

ÚVODNÍ SLOVO

Na základě své pravidelné hospodářské a měnové analýzy rozhodla Rada guvernérů na svém zasedání 4. září 2014, že sníží úrokovou sazbu pro hlavní refinanční operace Eurosystemu o 10 bazických bodů na 0,05 % a úrokovou sazbu pro mezní zápůjční facilitu o 10 bazických bodů na 0,30 %. Úroková sazba pro vkladovou facilitu byla snížena o 10 bazických bodů na -0,20 %. Rada guvernérů dále rozhodla zahájit nákupy aktiv nefinančního soukromého sektoru. Eurosystem bude nakupovat široké portfolio běžných a transparentních cenných papírů krytých aktivy (ABS), přičemž podle programu nákupu ABS (ABSPP – ABS purchase programme) budou podkladová aktiva sestávat z pohledávek vůči nefinančnímu soukromému sektoru. To odpovídá úloze trhu ABS při zprostředkování toků nových úvěrů do ekonomiky a navazuje na zintenzivnění přípravných prací v této oblasti v souladu s červnovým rozhodnutím Rady guvernérů. Souběžně bude Eurosystem nakupovat v rámci nového programu nákupu krytých dluhopisů (CBPP3) také široké portfolio krytých dluhopisů v eurech vydaných měnovými finančními institucemi (MFI) se sídlem v eurozóně. Intervence podle těchto programů budou zahájeny v říjnu 2014. Podrobnější podmínky programů budou zveřejněny po zasedání Rady guvernérů, které se bude konat 2. října 2014. Tato opatření, o nichž bylo nově rozhodnuto, společně s cílenými dlouhodobějšími refinančními operacemi, které v nejbližší době proběhnou, budou mít výrazný dopad na rozvahu Eurosystemu.

Uvedená rozhodnutí doplní řadu opatření měnové politiky přijatých v posledních měsících. Zejména podpoří signalizaci budoucí měnové politiky v oblasti základních úrokových sazeb ECB ze strany Rady guvernérů a budou odrážet skutečnost, že v cyklu měnové politiky existují mezi hlavními rozvinutými ekonomikami významné a rostoucí rozdíly. Opatření dále posílí fungování transmisního mechanismu měnové politiky a podpoří celkové úvěrování ekonomiky. Rada guvernérů ve své analýze vzala v úvahu celkový utlumený výhled inflace, oslabení dynamiky růstu v eurozóně v nedávné minulosti a pokračující nevýrazný růst peněžní zásoby a objemu úvěrů. Rozhodnutí ze 4. září



2014 byla, stejně jako ostatní zavedená opatření, přijata s cílem podpořit pevné ukotvení střednědobých až dlouhodobých inflačních opatření – v souladu s cílem Rady guvernérů udržet míru inflace pod 2 %, ale blízko této úrovně. Promítání těchto opatření do ekonomiky přispěje k návratu míry inflace k úrovním blíže 2 %. Pokud by bylo třeba se dále zabývat riziky příliš dlouhého období nízké inflace, je Rada guvernérů jednomyslně odhodlána použít další nekonvenční nástroje v rámci svého mandátu.

Hospodářská analýza ukazuje, že po čtyřech čtvrtletích mírného růstu zůstal reálný HDP eurozóny ve druhém čtvrtletí letošního roku v porovnání s předchozím čtvrtletím beze změny. I když tento vývoj částečně odráží jednorázové faktory, výsledek byl slabší, než se očekávalo. Pokud jde o třetí čtvrtletí, výsledky průzkumů dostupné do srpna naznačují oslabení dynamiky cyklického růstu, i když nadále odpovídají mírné expanzi.

Domácí poptávku by měla podpořit řada přijatých opatření měnové politiky, pokračující zlepšování podmínek financování, pokrok dosažený ve fiskální konsolidaci a strukturálních reformách i nižší ceny energií podporující reálný disponibilní důchod. Z hospodářského oživení ve světě by měla dále těžit poptávka po vývozu. Současně je pravděpodobné, že oživení bude nadále tlumeno vysokou nezaměstnaností, značnou nevyužitou kapacitou, pokračujícím záporným růstem úvěrů MFI soukromému sektoru a nezbytnou korekcí rozvah ve veřejném a soukromém sektoru. Z hlediska dalšího vývoje je třeba pečlivě sledovat klíčové ukazatele a předpoklady výhledu růstu.

Toto hodnocení se celkově odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu ze září 2014, které sestavili pracovníci ECB. Podle těchto projekcí by roční reálný HDP měl v roce 2014 vzrůst o 0,9 %, v roce 2015 o 1,6 % a v roce 2016 o 1,9 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z června 2014, které sestavili odborníci Eurosystemu, byly projekce růstu reálného HDP pro rok 2014 a 2015 upraveny směrem dolů a projekce pro rok 2016 směrem nahoru.

Rada guvernérů vnímá rizika zpomalení hospodářského růstu, která jsou s hospodářským výhledem v eurozóně spojena. Zejména ztráta hospodářské dynamiky může tlumit soukromé investice a zvýšená geopolitická rizika by mohla mít další negativní dopad na důvěru podniků a spotřebitelů. Další riziko zpomalení hospodářského růstu je spojeno s nedostatečnými strukturálními reformami v zemích eurozóny.

Podle předběžného odhadu Eurostatu dosahovala v srpnu 2014 meziroční inflace v eurozóně měřená HICP úrovně 0,3 % oproti 0,4 % v červenci. Tento pokles odráží převážně nižší růst cen energií, ostatní hlavní složky HICP zůstaly v úhrnu víceméně beze změn. Míra inflace zůstává po značnou dobu na nízké úrovni. Rozhodnutí ze 4. září 2014 byla, stejně jako ostatní zavedená opatření, přijata s cílem podpořit pevné ukotvení střednědobých až dlouhodobých inflačních opatření – v souladu s cílem Rady guvernérů udržet míru inflace pod 2 %, ale blízko této úrovně. Na základě stávajících údajů by měla meziroční inflace měřená HICP v následujících měsících setrvat na nízké úrovni a v průběhu let 2015 a 2016 začít postupně růst.

Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu ze září 2014, které sestavili pracovníci ECB, by meziroční inflace měřená HICP měla v roce 2014 dosáhnout úrovně 0,6 %, v roce 2015 úrovně 1,1 % a v roce 2016 pak 1,4 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu z června 2014 byla projekce míry inflace na rok 2014 upravena směrem dolů. Projekce pro rok 2015 a 2016 zůstávají beze změny.

Rada guvernérů bude s přihlédnutím k opatřením, o nichž bylo rozhodnuto 4. září, nadále pečlivě sledovat rizika spojená s výhledem cenového vývoje ve střednědobém horizontu. V této souvislosti se Rada guvernérů zaměří především na možné dopady utlumené dynamiky růstu, geopolitického vývoje, vývoje směnných kurzů a promítání přijatých opatření měnové politiky.

Pokud jde o měnovou analýzu, údaje za červenec 2014 nadále ukazují na utlumený základní růst širokých peněz (M3); meziroční růst se z červnové hodnoty 1,6 %



zvýšil v červenci na 1,8 %. Tempo růstu úzkého peněžního agregátu M1 dosáhlo v červenci 5,6 % oproti 5,4 % v červnu. Růst čistých zahraničních aktiv MFI, který částečně odráží pokračující zájem mezinárodních investorů o aktiva eurozóny, zůstal významným faktorem podporujícím meziroční růst M3.

Meziroční tempo změny úvěrů nefinančním podnikům (očištěné o prodej a sekuritizaci úvěrů) zůstalo v červenci záporné na úrovni -2,2 % a oproti předchozímu měsíci se nezměnilo. Čisté splátky úvěrů však v červenci opět dosáhly značných objemů. Dynamika úvěrů nefinančním podnikům nadále odráží zpožděnou reakci na hospodářský cyklus, úvěrové riziko, faktory nabídky úvěrů a probíhající korekci rozvah ve finančním i nefinančním sektoru. Meziroční tempo růstu úvěrů domácnostem (očištěné o prodej a sekuritizaci úvěrů) bylo v červenci na úrovni 0,5 % a od začátku roku 2013 se prakticky nezměnilo.

Za situace slabého růstu úvěrů dokončuje ECB komplexní hodnocení bankovních rozvah, které má klíčový význam pro překonání omezení na straně nabídky úvěrů.

Celkově tedy porovnání výsledků hospodářské analýzy a signálů z analýzy měnového vývoje vedlo Radu guvernérů k tomu, aby rozhodla o opatřeních, jež zajistí další akomodaci měnové politiky a podpoří úvěrování reálné ekonomiky.

V oblasti strukturálních reforem byly v několika členských státech učiněny důležité kroky, zatímco v dalších je ještě třeba taková opatření přijmout a realizovat. Toto úsilí je třeba nyní jednoznačně zrychlit, aby bylo v eurozóně dosaženo vyššího udržitelného růstu a zaměstnanosti. Nutné jsou rozhodně strukturální reformy na trzích zboží, služeb a práce i zlepšení podnikatelského prostředí. V oblasti fiskální politiky přispěla komplexní fiskální konsolidace v nedávných letech ke snížení rozpočtové nerovnováhy. Země eurozóny by pokrok dosažený díky fiskální konsolidaci neměly oslabit a měly by postupovat v souladu s paktem stability a růstu. Pakt pomáhá ukotvovat důvěru a stávající pružnost v pravidlech umožňuje řešit rozpočtové náklady hlavních strukturálních reforem a podporu poptávky. Existuje i prostor k dosažení prorůstové skladby fiskálních politik. Úplné a důsledné provádění stávajícího rámce fiskálního

a makroekonomického dohledu v eurozóně má klíčový význam pro snížení vysokého poměru dluhu vládního sektoru, zvýšení potenciálního tempa růstu a zvýšení odolnosti eurozóny vůči šokům.

Toto vydání Měsíčního bulletinu obsahuje jeden článek – „Makroekonomické projekce pro eurozónu ze září 2014 sestavené pracovníky ECB“.





EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU ZE ZÁŘÍ 2014 SESTAVENÉ PRACOVNÍKY ECB¹

S ohledem na utlumený vývoj obchodu, napjatou geopolitickou situaci a nejistoty ohledně reformního procesu v některých zemích eurozóny naznačují aktuální ukazatele slabší výhled v krátkodobém horizontu. Základní projekce nicméně i nadále počítá s faktory, které by měly přispívat k pokračujícímu oživení. Domácí poptávka bude těžit z akomodačního nastavení měnové politiky, podpořeného standardními a mimořádnými opatřeními z června 2014, a z příznivějších podmínek pro poskytování úvěrů. Základní projekce předpokládají po letech výrazného fiskálního zpřísnění celkově neutrální fiskální politiku. Soukromou spotřebu navíc podpoří nízké ceny komodit a růst příjmů v důsledku postupného zlepšování situace na trhu práce. Pozitivní vliv na investice bude mít snížená potřeba korekce rozvah a efekty dohánění po letech utlumené hospodářské aktivity, ačkoliv tento proces zpočátku brzdily přebytky volné kapacity. Postupné oživení ve světě bude příznivě působit na vývoz, který bude těžit i z vlivu slabšího efektivního kurzu eura. Reálný HDP by měl podle projekcí v roce 2014 vzrůst o 0,9 %, v roce 2015 o 1,6 % a v roce 2016 o 1,9 %. Vzhledem k tomu, že tyto hodnoty překračují odhadovaný potenciální růst, přispívají k postupnému snižování mezery výstupu.

Očekává se, že inflace v eurozóně měřená HICP zůstane v blízké budoucnosti na nízké úrovni a její průměrná hodnota za rok 2014 bude činit 0,6 %. Následně se předpokládá pomalý nárůst na úroveň 1,1 % v roce 2015 a 1,4 % v roce 2016. Projekce vyšších hodnot celkové inflace odráží očekávané oživení hospodářské aktivity vedoucí k silnějšímu růstu mezd a zisků. Zároveň se očekává, že předpokládané zvyšování cen neenergetických komodit a dovozních cen v eurozóně obecně, které rovněž souvisí se slabším směnným kurzem eura, posílí tlak na růst cen. Inflační výhled však tlumí stávající mezera výstupu a předpokládaný pokles cen ropy odrážející klesající tendence cen futures.

V porovnání s projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu z června 2014 byla projekce růstu reálného HDP pro rok 2014 upravena směrem dolů o 0,2 procentního bodu, a to v důsledku slabších než očekávaných výsledků za druhé čtvrtletí a nižšího vývozu v druhé polovině roku. Směrem dolů byla upravena rovněž projekce na rok 2015, a sice zejména v souvislosti s méně příznivým přenosovým efektem. Projekce na rok 2016 byla naopak upravena o 0,1 procentního bodu směrem nahoru. Důvodem pro toto navýšení je především příznivý dopad lepších podmínek pro financování soukromých investic. Inflace měřená HICP pro rok 2014 byla upravena směrem dolů o 0,2 procentního bodu, což odráží nižší než očekávané výsledky inflace měřené HICP v posledních měsících. Projekce na roky 2015 a 2016 zůstává nezměněna. Oproti předchozím projekcím se sice s výjimkou energií předpokládají nižší hodnoty inflace měřené HICP, nicméně tyto hodnoty jsou celkově kompenzovány poněkud silnějším nárůstem inflace měřené HICP v oblasti energií, který souvisí s předpokladem vyšších cen ropy a nižšího směnného kurzu eura.

Nedávná opatření měnové politiky ECB se do základní projekce promítla pouze z pohledu jejich dopadu na metodické finanční předpoklady (tržní úrokové sazby a ceny akcií včetně směnného kurzu). Základní projekce z tohoto důvodu pravděpodobně podhodnocuje vliv daného souboru opatření, protože nezohledňuje dodatečné kanály (viz box 2).

Tento článek shrnuje makroekonomické projekce pro eurozónu na období 2014–2016. Projekce na takto dlouhé období jsou spojeny s velkou mírou nejistoty², což je zapotřebí zohlednit při jejich interpretaci.

Do projekcí pro eurozónu je poprvé zahrnuta i Litva.

¹ Makroekonomické projekce pracovníků ECB slouží Radě guvernérů jako podklad pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Informace 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. Datum uzávěrky pro použití aktuálních informací pro tyto projekce bylo 21. srpna 2014.

² Viz článek „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections“ v Měsíčním bulletinu z května 2013.

MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

Očekává se, že tempo růstu reálného HDP ve světě (bez eurozóny) se bude během období projekcí postupně zvyšovat a z hodnoty 3,7 % v roce 2014 vzroste v roce 2015 na 4,2 % a v roce 2016 dále na 4,3 %. Bez ohledu na krátkodobou volatilitu se upevňuje růstová dynamika ve vyspělých ekonomikách mimo eurozónu. K oživení dochází i na rozvíjejících se trzích, nejvýraznější je v tomto směru silné zrychlení v Číně. Celosvětové ukazatele potvrzují posilování růstu v nejbližším období. V delší perspektivě se očekává rovněž posilování hospodářské aktivity ve světě. Výrazně akomodační měnové politiky vyspělých ekonomik i nadále podporují finanční trhy a hospodářské oživení ve světě. Vyspělým ekonomikám by mělo rostoucí měrou prospívat odstraňování překážek, kdy slábnou snahy o snižování zadlužení soukromého sektoru, klesá potřeba fiskální konsolidace a zlepšuje se situace na trhu práce. V některých rozvíjejících se ekonomikách bude růstový potenciál naopak pravděpodobně brzděn nedostatky v oblasti infrastruktury, kapacitními omezeními a makroekonomickou nerovnováhou, zatímco některé jiné rozvíjející se ekonomiky se přizpůsobují přísnějším měnovým podmínkám a budoucí normalizaci měnové politiky ve Spojených státech.

Od konce loňského roku došlo k oslabení dynamiky světového obchodu. Z hlediska dalšího vývoje se očekává, že rostoucí investice ve vyspělých ekonomikách mimo eurozónu podpoří postupné ožívování světového obchodu. Určitý význam je však přisuzován i strukturálním faktorům, a to včetně zpomalujícího tempa integrace prostřednictvím globálních dodavatelských řetězců. Projekce proto v souladu s předchozími prognózami předpokládají nižší elasticitu světového obchodu na hospodářskou aktivitu, než bylo pozorováno před celosvětovou finanční krizí. Světový obchod (mimo eurozónu) by podle očekávání měl v roce 2014 posílit o 3,9 %, v roce 2015 o 5,5 % a v roce 2016 o 5,9 %. Vzhledem k tomu, že poptávka hlavních obchodních partnerů eurozóny po dovozu by měla zesilovat pomalejším tempem než ve zbytku světa, projekce předpokládají, že růst zahraniční poptávky eurozóny bude mírně slabší než růst světového obchodu (viz tabulka 1).

Tabulka 1 Mezinárodní prostředí

(procentní změny za rok)

	září 2014				červen 2014			úpravy od června 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reálný HDP ve světě (mimo eurozónu)	3,7	3,7	4,2	4,3	3,6	4,0	4,1	0,1	0,2	0,2
Světový obchod (mimo eurozónu) ¹⁾	3,4	3,9	5,5	5,9	4,3	5,7	5,9	-0,3	-0,2	0,0
Zahraníční poptávka eurozóny ²⁾	2,9	3,5	5,0	5,6	3,7	5,2	5,6	-0,3	-0,3	-0,1

Poznámka: Úpravy se počítají z nezaokrouhlených hodnot.

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

2) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu obchodních partnerů eurozóny.

V porovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu z června 2014 byl výhled růstu ve světě zvýšen pro rok 2014 o 0,1 procentního bodu a pro roky 2015 i 2016 vždy o 0,2 procentního bodu. Provedené úpravy jsou však technického rázu a plně odráží aktualizaci vah HDP vycházejících z parity kupní síly, které se využívají pro sestavování agregátů celosvětové hospodářské aktivity. Tyto agregáty přikládají větší význam rychleji rostoucím rozvíjejícím se tržním ekonomikám než změně náhledu na úrovni jednotlivých zemí.³ Kromě efektů úpravy vah zůstává celosvětový růst HDP v zásadě nezměněn. Zahraniční poptávka v eurozóně byla pro roky 2014 a 2015 snížena o 0,3 procentního bodu a pro rok 2016 o 0,1 procentního bodu. Tyto úpravy směrem dolů odráží hodnocení, že světový trh bude pravděpodobně slabší, než se očekávalo, a zároveň pesimističtější výhled ve vztahu k obchodu s Ruskem a Ukrajinou (viz box 4).

3 Po zveřejnění průzkumu z roku 2011, v jehož rámci se mezinárodní srovnávací projekt (International Comparison Program) zabýval novými referenčními hodnotami parity kupní síly, MMF aktualizoval své odhady HDP přepočteného podle parity kupní síly, které zveřejnil v publikaci World Economic Outlook (viz příslušný box v aktualizaci WEO vydané MMF v červenci 2014).

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 13. srpna 2014. Krátkodobé sazby odkazují na tříměsíční sazbu EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Podle této metodiky vychází průměrná úroveň těchto krátkodobých úrokových sazeb v roce 2014 a 2015 ve výši 0,2 % a v roce 2016 ve výši 0,3 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 2,3 % v roce 2014, 2,2 % v roce 2015 a 2,5 % v roce 2016.¹ S ohledem na vývoj úrokových sazeb na forwardových trzích a postupné promítání změn tržních sazeb do sazeb z úvěrů se očekává, že kompozitní sazby z bankovních úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru v eurozóně zůstanou během roku 2014 a 2015 celkově stabilní a následně budou v průběhu roku 2016 mírně růst.

Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzávěrky se očekává, že cena barelu ropy Brent poklesne ze 109,8 USD v druhém čtvrtletí 2014 na 102,7 USD v roce 2016. Předpokládá se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech v roce 2014 výrazně klesnou, v roce 2015 se mírně zvýší a v roce 2016 porostou o něco rychleji.²

Očekává se, že dvoustranné směnné kurzy eura zůstanou v horizontu projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 13. srpna 2014. To by znamenalo, že směnný kurz eura bude v roce 2014 na úrovni 1,36 USD za euro a v letech 2015 a 2016 na úrovni 1,34 USD za euro.

Metodické předpoklady

	září 2014				červen 2014			úpravy od června 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Tříměsíční sazba EURIBOR (v % p.a.)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,2
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v % p.a.)	2,9	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	-0,1	-0,4	-0,5
Cena ropy (v USD za barel)	108,8	107,4	105,3	102,7	107,2	102,2	98,2	0,2	3,0	4,5
Ceny neenergetických komodit v USD (meziroční změny v %)	-5,0	-4,8	0,1	4,4	0,3	1,7	4,6	-5,1	-1,6	-0,2
Směnný kurz USD/EUR	1,33	1,36	1,34	1,34	1,38	1,38	1,38	-1,8	-3,3	-3,3
Nominální efektivní směnný kurz eura (EER20) (meziroční změna v %)	3,8	1,4	-0,8	0,0	2,6	0,1	0,0	-1,2	-0,9	0,0

Poznámka: Úpravy se počítají z nezaokrouhlených hodnot.

1) Úpravy jsou vyjádřeny v procentech v případě úrovní, v rozdílech v případě míry růstu a v procentních bodech v případě úrokových sazeb a výnosů dluhopisů.

Fiskální předpoklady odrážejí schválené rozpočtové zákony a dodatečné rozpočty zemí eurozóny, jejich střednědobé rozpočtové plány a jasné vymezená fiskální opatření vyplývající z aktualizací programů stability, které byly k dispozici k 21. srpnu 2014. Zahrnují všechna opatření, která již byla národními parlamenty schválena nebo která byla vládami dostatečně podrobně rozpracována a u nichž je pravděpodobné, že jejich legislativní proces bude úspěšně završen. Celkově tyto předpoklady v průměru naznačují, že objem fiskální konsolidace bude v horizontu projekcí podle rozpočtových plánů na rok 2014 a pouze omezeného objemu informací pro rok 2015 a 2016 jen malý. Předpokládaná fiskální konsolidace v horizontu projekcí je výrazně nižší než v posledních letech.

V porovnání s Měsíčním bulletinem z června 2014 zahrnují hlavní změny v metodických předpokladech nižší krátkodobé a dlouhodobé úrokové sazby v eurozóně a rovněž slabší efektivní kurz eura. I když ceny

ropy v amerických dolarech jsou o něco vyšší než v červnových projekcích, ceny neenergetických komodit jsou nižší.

- 1 Základem pro předpoklad týkající se nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně je vážený průměr výnosů z referenčních desetiletých dluhopisů těchto zemí, vážený hodnotami ročního HDP a extrapolovaný podle budoucí trajektorie odvozené od nominálního výnosu ze všech desetiletých dluhopisů v eurozóně publikovaného ECB, přičemž původní nesoulad mezi oběma časovými řadami zůstává po období projekcí beze změny. Předpokládá se, že spready mezi výnosy státních dluhopisů jednotlivých zemí a odpovídajícím průměrem za eurozónu zůstávají v horizontu projekcí konstantní.
- 2 Předpoklady o cenách ropných a potravinářských komodit vycházejí z cen futures do konce horizontu projekcí. U ostatních neenergetických nezemědělských komodit se předpokládá, že ceny budou do třetího čtvrtletí 2015 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě. Projekce výstupních cen zemědělské produkce EU (v eurech), které se používají při prognózování spotřebitelských cen potravin, se vytvářejí na základě ekonometrického modelu, který bere v potaz vývoj mezinárodních cen potravinářských komodit.

PROJEKCE RŮSTU REÁLNÉHO HDP

Po čtyřech čtvrtletích mírného růstu se ve druhém čtvrtletí 2014 hospodářské oživení v eurozóně zastavilo. Zdá se, že slabá hospodářská aktivita ve druhém čtvrtletí je částečně důsledkem nepříznivého vlivu některých jednorázových faktorů. Zaprvé, hospodářská aktivita v prvním čtvrtletí byla ovlivněna mimořádným růstovým efektem způsobeným nízkým počtem svátků (celé velikonoční prázdniny připadly do druhého čtvrtletí) a teplým počasím v zimních měsících, které podpořilo stavební výrobu. Ani jeden z těchto růstových efektů v prvním čtvrtletí nebyl dostatečně očištěn o sezonní vlivy a vlivy počtu pracovních dní. Nepřítomnost těchto efektů ve druhém čtvrtletí pak vedla k utlumení růstu. Zadruhé, je možné, že negativní kalendářní efekty související s neobvykle vysokým počtem „prodloužených víkendů“ okolo státních svátků v mnoha zemích eurozóny snížily počet efektivních pracovních dní v měsíci květnu, přičemž tento faktor nebyl zohledněn při očištění o vlivy počtu pracovních dní.

Ukazatele důvěry za druhou polovinu roku 2014 se stále pohybují v blízkosti svého dlouhodobého průměru, jejich nedávné oslabení však naznačuje v blízké budoucnosti spíše mírný nárůst hospodářské aktivity. K poklesu hodnot z průzkumů dochází na pozadí nedávného dalšího zvýšení geopolitického napětí (viz box 4) a nejistoty ohledně procesu hospodářských reforem v některých zemích eurozóny. Projekce celkově předpokládají v druhé polovině roku 2014 spíše mírné zvýšení hospodářské aktivity, tedy slabší růst, než se původně očekávalo.

Za předpokladu, že nedojde k další eskalaci geopolitického napětí, projekce očekávají v delším než krátkodobém horizontu postupné zrychlování růstu reálného HDP. V souladu s očekáváními by se měl reálný HDP v letech 2015 a 2016 zvyšovat a zároveň by měly klesat růstové diferenciály mezi jednotlivými zeměmi, a to díky postupnému překonávání fragmentace finančních trhů, menším rozdílům ve směřování jednotlivých fiskálních politik a díky pozitivním dopadům dosavadních strukturálních reforem v některých zemích na hospodářskou aktivitu. Očekávané oživení aktivity by mělo být podpořeno především silicí domácí poptávkou, která je důsledkem jednak akomodačního nastavení měnové politiky – jež bylo dále posíleno nedávnými standardními i mimořádnými opatřeními a po letech výrazného fiskálního zpřísnění představuje návrat k celkově neutrální fiskální orientaci – a jednak návratu k neutrálním podmínkám pro poskytování úvěrů. Z vyššího reálného disponibilního důchodu, který je důsledkem příznivého dopadu nízkého růstu cen komodit a zvyšování mezd, by měla těžit také soukromá spotřeba. Soukromé investice do rezidenčních nemovitostí a jiných aktiv by měly rovněž těžit z odeznívání nepříznivých vlivů způsobených potřebou korekce rozvah a z efektů dohánění po letech utlumené investiční aktivity. K oživení hospodářské aktivity bude stále větší měrou přispívat také postupný nárůst zahraniční poptávky, podpořený nedávným oslabením efektivního kurzu eura a předchozím posílením konkurenceschopnosti. Rychlejšímu růstu nicméně nadále brání několik faktorů. Očekává se, že nepříznivý dopad vysoké nezaměstnanosti v některých zemích na výhled soukromé spotřeby bude ve sledovaném období oslabovat pouze postupně. Míru investičních výdajů budou zároveň podle projekcí nadále limitovat přebytky volné kapacity v některých zemích a případná omezení na straně nabídky práce v ostatních zemích. Na výhled investic a vývozu pro nejbližší období pak bude i nadále tlumivě působit pokračující geopolitické napětí. V meziročním průměrném vyjádření by měl reálný HDP oživit v roce 2014 o 0,9 %, v roce 2015 o 1,6% a v roce 2016 o 1,9 %. Tento model růstu odráží stále se zvyšující příspěvek domácí poptávky spolu s malým kladným příspěvkem čistého vývozu.

Podrobnější pohled na složky poptávky ukazuje, že vývoz z eurozóny by měl ke konci roku 2014 a v průběhu roku 2015 získávat na dynamice a odrážet tak postupné posilování zahraniční poptávky eurozóny i příznivý efekt nedávného oslabení eura. Z celkového pohledu má současné napětí mezi EU a Ruskem na zahraniční poptávku a vývoz z eurozóny pouze omezené dopady, nicméně některých zemí s relativně silnými obchodními vazbami na Rusko by se tato situace mohla dotknout výraznějším způsobem. Podíl zemí eurozóny na exportních trzích by měl v horizontu projekcí nepatrně klesnout, i když vývoj v jednotlivých zemích eurozóny bude poměrně heterogenní. Tato heterogenita souvisí s rozdílným vývojem konkurenceschopnosti a odlišnými obchodními strukturami v jednotlivých zemích. Vývoz mezi zeměmi eurozóny by měl růst o něco pomaleji než vývoz z eurozóny, a to v důsledku stále spíše slabé domácí poptávky v eurozóně.

Podnikové investice by měly v horizontu projekcí postupně oživovat. Podporovat by je mělo posilování domácí a zahraniční poptávky v souvislosti s nahromaděnou potřebou reprodukčních investic, jakož i velmi nízká úroveň úrokových sazeb a očekávané zlepšení v promítání sazeb z úvěrů v některých zemích, růst zisků a určité zlepšení vlivu nabídky úvěrů. Výraznějšímu oživení podnikových investic brání nepříznivý dopad nižšího trendového růstu a další restrukturalizace podnikových rozvah v některých zemích eurozóny. Očekává se, že podnikové investice budou na konci horizontu projekcí stále o 6 % nižší, než byla nejvyšší úroveň před krizí, a že mezi jednotlivými zeměmi eurozóny budou panovat značné rozdíly.

Investice do rezidenčních nemovitostí by měly v druhé polovině roku 2014 postupně růst a následně během roku 2015 dále získávat na dynamice. Tento vývoj souvisí s oživením ekonomické aktivity v prostředí nízkých sazeb hypotečních úvěrů a lepších podmínek pro poskytování úvěrů a s postupně klesající potřebou korekcí. V některých zemích však potřeba korekcí na trzích s bydlením a/nebo stále slabý růst reálného disponibilního důchodu nadále tlumí výstavbu rezidenčních nemovitostí. Investice vládního sektoru by měly po celé období projekcí zůstat slabé, a to v důsledku pokračujícího omezení výdajů v několika zemích eurozóny, které převládá expanzivnější profil veřejných investic v jiných zemích.

Zaměstnanost vyjádřená počtem zaměstnaných osob se v první polovině roku 2014 mírně zvýšila. Růst zaměstnanosti by však v souladu s očekáváním projekcí měl v druhé polovině roku 2014 zůstat slabý a následně v letech 2015 a 2016 mírně posílit. Očekávané oživení zaměstnanosti odráží posílení hospodářské aktivity, stimulační dopad utlumeného růstu mezd v minulosti a pozitivní vliv reforem na trhu práce, které zvýšily flexibilitu a podpořily tvorbu pracovních míst v soukromém sektoru, zejména v některých problémových zemích. Celkový růst zaměstnanosti však bude tlumen dalším snižováním počtu zaměstnanců ve veřejném sektoru v některých zemích. Očekává se, že pracovní síla bude v důsledku imigrace a postupně se zlepšující situace na trhu práce, která stimuluje participaci některých segmentů obyvatelstva, v horizontu projekcí mírně růst. Míra nezaměstnanosti za poslední měsíce mírně klesla, což souvisí zejména s obratem ve vývoji zaměstnanosti. Ve sledovaném období by se míra nezaměstnanosti měla dále snižovat, nicméně se bude stále pohybovat výrazně nad úrovní z doby před krizí. Produktivita práce (měřená produkcí na jednoho zaměstnance) by se měla zvyšovat a odrážet tak očekávané oživení růstu reálného HDP a opožděnou reakci zaměstnanosti na vývoj hospodářské aktivity.

Tabulka 2 Makroekonomické projekce pro eurozónu¹⁾

(procentní změny za rok)

	září 2014				červen 2014			úpravy od června 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reálný HDP ³⁾	-0,4	0,9	1,6	1,9	1,0	1,7	1,8	-0,2	-0,1	0,1
		[0,7 - 1,1] ⁴⁾	[0,6 - 2,6] ⁴⁾	[0,6 - 3,2] ⁴⁾	[0,6 - 1,4] ⁴⁾	[0,6 - 2,8] ⁴⁾	[0,5 - 3,1] ⁴⁾			
Soukromá spotřeba	-0,6	0,7	1,4	1,6	0,7	1,5	1,6	0,0	-0,1	0,0
Vládní spotřeba	0,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0
Hrubá tvorba fixního kapitálu	-2,6	1,1	3,1	3,9	1,7	3,1	3,5	-0,6	0,0	0,4
Vývoz ⁵⁾	1,7	3,1	4,5	5,3	3,6	4,8	5,3	-0,5	-0,3	0,0
Dovoz ⁵⁾	0,7	3,5	4,5	5,3	3,6	4,8	5,5	-0,1	-0,4	-0,2
Zaměstnanost	-0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	0,5	0,7	0,0	0,1	0,0
Míra nezaměstnanosti (v % pracovní síly)	11,9	11,6	11,2	10,8	11,8	11,5	11,0	-0,2	-0,2	-0,3
HICP	1,4	0,6	1,1	1,4	0,7	1,1	1,4	-0,2	0,0	0,0
		[0,5 - 0,7] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,7 - 2,1] ⁴⁾	[0,6 - 0,8] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,6 - 2,2] ⁴⁾			
HICP bez započtení energií	1,4	0,8	1,3	1,6	1,0	1,3	1,6	-0,2	-0,1	0,0
HICP bez započtení energií a potravin	1,1	0,9	1,2	1,5	1,0	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní ⁶⁾	1,0	0,8	1,2	1,5	0,9	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
Jednotkové mzdové náklady	1,2	1,0	0,8	1,1	0,9	0,7	1,1	0,1	0,0	0,0
Náhrada na zaměstnance	1,6	1,6	1,8	2,2	1,6	1,9	2,2	0,0	-0,1	0,1
Produktivita práce	0,4	0,6	1,0	1,1	0,7	1,1	1,0	-0,1	-0,1	0,1
Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)	-3,0	-2,6	-2,4	-1,9	-2,5	-2,3	-1,9	-0,1	0,0	0,0
Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP) ⁷⁾	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9	0,0	0,0	0,0
Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)	92,7	93,9	93,1	91,5	93,4	92,6	91,1	0,5	0,5	0,4
Saldo běžného účtu (v % HDP)	2,4	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,8	-0,3	-0,3	-0,4

1) Do projekcí pro rok 2015 je zahrnuta Litva. Výpočet průměrných procentních změn za rok 2015 vychází ze složení eurozóny v roce 2014, které již zahrnuje Litvu. Projekce proměnných vztahujících se k národním účtům vychází ze standardu ESA 95.

2) Úpravy se vypočítají z nezaokrouhlených hodnot.

3) Údaje očištěné o vliv počtu pracovních dnů.

4) Rozpětí v okolí linky projekcí vycházejí z rozdílů mezi skutečnými hodnotami a jejich projekcemi za několik předchozích let. Šíře rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrné absolutní hodnoty těchto rozdílů. Metodika použitá pro výpočet rozpětí 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 dostupná na internetových stránkách ECB.

5) Včetně obchodu v rámci eurozóny.

6) Dílčí index vychází z odhadu skutečného dopadu nepřímých daní. Může se lišit od údajů Eurostatu, které předpokládají úplné a okamžité promítnutí vlivu daní do HICP.

7) Vypočítá se jako saldo vládního sektoru snížené o přechodné vlivy hospodářského cyklu a dočasná opatření přijatá vládami. Výpočet je v souladu s metodikou ESCB týkající se cyklicky očištěných rozpočtových sald (viz Bouthevillain, C. et al., „Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach“, Working Paper Series, No 77, ECB, September 2001) a s definicí ESCB týkající se dočasných opatření (viz Kremer, J. et al., „A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances“, Working Paper Series, No 579, ECB, January 2007). Projekce strukturálního salda není odvozená od celkové hodnoty mezery výstupu. Podle metodiky ESCB se cyklické složky vypočítávají odděleně za různé výnosy a výdajové položky. Jako téma k diskusi, také s odkazem na metodiku Komise, viz box „Cyclical adjustment of the government budget balance“ v Měsíčním bulletinu ECB z března 2012 a box „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position“ v tomto vydání Měsíčního bulletinu ECB.

Soukromá spotřeba by podle očekávání měla v horizontu projekcí stoupat a sledovat těsně vývoj růstu reálného disponibilního důchodu. Růst reálného disponibilního důchodu by měl být podporován vyššími pracovními příjmy, které odráží rostoucí zaměstnanost a vyšší růst mezd, méně nepříznivým dopadem fiskální konsolidace, rostoucím příspěvkem složky ostatních osobních příjmů (zejména příjmů vázaných na zisk) a nízkými cenami komodit. Předpokládá se, že míra úspor zůstane ve sledovaném období

stabilní. Tento vývoj odráží dva protichůdně působící vlivy – na jedné straně tlumící efekt klesajících úrokových sazeb a postupně se snižující nezaměstnanosti, což redukuje potřebu opatrnostních úspor, a na druhé straně růstový efekt způsobený menším objemem nucených negativních úspor v některých zemích v souvislosti s tím, jak rostoucí disponibilní důchod podporuje spotřebu. Předpokládá se, že vládní spotřeba v horizontu projekcí mírně poroste.

Dovoz ze zemí mimo eurozónu by měl ve sledovaném období mírným tempem posilovat. Limitujícím faktorem dovozu zůstává i nadále utlumený růst celkové poptávky v eurozóně a některé tlumící efekty způsobené nedávným oslabením eura. Očekává se, že čistý vývoz přispěje v horizontu projekcí k růstu reálného HDP jen mírně. Přebytek běžného účtu by měl v roce 2016 zůstat celkově stabilní na úrovni 2,4 % HDP.

V porovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu z června 2014 byla projekce růstu reálného HDP na rok 2014 upravena směrem dolů o 0,2 procentního bodu, což odráží především slabší než očekávaný výsledek za druhé čtvrtletí. V kontextu zvýšeného geopolitického napětí navíc dopady nízké světové poptávky na vývoz a v menší míře i slabší investice naznačují úpravu hospodářské aktivity v druhé polovině roku 2014 směrem dolů. Projekce na rok 2015 byla revidována o 0,1 procentního bodu směrem dolů, což odráží zejména slabší přenosový efekt. Projekce na rok 2016 byla naopak upravena o 0,1 procentního bodu směrem nahoru. Důvodem pro toto navýšení je především pozitivní dopad příznivějších podmínek pro financování soukromých investic, které byly ještě podpořeny cílenými dlouhodobými refinančními operacemi.

PROJEKCE CEN A NÁKLADŮ

Podle předběžného odhadu Eurostatu dosahovala celková inflace měřená HICP v srpnu 2014 úrovně 0,3 %. Stávající utlumená inflace odráží klesající ceny energií a potravin i utlumený vývoj cen služeb a neenergetického průmyslového zboží.

Poté, co celková inflace měřená HICP ve druhém čtvrtletí 2014 činila 0,6 %, se předpokládá, že její hodnota ve třetím čtvrtletí mírně poklesne na hodnotu 0,4 % a následně se v posledním čtvrtletí 2014 zvýší na 0,7 %. Míra inflace měřená HICP by měla během sledovaného období postupně růst až na hodnotu 1,5 % ve čtvrtém čtvrtletí 2016. Očekává se, že zužování záporné mezery výstupu by v kontextu stabilizace hospodářského oživení, které s sebou přináší vyšší růst mezd a zisků, mělo mít určitý vliv na růst míry inflace. Zároveň se očekává, že rostoucí ceny neenergetických komodit a zvyšující se dovozní ceny v eurozóně, podpořené slabším směnným kurzem eura, posílí růst spotřebitelských cen v eurozóně. Míru inflace by však měl do roku 2016 omezovat předpokládaný pokles cen ropy, který se odráží na trzích s futures, a vliv stávající mezery výstupu v ekonomice. Očekává se, že negativní mezera výstupu se do roku 2016 zúží jen částečně, což naznačuje velmi mírný vývoj mezd a ziskových marží.

Podrobnější pohled ukazuje, že míra růstu cen energií by se měla ve třetím čtvrtletí 2014 nadále pohybovat v jasně záporných hodnotách a následně po zbytek sledovaného období oscilovat kolem nuly. Dopad, který má mírně klesající tendence křivky ropných futures na spotřebitelské ceny energií, je v horizontu projekcí částečně kompenzován působením faktorů, jako je oslabení eura a vývoj cen ostatních energetických položek. Příspěvek cen energií k inflaci měřené HICP by měl být ve sledovaném období celkově nulový, tzn. výrazně nižší než průměrný příspěvek ve výši 0,5 procentního bodu v letech 1999–2013. Vývoj této složky HICP tedy z velké části vysvětluje mírnější inflační výhled v horizontu projekcí oproti vývoji zaznamenanému během prvních 15 let Měnové unie.

Růst cen potravin by měl ve třetím čtvrtletí tohoto roku zůstat na úrovni blízko nuly, ale výrazně posilovat v následujících čtvrtletích až do poloviny roku 2015, kdy by měl odeznít silný tlumící účinek počasí na ceny nezpracovaných potravin, jakož i tlumící efekt srovnávací základny. Následně se předpokládá pokračující, i když pozvolnější růst cen potravin, který by měl na konci horizontu projekcí dosáhnout úrovně 2,0 %. Další růst cen potravin odráží očekávané zvýšení výstupních cen zemědělské produkce EU v souladu s postupně sílícím hospodářským oživením. Příspěvek cen potravin k inflaci měřené HICP by měl během horizontu projekcí celkově činit 0,2 procentního bodu, tzn. výrazně méně

než průměrný příspěvek ve výši 0,5 procentního bodu v letech 1999–2013. Ceny potravin jsou tak dalším důvodem pro relativně mírný inflační výhled.

Předpokládá se, že míra inflace měřená HICP bez potravin a energií již dosáhla svého minima, když v období mezi posledním čtvrtletím 2013 a třetím čtvrtletím 2014 činila 0,8 %. Podle očekávání by měla v průběhu sledovaného období postupně narůstat souběžně se silícím hospodářským oživením, zužující se mezerou výstupu a zrychlujícím se růstem mezd a zisku. Ukazatel jádrové inflace podle projekcí dosáhne v posledním čtvrtletí roku 2016 hodnoty 1,5 %. Příspěvek této složky k celkové inflaci měřené HICP by měl v horizontu projekcí činit 0,8 procentního bodu, což představuje oproti dlouhodobému průměru ve výši 1,1 procentního bodu podprůměrnou hodnotu.

Růst nepřímých daní, který je součástí plánů fiskální konsolidace, by měl růst inflace měřené HICP v roce 2014 podpořit malým příspěvkem ve výši zhruba 0,1 procentního bodu. S ohledem na nedostatek informací o fiskálních opatřeních, která budou schválena ve zbývající části sledovaného období, se v současné době pro roky 2015 a 2016 předpokládá příspěvek nepřímých daní v zanedbatelné výši (oproti historickému průměru 0,2 %).

Vnější cenové vlivy měly na nedávný vývoj inflace měřené HICP výrazně tlumící účinky. Meziroční růst deflátoru dovozu prudce klesl z 2,4 % v roce 2012 na hodnotu -2,0 % v prvním čtvrtletí 2014. Tento propad byl důsledkem celosvětově nízkých cen souvisejících se stagnujícím růstem světové ekonomiky, předchozího zhodnocení eura a poklesu cen ropných a neropných komodit. Významné vnější cenové tlaky na pokles cen by měly skončit v druhé polovině roku 2014, kdy se předpokládá zlom v meziročním růstu deflátoru dovozu. Očekává se, že ve sledovaném období meziroční tempo růstu deflátoru dovozu bude zrychlovat až do začátku roku 2015, kdy se víceméně stabilizuje na hodnotě 1,4 %. Na této úrovni, která se přibližuje dlouhodobému průměru, by pak meziroční tempo růstu deflátoru dovozu mělo zůstat až do konce sledovaného období. Zrychlení tempa růstu deflátoru dovozu odráží předpokládaný nárůst celosvětových cen s ohledem na posilování globální ekonomiky, očekávané zvýšení cen neenergetických komodit a nižší směnný kurz eura.

U domácích cenových tlaků by mělo postupné zlepšování podmínek na trhu práce v eurozóně vést k určitému zrychlení růstu náhrad na zaměstnance. Předpokládá se, že růst jednotkových mzdových nákladů bude během prvních dvou let sledovaného období klesat, a sice v roce 2014 na úroveň 1,0 % a v roce 2015 až na 0,8 %, a že v roce 2016 následně mírně vzroste na hodnotu 1,1 %. Pokles jednotkových mzdových nákladů v prvních dvou letech horizontu projekcí souvisí s mírnou dynamikou růstu náhrad na zaměstnance v kombinaci se silícím růstem produktivity práce. K opětovnému růstu jednotkových mzdových nákladů v roce 2016 by mělo dojít v důsledku zvýšení náhrad za zaměstnance, které bude doprovázeno celkově stagnujícím růstem produktivity. S ohledem na značnou a pouze pomalu se zužující mezeru výstupu na trhu práce v eurozóně tento vývoj odráží opožděnou reakci růstu mezd a zaměstnanosti na hospodářské oživení.

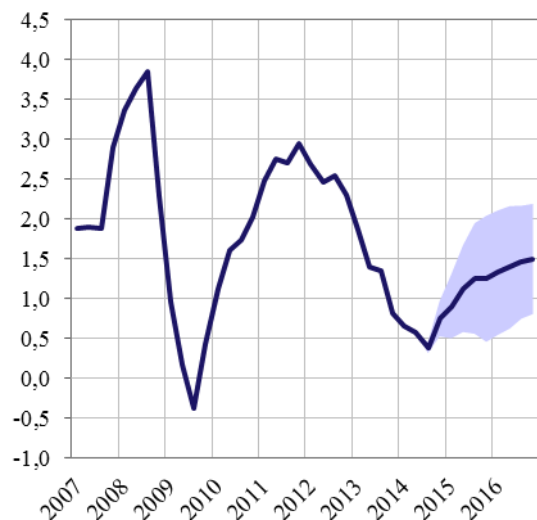
Ukazatel ziskových marží (měřený rozdílem mezi deflátozem HDP v cenách výrobních faktorů a růstem jednotkových mzdových nákladů) by měl v roce 2014 mírně klesnout. Následně se očekává postupné posilování ziskových marží, podpořené cyklickým oživením ekonomiky.

Graf 1 Makroekonomické projekce¹⁾

(čtvrtletní údaje)

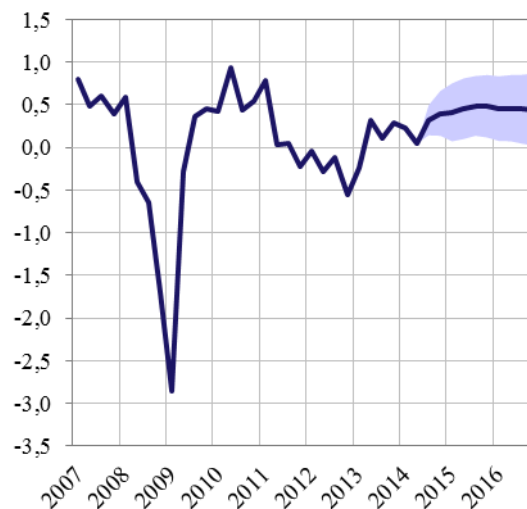
HICP v eurozóně

(meziroční procentuální změna)



Reálný HDP v eurozóně²⁾

(mezičtvrtletní procentuální změny)



1) Rozpětí v okolí linky středu projekcí vycházejí z rozdílů mezi skutečnými hodnotami a jejich projekcemi za několik předchozích let. Šíře rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrné absolutní hodnoty těchto rozdílů. Metodika použitá pro výpočet rozpětí 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 dostupná na internetových stránkách ECB.

2) Údaje očištěné o vliv počtu pracovních dnů.

Ve srovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu v prosinci 2014 byla projekce celkové inflace měřené HICP pro rok 2014 upravena o 0,2 procentního bodu směrem dolů, a to zejména s ohledem na nižší než očekávané výsledky inflace měřené HICP za posledních několik měsíců. Projekce inflace měřené HICP pro roky 2015 a 2016 zůstává bez úpravy. Tento stav odráží celkovou kompenzaci revizí HICP bez energií směrem dolů a revizí energetických složek HICP směrem nahoru. Ve vztahu k první uvedené skupině se předpokládá, že nedávné výsledky inflace, které dosáhly nižších než očekávaných hodnot, budou implikovat dlouhodoběji přetrvávající nízké hodnoty inflace měřené HICP bez energií, než se původně očekávalo. Vyšší ceny ropy a nižší předpoklady ohledně směnných kurzů jsou zároveň důvodem pro revizi energetické složky HICP směrem nahoru.

FISKÁLNÍ VÝHLED

Na základě předpokladů popsaných v boxu 1 by měl schodek veřejných financí eurozóny postupně klesat z úrovně 3,0 % HDP v roce 2013 až na 1,9 % v roce 2016. Toto snížení odráží především zlepšení cyklické pozice. Předpokládá se, že strukturální saldo se během sledovaného období mírnělepší, a to v důsledku konsolidačního úsilí v některých zemích eurozóny a očekávaného odeznívání státní pomoci finančnímu sektoru. Pokračující pomalý růst veřejných výdajů by měl více než vykompenzovat snížení přímých daní v některých zemích. Za stávajících předpokladů fiskální politiky by však strukturální zlepšení pokračovalo daleko pomalejším tempem než v posledních letech. Podle projekcí dosáhne v eurozóně poměr hrubého vládního dluhu k HDP nejvyšší hodnoty 93,9 % v roce 2014 a poté v roce 2016 poklesne na 91,5 %.

Box 2

ZOHLEDNĚNÍ SOUBORU OPATŘENÍ MĚNOVÉ POLITIKY ECB Z ČERVNA 2014 V PROJEKCÍCH

Soubor měnověpolitických opatření, který byl oznámen dne 5. června 2014, obsahuje široké spektrum opatření. Některá z nich budou implementována okamžitě (snížení základní úrokové sazby ECB a prodloužení nabídkových řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením), některá nabydou účinnosti od září 2014 (cílené dlouhodobější refinanční operace – TLTRO) a některá další nebyla blíže specifikována a nebylo o nich do uzávěrky těchto projekcí rozhodnuto (přímé nákupy cenných papírů krytých aktivy – ABS).

V daném kontextu byl pro tyto projekce zvolen přístup umožňující, aby soubor měnověpolitických opatření ovlivnil základní projekci stejnou měrou, jakou tento soubor opatření ovlivnil metodické finanční předpoklady vycházející z údajů trhu (tzn. tržní úrokové sazby, ceny akcií i směnný kurz). Promítání změn v těchto předpokladech by mělo být v souladu s obvyklými tendencemi minulého vývoje. To jinými slovy znamená, že nedochází k žádným záměrným úpravám standardního modelového rámce pro stanovování předpokladů týkajících se sazeb z úvěrů a vlivů nabídky úvěrů, ani k úpravám jakýchkoliv dalších aspektů odvozování základní projekce.

Mnohé potenciální dodatečné kanály nejsou v základní projekci zachyceny. Patří k nim například promítání snížení nákladů na financování bank v jejich úrokových sazbách, příznivé podmínky pro poskytování úvěrů a využívání zdrojů TLTRO bankami pro účely nákupu aktiv. Základní projekce z tohoto důvodu pravděpodobně celkově podhodnocuje vliv zmíněného souboru opatření, který představuje jasné riziko zvýšení základní projekce růstu a inflace.

Box 3

CITLIVOSTNÍ ANALÝZA

Projekce vycházejí z velké míry z metodických předpokladů o vývoji určitých klíčových proměnných. Vzhledem k tomu, že některé z těchto proměnných mohou mít na projekce eurozóny velký dopad, může jejich citlivost na alternativní vývoj těchto základních předpokladů pomoci analyzovat rizika spojená s projekcemi. Tento box pojednává o nejistotě spojené se třemi klíčovými předpoklady a o citlivosti projekcí, která s těmito předpoklady souvisí.¹

1) alternativní vývoj cen ropy

Předpoklady o cenách ropy ve stávajících makroekonomických projekcích pracovníků ECB vycházejí z tržních očekávání založených na vývoji cen futures na ropu, které v horizontu projekcí ukazují na pokles cen ropy (viz box 1). Přetrvává však nejistota ohledně profilu tohoto vývoje.

Očekávaný pokles cen ropy může odrážet vnímání trhu, že těžba ropy, jež byla v několika zemích OPEC nedávno snížena v důsledku politické nestability nebo geopolitického napětí, bude z části znovu rozšířena a/nebo že její nižší produkce bude kompenzována zvýšením celosvětové těžby břidlicového plynu. Ceny ropy by však mohly vzrůst v krátkodobém nebo střednědobém výhledu v případě neočekávaných geopolitických událostí ve významných zemích produkujících ropu (např. v Rusku) nebo ve střednědobém výhledu v případě silnějšího oživení ve světě.

V kontextu světového oživení je možné, že ceny ropy budou vyšší, než se očekávalo v základní projekci. V této citlivostní analýze je tedy zvažována úprava vývoje cen futures na ropu směrem nahoru.² Alternativní vývoj předpokládá, že ceny ropy v letech 2014, 2015 a 2016 dosáhnou úrovně o 3 %, 6 % a 10 % vyšší, než jsou ceny futures pro tyto roky. Na základě makroekonomických modelů pracovníků ECB by vyšší cena ropy způsobila růst inflace měřené HICP o 0,1 až 0,2 procentního bodu nad úroveň základní projekce pro roky 2015 a 2016. Vyšší cena ropy by současně tlumila růst reálného HDP, který by byl v letech 2015 a 2016 o 0,1 procentního bodu nižší.

2) alternativní vývoj směnného kurzu

Základní projekce předpokládá nezměněný efektivní směnný kurz eura až do konce sledovaného období. Zhoršení očekávání růstu a inflace v eurozóně oproti ekonomice Spojených států a očekávání rozdílných nastavení měnových politik v obou ekonomikách by však mohly vést k oslabení eura. Důsledkem takového vývoje by bylo tržní očekávání dlouhého období nízkých úrokových sazeb v eurozóně a rychlejší normalizace ve Spojených státech. Alternativní trend vývoje eura předpokládající silnější oslabení byl odvozen od 25. percentilu rozdělení na základě rizikově neutrálních hustot pravděpodobnosti zohledňujících různé opce pro směnný kurz EUR/USD ke dni 13. srpna 2014. Tento trend předpokládá postupné oslabení eura vůči americkému dolaru až na kurz 1,24 v roce 2016, což je hodnota o 7,4 % nižší než předpoklad základní projekce. Příslušné předpoklady nominálního efektivního kurzu eura odráží obvyklé tendence minulého vývoje, přičemž změny kurzu EUR/USD odráží změny efektivního směnného kurzu eura s elasticitou kolem 52 %. Důsledkem je postupná divergence efektivního směnného kurzu eura od základní projekce až na hodnotu 3,9 % pod úroveň základní projekce v roce 2016.

Výsledky makroekonomických modelů pracovníků ECB v takovém případě předpokládají silnější růst reálného HDP (0,1–0,3 procentního bodu v letech 2015 a 2016) a nižší inflaci měřenou HICP v letech 2015 a 2016 (0,2–0,3 procentního bodu).

3) dodatečná fiskální konsolidace

Jak je uvedeno v boxu 1, mezi předpoklady fiskální projekce patří všechna opatření fiskální politiky, která již byla schválena národními parlamenty nebo která již byla dostatečně podrobně rozpracována vládami a je u nich pravděpodobné, že legislativním procesem úspěšně projdou. V případě většiny zemí opatření zahrnutá do základní projekce nevyhovují požadavkům na fiskální konsolidaci podle nápravné nebo preventivní části Paktu stability a růstu. Závazek splnit tyto požadavky je celkově promítnut v programech stability pro rok 2014 a v programových dokumentech EU-MMF. Základní opatření k dosažení těchto cílů však často buď chybí, nebo nejsou dostatečně specifikována. V základní projekci tedy nejsou zohledněna, a to především pro období let 2015–2016, neboť ve většině zemí ani nejsou součástí stávajících rozpočtů. Je tedy nezbytné, aby do roku 2016 některé vlády přijaly dodatečná fiskální konsolidační opatření nad rámec opatření zahrnutých do základní projekce, a je zároveň pravděpodobné, že dané vlády tato opatření přijmou.

Předpoklady citlivostní analýzy fiskálního vývoje

Výchozím bodem citlivostní analýzy fiskálního vývoje je „fiskální mezera“ mezi rozpočtovými cíli vlád a základními rozpočtovými projekcemi. Při měření pravděpodobné dodatečné fiskální konsolidace jsou využity podmínky a informace o rozsahu a struktuře této mezery, které jsou specifické pro jednotlivé země. Tyto informace slouží zejména k zachycení nejistot ohledně fiskálních cílů, pravděpodobnosti dodatečných opatření fiskální konsolidace, která mají – na rozdíl od ostatních faktorů snižujících schodek – dopad na agregátní poptávku, a souvisejících makroekonomických zpětných vazeb.

Na základě tohoto přístupu se odhaduje, že dodatečná konsolidace pro eurozónu bude v roce 2014 velmi omezená (méně než 0,1 % HDP), přičemž další dodatečná opatření jsou pro rok 2015 hodnocena jako pravděpodobná (zhruba 0,3 % HDP), pro rok 2016 pak o něco méně pravděpodobná (zhruba 0,1 % HDP). Kumulativní částka dodatečné konsolidace se tak do konce roku 2016 dostane na zhruba 0,4 % HDP. Pokud jde o strukturu fiskálních opatření, citlivostní analýza se snaží začlenit profily nejpravděpodobnějších dodatečných konsolidačních opatření podle zemí a časového průběhu. Pro eurozónu jako celek je v tomto hodnocení fiskální konsolidace vychýlena na výdajovou stranu rozpočtu, ale zahrnuje také růst nepřímých daní. Za pravděpodobný vývoj v roce 2016 jsou však zároveň považována stimulační opatření spočívající ve snížení přímých daní a příspěvků na sociální zabezpečení.

Makroekonomické důsledky dodatečné fiskální konsolidace

Výsledky simulací důsledků citlivostní analýzy fiskálního vývoje pro růst reálného HDP a inflaci měřenou HICP v eurozóně provedených v modelu ECB New Area-Wide Model (NAWM³) jsou shrnuty v níže uvedené tabulce.

Dopad dodatečné fiskální konsolidace na růst reálného HDP je v roce 2014 omezený, ale očekává se, že v roce 2015 a 2016 bude dosahovat úrovně zhruba -0,2 procentního bodu. Dopad na inflaci měřenou HICP je v roce 2015 odhadován na zhruba 0,1 procentního bodu.

Stávající analýza tak ukazuje na určitá protirůstová rizika základní projekce růstu reálného HDP, a to zejména v roce 2015 a 2016, protože v základní projekci zatím nejsou zahrnuta všechna zamýšlená opatření fiskální konsolidace. Zároveň jsou přítomna i malá proinflační rizika, neboť se předpokládá, že část dodatečné konsolidace proběhne formou zvýšení nepřímých daní.

Je třeba zdůraznit, že tato citlivostní analýza fiskálního vývoje se zaměřuje pouze na potenciální krátkodobé efekty pravděpodobné dodatečné fiskální konsolidace. I když i dobře navržená konsolidační opatření mívají často nepříznivý krátkodobý vliv na růst reálného HDP, jsou s nimi spojené dlouhodobější kladné vlivy na hospodářskou aktivitu, které se neprojeví v horizontu těchto projekcí.⁴ Výsledky této analýzy by tedy neměly být vykládány tak, že zpochybňují potřebu dodatečné konsolidace v horizontu projekcí. Pro obnovení zdravých veřejných financí v eurozóně je další konsolidační úsilí naopak nezbytné. Bez takové konsolidace existuje riziko negativního dopadu na ceny státních dluhopisů. Také vliv na důvěru by mohl být negativní, což by mohlo bránit hospodářskému oživení.

Odhadované makroekonomické důsledky dodatečných fiskálních opatření pro růst HDP a inflaci měřenou HICP v eurozóně

(v % HDP)

	2014	2015	2016
Vládní rozpočtové cíle ¹⁾	-2,4	-1,8	-1,1
Základní fiskální projekce	-2,6	-2,4	-1,9
Souhrnná dodatečná fiskální konsolidace ²⁾	0,0	0,3	0,4
Vliv dodatečné fiskální konsolidace (v procentních bodech) ³⁾			
Růst reálného HDP	0	-0,2	-0,2
Inflace měřená HICP	0	0,1	0

1) Nominální cíle, tak jak jsou zahrnuty do posledních programových dokumentů EU-MMF a aktualizací programu stability pro rok 2014 za zbývající země.

2) Citlivostní analýza vycházející z hodnocení pracovníků ECB.

3) Odchytky od základní projekce v procentních bodech pro růst reálného HDP a inflaci měřenou HICP (obojí v meziročním vyjádření). Makroekonomický dopad je simulován s využitím modelu ECB New Area-Wide Model.

- 1) Veškeré simulace byly provedeny za předpokladu, že nedojde ke změně politik ani ke změnám jakýchkoli dalších proměnných souvisejících s metodickými předpoklady či mezinárodním prostředím eurozóny.
- 2) Podrobnější popis modelu, který byl použit k odvození této úpravy směrem nahoru, viz Pagano, P. and Pisani, M., „Risk-adjusted forecasts of oil prices“, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 9, Issue 1, Art. 24, 2009.
- 3) Podrobnější popis modelu New Area-Wide Model viz Christoffel, K., Coenen, G. and Warne, A., „The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis“, *Working Paper Series*, No 944, ECB, October 2008.
- 4) Podrobnější analýzu makroekonomických důsledků fiskální konsolidace obsahuje článek s názvem „Fiscal multipliers and the timing of consolidation“, *Monthly Bulletin*, ECB, April 2014.

Box 4

DŮSLEDKY NAPĚTÍ MEZI EU A RUSKEM PRO VÝHLED OBCHODU EUROZÓNY

Je možné, že intenzifikace geopolitického napětí a s ní související pokles důvěry v poslední době negativně ovlivnily hospodářskou aktivitu v eurozóně. Základní projekce nicméně předpokládá, že současné napětí mezi EU a Ruskem bude mít na obchod eurozóny pouze velmi mírné nepříznivé dopady. V oblasti zahraniční poptávky a vývozu by se tato situace měla eurozóny podle očekávání dotknout především prostřednictvím dvou kanálů.

Zaprvé, výhledy ruské ekonomiky se zhoršily. V porovnání s projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu z června 2014 klesla ve sledovaném období ruská domácí poptávka i dovoz, což má nepříznivé důsledky pro zahraniční poptávku v eurozóně a vývoz. Eskalace napětí na Ukrajině vedla k uvalení dodatečných, primárně finančních sankcí ze strany EU a Spojených států proti Rusku. Poté, co ruský HDP v prvním čtvrtletí roku 2014 mezičtvrtletně klesl o 0,3 %, se očekává, že hospodářská aktivita bude v následujících čtvrtletích nadále slabá a bude tak odrážet stagnující investiční aktivitu, která je zčásti důsledkem zvyšování úrokových sazeb ze strany ruské centrální banky, výrazně přísnější podmínky financování z domácích i zahraničních zdrojů, odliv kapitálu a zvýšenou nejistotu. Navíc se předpokládá, že soukromou spotřebu bude brzdit nejistý hospodářský výhled a nižší reálný disponibilní důchod způsobený vyšší inflací, ke které mimo jiné přispělo i oslabení rublu. Zhoršení domácí poptávky v Rusku má v horizontu projekcí tlumivý vliv na růst ruského HDP a dovozu, což vedlo k úpravě ruského vývozu oproti předchozí projekci směrem dolů. Vzhledem k tomu, že Rusko představuje zhruba 4,5 % zahraniční poptávky eurozóny, nízké hodnoty ruského dovozu povedou k jejímu nepatrnému snížení, a sice do konce roku 2016 v porovnání s předchozím hodnocením přibližně o 0,1 procentního bodu.

Zadruhé, Rusko uvalilo embargo na dovoz vybraných potravin ze zemí, které zavedly sankce proti Rusům a ruským subjektům. Embargo, které platí i pro dovoz potravin z eurozóny, se vztahuje na zhruba 2 % celkového ruského dovozu zboží a služeb a představuje tak další faktor zpomalující růst ruského dovozu ve sledovaném období. V souvislosti s dopady tohoto omezení dovozu se předpokládá, že zhruba jednu třetinu dovozu, na něž se embargo vztahuje, bude Rusko moci okamžitě nahradit prostřednictvím jiných zahraničních dodavatelů. Zbývající část by měla vést k mírnému poklesu růstu ruského dovozu na konci roku 2014 a na začátku roku 2015. Do zahraniční poptávky eurozóny se tento vývoj promítne na začátku roku 2015 snížením o méně než 0,1 procentního bodu oproti předchozímu hodnocení.

Nepříznivé dopady na zahraniční poptávku eurozóny budou pravděpodobně malé, nicméně pro některé jednotlivé země eurozóny mohou být tyto důsledky v závislosti na jejich obchodních vazbách na Rusko výraznější. Navíc se zdá, že nedávné napětí vedlo k poklesu důvěry podnikatelského sektoru v eurozóně.

Ve vztahu k uvedeným odhadům je však zapotřebí zohlednit některé výhrady. Nepříznivý dopad ruského embarga na vývoz z eurozóny by mohl být silnější, než naznačuje úprava zahraniční poptávky směrem dolů, protože embargo se zaměřuje cíleně na eurozónu a některé další země OECD, což není zohledněno v pevně daných podílech na obchodu. Je tedy možné, že vývoz z eurozóny bude snížen výrazněji, než je uvedeno výše. Zároveň se však zemím eurozóny může podařit najít alternativní vývozní trhy, čímž by dopady embarga ztlumily.

Jak již bylo uvedeno v Měsíčním bulletinu z června 2014 (viz box „The euro area’s exposure to the crisis in Ukraine“), další intenzifikace napětí v tomto regionu může vést k dodatečným sankcím proti Rusku a k odvetným opatřením Ruska proti EU. V takovém případě by byly dopady na hospodářskou aktivitu a inflaci v eurozóně pravděpodobně výrazně větší.

Box 5

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 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 nespecifikované) metodiky. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očišťování údajů o vlivu počtu pracovních dnů (viz tabulka níže).

Srovnání prognóz růstu reálného HDP a inflace měřené HICP v eurozóně

(procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP			Inflace měřená HICP		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Projekce pracovníků ECB	září 2014	0,9 [0,7-1,1]	1,6 [0,6-2,6]	1,9 [0,6-3,2]	0,6 [0,5-0,7]	1,1 [0,5-1,7]	1,4 [0,7-2,1]
Evropská komise	květen 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OECD	květen 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Euro Zone Barometer	srpen 2014	1,0	1,5	1,7	0,6	1,1	1,5
Consensus Economics Forecasts	srpen 2014	1,0	1,5	1,6	0,6	1,1	1,5
Survey of Professional Forecasters	srpen 2014	1,0	1,5	1,7	0,7	1,2	1,5
MMF	červenec 2014	1,1	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Zdroje: European Economic Forecast, Spring 2014, vydaný Evropskou komisí; IMF World Economic Outlook Update, January 2014, v případě HDP; World Economic Outlook, October 2014; OECD Economic Outlook, November 2014; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a ECB Survey of Professional Forecasters.

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.

V prognózách, které jsou v současnosti k dispozici od dalších institucí, by měl být růst reálného HDP v eurozóně v roce 2014 mírně vyšší než hodnoty uvedené v projekcích pracovníků ECB. Prognózy růstu reálného HDP v roce 2015 a 2016 jsou podobné nebo mírně nižší než projekce pracovníků ECB. Pokud jde o inflaci, prognózy většiny dalších institucí ukazují na průměrnou roční inflaci měřenou HICP v roce 2014 a 2015, která se blíží hodnotě v projekci pracovníků ECB nebo je mírně vyšší. Inflace měřená HICP by podle dalších dostupných prognóz měla v roce 2016 dosáhnout průměrné hodnoty mezi 1,3 a 1,5 %, zatímco v projekci pracovníků ECB dosahuje hodnoty 1,4 %. V současnosti se všechny dostupné prognózy na roky 2015 a 2016 pohybují v rámci rozpětí projekcí ECB uvedených v tabulce.



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTEM

SHRNUTÍ KAPITOL MĚSÍČNÍHO BULLETINU ECB, ZÁŘÍ 2014

HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ

1 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ EUROZÓNY

Světová ekonomika stabilně posiluje, ale v prostředí pokračujících rozdílů v dynamice růstu v jednotlivých regionech zůstává křehká. Po slabém začátku roku hospodářská aktivita ve světě ve druhém čtvrtletí posílila v návaznosti na upevňující se dynamiku ve většině rozvinutých ekonomik – především ve Spojených státech – a na oživení v rozvíjejících se tržních ekonomikách tažené hlavně oživením v Číně. Poslední ukazatele důvěry naznačují dlouhodobě kladnou dynamiku ve třetím čtvrtletí. Ve střednědobém horizontu by měl hospodářský růst ve světě postupně oživovat, ale zůstat poněkud mírný. Tlumit jej mohou kapacitní omezení, makroekonomické nebo finanční nerovnováhy, nejistota spojená s hospodářskou politikou a geopolitická rizika. Světový obchod v poslední době oslabil, ale podle náznaků by ve druhé polovině roku měl dosáhnout svého minima. Po růstu ve druhém čtvrtletí inflace ve světě v červenci zmírnila. Pokud jde o další vývoj, v kontextu celosvětové mezery výstupu, která se pomalu zužuje, relativně stabilních cen ropy a dobře ukotvených inflačních očekávání by měly být inflační tlaky omezené.

2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

2.1 PENÍZE A ÚVĚRY MFI

Meziroční tempo růstu agregátu M3 v červenci 2014 dále oživilo a odráželo tak tři hlavní faktory: výraznější preference peněžní likvidity na straně držitelů peněz, růst čistých zahraničních aktiv měnových finančních institucí (MFI) a zpomalení propadu úvěrové nabídky. Údaje dostupné za druhé čtvrtletí a červenec 2014 však nadále signalizují, že tempo růstu peněžní zásoby a úvěrů je slabé. Dynamika úvěrů poskytnutých soukromému sektoru zůstává utlumená – meziroční růst úvěrů domácnostem je slabý a záporné tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům vykazuje i přes významné čisté splátky v červenci určité náznaky stabilizace. Akumulace čistých zahraničních aktiv ze strany MFI byla ve druhém čtvrtletí roku 2014 a v červenci nadále hlavním zdrojem tvorby peněz v eurozóně. Navíc se ve tříměsíčním období do července zastavil pokles hlavních aktiv MFI – tato hlavní aktiva v zemích, které nejsou vystaveny tlakům, ve druhém čtvrtletí a v červenci ve skutečnosti vzrostla.

2.2 FINANČNÍ INVESTICE NEFINANČNÍHO SEKTORU A INSTITUCIONÁLNÍCH INVESTORŮ

Meziroční tempo růstu finančních investic nefinančních sektorů mírně kleslo a v prvním čtvrtletí 2014 dosáhlo nového historického minima. To je pokračováním sestupného trendu od začátku roku 2011 v důsledku slabé ekonomické situace a utlumeného vývoje disponibilního důchodu. Meziroční tempo růstu finančních investic pojišťoven a penzijních fondů zůstalo stabilní. Investiční fondy kromě fondů peněžního trhu zaznamenaly další významný příliv ve druhém čtvrtletí 2014, zatímco fondy peněžního trhu nadále vykazovaly mírný odliv.

2.3 ÚROKOVÉ SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU

V období od konce května do začátku září 2014 úrokové sazby na peněžním trhu po rozhodnutích Rady guvernérů v červnu mírně poklesly, přičemž tento pokles jen přechodně přerušila volatilita ke konci měsíce. Růst přebytečné likvidity po pozastavení týdenních operací jemného doladění, které sterilizovaly likviditu dodanou prostřednictvím programu pro trhy s cennými papíry, byl částečně kompenzován

poklesem operací na volném trhu a pokračujícím splácením likvidity získané ve tříletých dlouhodobějších refinančních operacích (LTRO).

2.4 TRHY DLUHOPISŮ

Výnosy státních dluhopisů v eurozóně a ve Spojených státech se od konce května do začátku září 2014 snížily. Zdá se, že tento plošný pokles výnosů dluhopisů na světových trzích odráží vystupňování geopolitické nejistoty ve sledovaném období i přes to, že se hospodářské údaje za tyto dvě hospodářské oblasti mírně rozcházejí. Nižší výnosy státních dluhopisů v eurozóně navíc odrážejí dopad opatření měnové politiky oznámených v červnu a poněkud smíšené hospodářské údaje, přičemž ve druhé části sledovaného období se pokles zrychluje. V prostředí vyznačujícím se nízkou nejistotou na trhu dluhopisů se spready mezi výnosy státních dluhopisů v eurozóně snížily. Finanční ukazatele dlouhodobých inflačních očekávání v eurozóně ve sledovaném období poklesly, ale nadále odpovídaly cenové stabilitě.

2.5 AKCIOVÉ TRHY

V období od konce května do začátku září 2014 vykazovaly ceny akcií volatilní pohyby ovlivněné stupňujícím se geopolitickým napětím a určitými smíšenými údaji z více hospodářských oblastí. I přes oživení, které začalo koncem července na základě očekávání solidních výnosů, ceny akcií v eurozóně ve sledovaném období celkově klesaly. Naopak oživení cen akcií ve Spojených státech za posledních několik týdnů sledovaného období jim v tomto období umožnilo dosáhnout celkově výrazných výnosů. Tento vývoj podporovalo očekávání postupného útlumu nákupu aktiv Federálním rezervním systémem i pozitivní údaje o trhu práce a hospodářském růstu.

2.6 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Reálné náklady financování nefinančních podniků v eurozóně od dubna do července 2014 mírně klesly. To odráželo pokles reálných nákladů na tržní dluh a bankovní úvěry, což více než kompenzovalo růst reálných nákladů na emisi akcií. Současně se ve druhém čtvrtletí 2014 úvěrové standardy na půjčky nefinančním podnikům v čistém vyjádření uvolnily – poprvé od druhého čtvrtletí 2007. Podle odhadu se celkový tok vnějšího financování do nefinančních podniků v posledních měsících zotavil, i když zůstal slabý. Toto zlepšení odráží jak pokles čistých splátek úvěrů MFI nefinančním podnikům, tak růst čistých emisí cenných papírů podniky.

2.7 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE SEKTORU DOMÁCNOSTÍ

Podmínky financování domácností v eurozóně se ve druhém čtvrtletí 2014 vyznačovaly klesajícími sazbami z bankovních úvěrů, a to v prostředí pokračující silné heterogenity v jednotlivých zemích a u jednotlivých nástrojů. Přetrvávající utlumený vývoj v oblasti úvěrů domácnostem je výsledkem několika faktorů, k nimž patří stagnující dynamika vývoje disponibilního důchodu domácností, vysoká míra nezaměstnanosti a zdanění, slabý trh s bydlením, potřeba korekce dřívějšího nadměrného zadlužení a nejistota ohledně ekonomických vyhlídek. Odhady za druhé čtvrtletí 2014 naznačují, že meziroční růst celkových úvěrů domácnostem se v uvedeném čtvrtletí vrátil do kladných hodnot, přičemž ve druhém čtvrtletí se poměr dluhu domácností k hrubému disponibilnímu důchodu nepatrně zvýšil.

3 CENY A NÁKLADY

Podle předběžného odhadu Eurostatu dosahovala v srpnu 2014 meziroční inflace v eurozóně měřená HICP úroveň 0,3 % oproti 0,4 % v červenci. Tento pokles odráží převážně nižší růst cen energií, ostatní hlavní složky HICP zůstaly v úhrnu víceméně beze změn. Míra inflace zůstává po značnou dobu na nízké úrovni. Opatření měnové politiky ze 4. září 2014, stejně jako další zavedená opatření, byla přijata s cílem podpořit pevné ukotvení střednědobých až dlouhodobých inflačních opatření – v souladu s cílem Rady guvernérů udržet míru inflace pod 2 %, ale blízko této úrovně. Na základě aktuálních údajů by měla meziroční inflace měřená HICP v následujících měsících setrvat na nízké úrovni a v průběhu let 2015 a 2016 začít postupně růst.

Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu ze září 2014, které sestavili pracovníci ECB, by roční inflace měřená HICP měla v roce 2014 dosáhnout úrovně 0,6 %, v roce 2015 úrovně 1,1 % a v roce 2016 pak 1,4 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu z června 2014 byla projekce míry inflace na rok 2014 upravena mírně směrem dolů. Projekce pro rok 2015 a 2016 zůstávají beze změny.

Rizika výhledu cenového vývoje ve střednědobém horizontu budou pečlivě sledována, zejména pokud jde o případné dopady utlumené dynamiky růstu, geopolitického vývoje, vývoje směnných kurzů a promítání opatření měnové politiky.

4 NABÍDKA, POPTÁVKA A TRH PRÁCE

Po čtyřech čtvrtletích mírného růstu zůstal reálný HDP eurozóny ve druhém čtvrtletí letošního roku v porovnání s předchozím čtvrtletím beze změny. I když tento vývoj odráží částečně jednorázové faktory, výsledek byl slabší, než se očekávalo. Pokud jde o třetí čtvrtletí, výsledky průzkumů dostupné do srpna naznačují oslabení dynamiky cyklického růstu, i když nadále odpovídají mírné expanzi. Domácí poptávku by měla podpořit řada opatření měnové politiky, pokračující zlepšování podmínek financování, pokrok dosažený ve fiskální konsolidaci a strukturálních reformách i nižší ceny energií podporující reálný disponibilní důchod. Z hospodářského oživení ve světě by měla dále těžit poptávka po vývozu. Současně je pravděpodobné, že oživení bude nadále tlumeno vysokou nezaměstnaností, značnou nevyužitou kapacitou, pokračujícím záporným růstem úvěrů MFI soukromému sektoru a nezbytnou korekcí rozvah ve veřejném a soukromém sektoru.

Tyto faktory se celkově odrážejí také v makroekonomických projekcích pro eurozónu ze září 2014, které sestavili pracovníci ECB. Podle těchto projekcí by roční reálný HDP měl v roce 2014 vzrůst o 0,9 %, v roce 2015 o 1,6 % a v roce 2016 o 1,9 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z června 2014, které sestavili odborníci Eurosystemu, byly projekce růstu reálného HDP pro rok 2014 a 2015 upraveny směrem dolů a projekce pro rok 2016 směrem nahoru. Hospodářský výhled v eurozóně je spojen s riziky zpomalení ekonomického růstu.

5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

Podle nejnovějších finančních statistických údajů vlád zemí eurozóny pokračoval poměr schodku veřejných financí k HDP v eurozóně v prvním čtvrtletí v poklesu, zatímco poměr veřejného dluhu k HDP dále rostl. Podle projekcí makroekonomického vývoje eurozóny ze září 2014, které sestavili pracovníci ECB, bude schodek v eurozóně postupně klesat z 3 % HDP v roce 2013 na 1,9 % HDP v roce 2016 a poměr dluhu dosáhne maxima v roce 2014.