímých daní. Očekává se, že dopad těchto faktorů na růst inflace převáží nad vlivem změn ziskových marží a tempa růstu mezd, které souvisejí s revizí aktivity směrem dolů.

Rada guvernérů nadále považuje rizika pro střednědobý výhled cenového vývoje za celkově víceméně vyrovnaná. Na proinflační straně souvisejí vzhledem k nutnosti provádět v dalších letech fiskální konsolidaci hlavní rizika především s dalším růstem nepřímých daní a regulovaných cen. Hlavní protiinflační rizika souvisejí s dopadem slabšího než očekávaného růstu v eurozóně i na světové úrovni.

Pokud jde o měnovou analýzu, meziroční tempo růstu agregátu M3, které v září 2011 činilo 3,0 %, kleslo v říjnu na 2,6 %. Meziroční tempo růstu úvěrů soukromému sektoru upravené o prodej a sekuritizaci úvěrů, zrychlilo v říjnu ze zářijové hodnoty 2,7 % na 3,0 %. Údaje o měnovém vývoji za říjen, stejně jako v předchozích dvou měsících, odrážejí zvýšenou nejistotu na finančních trzích.

Na straně protipoložek zůstalo meziroční tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům a domácnostem (upravené o prodej a sekuritizaci úvěrů) v říjnu celkově víceméně beze změny na 2,3 % a 2,5 %. Neočištěné tempo růstu bylo nižší, a to v důsledku značného objemu sekuritizačních činností v říjnu. Celkově tyto údaje o úvěrech nenaznačují, že by zvýšené napětí na finančních trzích v období do října výrazně ovlivnilo nabídku úvěrů. Avšak vzhledem k tomu, že vlivy nabídky úvěrů se mohou projevit se zpožděním, je zapotřebí v dalším období úvěrový vývoj pečlivě sledovat.

Při pohledu z odpovídající střednědobé perspektivy a při odhlédnutí od krátkodobé volatility je celkově patrné, že tempo růstu peněžní zásoby zůstává mírné.

Dobrý stav bankovních rozvah bude klíčovým faktorem při snižování potenciálních vzájemných negativních vlivů souvisejících s napětím na finančních trzích, a usnadní tak adekvátní úvěrování ekonomiky v čase. Dohoda Evropské rady z 26. října o zvýšení kapitálové pozice bank na 9 % kapitálového ukazatele core Tier 1 do konce června 2012 by měla zlepšit odolnost bankovního sektoru eurozóny ve střednědobém horizontu. V tomto ohledu má zásadní význam, aby vnitrostátní orgány dohledu zajistily, že uplatňování plánů na rekapitalizaci bank nebude mít za následek vývoj, který by ohrozil financování hospodářské aktivity v eurozóně.

Souhrnně lze tedy konstatovat, že inflace pravděpodobně zůstane v příštích několika měsících nad 2 % a následně klesne pod tuto hodnotu. Zesílené napětí na finančních trzích nadále tlumí hospodářskou aktivitu v eurozóně a výhled zůstává spojen s vysokou mírou nejistoty a značným rizikem zpomalení ekonomiky. V takovém prostředí by měly nákladové, mzdové a cenové tlaky v eurozóně zůstat v horizontu, který je pro měnovou politiku relevantní, utlumené. Srovnání se signály z měnové analýzy tento pohled potvrzuje a tempo růstu peněžní zásoby zůstává nadále mírné.

Pokud jde o fiskální politiku, všechny vlády zemí eurozóny by měly urychleně učinit maximum pro podporu fiskální udržitelnosti v eurozóně jako celku. Nejdůležitější podmínkou pro obnovení normálního fungování finančních trhů je nový fiskální kompakt, tvořený zásadně přepracovanými fiskálními pravidly spolu s fiskálními závazky, které učinily vlády zemí eurozóny. Je nezbytné, aby tvůrci politiky korigovali nadměrné schodky a v příštích letech přešli k vyrovnaným rozpočtům stanovením a uplatněním nezbytných úsporných opatření. Takový postup podpoří důvěru veřejnosti ve zdravý základ hospodářskopolitických opatření a posílí tak celkovou hospodářskou náladu.

Rada guvernérů opakovaně vyzvala k přijetí rázných a ambiciózních strukturálních reforem, které by fiskální konsolidaci doprovázely. Vyvážené spojení fiskální

konsolidace a strukturálních reforem by posílilo důvěru, perspektivu hospodářského růstu a vytváření pracovních míst. Nejdůležitější reformy by měly být uplatněny bezodkladně, aby pomohly zemím eurozóny posílit konkurenceschopnost, zlepšit pružnost jejich ekonomik a zvýšit potenciál jejich dlouhodobějšího růstu. Dohody následující po zasedání Evropské rady ve dnech 8.–9. prosince 2011 jsou důležitým krokem tímto směrem. Reformy trhu práce by se měly soustředit na odstranění rigidit a zvýšení mzdové flexibility. Reformy trhu zboží a služeb by se měly soustředit na úplné otevření trhů za účelem posílení konkurence.

Box 1: Dodatečná mimorádná opatření měnové politiky, o kterých rozhodla Rada guvernérů 8. prosince 2011

Dne 8. prosince 2011 rozhodla Rada guvernérů ECB o zavedení několika opatření, která mají za cíl zabránit nepříznivým dopadům na transmisní mechanismus měnové politiky v důsledku pokračujícího napětí v části finančních trhů eurozóny. Toto napětí by mohlo zbrzdit transmisní mechanismus měnové politiky Eurosystemu a tím i jeho schopnost udržovat cenovou stabilitu v eurozóně. Záměrem těchto opatření není ovlivnit orientaci měnové politiky.

Především se Rada guvernérů rozhodla rozšířit nabízené refinanční operace o provádění dvou refinančních operací se splatností 36 měsíců, aby tak podpořila nabídku úvěrů ekonomice eurozóny. Tímto opatřením reaguje na riziko, že přetrvávající tlaky na finančních trzích by mohly ovlivnit schopnost bank v eurozóně získávat v dlouhodobějším výhledu prostředky na refinancování s delší splatností. Těmito operacemi Eurosystem zajistí, aby měly banky i nadále přístup ke stabilnímu financování s delšími dobami splatnosti. Bude tak zásadním způsobem podpořena úvěrová aktivita, protože se omezí dopad složitých podmínek na finančních trzích na banky v eurozóně. Banky budou mít navíc po jednom roce možnost nesplacené prostředky získané v rámci těchto operací splatit, což jim dává vysokou pružnost a usnadňuje správu pasív.

Rada guvernérů také oznámila dočasné rozšíření seznamu cenných papírů způsobilých jako zajištění a dále svůj záměr zlepšit využívání způsobilých úvěrových pohledávek (tj. bankovních úvěrů) jako způsob zajištění při operacích Eurosystemu. Tato opatření mají rovněž za cíl podpořit poskytování bankovních úvěrů, a sice tím, že se v rozvahách bank v eurozóně zvýší objem aktiv, která jsou způsobilá pro získání refinancování od centrálních bank. Rozšíření seznamu možných zajištění pomůže zvýšit dosah nabídkových řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením (včetně dodatečných dlouhodobějších refinančních operací) a omezí dopad napětí na finančních trzích na dostupnost refinancování poskytovaného centrálními bankami. V rámci rozšíření seznamu zajištění jsou zahrnuty cenné papíry kryté úvěry poskytnutými reálné ekonomice a úvěry, které nejsou sekuritizovány (cenné papíry zajištěné aktivy a úvěrové pohledávky). Díky tomu získají banky v eurozóně snadnější přístup k refinancování Eurosystemu za využití aktiv přímo souvisejících s jejich úvěrovou aktivitou.

V případě úvěrových pohledávek Rada guvernérů rozhodla dočasně přijímat jako zajištění úvěrové pohledávky, které jsou na vnitrostátní úrovni hodnoceny jako způsobilé. Ačkoli se velká většina bank v eurozóně v současné době s nedostatkem zajištění nepotýká, toto

opatření zohledňuje možnost zajištění preventivně rychle rozšířit s cílem čelit riziku plošnějšího nedostatku zajištění vyplývajícího z přetrvávajícího napětí na finančních trzích. Národní centrální banky použijí při hodnocení úvěrových pohledávek určitá kritéria způsobilosti. Rada guvernérů by přivítala širší využívání úvěrových pohledávek jako zajištění při operacích Eurosystemu na základě harmonizovaných kritérií. Za tímto účelem hodlá Eurosystem zdokonalit své interní hodnocení úvěrového rizika a vybízí potenciální poskytovatele externího hodnocení a komerční banky využívající interní systém na bázi ratingů, aby usilovali o povolení na základě rámce Eurosystemu pro hodnocení úvěrového rizika.

Rada guvernérů dále rozhodla o opatřeních zaměřených na podporu aktivity na peněžních trzích. Řádné fungování peněžních trhů v eurozóně má zásadní význam pro zajištění toho, aby byly impulsy měnové politiky přenášeny prostřednictvím bankovního systému do ekonomiky eurozóny. Rada guvernérů tedy rozhodla ukončit operace jemného doladění prováděné na konci udržovacích období. Tyto operace, které pomáhají za rovnovážných podmínek likvidity omezovat volatilitu krátkodobých sazeb na peněžním trhu, a to zejména v poslední den udržovacího období, nejsou za současných okolností, kdy je v souhrnu k dispozici přebytek likvidity, nezbytné. Dále Rada guvernérů rozhodla dočasně snížit sazbu minimálních rezerv ze 2 % na 1 % s cílem zvýšit pobídky účastníků trhu k provádění transakcí na peněžním trhu, neboť tato nižší sazba zvyšuje náklady bank spojené s držbou likviditních polštářů, které představují alternativu k obchodům na peněžním trhu za účelem vyrovnávání likviditních šoků v průběhu udržovacího období. V této souvislosti je třeba poznamenat, že povinné minimální rezervy nejsou v situaci přebytečné likvidity technicky nezbytné. Toto opatření také zvyšuje objem zajištění, které mají banky k dispozici, neboť snižuje jejich potřebu likvidity čerpané z Eurosystemu a tedy i objem zajištění, který je třeba poskytnout.

Podle Rady guvernérů mají tato opatření zásadní význam pro zajištění efektivity transmisního mechanismu měnové politiky. Zejména pomohou odstranit překážky v přístupu k financování v ekonomice, které jsou důsledkem přelévání krize státních dluhopisů na trhy, kde banky získávají financování, a do ocenění aktiv. Tato opatření tedy pomohou zajistit domácnostem, nefinančním podnikům a finančním zprostředkovatelům kontinuální přístup k financování za příznivých podmínek, což ve střednědobém horizontu přispěje k udržení finanční stability v eurozóně.



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSYSTÉMU

Na základě údajů dostupných k 25. listopadu 2011 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny¹. Hospodářská aktivita v eurozóně ve druhé polovině roku 2011 oslabila. Příčinou byl pokles světové poptávky a významné zhoršení důvěry podniků i spotřebitelů v uplynulých měsících v podmínkách zvýšené nejistoty vyvolané zesíleným napětím na finančních trzích, přičemž v řadě zemí eurozóny výrazně klesly ceny akcií a zhoršily se podmínky financování. Za předpokladu, že se finanční krize nebude dále stupňovat, by podle projekcí mělo v roce 2012 dojít k oživení růstu reálného HDP a v roce 2013 k dalšímu mírnému zlepšení. Očekává se však, že toto oživení bude tlumeno restrukturalizací rozvah, která probíhá v řadě sektorů, a nepříznivými podmínkami financování, které ve sledovaném období budou panovat v mnoha částech eurozóny. Zároveň se očekává, že oživení bude podporováno světovou poptávkou a zpomalením růstu cen energií a potravin, což podpoří reálné příjmy, ale také příznivým vlivem velmi nízkých krátkodobých úrokových sazeb a opatření na obnovu fungování finančního systému na domácí poptávku. Průměrné meziroční tempo růstu HDP se podle projekcí bude pohybovat mezi 1,5 a 1,7 % v roce 2011, mezi -0,4 a 1,0 % v roce 2012 a mezi 0,3 a 2,3 % v roce 2013. Inflace měřená HICP zůstane v eurozóně krátkodobě na zvýšených hodnotách, ale poté bude výrazně klesat. Průměrná míra celkové inflace měřené HICP by měla dosáhnout úrovně mezi 2,6 a 2,8 % v roce 2011, mezi 1,5 a 2,5 % v roce 2012 a mezi 0,8 a 2,2 % v roce 2013. Tento vývoj do značné míry odráží snížení srovnávací základny pro ceny energií a potravin v roce 2012 a předpokládanou stabilitu či pokles cen komodit. Očekává se, že inflace bez započtení cen potravin a energií vzroste ve sledovaném období pouze mírně, neboť domácí poptávka bude poměrně slabá a růst nákladů práce mírný.

Box 1

METODICKÉ PŘEDPOKLADY O ÚROKOVÝCH SAZBÁCH, SMĚNNÝCH KURZECH, CENÁCH KOMODIT A OPATŘENÍCH FISKÁLNÍ POLITIKY

Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzávěrku údajů 17. listopadu 2011.¹ Předpoklad ohledně krátkodobých úrokových sazeb má čistě technický ráz. Krátkodobé sazby se měří tříměsíční sazbou EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Tato metoda ukazuje na průměrnou hodnotu těchto krátkodobých úrokových sazeb 1,4 % v roce 2011, 1,2 % v roce 2012 a 1,4 % v roce 2013. Tržní očekávání nominálních výnosů desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 4,4 % v roce 2011, 5,3 % v roce 2012 a 5,6 % v roce 2013. S ohledem na vývoj forwardových úrokových sazeb a postupné promítání změn tržních sazeb do sazeb z úvěrů se očekává, že krátkodobé i dlouhodobé sazby z bankovních úvěrů se v celém sledovaném období budou postupně zvyšovat. Podmínky pro poskytování úvěrů v eurozóně jako celku budou mít nepříznivý vliv na hospodářskou aktivitu. Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzávěrky se očekává, že průměrná cena barelu ropy Brent dosáhne 111,5 USD v roce 2011, 109,4 USD v roce 2012 a 104,0 USD v roce 2013. Ceny neenergetických komodit v amerických dolarech by v roce 2011 měly vzrůst o 17,8 %, v roce 2012 klesnout o 7,3 % a v roce 2013 opět stoupnout o 4,3 %.

¹ Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu sestavují společně pracovníci ECB a národních centrálních bank eurozóny. Zpracovávají se dvakrát za rok a slouží Radě guvernérů jako podklad pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Více informací o použitých metodách a postupech naleznete v publikaci „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“, ECB, June 2001, která je k dispozici na internetových stránkách ECB. K vyjádření nejistoty ohledně projekcí je výsledek pro každou proměnnou uváděn jako rozpětí možných hodnot. Tato rozpětí vycházejí z rozdílů mezi skutečnými hodnotami a jejich projekcemi za několik předchozích let. Šíře rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrných absolutních hodnot těchto rozdílů. Použitá metodika včetně korekce v případě mimořádných událostí je popsána v publikaci „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“, ECB, December 2009, která je rovněž dostupná na internetových stránkách ECB.

Očekává se, že dvojstranné směnné kurzy eura zůstanou ve sledovaném období beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky. To by znamenalo, že kurz eura k americkému dolaru se bude pohybovat na úrovni 1,40 v roce 2011 a 1,36 v letech 2012 a 2013. Předpokládá se, že efektivní směnný kurz eura v průměru zůstane v roce 2011 beze změny a v roce 2012 oslabí o 0,9 %.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 25. listopadu 2011. U těchto plánů se počítá se všemi opatřeními, která již byla národními parlamenty schválena, nebo která byla vládami podrobně rozpracována a u nichž je pravděpodobné, že legislativním procesem úspěšně projdou.

1 Předpoklady o cenách ropy a potravin vycházejí z cen futures do konce sledovaného období. U ostatních komodit se předpokládá, že ceny budou do čtvrtého čtvrtletí 2012 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

Růst světové ekonomiky v roce 2011 zvolnil. Ve druhé polovině roku byl příznivý vliv odeznívání poruch v dodavatelském řetězci, které se vytvořily v důsledku přírodních katastrof v Japonsku, zastíněn obnoveným napětím na světových finančních trzích, které bylo převážně způsobeno prohloubením krize státních dluhopisů v eurozóně a rostoucími obavami ohledně udržitelnosti fiskálního vývoje v ostatních hlavních vyspělých ekonomikách. To postupně narušilo důvěru spotřebitelů i podniků po celém světě. Pokud jde o budoucí vývoj, očekává se postupné oživení, ačkoli některé překážky jako např. pokračující potřeba očištění rozvah a nepříznivá situace na trhu s bydlením a trhu práce v některých hlavních vyspělých ekonomikách implikují delší období pomalého růstu, zejména ve vyspělých ekonomikách, což bude omezovat tempo globálního oživení. Růst rozvíjejících se ekonomik bude pokračovat poměrně silným tempem, ale očekává se jeho zpomalení v důsledku dřívějšího zpříšňování hospodářské politiky s cílem zmírnit finanční nerovnováhy a inflační tlaky, ale také v důsledku očekávané slabší zahraniční poptávky a přelévání nepříznivých dopadů celosvětových finančních turbulencí. Růst světového HDP mimo eurozónu, který v roce 2010 činil 7,5 %, by měl podle projekcí zpomalit na 4,1 % v roce 2011 a 3,9 % v roce 2012. Poté opět zrychlí na 4,5 % v roce 2013. Růst zahraniční poptávky v eurozóně podle odhadů poklesne z 11,8 % v roce 2010 na 6,4 % v roce 2011 a 4,8 % v roce 2012. V roce 2013 se pak zvýší na 6,9 %.

PROJEKCE RŮSTU REÁLNÉHO HDP

Reálný HDP eurozóny rostl ve třetím čtvrtletí 2011 jen mírně. Jeho mezičtvrtletní tempo růstu zůstalo beze změny oproti druhému čtvrtletí na hodnotě 0,2 %. Zatímco hospodářskou aktivitu ve druhém čtvrtletí 2011 negativně ovlivňovalo několik dočasných celosvětových i domácích faktorů, slabé tempo růstu v eurozóně v posledních několika měsících v rostoucí míře odráželo vliv krize státních dluhopisů v eurozóně a s ní spojeného zpříšňování fiskální politiky v některých zemích eurozóny. V eurozóně nepříznivý vliv zvýšené nejistoty související se zesíleným napětím na finančních trzích vedl k výraznému snížení důvěry podniků i spotřebitelů, prudkému propadu cen akcií v celé eurozóně a zhoršení podmínek financování pro domácnosti a nefinanční podniky v řadě zemí. Vzhledem k tomu, že zahraniční poptávka v roce 2011 rovněž oslabila, neočekává se, že by externí faktory v krátkém období vyvážily nepříznivý dopad uvedených domácích faktorů. Za předpokladu, že se finanční krize nebude dále stupňovat, by podle projekcí mělo v roce 2012 dojít k oživení růstu reálného HDP a v roce 2013 k dalšímu mírnému zlepšení. Očekává se však, že toto oživení bude ve sledovaném období tlumeno restrukturalizací rozvah, která probíhá v řadě sektorů, a nepříznivými podmínkami financování, které panují v mnoha částech eurozóny. Zároveň se očekává, že oživení bude podporováno rostoucí světovou poptávkou a zpomalením růstu cen energií a potravin, což podpoří reálné příjmy, ale také příznivým vlivem velmi nízkých krátkodobých úrokových sazeb a opatření na obnovu fungování finančního systému na domácí poptávku. Celkově se očekává, že oživení bude pozvolné. Meziroční tempo růstu reálného HDP v eurozóně se bude pohybovat mezi 1,5 a 1,7 % v roce 2011, mezi -0,4 a 1,0 % v roce 2012 a mezi 0,3 a 2,3 % v roce 2013.

Růst soukromé spotřeby v eurozóně bude podle projekcí víceméně utlumený až do poloviny roku 2012, což bude způsobeno zejména slabým růstem reálného disponibilního důchodu, a poté mírně zrychlí. Růst nominálního disponibilního důchodu bude omezován slabým růstem zaměstnanosti spolu s mírným zvyšováním mezd a transferových příjmů, které bude tlumeno zpřísnováním fiskální politiky v několika zemích eurozóny. Ačkoli nepříznivý dopad předchozího růstu cen komodit utlumil reálný disponibilní důchod, očekává se, že tlaky na růst cen komodit budou slábnout, což postupně podpoří růst reálného disponibilního důchodu. Míra úspor v eurozóně by podle projekcí měla ve zbytku sledovaného období zůstat zhruba na současné úrovni. Příčinou je očekávání, že tlak na růst míry úspor plynoucí ze zvýšené nejistoty a oslabené důvěry bude víceméně vyrovnán potřebou omezit úspory kvůli slabému vývoji reálných příjmů, aby došlo k vyrovnání spotřeby. Vzhledem k pouze mírnému nárůstu zaměstnanosti by se míra nezaměstnanosti v eurozóně měla během roku 2012 mírně zvýšit a v následujícím období by měla klesat jen pomalu.

Očekává se, že v eurozóně bude vývoj soukromých investic do jiných aktiv než rezidenčních nemovitostí v podmínkách zvýšené nejistoty utlumený v důsledku nadále nepříznivých podmínek financování v některých zemích eurozóny. V blízké budoucnosti bude stagnovat a ve zbytku sledovaného období bude oživovat pouze postupně. Jeho oživení bude podporováno posilujícím růstem vývozu, mírným zvýšením domácí poptávky a relativně stabilní ziskovostí. Předpokládaný růst investic do rezidenčních nemovitostí bude ještě slabší v důsledku pokračujících změn na trhu s bydlením v některých zemích, které se rovněž projevují v poměrně utlumeném vývoji cen rezidenčních nemovitostí. Investice vládního sektoru by měly v letech 2011 a 2012 výrazně klesnout. V roce 2013 by se měly stabilizovat díky souborům fiskálních konsolidačních opatření v několika zemích eurozóny.

V souladu s vývojem zahraniční poptávky se očekává oslabení tempa růstu vývozu v blízké budoucnosti a jeho postupné zrychlování během roku 2012. Podobnou trajektorii projekce předpokládají i pro růst dovozu. Celkově se očekává, že příspěvek čistého vývozu k mezičtvrtletnímu růstu HDP bude ve sledovaném období kladný díky mírně vyššímu tempu růstu vývozu od začátku roku 2012.

Tabulka 1 Makroekonomické projekce pro eurozónu

(průměrné procentní změny za rok)^{1), 2)}

	2010	2011	2012	2013
HICP	1,6	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2
Reálný HDP	1,8	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3
Soukromá spotřeba	0,8	0,3 – 0,5	-0,4 – 0,6	0,0 – 1,8
Vládní spotřeba	0,5	-0,3 – 0,5	-0,5 – 0,7	-0,3 – 1,3
Hrubá tvorba fixního kapitálu	-0,6	1,6 – 2,4	-1,6 – 1,8	-0,5 – 4,3
Vývoz (zboží a služby)	10,8	5,4 – 7,2	0,3 – 6,1	2,1 – 8,9
Dovoz (zboží a služby)	9,2	4,0 – 5,4	-0,5 – 5,1	1,7 – 8,1

1) Projekce reálného HDP a jeho složek ukazují údaje očištěné o vliv počtu pracovních dní. Projekce vývozu a dovozu obsahují zahraniční obchod uvnitř eurozóny.

2) Údaje se týkají eurozóny včetně Estonska s výjimkou údajů o HICP za rok 2010. Výpočet průměrné procentní změny HICP za rok 2011 vychází ze složení eurozóny v roce 2010, které již Estonsko zahrnuje.

Očekává se, že současná krize nepříznivě ovlivnila potenciální růst, ačkoli přesný rozsah tohoto vlivu zůstává velmi nejistý. Je pravděpodobné, že celkově slabá hospodářská aktivita bude potenciální růst dále snižovat. Vzhledem k slabému růstovému výhledu se však záporná mezera výstupu bude v roce 2012 rozšiřovat, než v roce 2013 dojde k jejímu mírnému zúžení.

PROJEKCE CEN A NÁKLADŮ

V důsledku předchozího růstu cen komodit a do určité míry také zvýšení nepřímých daní by měla celková míra inflace měřené HICP v eurozóně v prvním čtvrtletí 2012 i nadále převyšovat 2 %. Poté se očekává

její výrazné zmírnění. Tento vývoj převážně odráží klesající příspěvek cen energií v důsledku odeznívání vlivu předchozího růstu cen ropy a jejich předpokládaného postupného poklesu během sledovaného období. Po odeznění tlaků, které jsou v současné době nahromaděny ve výrobním řetězci, by měl růst cen potravin od poloviny roku 2012 zmírňovat. Očekává se, že inflace bez započtení cen potravin a energií vzroste pouze mírně, neboť domácí poptávka bude poměrně slabá a růst nákladů práce mírný. Průměrné tempo celkové inflace měřené HICP by se mělo pohybovat mezi 2,6 a 2,8 % v roce 2011, mezi 1,5 a 2,5 % v roce 2012 a mezi 0,8 a 2,2 % v roce 2013.

Vnější cenové tlaky se zmírnily a ve sledovaném období se předpokládá jejich značný pokles, způsobený zejména stabilizací nebo snižováním cen komodit. Částečně v důsledku pomalejšího tempa růstu světového obchodu a nižší světové inflace by meziroční tempo růstu deflátoru dovozu, které na začátku roku 2011 dosáhlo své nejvyšší hodnoty, mělo v roce 2012 prudce klesat a dále se mírně snižovat i v roce 2013. Pokud jde o domácí cenové tlaky, meziroční růst náhrady na zaměstnance by měl v první polovině roku 2012 zpomalit, což bude odrážet převážně dopad jednorázových plateb z první poloviny roku 2011. Meziroční tempo růstu náhrady na zaměstnance by se ve druhé polovině roku 2012 mělo zvýšit a poté se stabilizovat. Tento vývoj odráží vliv některých protichůdných faktorů. Na jedné straně by měly působit tlaky na růst náhrady na zaměstnance vyplývající z předchozího růstu spotřebitelské inflace. Na druhé straně by celkové zpomalení hospodářské aktivity a pokračující nepříznivá situace na trhu práce měly vytvářet tlak na pokles mezd. Vzhledem k relativně vysoké spotřebitelské inflaci v tomto roce projekce předpokládají snížení reálné náhrady na zaměstnance v letech 2011 a 2012, po kterém bude následovat její mírné oživení. Očekává se, že tempo růstu jednotkových mzdových nákladů se v roce 2012 poněkud zvýší a poté bude klesat. Tento vývoj odráží cyklické zpomalení růstu produktivity v roce 2012 – daný výrazným oslabením růstu hospodářské aktivity a pouze částečným přizpůsobením zaměstnanosti – a jeho následné zrychlení v roce 2013. Očekávaný růst ziskových marží zůstane v roce 2011 i v roce 2012 na nízké úrovni vzhledem k utlumené agregátní poptávce a zrychlujícímu růstu jednotkových mzdových nákladů. Pro rok 2013 se očekává oživení růstu ziskových marží spojené s růstem hospodářské aktivity. K inflaci bude v roce 2011 i v roce 2012 významně přispívat růst regulovaných cen a nepřímých daní, který bude projevem pokračující fiskální konsolidace v několika zemích eurozóny. V roce 2013 by jejich vliv měl být menší, přestože tento předpoklad částečně odráží nedostatek podrobných informací o fiskálních opatřeních pro tento rok.

POROVNÁNÍ S PROJEKCEMI ZE ZÁŘÍ 2011

V porovnání s makroekonomickými projekcemi pro eurozónu zveřejněnými v Měsíčním bulletinu ze září 2011, které sestavili pracovníci ECB, bylo zúženo rozpětí projekcí růstu reálného HDP na rok 2011 a rozpětí na rok 2012 bylo výrazně revidováno směrem dolů. Tyto revize odrážejí zejména dopad slabší důvěry a zhoršujících se podmínek financování na domácí poptávku jako důsledek zvýšené nejistoty v souvislosti s krizí státních dluhopisů i revizí zahraniční poptávky směrem dolů. Dodatečné zpřísnění fiskální politiky a zhoršení podmínek financování v některých zemích eurozóny vedlo také ke snížení střednědobého výhledu pro růst reálného HDP. Pokud jde o inflaci měřenou HICP, rozpětí projekcí pro roky 2011 a 2012 byla mírně revidována směrem nahoru. Je to důsledkem vyšších cen ropy vyjádřených v eurech, které se promítly do růstu inflace, i vyššího příspěvku nepřímých daní. Očekává se, že dopad těchto faktorů na růst inflace převáží nad vlivem změn ziskových marží a tempa růstu mezd, které souvisejí s revizí hospodářské aktivity směrem dolů.

Tabulka 2 Porovnání s projekcemi ze září 2010

(průměrné procentní změny za rok)

	2011	2012
Reálný HDP – září 2011	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2
Reálný HDP – prosinec 2011	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0
HICP – září 2011	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2
HICP – prosinec 2011	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5

Box 2

PROGNÓZY DALŠÍCH INSTITUCÍ

Pro eurozónu je k dispozici řada prognóz od různých mezinárodních institucí i organizací v soukromém sektoru. Tyto prognózy však nejsou vzájemně přesně srovnatelné, ani je nelze striktně srovnávat s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu, neboť byly dokončovány v rozdílných obdobích. Navíc pro odvození předpokladů pro vývoj fiskálních, finančních a externích proměnných, včetně cen ropy a dalších komodit, používají odlišné (částečně nespecifikované) metodiky. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očišťování údajů o vliv počtu pracovních dnů (viz tabulka níže).

Prognózy, které jsou v současné době k dispozici od různých institucí, předpokládají, že meziroční růst reálného HDP v eurozóně se bude v roce 2011 pohybovat mezi 1,5 a 1,6 %, mezi 0,2 a 1,1 % v roce 2012 a mezi 1,3 a 1,6 % v roce 2013. Všechny dostupné prognózy růstu spadají do rozpětí obsažených v projekcích odborníků Eurosystemu nebo jsou jim velmi blízko.

Průměrná meziroční inflace měřená HICP by se podle prognóz ostatních institucí měla pohybovat v roce 2011 mezi 2,5 a 2,7 %, v roce 2012 mezi 1,5 a 1,8 % a v roce 2013 mezi 1,2 a 1,8 %. Tyto prognózy inflace rovněž spadají do rozpětí obsažených v projekcích odborníků Eurosystemu nebo jsou jim velmi blízko. Projekce pro rok 2012 jsou ve spodní polovině rozpětí projekcí odborníků Eurosystemu.

Srovnání prognóz růstu reálného HDP a inflace měřené HICP v eurozóně

(průměrné procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP			Inflace měřená HICP		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
MMF	září 2011	1,6	1,1	1,5	2,5	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	listopad 2011	1,6	0,8	1,6	2,6	1,8	1,8
Consensus Economics Forecasts	listopad 2011	1,6	0,4	1,5	2,7	1,8	1,8
OECD	listopad 2011	1,6	0,2	1,4	2,6	1,6	1,2
Evropská komise	listopad 2011	1,5	0,5	1,3	2,6	1,7	1,6
Projekce odborníků Eurosystemu	prosinec 2011	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2

Zdroje: European Commission Economic Forecasts, Autumn 2011, IMF World Economic Outlook, September 2011, OECD Economic Outlook, November 2011, Consensus Economics Forecasts a the ECB's Survey of Professional Forecasters.

Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu a prognózy OECD uvádějí meziroční tempa růstu očištěná o vliv počtu pracovních dní, zatímco Evropská komise a MMF pracují s meziročními tempy růstu, která o vliv počtu pracovních dní očištěna nejsou. U ostatních prognóz se neuvádí, která z těchto metodik byla při vykazování údajů použita.



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTEM

SHRNUTÍ KAPITOL MĚSÍČNÍHO BULLETINU ECB, PROSINEC 2011

HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ

1 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ EUROZÓNY

V posledních měsících vykázalo světové hospodářství pokračující pokles růstové dynamiky. V prostředí zvýšené nejistoty a stoupajícího napětí na finančních trzích se důvěra podniků i spotřebitelů v celosvětovém měřítku dále zhoršila. Tento vývoj utlumil příznivé podněty vycházející z odeznívajících poruch v dodavatelském řetězci, které se vytvořily v důsledku velkého zemětřesení na východním pobřeží Japonska. V dalším vývoji se zejména ve vyspělých ekonomikách počítá s pokračujícími výraznými strukturálními problémy, které budou ve střednědobém horizontu brzdit celosvětové oživení. V rozvíjejících se ekonomikách by nedávné zpomalení růstu mělo pomoci ke zmírnění tlaků z přehřívání. Dynamika inflace ve vyspělých ekonomikách zůstává nadále mírná, a to i navzdory lehkému nárůstu míry inflace v posledních měsících. V některých rozvíjejících se ekonomikách naproti tomu i přes mírný pokles inflace, ke kterému došlo v posledních měsících, přetrvávají výrazné inflační tlaky.

2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

2.1 PENÍZE A ÚVĚRY MFI

Napětí na finančních trzích a nejistoty ohledně hospodářské aktivity měly ve třetím čtvrtletí a říjnu 2011 výrazný dopad na vývoj peněžní zásoby a obecněji na obě strany rozvah MFI. V srpnu a září byly zaznamenány výrazné portfoliové toky směrem pryč od rizikovějších aktiv a do agregátu M3. Tento trend se v říjnu částečně otočil, když institucionální investoři přesunuli finanční prostředky do aktiv mimo eurozónu. Napětí v oblasti financování v rozvahách MFI způsobené tím, že nerezidenti eurozóny vybírali své vklady, a nízká emise dlouhodobějších dluhových cenných papírů MFI byly zároveň částečně kompenzovány výrazně vyšším využíváním operací Eurosystemu na poskytování likvidity. Vzhledem k této situaci byl objem úvěrů MFI soukromému sektoru ve třetím čtvrtletí a říjnu 2011 relativně nízký. Celkově však eurozóna nejevila během daného období známky žádného významného poklesu úvěrování. Přesto bude vzhledem k současnému napětí v oblasti financování a ke zpoždění, se kterým se dopady na nabídku úvěrů projevují, zapotřebí další vývoj úvěrů pozorně sledovat. Růst objemu peněžní zásoby a úvěrů zůstal celkově mírný.

2.2 FINANČNÍ INVESTICE NEFINANČNÍHO SEKTORU A INSTITUCIONÁLNÍCH INVESTORŮ

Meziroční tempo růstu finančních investic nefinančního sektoru zůstalo v druhém čtvrtletí 2011 celkově beze změny, a to navzdory zvýšení meziročního tempa růstu investic do nástrojů MFI. Meziroční tempo růstu finančních investic pojišťoven a penzijních fondů se dále snižovalo. Tento vývoj odrážel nízkou úroveň investic domácností do pojistných technických rezerv. Zvýšené napětí na finančních trzích ve třetím čtvrtletí 2011 vedlo k velkému objemu čistých splátek napříč všemi hlavními typy investičních fondů.

2.3 ÚROKOVÉ SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU

Úrokové sazby peněžního trhu mezi 7. zářím a 7. prosincem 2011 celkově klesly, což bylo odrazem revize očekávání krátkodobých úrokových sazeb směrem dolů na konci října i v listopadu. Rada guvernérů navíc 3. listopadu 2011 rozhodla snížit základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů. Toto rozhodnutí nabylo účinnosti k datu hlavní refinanční operace vypořádané 9. listopadu 2011. Zároveň se dále zvýšila volatilita úrokových sazeb peněžního trhu.

2.4 TRHY DLUHOPISŮ

Mezi koncem srpna a 7. prosincem výnosy z dlouhodobých státních dluhopisů zemí eurozóny s ratingem AAA vzrostly, zatímco odpovídající výnosy z dluhopisů americké vlády klesly. Celkové zvýšení výnosů z dlouhodobých státních dluhopisů zemí eurozóny bylo důsledkem rostoucích obav, že se krize státních dluhopisů dotkne i zemí s ratingem AAA. Nejistota ohledně dalšího vývoje na trhu dluhopisů měřená implikovanou volatilitou trhu dluhopisů vzrostla a spready státních dluhopisů mezi jednotlivými zeměmi eurozóny se ve většině zemí dále zvýšily. Ukazatele, které vycházejí z údajů trhu, zároveň naznačují, že inflační očekávání účastníků trhu zůstávají nadále plně v souladu s cenovou stabilitou.

2.5 AKCIOVÉ TRHY

Mezi koncem srpna a 7. prosincem ceny akcií v eurozóně celkově mírně klesly, zatímco ceny akcií ve Spojených státech stouply. V eurozóně i ve Spojených státech se během celého hodnoceného období míra nejistoty na akciových trzích měřená implikovanou volatilitou držela na vysoké úrovni. Změny nálady na trhu spojené s krizí státních dluhopisů v eurozóně i nadále ovlivňovaly vývoj cen akcií, a to zejména ve finančním sektoru. Údaje o vývoji ekonomiky v eurozóně byly navíc pro účastníky trhu i nadále většinou zklamáním, zatímco údaje o vývoji ekonomiky v USA v druhé polovině období přinášely převážně pozitivnější informace, než se očekávalo.

2.6 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

V období od července do října 2011 zůstaly reálné náklady na financování pro nefinanční podniky v eurozóně celkově beze změny. Celková stabilita nákladů financování překrývá rozdílné trendy u hlavních složek. Pokud jde o finanční toky, meziroční růst úvěrů nefinančním podnikům ve třetím čtvrtletí 2011 mírně stoupl na hodnotu 1,6 %. Zdá se, že slabá dynamika úvěrů je celkově v souladu se zpomalením hospodářské aktivity v eurozóně. Objem nových dluhových cenných papírů emitovaných nefinančními podniky ve třetím čtvrtletí 2011 mírně vzrostl.

2.7 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE SEKTORU DOMÁCNOSTÍ

Podmínky financování pro domácnosti v eurozóně se ve třetím čtvrtletí 2011 mírně zhoršily. Úrokové sazby z úvěrů domácnostem zůstaly sice v průměru celkově beze změny, ale u všech kategorií úvěrů došlo k výraznému čistému zpřísnění úvěrových standardů. Meziroční tempo růstu úvěrů MFI domácnostem se dále snižovalo až na říjnovou hodnotu 2,2 %, což bylo způsobeno zejména pomalejším růstem úvěrů na bydlení. Odhaduje se, že zatížení domácností úrokovými platbami a jejich poměr zadluženosti k hrubému disponibilnímu důchodu zůstaly ve třetím čtvrtletí 2011 celkově beze změny.

3 CENY A NÁKLADY

Podle předběžného odhadu Eurostatu činila v listopadu 2011 meziroční míra inflace měřená HICP 3,0 %, zůstala tedy na stejné hodnotě jako v předchozích dvou měsících. Míra inflace je od konce loňského roku na zvýšené úrovni a stojí za ní především vyšší ceny energií a dalších komodit. Pokud jde o další vývoj, je

pravděpodobné, že míra inflace zůstane v příštích několika měsících nad 2 % a následně klesne pod tuto hodnotu. Tento vývoj odráží očekávání, že v prostředí oslabeného růstu v eurozóně i na celosvětové úrovni by měly v eurozóně zůstat mírné také nákladové, mzdové a cenové tlaky. Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z prosince 2011, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by měla meziroční inflace měřená HICP v roce 2011 dosáhnout úrovně mezi 2,6 a 2,8 %, v roce 2012 mezi 1,5 a 2,5 % a v roce 2013 mezi 0,8 a 2,2 %. Rizika pro střednědobý výhled cenového vývoje zůstávají nadále celkově vyrovnaná.

4 NABÍDKA, POPTÁVKA A TRH PRÁCE

Ve třetím čtvrtletí 2011, stejně jako v předchozím čtvrtletí, činilo mezičtvrtletní tempo růstu reálného HDP v eurozóně 0,2 %. Údaje z výběrových šetření naznačují slabší hospodářskou aktivitu ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku. Zdá se, že tempo růstu v eurozóně tlumí několik faktorů: zmírnění tempa růstu světové poptávky, nepříznivé dopady na celkové podmínky financování a důvěru v důsledku pokračujícího napětí na trzích státních dluhopisů v eurozóně a proces korekce rozvah ve finančních i nefinančních sektorech. Současně se očekává, že hospodářská aktivita v eurozóně během příštího roku oživí, i když jen velmi pomalu, a bude podporována silnou světovou poptávkou, velmi nízkými krátkodobými úrokovými sazbami a všemi opatřeními přijatými k podpoře fungování finančního sektoru. Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z prosince 2011, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by měl roční růst reálného HDP v roce 2011 dosáhnout úrovně mezi 1,5 a 1,7 %, v roce 2012 mezi -0,4 a 1,0 % a v roce 2013 mezi 0,3 a 2,3 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi ze září 2011, které sestavili pracovníci ECB, bylo zúženo rozpětí projekcí růstu reálného HDP na rok 2011 a rozpětí na rok 2012 bylo výrazně revidováno směrem dolů. Vzhledem k vysoké míře nejistoty hrozí v eurozóně značná rizika hospodářského zpomalení.

5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

Podle ekonomické prognózy Evropské komise z podzimu 2011 se celkový schodek veřejných financí v eurozóně v roce 2011 výrazně snížil ze 6,2 % HDP v roce 2010 na 4,1 % HDP v roce 2011. Očekává se, že v letech 2012 a 2013 budou tyto hodnoty dále klesat, ačkoliv zpomalujícím se tempem. Poměr vládního dluhu k HDP bude však v eurozóně nadále stoupat. Překonání krize státních dluhopisů a nastolení udržitelného trendu snižování zadlužení v zemích eurozóny závisí zásadním způsobem na provedení vhodných a důvěryhodných politických kroků, které budou v souladu s posíleným Paktem stability a růstu. Dohody následující po zasedání Evropské rady ve dnech 8.–9. prosince 2011 jsou důležitým krokem vedoucím k zajištění fiskální disciplíny.

6 MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSISTÉMU

Na základě údajů dostupných k 25. listopadu 2011 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny.¹ Hospodářská aktivita v eurozóně ve druhé polovině roku 2011 oslabila. Příčinou byl pokles světové poptávky a významné zhoršení důvěry podniků i spotřebitelů v uplynulých měsících v podmínkách zvýšené nejistoty pramenící ze zesíleného napětí na finančních trzích, přičemž v rostoucím počtu zemí eurozóny výrazně klesaly ceny akcií a zhoršovaly se podmínky financování. Za předpokladu, že se finanční krize nebude dále stupňovat, by podle projekcí mělo v roce

¹ Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu sestavují společně pracovníci ECB a národních centrálních bank eurozóny. Zpracovávají se dvakrát za rok a slouží Radě guvernérů jako podklad pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Více informací o použitých metodách a postupech naleznete v publikaci „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“, ECB, June 2001, která je k dispozici na internetových stránkách ECB. K vyjádření nejistoty ohledně projekcí je výsledek pro každou proměnnou uváděn jako rozpětí možných hodnot. Tato rozpětí vycházejí z rozdílů mezi skutečnými hodnotami a jejich projekcemi za několik předchozích let. Šíře rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrných absolutních hodnot těchto rozdílů. Použitá metodika včetně korekce v případě mimořádných událostí je popsána v publikaci „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“, ECB, December 2009, která je rovněž dostupná na internetových stránkách ECB.

2012 dojit k oživení růstu reálného HDP a v roce 2013 k dalšímu mírnému zlepšení. Očekává se však, že toto oživení bude tlumeno restrukturalizací rozvah, která probíhá v řadě sektorů, a nepříznivými podmínkami financování, které budou v horizontu projekcí panovat v mnoha částech eurozóny. Zároveň se očekává, že oživení bude podporováno rostoucí světovou poptávkou a poklesem inflace cen energií a potravin, což podpoří reálné příjmy, ale také příznivým vlivem velmi nízkých krátkodobých úrokových sazeb a opatření na obnovu fungování finančního systému na domácí poptávku. Průměrné meziroční tempo růstu HDP se podle projekcí bude v roce 2011 pohybovat mezi 1,5 a 1,7 %, v roce 2012 mezi -0,4 a 1,0 % a v roce 2013 mezi 0,3 a 2,3 %. Inflace měřená HICP zůstane v eurozóně krátkodobě na zvýšených hodnotách, ale poté bude výrazně klesat. Průměrná míra celkové inflace měřené HICP by měla v roce 2011 dosáhnout úrovně mezi 2,6 a 2,8 %, v roce 2012 mezi 1,5 a 2,5 % a v roce 2013 mezi 0,8 a 2,2 %. Tento vývoj do značné míry odráží snížení srovnávací základny pro ceny energií a potravin v roce 2012 a předpokládanou stabilitu či pokles cen komodit. Očekává se, že inflace měřená HICP bez započtení cen potravin a energií vzroste v horizontu projekcí pouze mírně, neboť domácí poptávka bude poměrně slabá a růst nákladů práce mírný.