

ÚVODNÍ SLOVO

Na základě své pravidelné hospodářské a měnové analýzy rozhodla Rada guvernérů na svém zasedání 9. června 2011, že ponechá základní úrokové sazby ECB beze změny. Informace, které byly zveřejněny od jejího zasedání 5. května 2011, potvrzují pokračující tlak na růst celkové inflace, a to především v důsledku vývoje cen energií a komodit. Tempo růstu peněžní zásoby postupně ožívuje. Peněžní likvidita je nadále dostatečná a může usnadnit přizpůsobení cenovým tlakům v eurozóně. Aktuální údaje také potvrzují příznivou dynamiku hospodářské aktivity v eurozóně, byť nejistota je nadále zvýšená. Měnová politika ECB zůstává akomodativní a podporuje tak hospodářskou aktivitu. Rizika ohrožující tento výhled cenového vývoje jsou celkově proinflační. Na místě je tedy velká míra obezřetnosti. Na základě svého hodnocení bude Rada guvernérů důsledně jednat ve správný čas. Učiní vše, co je potřeba k tomu, aby nedávný vývoj cen nevyvolal plošné inflační tlaky. Rada guvernérů je nadále pevně odhodlána zajistit, aby inflační očekávání v eurozóně zůstala pevně ukotvena na úrovni, která odpovídá cíli udržet míru inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně. Takové ukotvení inflačních očekávání je předpokladem k tomu, aby měnová politika mohla dlouhodobě přispívat k hospodářskému růstu a vytváření pracovních míst v eurozóně.

Rada guvernérů na svém zasedání 9. června také přijala rozhodnutí pokračovat v hlavních refinančních operacích prováděných prostřednictvím nabídkových řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením po potřebnou dobu, a to nejméně do 11. října 2011, kdy skončí deváté udržovací období letošního roku. Tento postup se bude také nadále používat pro refinanční operace Euro systému se zvláštní dobou trvání se splatností v délce jednoho udržovacího období, a to po potřebnou dobu a nejméně do konce třetího čtvrtletí 2011. V případě refinančních operací se zvláštní dobou trvání bude pevná sazba shodná s běžnou sazbou pro hlavní refinanční operace v dané době. Dále Rada guvernérů rozhodla provádět tříměsíční dlouhodobější refinanční operace, které se uskuteční 27. července, 31. srpna a 28. září 2011, jako nabídková řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením.

Sazby těchto tříměsíčních operací budou stanoveny jako průměrná sazba hlavních refinančních operací po dobu trvání příslušné dlouhodobější refinanční operace.

Jak bylo uvedeno při předchozích příležitostech, poskytování likvidity a metody přidělování pro refinanční operace budou podle potřeby také upraveny s přihlédnutím k tomu, že veškerá mimořádná opatření přijatá v období silného napětí na finančních trzích mají přechodný charakter.

Pokud jde o hospodářskou analýzu, po mezičtvrtletním růstu reálného HDP v eurozóně ve čtvrtém čtvrtletí 2010 na úrovni 0,3 % vykazala eurozóna během prvního čtvrtletí 2011 silný mezičtvrtletní růst reálného HDP ve výši 0,8 %. Nejnovější statistické údaje a ukazatele získané z průzkumů naznačují, že posilování hospodářské aktivity v eurozóně pokračuje i během druhého čtvrtletí letošního roku, byť pomalejším tempem. Toto zmírnění odráží skutečnost, že za silným růstem během prvního čtvrtletí stály zčásti mimořádné faktory, které ve druhém čtvrtletí přestaly hrát roli. Je tedy vhodné od takové krátkodobé volatility odhlédnout a zdůraznit příznivou dynamiku hospodářské aktivity v eurozóně. V dalším období by měl být vývoz z eurozóny podporován pokračujícím oživením světové ekonomiky. Zároveň by měla s ohledem na příznivou úroveň podnikatelské důvěry v eurozóně přispívat k hospodářskému růstu stále větší měrou domácí poptávka v soukromém sektoru, na jejímž vývoji se stále projevují akomodativní orientace měnové politiky a opatření přijatá ke zlepšení fungování finančního systému. Očekává se však, že hospodářská aktivita bude nadále do určité míry tlumena procesem korekcí rozvah v různých sektorech.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z června 2011, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by měl meziroční růst reálného HDP v roce 2011 dosáhnout úrovně mezi 1,5 a 2,3 % a v roce 2012 mezi 0,6 a 2,8 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2011, které sestavili pracovníci ECB, bylo rozpětí pro rok 2011 upraveno směrem nahoru, zatímco rozpětí pro rok 2012 zůstalo prakticky beze změny.

Projekce odborníků Eurosystemu z června 2011 zhruba odpovídají posledním prognózám mezinárodních organizací.

V prostředí zvýšené míry nejistoty zůstávají podle Rady guvernérů rizika pro uvedený hospodářský výhled celkově vyrovnaná. Na jedné straně by příznivá podnikatelská důvěra mohla domácí hospodářské aktivitě v eurozóně poskytnout větší podporu, než se v současné době očekává, a také vyšší zahraniční poptávka by mohla podporovat růst silněji, než se očekává. Na druhou stranu rizika poklesu souvisejí s pokračujícím napětím v některých segmentech finančních trhů a jeho případným přelitím do reálné ekonomiky eurozóny. Rizika zpomalení souvisejí také s dalším růstem cen energií, protekcionistickými tlaky a možností nesourodé korekce globálních nerovnováh.

Co se týče vývoje cen, podle předběžného odhadu Eurostatu dosáhla v eurozóně meziroční míra inflace měřené HICP v květnu 2011 úrovně 2,7 %, zatímco v dubnu činila 2,8 %. Relativně vysoká míra inflace během posledních měsíců z velké části odráží vyšší ceny energií a komodit. Pokud jde o další vývoj, je pravděpodobné, že míra inflace zůstane v dalších měsících jednoznačně nad 2 %. Tlaky na růst cen, a to především v důsledku vývoje cen energií a komodit, jsou rovněž patrné v počátečních etapách výrobního procesu. Je nadále velmi důležité, aby růst míry inflace měřené HICP nevedl k sekundárním vlivům na rozhodování při tvorbě cen a mezd a k plošným inflačním tlakům. Inflační očekávání musí zůstat pevně ukotvena na úrovni, která odpovídá cíli Rady guvernérů zachovat míru inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně.

Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z června 2011 sestavených odborníky Eurosystemu by měla meziroční inflace měřená HICP dosáhnout v roce 2011 úrovně mezi 2,5 a 2,7 % a v roce 2012 mezi 1,1 a 2,3 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2011, které sestavili pracovníci ECB, bylo rozpětí inflace měřené HICP pro rok 2011 upraveno směrem nahoru a odráží tak především vyšší ceny energií. Rozpětí projekcí pro rok 2012 se mírně zúžilo. Je vhodné připomenout, že uvedené projekce jsou podmíněny řadou čistě

metodických předpokladů včetně předpokladů o cenách ropy, úrokových sazbách a směnných kurzech. Podle projekcí by měla cena ropy mírně klesat a krátkodobé úrokové sazby by měly vzrůst, a to v souladu s tržními očekáváními. Celkově vyjadřují projekce očekávání, že nedávná vysoká míra inflace nepovede k plošnějším inflačním tlakům v eurozóně.

Rizika ohrožující střednědobý výhled cenového vývoje zůstávají proinflační. Souvisejí zejména s vyšším než očekávaným nárůstem cen energií. Dále je zde riziko, že nepřímé daně a regulované ceny mohou vzrůst více, než se v současnosti očekává, v souvislosti s potřebou provést v následujících letech fiskální konsolidaci. V neposlední řadě mohou proinflační rizika vznikat ze silnějších než očekávaných domácích cenových tlaků v kontextu rostoucího využití kapacit v eurozóně.

Pokud jde o měnovou analýzu, meziroční tempo růstu agregátu M3, které v březnu 2011 činilo 2,3 %, bylo v dubnu na úrovni 2,0 %. Odhlédneme-li od nedávné volatility růstu širokých peněz, růst peněžního agregátu M3 v posledních měsících nadále mírně posiloval. Meziroční růst úvěrů soukromému sektoru posílil z 2,5 % v březnu na úroveň 2,6 % v dubnu. Celkově tempo růstu peněžní zásoby postupně ožívuje. Současně zůstává dostatek peněžní likvidity naakumulované před obdobím napětí na finančních trzích, která může usnadnit přizpůsobení cenovým tlakům v eurozóně.

Pohled na složky agregátu M3 ukazuje, že meziroční tempo růstu M1 v dubnu kleslo, zatímco meziroční růst ostatních krátkodobých vkladů posílil. Tento vývoj částečně odráží postupný růst úročení těchto vkladů v posledních měsících. Strmá výnosová křivka současně naznačuje tlumící vliv na celkový růst M3, neboť snižuje atraktivnost měnových aktiv v porovnání s více úročenými dlouhodobějšími instrumenty mimo M3. Dostupné informace však naznačují, že tento vliv může slábnout.

Na straně protipoložek dochází k dalšímu mírnému posílení růstu úvěrů nefinančním podnikům, který v dubnu dosáhl 1,0 %, přičemž v březnu byl na úrovni 0,8 %. Růst úvěrů domácnostem dosáhl v dubnu 3,4 % a oproti předchozímu měsíci zůstal beze změny. Poslední údaje potvrzují pokračující postupné posilování meziročního růstu úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru.

Odhlédneme-li od určité volatility, celková velikost bankovních rozvah zůstala v posledních měsících v zásadě beze změny. Je důležité, aby banky v prostředí rostoucí poptávky nadále rozšiřovaly poskytování úvěrů soukromému sektoru. Je nezbytně nutné, aby banky tuto otázku řešily v případě potřeby nerozdělením zisku, využitím trhu k dalšímu posílení své kapitálové základny nebo plným využitím opatření vlády na podporu rekapitalizace. Především je zapotřebí, aby banky, které mají v současné době omezený přístup k tržnímu financování, urychleně zvýšily svůj základní kapitál a efektivitu.

Na základě své pravidelné hospodářské a měnové analýzy rozhodla Rada guvernérů, že ponechá základní úrokové sazby ECB beze změny. Informace, které byly zveřejněny od jejího zasedání 5. května 2011, potvrzují pokračující tlak na růst celkové inflace, a to především v důsledku vývoje cen energií a komodit. Srovnání výsledků hospodářské a měnové analýzy naznačuje, že tempo růstu peněžní zásoby postupně ožívuje. Peněžní likvidita je nadále dostatečná a může usnadnit přizpůsobení cenovým tlakům v eurozóně. Aktuální ekonomické údaje také potvrzují příznivou dynamiku hospodářské aktivity v eurozóně, byť nejistota je nadále zvýšená. Měnová politika ECB zůstává akomodativní a podporuje tak hospodářskou aktivitu. Rizika ohrožující tento výhled cenového vývoje jsou celkově proinflační. Na místě je tedy velká míra obezřetnosti. Na základě svého hodnocení bude Rada guvernérů důsledně jednat ve správný čas. Učiní vše, co je potřeba k tomu, aby nedávný vývoj cen nevyvolal plošné inflační tlaky. Rada guvernérů je nadále pevně odhodlána zajistit, aby inflační očekávání v eurozóně zůstala pevně ukotvena na úrovni, která odpovídá cíli udržet míru inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně. Takové ukotvení

inflačních očekávání je předpokladem k tomu, aby měnová politika mohla přispívat k hospodářskému růstu a vytváření pracovních míst v eurozóně.

Pokud jde o fiskální politiku, všechny strany, které se podílejí na přípravě státních rozpočtů pro 2012, musí zajistit, aby rozpočty byly plně v souladu s požadavkem na podporu důvěry ve fiskální politiku. Porovnání posledních ekonomických prognóz Evropské komise s fiskálními plány v programech stability ukazuje, že řada zemí potřebuje podpořit své rozpočtové cíle konkrétními konsolidačními opatřeními, aby ve společně dohodnutých termínech korigovaly své nadměrné schodky. Uskutečnění důvěryhodných opatření fiskální konsolidace má v kontextu pokračujících tlaků na finančních trzích zásadní význam.

Současně je v eurozóně naléhavě třeba provést ambiciózní a rozsáhlé strukturální reformy k posílení její konkurenceschopnosti, flexibility a dlouhodobého růstového potenciálu. Zejména země, které mají vysoký fiskální a vnější schodek nebo které se potýkají se ztrátou konkurenceschopnosti, by měly urychleně provést komplexní ekonomické reformy. Pokud jde o trhy zboží a služeb, měla by být důsledně uplatňována opatření podporující růst produktivity. V oblasti trhu práce musí být prioritou zvyšování pružnosti mezd, zintenzivnění pobídek motivujících k práci a odstranění rigidit na trzích práce.



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTEM

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSYSTEMU

Na základě údajů dostupných k 24. květnu 2011 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny.¹ Průměrný roční růst reálného HDP, podporován pokračující světovou poptávkou a posílením investic, opatřeními přijatými k obnovení fungování finančního systému a stále akomodativní orientací měnové politiky, by měl podle projekcí dosáhnout v roce 2011 úroveň mezi 1,5 a 2,3 % a v roce 2012 mezi 0,6 a 2,8 %. Především v důsledku nedávného silného nárůstu cen ropy by měla celková inflace měřená HICP po zbytek roku 2011 nadále převyšovat úroveň 2,0 %. Poté se očekává, že dojde ke zmírnění cenového vývoje komodit, a s tím, jak bude přímý dopad nárůstu cen v minulosti odeznívat, by podle těchto projekcí měla průměrná roční celková inflace klesat. Domácí cenové tlaky by měly naopak zesílit v důsledku vyšší míry využívání kapacit, napjatější situace na trhu práce a postupného a částečného promítání nárůstu cen komodit v minulosti. Průměrné tempo celkové inflace měřená HICP by mělo dosáhnout úrovně mezi 2,5 a 2,7 % v roce 2011 a mezi 1,1 a 2,3 % v roce 2012.

Box 1

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

Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzávěrku údajů 18. května 2011.¹ Předpoklad ohledně krátkodobých úrokových sazeb má čistě technický ráz. Krátkodobé sazby se měří tříměsíční sazbou EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozuje od sazeb futures. Tato metoda ukazuje na průměrnou hodnotu těchto krátkodobých úrokových sazeb 1,6 % v roce 2011 a 2,3 % v roce 2012. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 4,5 % v roce 2011 a 4,8 % v roce 2012. Pokud jde o podmínky financování, základní projekce vychází z předpokladu, že se ve sledovaném období rozpětí sazeb bankovních úvěrů vůči krátkodobým úrokovým sazbám zúží v důsledku postupného promítání růstu cen na forwardovém trhu a dále poklesu rizika selhání dlužníků z řad nefinančních podniků a domácností. Rozpětí vůči dlouhodobým sazbám by se měla během sledovaného období postupně rozšiřovat, přičemž v posledním čtvrtletí 2010 došlo k jejich výraznému snížení, a do konce sledovaného období by se měla vrátit na úroveň, která je v souladu s historickým průměrem. Očekává se, že podmínky na straně úvěrů pro eurozónu jako celek se budou během sledovaného období dále normalizovat, ale že budou stále působit nepříznivě na hospodářskou aktivitu. Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzávěrky se očekává, že průměrná roční cena barelu ropy Brent dosáhne 111,1 USD v roce 2011 a 108,0 USD v roce 2012. Očekává se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech vzrostou v roce 2011 o 20,4 % a v roce 2012 o 1,2 %.

Očekává se, že dvojstranné směnné kurzy eura zůstanou ve sledovaném období beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky. To by znamenalo, že kurz eura k americkému dolaru se v roce 2011 bude pohybovat na úrovni 1,42 a v roce 2012 na úrovni 1,43 a že efektivní kurz eura v roce 2011 mírně posílí v průměru o 0,8 % a v roce 2012 o 0,4 %.

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

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 24. květnu 2011. U těchto plánů se počítá se všemi opatřeními, která již byla národními parlamenty schválena nebo která byla vládami podrobně rozpracována a u nichž je pravděpodobné, že legislativním procesem úspěšně projdou.

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

MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

Oživení světového hospodářství pokračuje a stává se stále více soběstačným. I když je oživení ve vyspělých ekonomikách stále stabilnější, očekává se, že dopady finanční krize budou nadále sílu oživení tlumit a nepříznivě působit na perspektivu rychlého oživení na trhu práce. Zcela odlišná je situace v rychle rostoucích rozvíjejících se ekonomikách, jejichž kapacita je využívána téměř naplno – a v některých případech je překračována – a v nichž přetrvávají tlaky z přehřívání. Od sestavení předchozích projekcí v březnu 2011 se politické nepokoje na Blízkém východě a v severní Africe zintenzívnily a v Japonsku došlo k přírodní a jaderné katastrofě. Ačkoli tyto události zvýšily nejistotu světového výhledu, neočekává se, že by narušily světové oživení. Růst reálného HDP ve světě mimo země eurozóny by měl z úrovně 4,5 % v roce 2011 posílit na 4,7 % v roce 2012. Růst na vývozních trzích eurozóny by podle odhadu měl dosáhnout výše 8,3 % v roce 2011 a 7,9 % v roce 2012.

PROJEKCE RŮSTU REÁLNÉHO HDP

Po relativně utlumeném růstu ve druhém pololetí 2010 posílil růst reálného HDP obzvláště výrazně v prvním čtvrtletí 2011, kdy mezičtvrtletně vzrostl o 0,8 %. Při bližším pohledu se ukazuje, že během tohoto období přispěla k růstu reálného HDP výrazně domácí poptávka, a zejména investice. Zdá se, že především stavební výroba se zotavila z oslabení ve čtvrtém čtvrtletí souvisejícího s vývojem počasí. V souvislosti s tím, jak se tento dočasný růstový vliv vytrácí, růst reálného HDP se ve druhém čtvrtletí pravděpodobně zmírní. V dalším období se očekává, že hospodářská aktivita dále oživí a bude ji podporovat zejména pokračující světová poptávka a posílení investic. K růstu reálného HDP by měla větší měrou přispívat domácí poptávka, zatímco příspěvek čistého vývozu k růstu reálného HDP by měl ve sledovaném období klesat, nicméně nadále zůstat kladný. V souladu s vývojem pozorovaným po minulých finančních krizích se celkově očekává, že k oživení reálného HDP bude docházet jen postupně a že předkrizových úrovní bude dosaženo až v průběhu roku 2012. Očekává se, že reálný HDP bude v meziročním vyjádření růst v roce 2011 na úrovni mezi 1,5 a 2,3 % a v roce 2012 mezi 0,6 a 2,8 %.

Podrobnější pohled na prognózu ukazuje, že růst soukromé spotřeby by měl být v roce 2011 tlumený, neboť rostoucí ceny komodit nepříznivě ovlivní růst reálného disponibilního důchodu. Poté se očekává, že jak by měly klesat inflační tlaky a růst zaměstnanost a náhrady na zaměstnance, zvýší se tempo růstu reálného disponibilního důchodu a následně i soukromé spotřeby. Míra úspor by měla v roce 2011 klesnout jako projev zlepšené důvěry a v dalším období by měla zůstat celkově beze změny. Míra nezaměstnanosti, odrážející pouze postupné zlepšení zaměstnanosti, by měla po většinu roku 2011 zůstat stabilní a v následujícím období pomalu klesat.

Soukromé investice s výjimkou rezidenčních nemovitostí by měly během sledovaného období poměrně silně růst, podpořeny optimistickou podnikatelskou důvěrou, postupným nárůstem poptávky, vznikem překážek v důsledku nedostatečné kapacity a lepším přístupem k financování. Naopak se očekává, že růst investic do rezidenčních nemovitostí zůstane do roku 2012 poměrně tlumený v důsledku pokračujících korekcí na trzích s bydlením v některých zemích. V souladu s konsolidačními balíčky oznámenými v některých zemích eurozóny se předpokládá, že vládní investice budou ve sledovaném období klesat.

Po silném růstu zahraniční poptávky v roce 2010 se očekává, že v roce 2011 a 2012 bude tempo růstu vývozu slábnout, ale že zůstane nadále poměrně silné. Očekávání pro růst dovozu jsou obdobná. Celkově by měl být ve sledovaném období příspěvek čistého vývozu k růstu HDP klesat, nicméně zůstat stále kladný.

Tabulka 1 Makroekonomické projekce pro eurozónu

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

	2010	2011	2012
HICP	1,6	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3
Reálný HDP	1,7	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8
Soukromá spotřeba	0,8	0,6 – 1,2	0,4 – 2,2
Vládní spotřeba	0,6	-0,4 – 0,6	-0,5 – 0,9
Hrubá tvorba fixního kapitálu	-0,9	2,0 – 4,2	1,1 – 5,9
Vývoz (zboží a služby)	11,1	5,8 – 9,6	2,6 – 10,6
Dovoz (zboží a služby)	9,3	4,3 – 7,9	2,6 – 10,0

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

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

Očekává se, že krize nepříznivě ovlivnila potenciální růst, ačkoli přesný rozsah tohoto vlivu zůstává velmi nejistý. Projekce potenciálního růstu, a tedy i mezery výstupu, jsou proto obklopeny ještě větší mírou nejistoty než obvykle. Ve sledovaném období se nicméně očekává určité oživení potenciálního růstu, byť jeho tempo bude značně nižší než v době před krizí, což odráží nižší příspěvek práce i kapitálu. Tomu odpovídající odhadovaná záporná mezera výstupu by se měla během sledovaného období zúžit.

PROJEKCE CEN A NÁKLADŮ

Především v důsledku nedávného silného nárůstu cen ropy by měla celková inflace měřená HICP do začátku roku 2012 nadále převyšovat úroveň 2,0 %. Poté se očekává, že dojde ke zmírnění tlaků na ceny komodit, a s tím, jak bude přímý dopad nedávného nárůstu cen odeznívat, by podle těchto projekcí měla průměrná meziroční celková inflace klesat. Domácí cenové tlaky by měly naopak zesílit v důsledku vyšší míry využívání kapacit, napjatější situace na trhu práce a postupného a částečného promítání nárůstu cen komodit v minulosti. Průměrné tempo celkové inflace měřená HICP by mělo dosáhnout úrovně mezi 2,5 a 2,7 % v roce 2011 a mezi 1,1 a 2,3 % v roce 2012. Tempo růstu HICP bez započtení potravin a energií by mělo v celém sledovaném období postupně vzrůstat.

Podrobnější pohled na projekce ukazuje, že by se vnější cenové tlaky, které se v prvním čtvrtletí 2011 silně zvýšily především v důsledku rostoucích cen komodit na světových trzích, měly po zbytku sledovaného období snižovat. Tento vývoj do velké míry odráží předpokládané zmírnění dynamiky vývoje cen komodit a nedávné posílení eura. Domácí cenové tlaky by ve sledovaném období měly naopak mírně posílit. Tempo růstu nominálních náhrad na zaměstnance by se mělo postupně zvyšovat, což bude odrážet zlepšení na trhu práce a v omezené míře zpožděné dopady vyššího růstu spotřebitelských cen zaznamenaného v roce 2011, částečně v důsledku existence mechanismů indexace mezd v některých zemích eurozóny. V důsledku odstupňované splatnosti sjednaných nominálních mezd a silného nárůstu tempa růstu spotřebitelských cen se očekává, že reálná náhrada na zaměstnance se v roce 2011 sníží a poté ve zbytku sledovaného období mírně oživí. Tempo růstu jednotkových mzdových nákladů by po poklesu v roce 2010 mělo v roce 2011 přejít do kladných hodnot a v roce 2012 zrychlit v důsledku zmírnění nárůstu produktivity práce a postupného růstu nominálních náhrad na zaměstnance. Ziskové marže, které v roce 2010 výrazně oživily, by měly v roce 2011 růst pomaleji a následně mírně zrychlit. Počáteční pokles tempa růstu ziskových marží odráží určité pohlčení vlivů souvisejících s obratem vývoje jednotkových mzdových nákladů, zatímco následný nárůst vyplývá ze zlepšení agregátní poptávky.

Očekává se však, že ziskové marže zůstanou během sledovaného období pod úrovní z roku 2007. Na základě již oznámených opatření se očekává, že v roce 2011 budou mít kladný příspěvek k inflaci měřené HICP také nepřímé daně a nárůst regulovaných cen.

POROVNÁNÍ S PROJEKCEMI Z BŘEZNA 2011

V porovnání s makroekonomickými projekcemi pracovníků ECB zveřejněnými v letošním březnovém vydání Měsíčního bulletinu došlo k revizi rozpětí projekce růstu reálného HDP v roce 2011 směrem nahoru, a to především v důsledku příznivějšího než očekávaného výsledku HDP v prvním čtvrtletí 2011. Pokud jde o rok 2012, zůstává rozpětí v zásadě beze změny. Co se týče inflace měřené HICP, rozpětí prognózy pro rok 2011 bylo revidováno rovněž směrem nahoru, což do velké míry odráží vyšší ceny energií. Rozpětí pro rok 2012 se mírně zúžilo.

Tabulka 2 Porovnání s projekcemi z března 2011

(průměrné procentní změny za rok)

	2011	2012
Reálný HDP – březen 2011	1,3 – 2,1	0,8 – 2,8
Reálný HDP – červen 2011	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8
HICP – březen 2011	2,0 – 2,6	1,0 – 2,4
HICP – červen 2011	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3

Box 2

PROGNÓZY DALŠÍCH INSTITUCÍ

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

Prognózy, které jsou v současné době k dispozici od dalších institucí, předpokládají, že roční růst reálného HDP v eurozóně dosáhne v roce 2011 úrovně mezi 1,6 a 2,0 % a v roce 2012 úrovně mezi 1,7 a 2,0 %. Všechny tyto prognózy růstu tedy spadají do rozpětí obsažených v projekcích odborníků Eurosystemu.

Pokud jde o míru inflace, podle prognóz od ostatních institucí by průměrná roční inflace měřená HICP měla v roce 2011 dosáhnout úrovně mezi 2,3 a 2,6 % a v roce 2012 úrovně mezi 1,6 a 1,9 %. S výjimkou projekcí inflace měřené HICP sestavených MMF na rok 2011, které jsou založeny na odlišných předpokladech o cenách komodit, spadají všechny tyto prognózy do rozpětí obsažených v projekcích odborníků Eurosystemu.

Srovnání prognóz růstu reálného HDP a inflace měřené HICP v eurozóně

(průměrné procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP		Inflace měřená HICP	
		2011	2012	2011	2012
MMF	duben 2011	1,6	1,8	2,3	1,7
Survey of Professional Forecasters	květen 2011	1,7	1,7	2,5	1,9
Consensus Economics Forecasts	květen 2011	1,7	1,7	2,5	1,9
OECD	květen 2011	2,0	2,0	2,6	1,6
Evropská komise	květen 2011	1,6	1,8	2,6	1,8
Projekce odborníků Eurosystemu	červen 2011	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3

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

Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu a 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 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, ČERVEN 2011

HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ

1 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ EUROZÓNY

Hospodářská aktivita se dále zvyšovala výrazným tempem a tento růst byl v prostředí zlepšujících se globálních finančních podmínek soběstačnější. Tato silná dynamika světového hospodářského růstu však v posledních měsících poněkud zmírnila. Zároveň přetrvávají regionální rozdíly z hlediska cyklických pozic. Během několika prvních měsíců roku pokračoval světový obchod ve výrazném růstu. Inflační tlaky zůstávaly silné, a to především v důsledku vyšších cen komodit. Rozvíjející se ekonomiky čelí výraznějším inflačním tlakům než rozvinuté ekonomiky v souvislosti s rostoucími kapacitními omezeními a s vyšší vahou komodit v jejich spotřebním koši.

2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

2.1 PENÍZE A ÚVĚRY MFI

Odhlédneme-li od krátkodobého vývoje, údaje o vývoji peněžní zásoby do dubna 2011 nadále ukazují na postupné oživení meziročního tempa růstu peněžního agregátu M3 i úvěrů měnových finančních institucí (MFI) soukromému sektoru. Tento vývoj odpovídá hodnocení, že základní tempo růstu peněžní zásoby postupně posiluje, i když zůstává mírné. Současně zůstává dostatek peněžní likvidity naakumulované před obdobím napětí na finančních trzích a její uvolnění může usnadnit přizpůsobení cenovým tlakům v eurozóně. Vývoj úvěrů soukromému sektoru v jednotlivých sektorech svědčí o postupném zvyšování meziročního tempa růstu úvěrů jak nefinančním podnikům, tak domácnostem.

2.2 FINANČNÍ INVESTICE NEFINANČNÍHO SEKTORU A INSTITUCIONÁLNÍCH INVESTORŮ

Meziroční tempo celkových finančních investic nefinančního sektoru se ve čtvrtém čtvrtletí 2010 zvýšilo a dosáhlo 3,7 % a téměř výhradně odráželo dopad transakcí v souvislosti s konsolidačními institucemi. Meziroční přírůstek akcií / podílových listů investičních fondů se v prvním čtvrtletí 2011 dále snížil. Meziroční tempo růstu finančních investic pojišťoven a penzijních fondů se ve čtvrtém čtvrtletí 2010 dále snížilo, a to především v důsledku menšího využití nepřímých forem finančních investic.

2.3 ÚROKOVÉ SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU

Úrokové sazby peněžního trhu v období od března do června 2011 dále vzrostly a odrážely očekávaný růst úrokových sazeb, a to jak před rozhodnutím Rady guvernérů ze 7. dubna 2011 zvýšit základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů, tak i po něm, a také samotné rozhodnutí, které vstoupilo v účinnost k datu hlavní refinanční operace vypořádané 13. dubna 2011. Zároveň zůstávala ve sledovaném období vysoká volatilita úrokových sazeb na peněžním trhu, která se v porovnání s předchozími tříměsíčními obdobími prakticky nezměnila.

2.4 TRHY DLUHOPISŮ

V období od konce února do začátku června se výnosy dlouhodobých státních dluhopisů s ratingem AAA v eurozóně snížily přibližně o 10 bazických bodů a ve Spojených státech zhruba o 50 bazických bodů. Tento pokles výnosů odrážel především rostoucí obavy trhu o sílu světové ekonomiky a zesílení napětí na trzích státních dluhopisů některých zemí eurozóny. Implikovaná volatilita trhu dluhopisů zůstala v eurozóně prakticky beze změny a ve Spojených státech mírně poklesla. Ukazatele na základě finančního trhu týkající se dlouhodobých inflačních očekávání v eurozóně zůstaly celkově beze změny a nadále naznačují, že inflační očekávání jsou stále pevně ukotvena. Spready státních dluhopisů se pro Řecko, Irsko a Portugalsko výrazně rozšířily. Napětí na trzích státních dluhopisů v Belgii, Itálii a Španělsku se v tomto období projevovalo také relativně velkými výkyvy spreadů vůči německým dluhopisům. Současně se spready u dluhopisů emitovaných finančními podniky mírně snížily ve všech ratingových kategoriích.

2.5 AKCIOVÉ TRHY

V období od konce února do začátku června se široké indexy cen akcií v eurozóně a ve Spojených státech celkově snížily a odrážely tak obavy o sílu světové ekonomiky a opětovné zesílení napětí na trzích státních dluhopisů některých zemí eurozóny. V březnu souvisely citelné výkyvy cen akcií také s politickým napětím v severní Africe a na Blízkém východě a rovněž se zemětřesením v Japonsku. Nejistota na akciových trzích v eurozóně a ve Spojených státech zůstala celkově beze změny. Zprávy o vývoji zisků v eurozóně byly příznivým překvapením, ale nestačily na to, aby zvrátily zhoršení nálady na trhu.

2.6 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Reálné náklady financování nefinančních podniků v eurozóně během prvního čtvrtletí 2011 poklesly. Tento vývoj odrážel pokles jak reálných nákladů na akcie, tak reálných sazeb krátkodobých úvěrů. Pokud jde o finanční toky, meziroční růst úvěrů nefinančním podnikům se v lednu 2011 vrátil zpět do kladného pásma a v prvním čtvrtletí 2011 dále mírně posílil na 0,8 %. To potvrzuje, že dynamika úvěrů dosáhla na počátku roku 2010 obrátu. Dluhové cenné papíry emitované nefinančními podniky během prvního čtvrtletí 2011 dále oslabily.

2.7 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE SEKTORU DOMÁCNOSTÍ

Podmínky financování pro domácnosti v eurozóně zůstaly během prvního čtvrtletí 2011 prakticky beze změny i přes mírný nárůst sazeb úvěrů MFI. Standardy na poskytování úvěrů domácnostem na nákup rezidenčních nemovitostí a na spotřební účely se opět zpřísnily. Meziroční růst úvěrů MFI domácnostem byl přesto v dubnu 2011 vyšší než ve čtvrtém čtvrtletí 2010. Současně vykazovalo meziroční tempo růstu úvěrů domácnostem nadále známky stabilizace. Zadluženost domácností v poměru k příjmům, poměr dluhu k HDP a zatížení úrokovými platbami se snížily.

3 CENY A NÁKLADY

Podle předběžného odhadu Eurostatu dosáhla v květnu 2011 inflace měřená HICP v eurozóně 2,7 %, přičemž v dubnu činila 2,8 %. Tato relativně vysoká míra inflace během posledních měsíců z velké části odráží vyšší ceny energií a komodit. Inflační očekávání musí zůstat pevně ukotvena na úrovni, která odpovídá cíli Rady guvernérů zachovat míru inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně. Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z června 2011 sestavených odborníky Eurosystemu by roční inflace měřená HICP měla dosáhnout v roce 2011 úrovně mezi 2,5 a 2,7 % a v roce 2012 mezi 1,1 a 2,3 %. Rizika pro střednědobý výhled inflace zůstávají proinflační.

4 NABÍDKA, POPTÁVKA A TRH PRÁCE

Po mezičtvrtletním růstu reálného HDP v eurozóně ve čtvrtém čtvrtletí 2010 na úrovni 0,3 % vykazala eurozóna během prvního čtvrtletí 2011 silný mezičtvrtletní růst reálného HDP ve výši 0,8 %. Nejnovější statistické údaje a ukazatele získané z průzkumů naznačují, že pokračující posilování hospodářské aktivity v eurozóně pokračuje i během druhého čtvrtletí letošního roku, byť pomalejším tempem.

V dalším období by měl být vývoz z eurozóny podporován pokračujícím oživením světové ekonomiky. Zároveň by měla s ohledem na příznivou úroveň podnikatelské důvěry v eurozóně přispívat k hospodářskému růstu stále větší měrou domácí poptávka v soukromém sektoru, na jejímž vývoji se stále projevují akomodativní orientace měnové politiky a opatření přijatá ke zlepšení fungování finančního systému. Očekává se však, že hospodářská aktivita bude nadále do určité míry tlumena procesem korekcí rozvah v různých sektorech.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z června 2011, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by měl roční růst reálného HDP v roce 2011 dosáhnout úrovně mezi 1,5 a 2,3 % a v roce 2012 mezi 0,6 a 2,8 %. V prostředí vyznačujícím se zvýšenou nejistotou zůstávají rizika tohoto ekonomického výhledu zhruba vyvážená.

5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

Podle ekonomické prognózy Evropské komise z jara 2011 se schodek vládního sektoru v eurozóně začal v roce 2010 snižovat a v roce 2011 a 2012 klesne dále, takže z výše 6,3 % HDP v roce 2009 poklesne na úroveň 3,5 % HDP v roce 2012. Co se týče Paktu stability a růstu, většina zemí eurozóny závazky v rámci postupu při nadměrném schodku v roce 2010 v zásadě dodržela a v příštích letech hodlá postupovat totožně. V mnoha zemích však nejsou tyto plány dostatečně podpořeny konkrétními konsolidačními opatřeními v období po roce 2011, a ke splnění fiskálních cílů ve společně dohodnutých termínech bude proto nezbytné přijmout dodatečná opatření. Zavedení důvěryhodných strategií fiskální konsolidace, zejména na straně výdajů, má zásadní význam vzhledem k pokračujícím tlakům na finančních trzích a dlouhodobým úkolům v souvislosti se stárnutím obyvatelstva. Je tedy důležité, aby nově zavedený evropský semestr pro lepší koordinaci hospodářské politiky zajistil promítnutí těchto strategií do přípravy státních rozpočtů na rok 2012.

6 MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSISTÉMU

Na základě údajů dostupných k 24. květnu 2011 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny.¹ Průměrný roční růst reálného HDP, podporován pokračující světovou poptávkou a posílením investic, opatřeními přijatými k obnovení fungování finančního systému a stále akomodativní orientací měnové politiky, by měl podle projekcí dosáhnout v roce 2011 výše mezi 1,5 a 2,3 % a v roce 2012 úrovně mezi 0,6 a 2,8 %. Především v důsledku nedávného silného nárůstu cen ropy by měla celková inflace měřená HICP po zbytek roku 2011 nadále převyšovat úroveň 2,0 %. Poté se očekává, že dojde ke zmírnění cenového vývoje komodit, a s tím, jak bude přímý dopad nárůstu cen v minulosti odeznívat, by podle těchto projekcí měla průměrná roční celková inflace klesat. Domácí cenové tlaky by měly naopak zesílit v důsledku vyšší míry využívání kapacit, napjatější situace na trhu

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

práce a postupného a částečného promítání nárůstu cen komodit v minulosti. Průměrné tempo celkové inflace měřené HICP by mělo dosáhnout úrovně mezi 2,5 a 2,7 % v roce 2011 a mezi 1,1 a 2,3 % v roce 2012.