

ÚVODNÍ SLOVO

Na základě pravidelné hospodářské a měnové analýzy rozhodla Rada guvernérů na svém zasedání 6. září 2012, že ponechá základní úrokové sazby ECB beze změny. V důsledku vysokých cen energií a růstu nepřímých daní v některých zemích eurozóny se očekává, že inflace zůstane po celý rok 2012 nad 2 % a v průběhu příštího roku opět pod tuto úroveň poklesne a že v horizontu, který je pro měnovou politiku relevantní, zůstane v souladu s cenovou stabilitou. Tomu také odpovídá skutečnost, že tempo růstu peněžní zásoby zůstává utlumené. Inflační očekávání pro ekonomiku eurozóny jsou nadále pevně ukotvena na úrovni, která odpovídá cíli Rady guvernérů zachovat míru inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně. Současně se v prostředí pokračujícího napětí na finančních trzích a zvýšené nejistoty, která nepříznivě působí na důvěru a náladu, očekává, že hospodářský růst v eurozóně zůstane slabý. Obnovené zesílení napětí na finančních trzích by mohlo ovlivnit rovnováhu rizik jak pro hospodářský růst, tak inflaci.

V tomto kontextu Rada guvernérů na svém zasedání rozhodla o podmínkách provádění přímých měnových transakcí (OMT) na sekundárních trzích pro státní dluhopisy v eurozóně. Jak již bylo uvedeno v srpnu, ECB musí mít možnost zajistit funkčnost transmisního mechanismu měnové politiky ve všech zemích eurozóny. Cílem je zachovat jednotnost měnové politiky ECB a zajistit řádnou transmisí orientace její měnové politiky do reálné ekonomiky v celé eurozóně. Přímé měnové transakce umožní ECB řešit vážné deformace na trzích státních dluhopisů. Tyto deformace vznikají především z nepodložených obav investorů z možnosti zrušení eura. Za vhodných podmínek bude tak ECB mít k dispozici plně účinný brzdový mechanismus k vyloučení destruktivních scénářů s potenciálně vážnými výzvami pro cenovou stabilitu v eurozóně. Rada guvernérů jedná důsledně v rámci svého mandátu udržet cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu, při určování měnové politiky jedná nezávisle a euro je nezrušitelné.

V zájmu obnovení důvěry musí tvůrci hospodářských politik v eurozóně prosazovat velmi důrazně fiskální konsolidaci, strukturální reformy s cílem posílit

konkurenceschopnost a budování evropských institucí. Současně musí být vlády připraveny v případě mimořádných okolností na finančních trzích nebo ohrožení finanční stability aktivovat na dluhopisových trzích nástroje EFSF/ESM, přičemž je nezbytné striktně a efektivně dodržovat podmínky v souladu se stanovenými směrnici. Nezbytnými předpoklady pro provádění přímých transakcí a jejich efektivitu je, aby vlády dodržovaly své závazky a fondy EFSF/ESM plnily svoji roli.¹ Rada guvernérů dále přijala rozhodnutí s cílem zajistit dostupnost odpovídajícího zajištění v refinančních operacích Euro systému.²

Pokud jde o hospodářskou analýzu, nedávno zveřejněné statistické údaje naznačují, že ve druhém čtvrtletí 2012 poklesl reálný HDP v eurozóně mezičtvrtletně o 0,2 %, zatímco v předchozím čtvrtletí byl růst nulový. Ekonomické ukazatele pro zbytek roku 2012 naznačují nadále slabou hospodářskou aktivitu v prostředí zvýšené nejistoty. Odhlédneme-li od krátkodobého vývoje, Rada guvernérů očekává, že ekonomika eurozóny bude oživovat jen velmi pozvolna. Dynamiku růstu by měl nadále tlumit nezbytný proces korekce rozvah ve finančním i nefinančním sektoru, vysoká míra nezaměstnanosti a nerovnoměrné oživení ve světě.

Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu ze září 2012 sestavených pracovníky ECB by měl meziroční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2012 úrovně mezi -0,6 a -0,2 % a v roce 2013 mezi -0,4 a 1,4 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z června 2012 sestavenými odborníky Euro systému byla rozpětí pro rok 2012 a 2013 upravena směrem dolů.

Hospodářský výhled v eurozóně je spojen s riziky zpomalení ekonomického růstu. Ta souvisejí především s napětím na několika finančních trzích eurozóny a jeho potenciálním přelitím do reálné ekonomiky eurozóny. Tato rizika by měla být omezena účinnými opatřeními všech tvůrců hospodářských politik v eurozóně.

Meziroční inflace v eurozóně měřená HICP dosáhla podle předběžného odhadu Eurostatu v srpnu 2012 úrovně 2,6 %, zatímco v předchozím měsíci činila 2,4 %.

¹ Další podrobnosti jsou uvedeny v tiskové zprávě ze 6. září 2012 s názvem „Technical features of Outright Monetary Transactions“.

² Další podrobnosti jsou uvedeny v tiskové zprávě ze 6. září 2012 s názvem „Measures to preserve collateral availability“.

Tento nárůst je způsoben především obnoveným růstem cen energií denominovaných v eurech. Na základě stávajících cen futures na ropu by inflace mohla být mírně vyšší, než se před několika měsíci očekávalo, ale v průběhu příštího roku by měla opět poklesnout pod 2 %. V horizontu, který je pro měnovou politiku relevantní, by v prostředí mírného hospodářského růstu v eurozóně a pevně ukotvených dlouhodobých inflačních očekávání měly cenové tlaky zůstat omezené.

Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu ze září 2012, které sestavili pracovníci ECB, by měla meziroční inflace měřená HICP dosáhnout v roce 2012 úrovně mezi 2,4 a 2,6 % a v roce 2013 mezi 1,3 a 2,5 %. Tato rozpětí projekcí jsou o něco vyšší než rozpětí uvedená v makroekonomických projekcích z června 2012, které sestavili odborníci Eurosystemu.

Rizika ohrožující výhled cenového vývoje zůstávají ve střednědobém horizontu nadále celkově vyrovnaná. Proinflační rizika souvisejí s dalším růstem nepřímých daní vzhledem k nutnosti provádět fiskální konsolidaci. Hlavní protiinflační rizika souvisejí s vlivem slabšího než očekávaného hospodářského růstu v eurozóně, který je především důsledkem dalšího zintenzivnění napětí na finančních trzích, a jeho dopadu na domácí složky inflace. Pokud všichni tvůrci hospodářských politik v eurozóně toto další zintenzivnění účinnými opatřeními neomezí, může zintenzivnění zvýšit riziko zpomalení růstu cen.

Pokud jde o měnovou analýzu, tempo růstu peněžní zásoby zůstává utlumené. Meziroční tempo růstu agregátu M3, které v červnu 2012 dosahovalo 3,2 %, vzrostlo v červenci na úroveň 3,8 %. Tento nárůst agregátu M3 byl způsoben především vyšší preferencí likvidity, což se odráží v dalším zvýšení meziročního tempa růstu úzkého peněžního agregátu M1 z červnové hodnoty 3,5 % na 4,5 % v červenci.

Meziroční tempo růstu úvěrů soukromému sektoru (upravené o prodej a sekuritizaci úvěrů) zůstalo v červenci slabé na hodnotě 0,5 % (v červnu činilo 0,3 %). Meziroční tempo růstu úvěrů MFI jak nefinančním podnikům, tak domácnostem zůstalo slabé na úrovni -0,2 %, resp. 1,1 % (v obou případech

upravené o prodej a sekuritizaci úvěrů). Tlumený růst úvěrů je do značné míry důsledkem slabého výhledu HDP, zvýšené averze k riziku a probíhající korekce rozvah domácností a podniků, přičemž veškeré tyto faktory omezují poptávku po úvěrech. Navíc v řadě zemí eurozóny nadále omezuje nabídku úvěrů segmentace finančních trhů a kapitálová omezení vůči bankám.

Z hlediska dalšího vývoje je nezbytné, aby banky nadále posilovaly svou odolnost tam, kde je to nutné. Zdravé bankovní rozvahy budou jedním z klíčových faktorů, který usnadní jak náležité poskytování úvěrů ekonomice, tak návrat k normálnímu fungování všech zdrojů financování.

Hospodářská analýza tedy naznačuje, že by cenový vývoj ve střednědobém horizontu měl zůstat v souladu s cenovou stabilitou. Srovnání výsledků hospodářské analýzy se signály z měnové analýzy tento obrázek potvrzuje.

I když je dosahováno pokroku, potřeba strukturální a fiskální konsolidace zůstává v řadě evropských zemí značná. Ve strukturální oblasti jsou v celé eurozóně třeba další rychlé a rozhodné reformy na trzích zboží, služeb a práce s cílem zlepšit konkurenceschopnost, zvýšit adaptabilitu a dosáhnout vyššího tempa udržitelného růstu. Tyto strukturální reformy také doplní a podpoří fiskální konsolidaci a udržitelnost zadlužení. Z fiskálního hlediska je zásadní, aby vlády přijaly veškerá opatření, která jsou nezbytná k dosažení jejich cílů pro letošní rok i následující léta. V tomto ohledu by měla být hlavním prvkem, který pomůže posílit důvěru ve zdraví veřejných financí, očekávaná rychlá realizace rozpočtového paktu. V neposlední řadě je nezbytné velmi důrazně prosazovat budování evropských institucí.

Opatření měnové politiky přijatá Radou guvernérů 6. září 2012

Rada guvernérů rozhodla 6. září 2012 o podmínkách provádění přímých měnových transakcí (OMT) na sekundárních trzích státních dluhopisů v eurozóně. Přímé měnové transakce mají za cíl zabezpečit transmisní mechanismus ve všech zemích eurozóny a jednotnost měnové politiky. Prostřednictvím přímých měnových transakcí bude Eurosystem moci řešit vážné deformace na trzích státních dluhopisů. Tyto deformace vznikají především z nepodložených obav investorů z možnosti zrušení eura, což se odráží mimo jiné ve zvětšujících se rozdílech ocenění krátkodobého státního dluhu do července 2012 (viz graf A). V takovém prostředí poskytnou přímé měnové transakce plně účinný brzdový mechanismus, který má zamezit destruktivním scénářům, jejichž naplnění by mohlo přinést potenciálně vážné výzvy pro cenovou stabilitu v eurozóně.

Potřeba zabezpečit transmisí měnové politiky v eurozóně

Trhy státních dluhopisů hrají klíčovou úlohu v různých etapách transmisního mechanismu měnové politiky. Mají velký význam při určování podmínek financování bank. Zaprvé, jakmile se obavy z negativního vývoje s vlivem na státní dluh pevně ukotví, následuje šíření negativních očekávání týkajících se podmínek bank a dlužníků. Zadruhé, při stanovování úročení vkladů a výnosů z dluhopisů na trhu „soutěží“ banky na maloobchodní úrovni s vysokými výnosy státem vydaných dluhopisů a pokladničních poukázek. Tato skutečnost přispívá k růstu nákladů bank na financování. Zatřetí, zajištěné úvěry si banky poskytují na mezibankovním trhu obvykle oproti zajištění ve formě státních dluhopisů. Napětí na trzích státních dluhopisů tedy bankám snižuje jejich bázi zajištění a tudíž i jejich přístup k likviditě. Začtvrté, snížení ocenění portfolia státních dluhopisů vede ke zhoršení bankovních rozvah.

Následkem napětí na trhu státních dluhopisů je schopnost bank poskytovat úvěry vážně narušena, což má negativní důsledky pro reálnou ekonomiku. Kvalita bankovních aktiv se tudíž pravděpodobně dále zhorší. Toto napětí je patrné z nárůstu CDS kontraktů bank eurozóny i z probíhající postupné ztráty přístupu bank v některých zemích eurozóny k financování. Od jara 2010 úzce souvisel vývoj CDS kontraktů bank eurozóny s vývojem v horním rozmezí CDS kontraktů na státní dluhopisy největších zemí eurozóny (viz graf B).

Celkové následky jsou závažné, pokud jde o náklady a objem financování. Náklady na financování bank, např. prostřednictvím vkladů, vykazovaly do července 2012 stále rozdílnější vývoj. Výrazně se zvýšily v zemích, ve kterých panují obtížné podmínky financování, zatímco v zemích, které mají přebytek financování, tyto náklady zřetelně klesly. Co se týče přístupu k financování, je z grafu D patrné, že měnové finanční instituce sídlící ve Španělsku a v menší míře v Itálii vykazovaly od prosince 2011 do července 2012 vysokou potřebu financování. Ta byla důsledkem snížení čistého financování z mezibankovních úvěrů ze zdrojů uvnitř eurozóny (s výjimkou Eurosystemu) a nerezidentských zdrojů a dále čistého splacení dluhových cenných papírů držených sektorem neměnových finančních institucí. Naproti tomu situace MFI v Německu a v menší míře ve Francii v oblasti financování je naprosto odlišná. Dopady snížení malo- a velkoobchodního financování na bankovní podnikání byly částečně zmírněny poskytnutím likvidity Eurosystemu, zejména formou dvou tříletých refinančních operací.

Vedle hospodářských podmínek specifických pro danou zemi je rozdílnost podmínek financování bank klíčovým faktorem, kterým lze vysvětlit rozdíly mezi úrokovými sazbami měnových finančních institucí z úvěrů poskytovaných nefinančním podnikům a domácnostem v jednotlivých zemích eurozóny. Důsledkem je oslabený přenos měnové politiky v některých zemích eurozóny. Graf E (levý díl) ukazuje, že krátkodobé úrokové sazby bank z úvěrů nefinančním podnikům v jednotlivých zemích eurozóny reagovaly

rychle a především homogenně na snížení úrokových sazeb o 125 bazických bodů, které ECB provedla v období od listopadu 2002 do srpna 2003. Naproti tomu po snížení úroků o 75 bazických bodů v období od října 2011 do července 2012 nereagovaly úrokové sazby bank v jednotlivých zemích eurozóny systematicky. Jak je vidět v grafu E (pravý díl), spodní hranice rozpětí změn úrokových sazeb bankovních úvěrů u krátkodobých úvěrů MFI nefinančním podnikům totiž – jak by se dalo čekat – klesla, zatímco horní hranice vzrostla i přes nižší úrokové sazby ECB. Tento vývoj naznačuje, že orientace měnové politiky není přenášena odpovídajícím způsobem. Klíčovým prvkem podporujícím přímé měnové transakce je lepší sladění podmínek financování v reálné ekonomice se základními úrokovými sazbami ECB.

Způsob provádění přímých měnových transakcí

S cílem zajistit účinnost přímých měnových transakcí bylo přijato několik klíčových operačních forem a podmínek.¹

Jednou z nezbytných podmínek přímých měnových transakcí je přísná a účinná podmíněnost spojená s příslušným programem Evropského fondu finanční stability / Evropského stabilizačního mechanismu (EFSF/ESM). Tyto programy mohou mít formu úplného programu makroekonomické konsolidace EFSF/ESM nebo preventivního programu (úvěrová linka za zpřísněných podmínek) za předpokladu, že programy zahrnují možnost nákupů EFSF/ESM na primárním trhu. Dále by mělo být dohodnuto zapojení MMF do procesu přípravy podmíněnosti pro danou zemi a sledování daného programu.

Rada guvernérů zváží přímé měnové transakce do té míry, aby byly z hlediska měnové politiky oprávněné, pokud je plně respektována podmíněnost programu, a ukončí je, jakmile budou dosaženy jejich cíle nebo pokud není prováděna makroekonomická konsolidace nebo preventivní program. Po pečlivém vyhodnocení rozhodne Rada guvernérů o zahájení, pokračování a ukončení přímých měnových transakcí zcela podle svého uvážení a v souladu s mandátem provádět měnovou politiku.

S přímými měnovými transakcemi se uvažuje pro budoucí případy programů EFSF/ESM pro makroekonomické konsolidační nebo preventivní programy, jak je uvedeno výše. Případají v úvahu také pro členské státy, které se v současné době účastní programu makroekonomické konsolidace, v době, kdy budou znovu získávat přístup na trh dluhopisů.

Přímé měnové transakce se budou zaměřovat na kratší část výnosové křivky, tj. splatnosti od jednoho do tří let. Je důležité, že výnosy krátkodobých státních dluhopisů jsou během eskalace napětí patrně ovlivněny výrazněji, jak to ukazuje graf A. Navíc se očekává, že se pohyby na krátkém konci výnosové křivky budou přelévat do dlouhodobějších splatností. Kratší splatnosti jsou také blízko stávajícímu zaměření měnové politiky a blíže souvisí s referenční mírou krátkodobých úrokových sazeb z bankovních úvěrů.

Krátkodobá povaha nakoupených cenných papírů by měla pomoci usnadnit prosazování podmíněnosti a omezit vytrvalé zvětšování rozvahy Eurosystemu. Jedná se o důležitý aspekt udržování fiskální disciplíny a řešení morálního hazardu.

S cílem vyhovět zákazu měnového financování (článek 123 Smlouvy o fungování Evropské unie) budou nákupy prováděny pouze na sekundárním trhu. Použití přísné podmíněnosti zajistí fiskální disciplínu v zemích způsobilých pro přímé měnové transakce. ECB jedná při rozhodování o těchto transakcích s cílem čelit rizikům pro cenovou stabilitu ve střednědobém výhledu, která vyplývají z destruktivních scénářů vývoje s potenciálně vážnými výzvami pro cenovou stabilitu v eurozóně. Přímé měnové transakce jsou tedy zcela v souladu s primárním mandátem ECB. Všechna rozhodnutí o přímých měnových transakcích navíc Rada guvernérů přijímá zcela nezávisle.

V zájmu další podpory účinnosti přímých měnových transakcí Eurosystem v příslušném právním aktu uvede, že přijímá rovnocenné postavení (*pari passu*) jako soukromí nebo jiní věřitelé s ohledem na dluhopisy vydané zeměmi eurozóny a nakoupené Eurosystemem prostřednictvím přímých měnových transakcí, v souladu s podmínkami daných dluhopisů. Mimoto likvidita vytvořená prostřednictvím přímých měnových transakcí bude plně sterilizována.

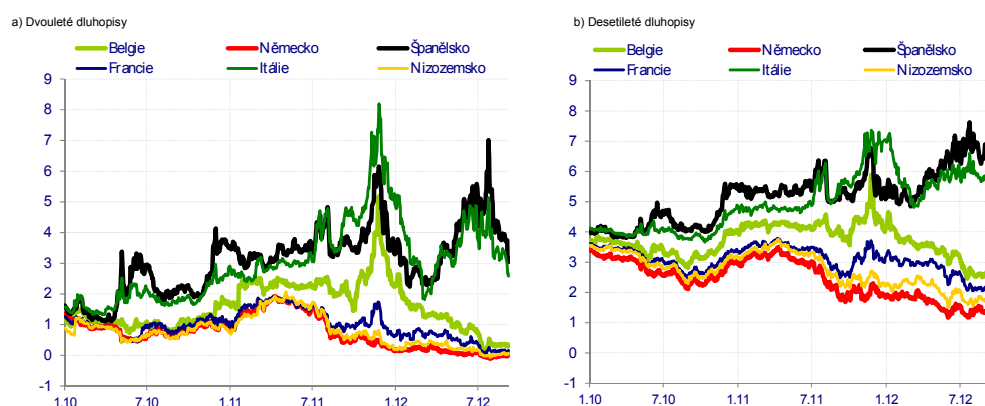
Dodatečná mimořádná opatření přijatá k zachování dostupnosti odpovídajícího zajištění

S cílem zachovat dostupnost odpovídajícího zajištění v refinančních operacích Eurosystemu rozhodla Rada guvernérů také pozastavit uplatňování minimálního stupně úvěrového hodnocení v rámci požadavků na způsobilost zajištění pro účely úvěrových operací Eurosystemu u následujících aktiv: obchodovatelných dluhových nástrojů emitovaných nebo zaručených ústřední vládou a úvěrových pohledávek poskytnutých ústřední vládě nebo zaručených ústřední vládou u země, které jsou způsobilé pro přímé měnové transakce nebo se účastní programu EU-MMF a plní k němu připojené podmínky na základě hodnocení Rady guvernérů.² Navíc budou až do odvolání přijímány obchodovatelné dluhové nástroje denominované v amerických dolarech, librách šterlinků a japonských jenech, emitované a držené v eurozóně, jako způsobilé zajištění v úvěrových operacích Eurosystemu. Toto opatření opětovně zavádí obdobné rozhodnutí, které se uplatňovalo mezi říjnem 2008 a prosincem 2010.

1. Podrobnosti o technických parametrech přímých měnových transakcí jsou k dispozici v angličtině na internetové stránce: http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html

2. Další podrobnosti o těchto opatřeních jsou k dispozici v angličtině na internetové stránce: http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html

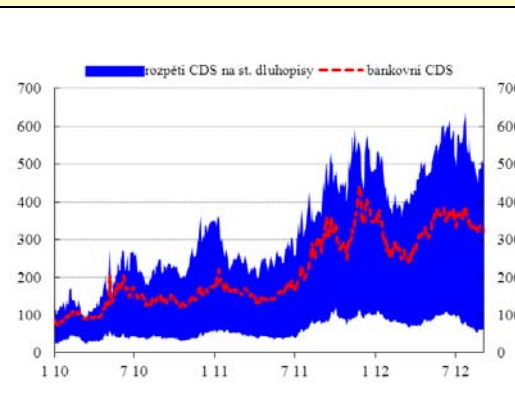
Graf A – Výnosy z dvou- a desetiletých státních dluhopisů u vybraných zemí eurozóny
(v % za rok)



Zdroj: Thomson Reuters.

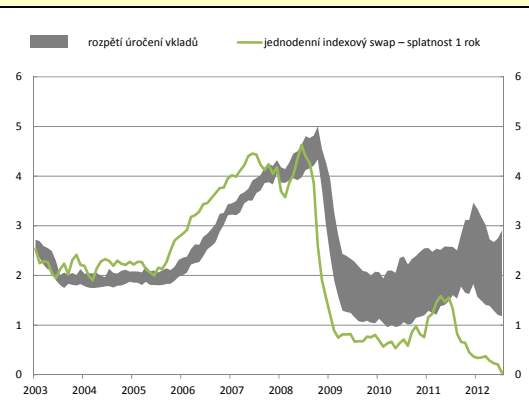
Pozn.: Nejnovější údaje jsou k 6. září 2012.

Graf B – Rozpětí CDS na dluhopisy států eurozóny a bankovních CDS (bazické body)



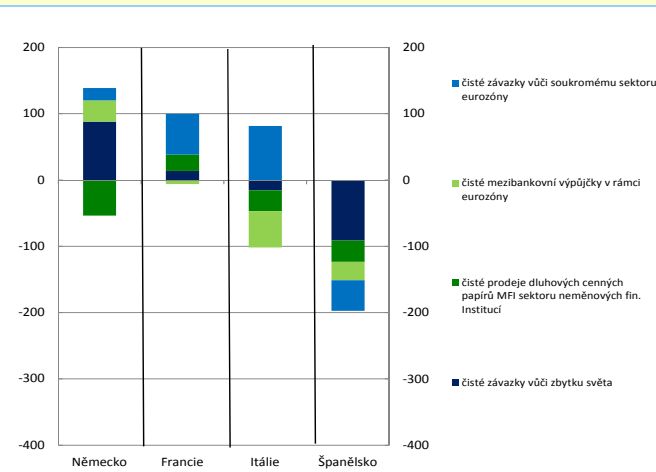
Zdroje: Thomson Reuters, Bloomberg a výpočty ECB.
Pozn.: Pětileté CDS. Rozpětí pro eurozónu zobrazuje minimální a maximální hodnotu CDS na státní dluhopisy Francie, Německa, Itálie a Španělska. Nejnovější údaj je ke 4. září 2012.

Graf C – sazby MFI u vkladů s dohodnutou splatností do 1 roku držných domácnostmi (v % za rok)



Zdroj: výpočty ECB.
Pozn.: Rozpětí je vymezeno 20. a 80. percentilem úročení vkladů a zahrnuje tři pětiny údajů o úrokových sazbách v zemích eurozóny. Přitom není zahrnuta pětina údajů nad čarou a pětina údajů pod ní. Nejnovější údaje jsou za červenec 2012.

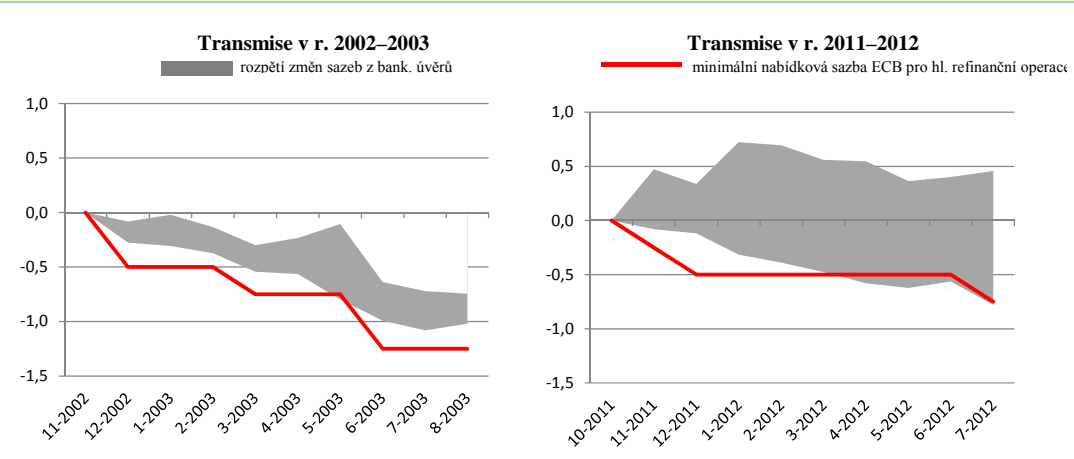
Graf D – závazky MFI vůči rezidentům eurozóny a zbytku světa ve vybraných zemích (kumulované toky mezi prosincem 2011 a červencem 2012; v mld. EUR)



Zdroj: ECB.
Pozn.: Sektor vykazujících MFI nezahrnuje Eurosystem. Čisté mezibankovní výpůjčky v eurozóně nezahrnují úvěry a vklady u Eurosystemu.

Graf E – Kumulované změny základních sazeb ECB a přenos do sazby z bankovních úvěrů u krátkodobých úvěrů MFI nefinančním podnikům v zemích eurozóny

(změny v procentních bodech)



Zdroj: výpočty ECB.

Pozn.: Rozpětí vymezené čarami 20. a 80. percentilu ukazuje vývoj krátkodobých sazeb z bankovních úvěrů a zahrnuje tři pětiny údajů o úrokových sazbách v zemích eurozóny. Přítom není zahrnuta pětina údajů nad čarami a pětina údajů pod nimi. Nejnovější údaje jsou za červenec 2012.



Box

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ PRACOVNÍKY ECB

Stávající hospodářský výhled je spojen s vysokou mírou nejistoty, neboť je zásadním způsobem závislý na nadcházejících opatřeních hospodářské politiky i na reakci na tato rozhodnutí ze strany subjektů soukromého sektoru a finančních trhů. V tomto kontextu sestavili na základě údajů dostupných k 24. srpnu 2012 pracovníci ECB projekce makroekonomického vývoje eurozóny.¹ Podle těchto projekcí by měl průměrný meziroční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2012 tempa v rozmezí -0,6 a -0,2 % a v roce 2013 v rozmezí -0,4 a 1,4 %. Inflace by měla být v roce 2012 na úrovni mezi 2,4 a 2,6 % a v roce 2013 mezi 1,3 a 2,5 %.

Metodické předpoklady o úrokových sazbách, směnných kurzech, cenách komodit a opatřeních fiskální politiky

Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách energetických i neenergetických komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzavěrku údajů 16. srpna 2012.

Předpoklad ohledně krátkodobých úrokových sazeb má čistě technický ráz. Krátkodobé sazby se měří tříměsíční sazbou EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Podle této metodiky vychází průměrná úroveň krátkodobých úrokových sazeb v roce 2012 na 0,6 % a v roce 2013 na 0,3 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 4,0 % v roce 2012 a 4,2 % 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 kompozitní sazby z bankovních úvěrů poskytnutých nefinančnímu soukromému sektoru v eurozóně dosáhnou svého dna, přičemž sazby z dlouhodobých bankovních úvěrů by měly dosáhnout minima zhruba v polovině roku 2012 a sazby z krátkodobých bankovních úvěrů by měly dosáhnout minimálních hodnot přibližně koncem roku 2012. Podmínky pro poskytování úvěrů by v roce 2012 i v roce 2013 měly mít nepříznivý vliv na hospodářskou aktivitu v eurozóně.

Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzavěrky se očekává, že cena barelu ropy Brent dosáhne v roce 2012 úrovně 111,7 USD a v roce 2013 pak 107,3 USD. Ceny neenergetických komodit v amerických dolarech² by měly v roce 2012 poklesnout o 8,3 % a v roce 2013 o 0,3 %.

Očekává se, že dvojstranné směnné kurzy eura zůstanou ve sledovaném období beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzavěrky. To by znamenalo, že kurz eura k americkému dolaru se bude v letech 2012 a 2013 pohybovat na úrovni 1,26 resp. 1,23. Předpokládá se, že efektivní směnný kurz eura v roce 2012 oslabí o 6,3 % a v roce 2013 o 2,1 %.

U fiskální politiky jsou základem projekcí opatření, která již byla schválena národními parlamenty nebo která již byla vládami dostatečně podrobně rozpracována a je u nich pravděpodobné, že legislativním

¹ Makroekonomické projekce pracovníků ECB doplňují projekce odborníků Eurosystemu, které sestavují dvakrát za rok společně odborníci ECB a národních centrálních bank eurozóny. Použité postupy odpovídají postupům uplatňovaným v projekcích odborníků Eurosystemu, které jsou popsány 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.

² Předpoklady o cenách ropy a potravin vycházejí z cen futures do konce období projekcí. U ostatních komodit se předpokládá, že ceny budou sledovat ceny futures do třetího čtvrtletí 2013 a dále se budou vyvíjet v souladu s vývojem hospodářské aktivity ve světě.

procesem úspěšně projdou. V roce 2012 se očekávají výrazná konsolidační opatření včetně růstu daní v několika zemích, zatímco v roce 2013 by tato opatření měla být menší a více zaměřená na výdajovou stranu.

Předpoklady o mezinárodním prostředí

Očekává se, že růst reálného HDP ve světě (mimo eurozónu) oživí z letošní hodnoty 3,8 % na 4,0 % v roce 2013. I když nedávno zveřejněné údaje o růstu reálného HDP za druhé čtvrtletí 2012 potvrdily poměrně synchronizované zmírnění dynamiky světového růstu, očekává se, že hospodářský růst ve světě začne ve druhé polovině roku 2012 postupně oživovat a podporovat by jej měly zlepšující se finanční podmínky v prostředí akomodativní měnové politiky. Očekává se však, že tempo růstu v hlavních rozvinutých ekonomikách bude tlumeno nepříznivou situací na trzích práce a bydlení těchto ekonomik i potřebou dále korigovat rozvahy ve veřejném i soukromém sektoru. Na rozvíjejících se trzích tempo růstu v poslední době zmírnilo, ale zůstává solidní a přispívá tak významně ke světovému hospodářskému růstu. Zahraniční poptávka v eurozóně by měla v roce 2012 vzrůst o 4,2 % a v roce 2013 o 5,8 %.

Projekce růstu reálného HDP

Po stagnaci v prvním čtvrtletí 2012 poklesl reálný HDP ve druhém čtvrtletí 2012 o 0,2 %. Pokračující a dlouhodobé oslabení aktivity, které začalo na jaře 2011, odráží z velké míry křehkost domácí poptávky, která více než převažuje nad kladnými vnějšími příspěvky k růstu. Ve druhé polovině roku 2012 by měl reálný HDP mírně klesnout, neboť hospodářskou aktivitu nadále ovlivňují nepříznivý dopad vysokých cen komodit, zpřísnění fiskální orientace, nízká důvěra spotřebitelů a podniků a nepříznivé podmínky pro poskytování úvěrů v některých zemích. Pokud jde o další vývoj, růst reálného HDP by měl během roku 2013 postupně posilovat. Z počátku by zlepšující se vnější prostředí a zvýšená konkurenceschopnost měly podpořit vývoz. Je také pravděpodobné, že toto oživení bude podporováno příznivým dopadem velmi nízkých krátkodobých úrokových sazeb na soukromou spotřebu a předpokládaným poklesem tempa růstu cen energií a potravin, z čehož budou těžit reálné příjmy. Domácí poptávku by navíc měla podpořit opatření na obnovení fungování finančního systému. Probíhající restrukturalizace rozvah a nepříznivé finanční podmínky v některých zemích eurozóny však pravděpodobně budou v horizontu projekcí nadále tlumit očekávané oživení. Celkově by mělo předpokládané oživení zůstat podle historických měřítek utlumené a vést po celý horizont projekcí k záporné mezeře výstupu. Reálný HDP by měl v meziročním vyjádření růst v roce 2012 na úrovni mezi -0,6 a -0,2 % a v roce 2013 mezi -0,4 a 1,4 %.

Bližší pohled na složky poptávky ukazuje, že by růst vývozu mimo eurozónu měl během druhé poloviny roku 2012 získat na dynamice a následně dále oživovat a odrážet tak postupné posilování vnější poptávky eurozóny i růst cenové konkurenceschopnosti ve vývozu. Podnikové investice by měly po zbytek roku 2012 klesat v důsledku zvýšené nejistoty a slabé nálady i nepříznivých podmínek pro poskytování úvěrů v některých zemích. Oživit by měly opět v roce 2013 a podporovat by je mělo posilování domácí i zahraniční poptávky, velmi nízká úroveň úrokových sazeb, očekávání nižších cenových tlaků a zlepšování ziskových marží. Investice do rezidenčních nemovitostí by měly v blízkém horizontu klesat a od závěru roku 2012 pak mírně oživit. Očekává se, že investice do rezidenčních nemovitostí budou nadále tlumeny potřebou provádět další konsolidaci s cílem napravit dřívější excesy na trzích s bydlením v některých zemích. Tyto nepříznivé vlivy by však měly být kompenzovány, i když jen zčásti, zvýšenou relativní atraktivitou investic do rezidenčních nemovitostí v některých dalších zemích, v nichž jsou tyto investice značně podporovány historicky nízkými úroky z hypotečních úvěrů. Investice vládního sektoru by v důsledku souborů opatření fiskální konsolidace vyhlášených v několika zemích eurozóny měly po celé období projekcí klesat.

Soukromá spotřeba by měla po celý rok 2012 klesat a odrážet tak pokles reálného disponibilního důchodu v důsledku jak poklesu zaměstnanosti a snížení reálné náhrady na zaměstnance, tak opatření fiskální konsolidace a slabých nepracovních příjmů. Pokles míry úspor v souvislosti s tím, jak se domácnosti snaží s postupem času vyrovnávat spotřebu, by měl zčásti kompenzovat pokles reálného disponibilního důchodu. Tento pokles míry úspor by měl být tlumen přetrvávajícím růstem nezaměstnanosti a slabou

spotřebitelkou náladou, což pravděpodobně zvýší obezřetnostní úspory. Soukromá spotřeba by měla během roku 2013 mírně růst a odrážet tak oživení reálného disponibilního důchodu, neboť nepříznivý dopad výše uvedených faktorů by měl postupně odeznívat. Podporovat reálný důchod by mělo také oslabení tlaků na ceny komodit. Vládní spotřeba by měla v letech 2012 a 2013 klesat v důsledku konsolidačního úsilí.

Po poklesu v první polovině roku 2012 by měl dovoz zboží ze zemí mimo eurozónu v jeho druhé polovině opět vzrůst a následně získat více na dynamice, i když jej bude omezovat dosud stále slabá celková poptávka. V důsledku silnějšího růstu vývozu by po celé období projekcí měl být příspěvek čistého vývozu k růstu HDP výrazný. Běžný účet, který byl v roce 2011 vyrovnaný, by měl v období projekcí vykazovat v důsledku rostoucího obchodního přebytku zvyšující se kladné saldo.

Tabulka A Makroekonomické projekce pro eurozónu

(průměrné procentní změny za rok)¹⁾

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

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

Projekce cen a nákladů

Očekává se, že celková inflace, která v srpnu činila 2,6 %, zůstane nad úrovní 2 % po celý rok 2012, a to v důsledku vysokých cen energií, oslabení eura a růstu nepřímých daní v některých zemích. Inflace by v roce 2012 měla dosáhnout průměrné úrovně mezi 2,4 a 2,6 %. V roce 2013 by měla poklesnout na úroveň mezi 1,3 a 2,5 %, a to především v důsledku vývoje cen energií, který byl se měl během období projekcí výrazně uvolnit a odrážet předpokládaný postupný pokles cen ropy. V roce 2013 by mělo klesnout i tempo růstu cen potravin. Inflace měřená HICP s vyloučením potravin a energií by měla po období projekcí zůstat celkově stabilní. Tlaky na růst cen v souvislosti s nedávným oslabením eura a růstem nepřímých daní a regulovaných cen v některých zemích by měly být celkově kompenzovány protiinflačními tlaky v důsledku působení slabé domácí poptávky a vysoké nezaměstnanosti.

Podrobnější pohled ukazuje, že vnější cenové tlaky tažené v minulosti rostoucími cenami ropy a oslabováním eura, by se měly během období projekcí uvolnit. Zejména předpoklady o stabilizaci směnného kurzu eura a o poklesu cen ropy naznačují, že roční tempo růstu dovozového deflátoru by mělo postupně klesat. Pokud jde o domácí cenové tlaky, meziroční tempo růstu náhrad na zaměstnance by mělo v roce 2012 klesat a v roce 2013 zůstat slabé a odrážet tak zhoršující se situaci na trhu práce a opatření fiskální konsolidace v některých zemích. Očekává se, že mzdy by v roce 2012 měly růst méně než ceny, a reálná náhrada na zaměstnance by tak měla letos klesat a stabilizovat se v roce 2013. Měla by však zůstat výrazně nižší než tempo růstu produktivity. Tempo růstu jednotkových mzdových nákladů by mělo v roce 2012 oživit a v roce 2013 poklesnout, a to především v důsledku vývoje produktivity. Ukazatel

ziskových marží by měl v roce 2012 klesnout a pohlcovat tak vliv rostoucích jednotkových mzdových nákladů v prostředí slabé poptávky. V následujícím období by zpomalující růst jednotkových mzdových nákladů a zlepšující se hospodářské podmínky měly podporovat oživení ziskových marží. Růst regulovaných cen a nepřímých daní jako součást plánů fiskální konsolidace by měl v letech 2012 a 2013 výrazně přispívat k inflaci měřené HICP.

Porovnání s projekcemi z června 2012

V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu, které byly zveřejněny v Měsíčním bulletinu v červnu 2012, byla rozpětí projekcí růstu reálného HDP v eurozóně v roce 2012 a 2013 upravena směrem dolů. Většina těchto úprav směrem dolů se týká dvou posledních čtvrtletí 2012 a naznačují záporný statistický přenos do roku 2013. Pokud jde o inflaci měřenou HICP, rozpětí projekcí pro rok 2012 a 2013 jsou o něco vyšší než v projekcích z června 2012 a odrážejí hlavně dopad slabšího směnného kurzu eura.

Tabulka B Porovnání s projekcemi z června 2012

(průměrné procentní změny za rok)

	2012	2013
Reálný HDP – červen 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
Reálný HDP – září 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
HICP – červen 2012	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2
HICP – září 2012	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5

Porovnání s prognózami dalších institucí

Pro eurozónu je k dispozici řada prognóz od mezinárodních institucí i organizací v soukromém sektoru (viz tabulka C). Tyto prognózy však nejsou vzájemně přesně srovnatelné, ani je nelze zcela srovnávat s makroekonomickými projekcemi pracovníků ECB, 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 nspecifikované) metodiky. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očišťování údajů o vliv počtu pracovních dnů.

Podle prognóz, které jsou v současnosti k dispozici od dalších organizací a institucí, by mělo tempo růstu reálného HDP eurozóny dosáhnout v roce 2012 úrovně mezi -0,5 a -0,1 %, což je blízko rozpětí uvedenému v projekcích pracovníků ECB. Dostupné prognózy pro rok 2013 se pohybují v rozpětí 0,3 a 1,0 %, což je v intervalu projekcí sestavených pracovníky ECB. Pokud jde o vývoj inflace, dostupné prognózy naznačují, že průměrná roční míra inflace měřená HICP bude v roce 2012 v rozpětí mezi 2,0 a 2,4 %, tedy pod úrovní rozpětí v projekcích pracovníků ECB. Dostupné prognózy pro rok 2013 očekávají, že inflace měřená HICP dosáhne úrovně mezi 1,6 a 1,9 %, což je v rozpětí projekcí sestavených pracovníky ECB.

Tabulka C Srovnání prognóz růstu reálného HDP a inflace měřené HICP v eurozóně

(průměrné procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP		Inflace měřená HICP	
		2012	2013	2012	2013
OECD	květen 2012	-0,1	0,9	2,4	1,9
Evropská komise	květen 2012	-0,3	1,0	2,4	1,8
MMF	červenec 2012	-0,3	0,7	2,0	1,6
Survey of Professional Forecasters	srpen 2012	-0,3	0,6	2,3	1,7
Consensus Economics Forecasts	srpen 2012	-0,5	0,3	2,3	1,7
Euro Zone Barometer	srpen 2012	-0,5	0,3	2,3	1,8
Projekce pracovníků ECB	září 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5

Zdroje: European Commission Economic Forecast, Spring 2012; IMF World Economic Outlook Update, July 2012, v případě růstu reálného HDP, a World Economic Outlook, April 2012, v případě inflace; OECD Economic Outlook, May 2012; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a Survey of Professional Forecasters ECB.

Poznámky: Jak makroekonomické projekce pracovníků ECB, tak prognózy OECD uvádějí roční tempa růstu očištěná o vliv počtu pracovních dní, zatímco Evropská komise a MMF pracují s ročními tempy růstu, která o vliv počtu pracovních dní za rok 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, ZÁŘÍ 2012

HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ

1 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ EUROZÓN

Ve světové ekonomice dochází k postupnému oživení, i když ve druhém čtvrtletí roku 2012 její růstová dynamika poměrně synchronizovaně zmírnila. Nejnovější údaje z průzkumů naznačují určité známky stabilizace během třetího čtvrtletí, i když na nízké úrovni. Očekává se, že ve čtvrtém čtvrtletí bude hospodářská aktivita postupně posilovat. V rozvíjejících se ekonomikách tempo růstu zpomalilo, přitom však zůstávalo ve srovnání s vyspělými ekonomikami solidní. Inflation ve vyspělých i rozvíjejících se ekonomikách v posledních měsících nadále zmiřňovala.

2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

2.1 PENÍZE A ÚVĚRY MFI

V prostředí charakterizovaném nízkými úrokovými sazbami a zvýšenou nejistotou nadále ukazovala dynamika měnového vývoje, že sektor držby peněz v období od dubna do července 2012 upřednostňuje likviditu. U nejlíkvnějších nástrojů v agregátu M3 byl zaznamenán příliv, přičemž k pohybu docházelo uvnitř i vně tohoto širokého peněžního agregátu. Druhým zdrojem byly nadále, tak jako v prvním čtvrtletí, úvěry veřejnému sektoru. Naproti tomu růst úvěrů soukromému sektoru mezi dubnem a červencem dále oslabil. V zemích s přílivem kapitálu dávaly velké podniky a firmy s nadbytkem hotovosti přednost vnitřním a tržním vnějším zdrojům financování před úvěry od MFI. V dalších zemích eurozóny zůstala poptávka po úvěrech slabá v důsledku zvýšené nejistoty, nízké důvěry a potřeby korekce vysoké úrovně zadluženosti v soukromém sektoru. Zároveň omezení rozvah bank nadále v těchto zemích tlumilo nabídku úvěrů. Tempo růstu peněžní zásoby zůstávalo celkově na mírné úrovni, což při pohledu na eurozónu jako celek signalizuje vyrovnaná rizika pro cenovou stabilitu. Přitom je nezbytné situaci neustále sledovat vzhledem k vysokému stupni heterogenity mezi jednotlivými zeměmi.

2.2 FINANČNÍ INVESTICE NEFINANČNÍHO SEKTORU A INSTITUCIONÁLNÍCH INVESTORŮ

Meziroční tempo růstu finančních investic nefinančního sektoru v prvním čtvrtletí 2012 vzrostlo, což částečně odráželo zvýšenou preferenci likvidních aktiv v souvislosti se zvýšenou nejistotou. Meziroční tempo růstu finančních investic pojišťoven a penzijních fondů se stabilizovalo v důsledku silného nárůstu investic domácností do pojistných technických rezerv. Ve druhém čtvrtletí roku 2012 byly zaznamenány čisté zpětné odkupy u všech hlavních typů investičních fondů – s výjimkou dluhopisových fondů – v důsledku uvolnění na dluhopisových trzích po mimořádných opatřeních měnové politiky Eurosystemu.

2.3 ÚROKOVÉ SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU

Úrokové sazby peněžního trhu mezi 5. červnem a 5. zářím 2012 obecně klesaly. Tento vývoj je v souladu s pokračujícím poklesem sazby EONIA, která od počátku roku oscilovala na nízkých úrovních, a odráží snížení základních úrokových sazeb ECB o 25 bazických bodů, které vstoupilo v platnost 11. července 2012, jakož i velký objem přebytečné likvidity na jednodenním peněžním trhu. Volatilita úrokových sazeb na peněžním trhu klesla.

2.4 TRHY DLUHOPISŮ

Mezi 1. červnem a 5. zářím 2012 se v eurozóně zvýšily výnosy z dlouhodobých státních dluhopisů s ratingem AAA celkově o zhruba 10 bazických bodů. Ve Spojených státech zůstaly výnosy ze státních dluhopisů celkově beze změny. Výnosy z dlouhodobých státních dluhopisů v eurozóně v červnu vzrostly, avšak následně zaznamenaly delší fázi poklesu, která byla zapříčiněna v první řadě rostoucími obavami trhu ohledně krátkodobého hospodářského výhledu a dluhovou krizí v eurozóně. Výnosy dlouhodobých státních dluhopisů ve Spojených státech v červnu celkově kolísaly a v první polovině července poklesly, přičemž na konci července a v srpnu došlo k obratu tohoto poklesu. V eurozóně výnosy dlouhodobých státních dluhopisů u většiny zemí vůči německým dluhopisům klesly. Nejistota ohledně dalšího vývoje na trhu dluhopisů v eurozóně měřená implikovanou volatilitou trhu dluhopisů zůstala od začátku června celkově beze změny. Ve Spojených státech se implikovaná volatilita trhu dluhopisů ve stejném období snížila a zůstávala tedy na nižších úrovních než v eurozóně. V eurozóně ukazatele vycházející z údajů trhu nadále naznačují, že střednědobá až dlouhodobá inflační očekávání nadále zůstávají plně v souladu s cenovou stabilitou.

2.5 AKCIOVÉ TRHY

Mezi 1. červnem a 5. zářím 2012 vzrostly kurzy akcií v eurozóně zhruba o 13 % a ve Spojených státech o 7 %. Kurzy akcií v eurozóně byly podpořeny politickými iniciativami zaměřenými na posílení finanční stability. Akciové kurzy finančních podniků od konce července rostly poté, co tvůrci hospodářských politik vydali prohlášení o svém odhodlání přijmout nezbytné kroky k vyřešení krize. Celkově si kurzy akcií ve finančním sektoru vedly lépe než v nefinančním sektoru. Nejistota na akciových trzích měřená implikovanou volatilitou značně poklesla jak v eurozóně, tak ve Spojených státech.

2.6 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Mezi dubnem a červencem 2012 se reálné náklady na financování u nefinančních podniků v eurozóně snížily jen mírně, což odráželo plošný pokles ve všech dílčích kategoriích, ale zejména u dlouhodobých sazeb z úvěrů. Pokud jde o finanční toky, meziroční růst úvěrů nefinančním podnikům zmírnil a ve druhém čtvrtletí 2012 dosáhl hodnoty -0,6 %. Slabé tempo růstu úvěrů bylo z velké části důsledkem slabých hospodářských podmínek, stále zvýšeného úvěrového rizika, omezení na straně nabídky a utlumené poptávky po úvěrech. Objem nově emitovaných dluhových cenných papírů nefinančních podniků ve druhém čtvrtletí 2012 dále vzrostl.

2.7 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE SEKTORU DOMÁCNOSTÍ

Podmínky financování pro domácnosti v eurozóně byly ve druhém čtvrtletí 2012 charakterizovány klesajícími sazbami z bankovních úvěrů. Tato skutečnost odrážela promítání klesajících základních úrokových sazeb ECB i zlepšování likvidity a financování bank v důsledku mimořádných opatření měnové politiky ECB (zejména tříletých dlouhodobějších refinančních operací). Zatímco negativní dopad zesílené krize státních dluhopisů ovlivnil situaci ohledně financování bank, opatření měnové politiky utlumila s tím spojený účinek na náklady a objem úvěrů poskytnutých domácnostem. Meziroční tempo růstu úvěrů poskytovaných domácnostem měnovými finančními institucemi upravené o prodej a sekuritizaci úvěrů zpomalilo ve druhém čtvrtletí 2012 na 1,4 % a poté v červenci dále zpomalilo na 1,1 %. Nejnovější údaje tak nadále naznačují, že vývoj v oblasti úvěrů domácnostem je utlumený. I přesto byla nadále ve vývoji úvěrů zaznamenána značná heterogenita mezi jednotlivými státy. Odhaduje se, že poměr dluhu domácností k hrubému disponibilnímu důchodu ve druhém čtvrtletí 2012 mírně vzrostl, zatímco zatížení domácností úrokovými platbami zůstalo celkově beze změny.

3 CENY A NÁKLADY

Meziroční inflace v eurozóně měřená HICP dosáhla podle předběžného odhadu Eurostatu v srpnu 2012 úrovně 2,6 %, zatímco v předchozím měsíci činila 2,4 %. Tento nárůst je zejména důsledkem obnoveného růstu cen energií denominovaných v eurech. Na základě současných cen futures na ropu by mohla být inflace poněkud vyšší, než se očekávalo před několika měsíci, ale v průběhu příštího roku by měla znovu klesnout pod 2 %. V horizontu, který je pro měnovou politiku relevantní, by v prostředí mírného hospodářského růstu v eurozóně a dobře ukotvených dlouhodobých inflačních očekávání měly cenové tlaky zůstat mírné. Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu ze září 2012, které sestavili pracovníci ECB, by měla meziroční inflace měřená HICP dosáhnout v roce 2012 úrovně mezi 2,4 a 2,6 % a v roce 2013 mezi 1,3 a 2,5%. Rozpětí těchto projekcí na rok 2012 a 2013 jsou o něco výše oproti makroekonomickým projekcím z června 2012, které vypracovali odborníci Eurosystemu. Rizika ohrožující střednědobý výhled cenového vývoje jsou nadále celkově vyrovnaná. Proinflační rizika souvisejí s dalším růstem nepřímých daní vzhledem k nutnosti provádět fiskální konsolidaci. Hlavní protiinflační rizika souvisejí s dopadem slabšího než očekávaného růstu v eurozóně, což je zejména důsledkem dalšího zesílení napětí na finančních trzích a jeho vlivu na domácí složky inflace. Pokud všichni tvůrci hospodářských politik v eurozóně toto zintenzivnění účinnými opatřeními neomezí, může zintenzivnění zvýšit riziko zpomalení růstu cen.

4 NABÍDKA, POPTÁVKA A TRH PRÁCE

Nedávno zveřejněné statistiky naznačují, že se ve druhém čtvrtletí 2012 reálný HDP mezičtvrtletně snížil o 0,2 % poté, co v prvním čtvrtletí bylo tempo jeho růstu nulové. Ekonomické ukazatele naznačují pro zbytek roku 2012 pokračující slabou hospodářskou aktivitu v prostředí zvýšené nejistoty. Nehledě na krátkodobý horizont se očekává, že ekonomika eurozóny se bude zotavovat jen velmi postupně. Růstovou dynamiku by měl i nadále tlumit nezbytný proces korekce rozvah ve finančním i nefinančním sektoru, existence vysoké nezaměstnanosti a nerovnoměrné oživení ve světě. Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu ze září 2012, které sestavili pracovníci ECB, by měl meziroční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2012 úrovně mezi -0,6 a -0,2% a v roce 2013 mezi -0,4 a 1,4 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi, které sestavili odborníci Eurosystemu v červnu 2012, tak byla rozmezí pro rok 2012 a 2013 revidována směrem dolů. Podle jejich hodnocení zůstává hospodářský výhled v eurozóně spojen s riziky zpomalení ekonomického růstu.

5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

Podle nejnovějších statistických údajů o státních financích zemí eurozóny, jež jsou k dispozici do prvního čtvrtletí 2012, schodek vládního sektoru zemí eurozóny pokračoval v poklesu, i když pomaleji, zatímco poměr vládního dluhu k HDP nadále rostl. V dalším období je velmi důležité, aby se vlády zemí eurozóny striktně držely svých rozpočtových cílů a korigovaly v dohodnutých termínech nadměrné schodky. V této souvislosti je nezbytné, aby návrhy rozpočtů na rok 2013, které se nyní připravují, zahrnovaly dostatečně ambiciózní a dostatečně specifikovaná opatření ke splnění fiskálních cílů. Navíc probíhají další iniciativy zaměřené na posílení fiskálního řízení v eurozóně, včetně jednání o dvojici nařízení (tzv. two-pack) a činnosti pracovní skupiny připravující zprávu, která zahrnuje návrhy na vytvoření fiskální unie.