

## ÚVODNÍ SLOVO

Na základě své pravidelné hospodářské a měnové analýzy rozhodla Rada guvernérů na svém zasedání 8. září 2011, že ponechá základní úrokové sazby ECB beze změny. Inlace zůstává na zvýšené úrovni, v příštích měsících bude pravděpodobně nadále nad 2 % a příští rok se sníží. Tempo růstu peněžní zásoby přitom zůstává stále mírné, zatímco je nadále dostatek peněžní likvidity. Tempo hospodářského růstu v eurozóně v souladu s očekáváním ve druhém čtvrtletí zpomalilo poté, co v prvním čtvrtletí silně rostlo. V dalším období očekává Rada guvernérů mírný růst ekonomiky v eurozóně, přičemž tento výhled je spojen s obzvlášť vysokou mírou nejistoty a prohloubenými riziky zpomalení ekonomiky. Krátkodobé úrokové sazby jsou přitom nízké. Zatímco orientace měnové politiky zůstává akomodativní, některé podmínky financování se zpřísnily. Nadále má zásadní význam, aby se měnová politika soustředila na svůj mandát udržovat ve střednědobém horizontu cenovou stabilitu, aby se tak zajistilo, že nedávný vývoj cen nevyvolá ve střednědobém horizontu plošné inflační tlaky. V příštím období je nezbytná velmi pečlivá analýza všech nových údajů a veškerého dalšího vývoje. Inflační očekávání v eurozóně musí zůstat pevně ukotvena na úrovni, která odpovídá cíli Rady guvernérů zachovat míru inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně. Takové ukotvení inflačních očekávání je předpokladem k tomu, aby měnová politika mohla přispívat k hospodářskému růstu a vytváření pracovních míst v eurozóně. Rada guvernérů bude veškerý další vývoj velmi pečlivě sledovat.

Poskytování likvidity a režim přidělování pro refinanční operace budou nadále zajišťovat, aby banky v eurozóně neměly omezen přístup k likviditě. Všechna mimořádná opatření přijatá během období silného napětí na finančních trzích mají přechodný charakter.

Pokud jde o hospodářskou analýzu, ve druhém čtvrtletí 2011 zpomalilo mezičtvrtletní tempo růstu reálného HDP v eurozóně na 0,2 % poté, co v prvním čtvrtletí dosáhlo úrovně 0,8 %. V souladu s očekáváním odezněl vliv dočasných faktorů, které zvyšovaly tempo růstu počátkem roku, a negativní účinek mělo

zemětřesení v Japonsku a zpožděný vliv růstu cen ropy v minulosti. Co se týče budoucího období, zdá se, že dynamiku hospodářské aktivity v eurozóně tlumí vývoj v několika oblastech, včetně zpomalení tempa růstu světové ekonomiky, související pokles cen akcií a podnikatelské důvěry a nepříznivé vlivy vyplývající z pokračujícího napětí na trzích se státními dluhopisy několika zemí eurozóny. V důsledku toho se očekává, že reálný HDP poroste ve druhé polovině letošního roku velmi mírně. Rada guvernérů zároveň očekává, že hospodářská aktivita v eurozóně bude těžit z pokračujícího růstu světové ekonomiky i akomodativní orientace měnové politiky a jednotlivých opatření přijatých k podpoře fungování finančního sektoru.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu ze září 2011, které sestavili pracovníci ECB. Podle těchto projekcí by měl roční růst reálného HDP v roce 2011 dosáhnout úrovně mezi 1,4 a 1,8 % a v roce 2012 mezi 0,4 a 2,2 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi růstu reálného HDP pro rok 2011 a 2012, které sestavili odborníci Eurosystemu v červnu 2011, tak byla rozmezí revidována směrem dolů.

Podle hodnocení Rady guvernérů převládají v eurozóně v prostředí obzvláště vysoké míry nejistoty rizika hospodářského zpomalení. Tato rizika souvisejí s pokračujícím napětím v některých segmentech finančních trhů v eurozóně i na globální úrovni a s možností, že se tyto tlaky přelijí do reálné ekonomiky eurozóny. Také souvisejí s dalším růstem cen energií, protekcionistickými tlaky a možností nesourodé korekce globálních nerovnováh.

Co se týče vývoje cen, meziroční míra inflace měřené HICP dosáhla v eurozóně podle předběžného odhadu Eurostatu v srpnu 2011 úrovně 2,5 %, stejně jako v červenci. Míra inflace zůstává od konce loňského roku na poměrně vysokých úrovních, k čemuž přispěly především vyšší ceny energií a dalších komodit. Pokud jde o další vývoj, je pravděpodobné, že míra inflace zůstane v dalších měsících jednoznačně nad 2 %. Soudě podle vývoje cen ropy na trzích s futures by měla inflace v roce 2012 klesnout pod úroveň 2 %. Tento vývoj odráží očekávání poměrně stabilního vývoje růstu mezd při mírném hospodářském růstu.

Tyto úvahy se odrazily v makroekonomických projekcích pro eurozónu ze září 2011 sestavených pracovníky ECB, podle nichž by měla roční inflace měřená HICP dosáhnout v roce 2011 úrovně mezi 2,5 a 2,7 % a v roce 2012 mezi 1,2 a 2,2 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z června 2011, které sestavili odborníci Eurosystemu, bylo rozpětí inflace měřené HICP pro rok 2011 ponecháno beze změny, zatímco rozpětí pro rok 2012 je mírně užší. Je nezbytné připomenout, že uvedené projekce jsou podmíněny řadou čistě metodických předpokladů.

Rada guvernérů považuje rizika pro cenový vývoj ve střednědobém horizontu celkově za vyrovnaná. Rizika zvýšení inflace souvisejí především s možností vyššího než očekávaného nárůstu cen ropných i neropných komodit a zvýšení nepřímých daní a regulovaných cen, a to v důsledku potřeby provádět v následujících letech fiskální konsolidaci. Hlavní rizika snížení inflace souvisejí s dopadem slabšího než očekávaného růstu v eurozóně i na světové úrovni.

Pokud jde o měnovou analýzu, meziroční tempo růstu agregátu M3, které v červnu 2011 činilo 1,9 %, bylo v červenci na úrovni 2,0 %. Meziroční růst úvěrů soukromému sektoru činil v červenci 2,4 % poté, co byl v červnu na úrovni 2,5 %. Odhlédneme-li od měsíčních údajů a vlivů mimořádných faktorů, trendy růstu širokého peněžního agregátu a úvěrů se v posledních měsících v zásadě stabilizovaly. Celkově tempo růstu peněžní zásoby zůstává mírné. Současně je stále dostatek peněžní likvidity naakumulované před obdobím napětí na finančních trzích.

Pohled na složky agregátu M3 ukazuje, že meziroční tempo růstu M1 v červenci kleslo na 0,9 %, zatímco tempo růstu ostatních krátkodobých vkladů zůstalo beze změny na úrovni 3,7 %. Tento vývoj nadále částečně odráží postupný nárůst úročení krátkodobých termínovaných a spořicí vkladů v posledních měsících. Na straně protipoložek nadále mírně posilovalo meziroční tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům z červnové úrovně 1,5 % na 1,6 % v červenci, zatímco meziroční tempo růstu úvěrů domácnostem se patrně stabilizovalo kolem 3 %.

Celková velikost rozvah MFI zůstala v posledních měsících v zásadě beze změny. V případě potřeby poskytnout dostatečný prostor pro rozšíření úvěrování soukromému sektoru je nezbytně nutné, aby banky nerozdělily zisk, využily trhu k dalšímu posílení své kapitálové základny nebo plně využily opatření vlády na podporu rekapitalizace, a to v souladu se závěry nedávno provedených zátěžových testů.

Na základě své pravidelné hospodářské a měnové analýzy tedy Rada guvernérů rozhodla, že ponechá základní úrokové sazby ECB beze změny. Inflace zůstává na zvýšené úrovni, v příštích měsících bude pravděpodobně nadále nad 2 % a příští rok se sníží. Srovnání s informacemi z měnové analýzy potvrzuje, že tempo růstu peněžní zásoby přitom zůstává stále mírné, zatímco je nadále dostatek peněžní likvidity. Tempo hospodářského růstu v eurozóně v souladu s očekáváním ve druhém čtvrtletí zpomalilo poté, co v prvním čtvrtletí silně rostlo. V dalším období očekává Rada guvernérů mírný růst ekonomiky v eurozóně, přičemž tento výhled je spojen s obzvláště vysokou mírou nejistoty a prohloubenými riziky zpomalení ekonomiky. Krátkodobé úrokové sazby jsou přitom nízké. Zatímco orientace měnové politiky zůstává akomodativní, některé podmínky financování se zpřísnily. Nadále má zásadní význam, aby se měnová politika soustředila na svůj mandát udržovat ve střednědobém horizontu cenovou stabilitu, a nedávný vývoj cen tak nevyvolal ve střednědobém horizontu plošné inflační tlaky. V příštím období je nezbytná velmi pečlivá analýza všech nových údajů a veškerého dalšího vývoje. Inflační očekávání v eurozóně musí zůstat pevně ukotvena na úrovni, která odpovídá cíli Rady guvernérů zachovat míru inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně. Takové ukotvení inflačních očekávání je předpokladem k tomu, aby měnová politika mohla přispívat k hospodářskému růstu a vytváření pracovních míst v eurozóně. Rada guvernérů bude veškerý další vývoj velmi pečlivě sledovat.

Pokud jde o fiskální politiku, několik vlád oznámilo další opatření, jejichž cílem je zajistit dosažení konsolidačních cílů a posílit právní základ pro vnitrostátní fiskální pravidla. Má-li být zajištěna důvěryhodnost, zásadní význam má nyní to, aby nebyla oznámená opatření odkládána na pozdější dobu a aby byla zavedena

bezezbytku. Je zapotřebí, aby byly vlády připraveny zavést další konsolidační opatření, zejména na straně výdajů, pokud by se naplnila rizika týkající se dosažení stávajících fiskálních cílů. Země, jejichž hospodářský a fiskální vývoj je lepší, než se čekalo, by měly tohoto manévrovacího prostoru plně využít k rychlejšímu snižování schodku a dluhu. Je třeba, aby všechny vlády v eurozóně prokázaly pevnou odhodlanost bezezbytku dostát svým vlastním individuálním státním finančním závazkům, což je rozhodný prvek při zajištění finanční stability v eurozóně jako celku.

K zajištění důvěry, perspektivy hospodářského růstu a vytváření pracovních míst je nezbytné, aby byla fiskální konsolidace doprovázena strukturálními reformami. Rada guvernérů tedy apeluje na všechny vlády zemí eurozóny, aby rychle a s rozhodností zavedly zásadní a komplexní strukturální reformy. Ty pomohou těmto zemím posílit konkurenceschopnost, zvýšit pružnost jejich ekonomik a zvýšit potenciál jejich dlouhodobějšího růstu. V tomto ohledu mají zásadní význam reformy na pracovním trhu se zaměřením na odstranění rigidit a zavedení opatření, která zvyšují pružnost mezd. Zejména je nezbytné zrušit ustanovení o automatické indexaci mezd a posílit dohody na úrovni podniků tak, aby mohly být mzdy a pracovní podmínky přizpůsobeny konkrétním potřebám podniků. Tato opatření by měla být doprovázena strukturálními reformami, které zvýší konkurenceschopnost na trzích zboží a zejména služeb, – včetně liberalizace uzavřených profesí – a v případě potřeby privatizací služeb v současné době poskytovaných veřejným sektorem, což podpoří růst produktivity a konkurenceschopnost.



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

Box

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ PRACOVNÍKY ECB

Na základě údajů dostupných k 25. srpnu 2011 sestavili pracovníci ECB projekce makroekonomického vývoje eurozóny.<sup>1</sup> Podle těchto projekcí by měl průměrný roční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2011 tempa v rozmezí 1,4 a 1,8 % a v roce 2012 mezi 0,4 a 2,2 %. Inflace by měla být v roce 2011 mezi 2,5 a 2,7 % a v roce 2012 mezi 1,2 a 2,2 %.

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

Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách energetických i neenergetických komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzávěrku údajů 18. srpna 2011.

Předpoklad ohledně krátkodobých úrokových sazeb má čistě technický charakter. Krátkodobé sazby se měří tříměsíční sazbou EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Tato metoda ukazuje na průměrnou hodnotu těchto krátkodobých úrokových sazeb 1,3 % v roce 2011 a 1,0 % v roce 2012. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 4,2 % v roce 2011 i v roce 2012. Předpokládá se, že promítání tržních sazeb do úrokových sazeb z bankovních úvěrů bude fungovat v souladu s vývojem v minulosti ve většině částí eurozóny. V některých částech – především tam, kde panuje napětí na trzích vládních dluhopisů – by však toto promítání mělo být doprovázeno nepříznivými vlivy na rizikové prémie u bankovních úvěrů. Očekává se, že podmínky na straně nabídky úvěrů se budou postupně dále normalizovat, ale ve sledovaném období budou nadále mírně tlumit 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 110,1 USD v roce 2011 a 106,5 USD v roce 2012. Ceny neenergetických komodit v amerických dolarech<sup>2</sup> by v roce 2011 měly vzrůst o 19,6 % a v roce 2012 klesnout o 0,8 %.

Očekává se, že dvojstranné směnné kurzy eura zůstanou ve sledovaném období beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 18. srpna 2011. To znamená, že by se kurz eura k americkému dolaru měl v roce 2011 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 0,2 % a v roce 2012 oslabí o 0,2 %.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 19. srpnu 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.

<sup>1</sup> Makroekonomické projekce pracovníků ECB doplňují projekce odborníků Eurosystemu, které sestavují dvakrát za rok společně pracovníci ECB a národních centrálních bank eurozóny. Použité postupy odpovídají postupům uplatňovaným v projekcích odborníků Eurosystemu, které jsou popsány v publikaci „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“, ECB, June 2001, která je k dispozici na internetových stránkách ECB. K vyjádření nejistoty ohledně projekcí je výsledek pro každou proměnnou uváděn jako rozpětí možných hodnot. Tato rozpětí vycházejí z rozdílů mezi skutečnými hodnotami a jejich projekcemi za několik předchozích let. Šíře rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrných absolutních hodnot těchto rozdílů. Použitá metodika včetně korekce v případě mimořádných událostí je popsána v publikaci „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“, ECB, December 2009, která je rovněž dostupná na internetových stránkách ECB.

<sup>2</sup> Předpoklady o cenách ropy a potravin vycházejí z cen futures do konce sledovaného období. U ostatních komodit se předpokládá, že jejich ceny budou sledovat ceny futures do třetího čtvrtletí 2012 a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

## Předpoklady o mezinárodním prostředí

Tempo celosvětového růstu v posledních měsících zmírnilo. Toto zpomalení zčásti odráží přechodné faktory, jako je dopad přírodní a jaderné katastrofy na japonské hospodářství a na světové dodavatelské řetězce i tlumící vlivy vysokých cen komodit na příjmy v hlavních rozvinutých ekonomikách. Pokud jde o budoucí vývoj, postupná náprava narušených dodavatelských řetězců by měla ve druhém pololetí letošního roku mírně podpořit růst. Vyšší než očekávaná míra nezaměstnanosti, nižší důvěra podniků a spotřebitelů v rozvinutých ekonomikách a pokračující oslabení na trhu bydlení v USA by však měly nepříznivě ovlivňovat růst. Navíc se očekává, že nedávný posun nálady na světových finančních trzích, který by sice neměl zastavit světové hospodářské oživení, bude mít ve druhé polovině roku 2011 další negativní odezvy jak na straně důvěry, tak bohatství. Ve střednědobém horizontu by následky finanční krize měly v rozvinutých ekonomikách negativně působit na dynamiku oživení a odrážet tak potřebu korigovat rozvahy ve více sektorech. To v některých rozvinutých ekonomikách narušuje perspektivu rychlého zlepšení na trzích práce. Naopak růst v rozvíjejících se ekonomikách by měl zůstat poměrně silný, s přetrvávajícími tlaky z přehřívání. Průměrný růst reálného HDP ve světě mimo země eurozóny by měl z úrovně 4,1 % v roce 2011 posílit na 4,4 % v roce 2012. Růst zahraniční poptávky eurozóny by měl v roce 2011 dosáhnout 7,0 % a v roce 2012 úrovně 6,8 %. Tato tempa růstu jsou v porovnání s prognózami odborníků Eurosystemu z června 2011 nižší a výrazně odrážejí revizi směrem dolů pro výhled ekonomiky USA.

## Projekce růstu reálného HDP

Po silném růstu v eurozóně v prvním čtvrtletí 2011, který byl tažen oživením stavební výroby, došlo v několika posledních měsících k výraznému zpomalení hospodářské aktivity. Stejně jako v případě celosvětové ekonomiky tlumily aktivitu v eurozóně nepříznivé vlivy spojené s přírodní a jadernou katastrofou v Japonsku i opožděný dopad dřívějšího růstu cen ropy. Dynamika v eurozóně oslabil také v důsledku domácích faktorů, jako jsou nižší ceny akcií, zpřísnění fiskální politiky, přísnější podmínky nabídky úvěrů a zvýšená nejistota, které se odrážely v rostoucích rizikových premiích v souvislosti s krizí státních dluhopisů i se zhoršením důvěry podniků a spotřebitelů. Vzhledem k tomu, že by některé tyto faktory měly podle očekávání mít v blízké budoucnosti nadále nepříznivý vliv, reálný HDP by měl ve druhé polovině roku 2011 růst jen mírně. V dalším období se očekává, že hospodářská dynamika postupně oživí, neboť vývoz z eurozóny by měl těžit z rostoucí zahraniční poptávky, zatímco domácí poptávka by měla postupně posilovat, podpořená akomodativní orientací měnové politiky, opatřeními přijatými k obnovení fungování finančního systému a v neposlední řadě dopadem silné celosvětové poptávky na domácí důchod. Očekává se, že reálný HDP bude v meziročním vyjádření růst v roce 2011 na úrovni mezi 1,4 a 1,8 % a v roce 2012 mezi 0,4 a 2,2 %.

Bližší pohled na složky poptávky ukazuje, že tempo růstu vývozu mimo eurozónu by mělo do roku 2012 zůstat relativně silné, i když pod úrovní tempa expanze zahraniční poptávky v eurozóně v roce 2012, což odpovídá trendu poklesu podílu zemí eurozóny na exportních trzích. Po silném oživení v prvním čtvrtletí 2011 by celkové investice měly po zbytek roku růst jen mírně a oživit by měly v roce 2012. Podnikové investice by po sledované období měly stabilně růst. Podporovat by je měla rostoucí ziskovost, stálý růst vývozu a vznik překážek v důsledku nedostatečné kapacity. Růst investic do rezidenčních nemovitostí by naproti tomu měl po celé sledované období zůstat relativně utlumený, a to v důsledku pokračujících korekcí na trzích s bydlením v některých zemích, což se v projekcích odráží také v mírném růstu cen rezidenčních nemovitostí. Navíc by měly klesat až do konce roku 2012 vládní investice, jak v současnosti naznačují soubory opatření fiskální konsolidace oznámené v několika zemích eurozóny.

Soukromá spotřeba by měla v roce 2011 být dosti utlumená a oživit by měla mírně v roce 2012 a odrážet tak především trend růstu reálného disponibilního důchodu. Zatímco nepříznivý dopad dřívějšího růstu cen komodit by měl tlumit růst reálného disponibilního důchodu po zbytek roku 2011, očekává se, že



inflační tlaky následně oslabí a podpoří tak dynamiku růstu reálného disponibilního důchodu v roce 2012. Vládní spotřeba by v reálném vyjádření měla do roku 2012 růst jen mírně a odrážet tak soubory opatření fiskální konsolidace oznámené v několika zemích eurozóny. Tempo růstu dovozu ze zemí mimo eurozónu by mělo během letošního roku mírně oživit a následně se v roce 2012 stabilizovat a během období projekcí zrychlit více než celková poptávka. V důsledku o něco silnějšího růstu vývozu by měl být ve sledovaném období příspěvek čistého obchodu k růstu HDP kladný, nicméně klesající.

**Tabulka A Makroekonomické projekce pro eurozónu**

(průměrné procentní změny za rok)<sup>1), 2)</sup>

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

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.

### Projekce cen a nákladů

Meziroční inflace měřená HICP dosáhla v eurozóně v srpnu 2011 úrovně 2,5 %. Celková inflace měřená HICP by měla v dalších měsících zůstat nad 2 % především v důsledku dopadu dřívějších silných růstů cen ropných a neropných komodit na ceny energií a potravin. V dalším období by se podle současných cen futures na komodity měl růst cen dovozů zmírnit. Naopak domácí cenové tlaky by měly pomalu růst a odrážet tak rostoucí náklady práce a promítání nárůstu cen komodit v minulosti a ve sledovaném období vést k postupnému růstu inflace měřené HICP (bez započtení cen potravin a energií). Celkově by se podle těchto projekcí měla průměrná meziroční celková inflace pohybovat mezi 2,5 a 2,7 % v roce 2011 a mezi 1,2 a 2,2 % v roce 2012. Očekává se, že růst náhrad na zaměstnance zůstane ve sledovaném období relativně mírný a bude tak odrážet očekávané málo výrazné zlepšení podmínek na trzích práce. V důsledku dílčí a opožděné reakce nominálních mezd na růst spotřebitelských cen se očekává, že reálná náhrada na zaměstnance se v roce 2011 sníží a poté pomalu poroste. Vzhledem k tomu, že by podle projekcí měl růst produktivity zmírnit, očekává se, že jednotkové mzdové náklady v roce 2011 ožíví a v roce 2012 porostou rychlejším tempem. V důsledku toho by růst ziskových marží měl zůstat v roce 2011 a 2012 omezený a odrážet tak rovněž očekávaný mírný růst agregátní poptávky.



## Porovnání s projekcemi z června 2011

V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu, které byly zveřejněny v Měsíčním bulletinu v červnu 2011, byla rozpětí projekcí růstu reálného HDP v roce 2011 a 2012 upravena směrem dolů. Revize výhledu na rok 2011 a 2012 odrážejí jak nižší zahraniční poptávku, tak slabší domácí poptávku, kterou tlumí mimo jiné vyšší nejistota, snížená důvěra, nižší ceny akcií a přísnější podmínky na straně nabídky úvěrů, tedy faktory, které celkově převažují nad kladnými vlivy výrazné revize směrem dolů u metodického předpokladu průměrných sazeb z úvěrů v eurozóně. Revize směrem dolů pro rok 2012 odráží také dopad dodatečného fiskálního zpřísnění v některých zemích eurozóny. Pokud jde o inflaci měřenou HICP, projekce rozpětí pro rok 2011 byla ponechána beze změny, rozpětí pro rok 2012 je o něco užší než v projekcích z června 2011.

Tabulka B Porovnání s projekcemi z června 2011

(průměrné procentní změny za rok)

	2011	2012
Reálný HDP – červen 2011	1.5–2.3	0.6–2.8
Reálný HDP – září 2011	1.4–1.8	0.4–2.2
HICP – červen 2011	2.5–2.7	1.1–2.3
HICP – září 2011	2.5–2.7	1.2–2.2

## Porovnání s prognózami dalších institucí

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

Podle prognóz, které jsou v současnosti k dispozici od dalších organizací a institucí, by tempo růstu reálného HDP eurozóny mělo dosáhnout v roce 2011 úrovně mezi 1,6 a 2,0 %, což je o něco výše, než je rozpětí uvedené v projekcích pracovníků ECB, a v roce 2012 mezi 1,5 a 2,0 %, což se blíží horní hranici rozpětí v projekcích pracovníků ECB. Pokud jde o inflaci, dostupné prognózy ukazují na průměrnou roční inflaci měřenou HICP v roce 2011 na úrovni 2,6 %, která je v intervalu projekcí pracovníků ECB. Prognózy inflace měřené HICP pro rok 2012 se pohybují v rozpětí 1,6 a 2,0 %, což je rovněž v intervalu projekcí sestavených pracovníky ECB.

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

(průměrné procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP		Inflace HICP	
		2011	2012	2011	2012
OECD	květen 2011	2,0	2,0	2,6	1,6
Evropská komise	květen 2011	1,6	1,8	2,6	1,8
MMF	červen 2011	2,0	1,7	2,6	1,8
Survey of Professional Forecasters	srpen 2011	1,9	1,6	2,6	2,0
Consensus Economics Forecasts	srpen 2011	1,9	1,5	2,6	1,9
Projekce pracovníků ECB	září 2011	1,4–1,8	0,4–2,2	2,5–2,7	1,2–2,2

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

Poznámky: Makroekonomické projekce pracovníků ECB 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 za rok očištěna nejsou. U ostatních prognóz se neuvádí, která z těchto metodik byla při vykazování údajů použita.



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTEM

## SHRNUTÍ KAPITOL MĚSÍČNÍHO BULLETINU ECB, ZÁŘÍ 2011

### HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ

#### 1 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ EUROZÓNY

Na světové úrovni se dynamika růstu v posledních měsících zmírnila. Stalo se tak částečně v důsledku dočasných faktorů, jejichž slábnoucí vliv by měl poskytnout určitou podporu hospodářské aktivitě v dalším období. Očekává se však, že tento příznivý podnět bude vyvážen protichůdnými strukturálními vlivy, jež postihují především vyspělé ekonomiky. Obnovené napětí na finančních trzích má navíc negativní vliv na důvěru, bohatství a následně i hospodářský růst. Očekává se, že růst v rozvíjejících se ekonomikách zůstane i přes zmírnění silný. Meziroční míry inflace ve vyspělých ekonomikách se v posledních měsících stabilizovaly, zatímco inflační tlaky v rozvíjejících se ekonomikách zůstávají výrazné.

#### 2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

##### 2.1 PENÍZE A ÚVĚRY MFI

Růst peněžní zásoby se ve druhém čtvrtletí 2011 stabilizoval na mírné úrovni. Toto hodnocení odráží pomalé tempo meziročního růstu agregátu M3 a úvěrů soukromému sektoru, které zůstaly ve druhém čtvrtletí a v červenci 2011 v zásadě beze změny. Současně je stále dostatek peněžní likvidity naakumulované před obdobím napětí na finančních trzích, přestože v posledních čtvrtletích došlo k určitým dalším korekcím. Vývoj úvěrů soukromému sektoru v jednotlivých sektorech ukazuje především na pokračující nárůst meziročního tempa růstu úvěrů nefinančním podnikům, i když jen na nízké úrovni, zatímco meziroční tempo růstu úvěrů domácnostem se patrně stabilizovalo.

##### 2.2 FINANČNÍ INVESTICE NEFINANČNÍHO SEKTORU A INSTITUCIONÁLNÍCH INVESTORŮ

Meziroční tempo růstu celkových finančních investic nefinančního sektoru se v prvním čtvrtletí 2011 snížilo a dosáhlo 3,3 %, a to v důsledku slabšího růstu finančních investic domácností i nefinančních podniků. Meziroční přírůstek akcií / podílových listů investičních fondů se ve druhém čtvrtletí 2011 zvýšil, přičemž v předešlých čtyřech čtvrtletích klesal. V prvním čtvrtletí 2011 klesalo meziroční tempo růstu celkových finančních investic pojišťoven a penzijních fondů, stejně jako během předešlých tří čtvrtletí.

##### 2.3 ÚROKOVÉ SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU

Úrokové sazby peněžního trhu mezi 9. červnem a 7. zářím ve většině segmentů klesly, což odráželo revidovaná očekávání krátkodobých úrokových sazeb v důsledku obnoveného napětí na finančních trzích. O něco dříve, 7. července 2011, Rada guvernérů rozhodla zvýšit základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů, s platností od hlavní refinanční operace vypořádané 13. července 2011. Volatilita úrokových sazeb peněžního trhu zároveň vzrostla.

## 2.4 TRHY DLUHOPISŮ

Mezi koncem května a začátkem září 2011 výrazně poklesly výnosy dlouhodobých státních dluhopisů s ratingem AAA jak zemí eurozóny, tak Spojených států. Tento vývoj odrážel revizi očekávání hospodářského růstu předních vyspělých ekonomik směrem dolů i skutečnost, že investoři více preferují bezpečnější aktiva. Dále mělo na tržní sentiment výrazně nepříznivý dopad značné zesílení napětí souvisejícího s krizí státních dluhopisů v eurozóně a snížení hodnocení státního dluhu USA ze strany jedné ratingové agentury. Na obou stranách Atlantiku se zvýšila nejistota kolem budoucího vývoje na trhu dluhopisů, měřená implikovanou volatilitou trhu dluhopisů. Spready výnosů státních dluhopisů mezi jednotlivými zeměmi eurozóny se u většiny zemí rozšířily. Údaje o dlouhodobých zlomových měřácích inflace v eurozóně přitom začátkem září nadále naznačovaly, že inflační očekávání zůstávají pevně ukotvena.

## 2.5 AKCIOVÉ TRHY

Mezi koncem května a začátkem září kurzy akcií klesly v eurozóně i ve Spojených státech. Tento vývoj byl důsledkem revize očekávání světového hospodářského růstu směrem dolů. Dále značné napětí související s krizí státních dluhopisů v eurozóně a snížení ratingu amerických státních dluhopisů přispěly k poklesu ochoty investorů riskovat. Mezitím se snížilo skutečné i očekávané tempo růstu zisků na akciích. Vzhledem k tomuto vývoji se nejistota na akciových trzích zvýšila na obou stranách Atlantiku.

## 2.6 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Od dubna do července 2011 se nefinančním podnikům v eurozóně zvýšily reálné náklady financování. Celkový nárůst překrývá rozdílný vývoj hlavních složek. Pokud jde o finanční toky, meziroční nárůst úvěrů nefinančním podnikům dále vzrostl a ve druhém čtvrtletí 2011 dosáhl úrovně 1,5 %. Zdá se, že dynamika úvěrů je celkově v souladu s vývojem hospodářského růstu v eurozóně. Objem nově emitovaných dluhových cenných papírů nefinančních podniků ve druhém čtvrtletí dále zmírnil.

## 2.7 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE SEKTORU DOMÁCNOSTÍ

Podmínky financování pro domácnosti v eurozóně byly ve druhém čtvrtletí charakterizovány mírně rostoucími sazbami z bankovních úvěrů. Dále byly ve druhém čtvrtletí 2011 zpřísněny úvěrové standardy u spotřebitelských a hypotečních úvěrů domácnostem, ačkoli v případě hypotečních úvěrů tomu tak bylo v menší míře než v předchozím čtvrtletí. Meziroční tempo růstu úvěrů MFI domácnostem se nedávno stabilizovalo kolem úrovně 3 %. Zadluženost domácností v poměru k příjmům se ve druhém čtvrtletí 2011 dále snížila, zatímco poměr dluhu k HDP a úrokové břemeno zůstaly v zásadě beze změny.

## 3 CENY A NÁKLADY

Meziroční inflace v eurozóně měřená HICP podle předběžného odhadu Eurostatu dosáhla v srpnu 2011 úrovně 2,5 %, oproti červenci tedy beze změny. Míra inflace zůstává od konce loňského roku na poměrně vysokých úrovních, k čemuž přispěly především vyšší ceny energií a dalších komodit. Pokud jde o další vývoj, je pravděpodobné, že míra inflace zůstane v dalších měsících zřetelně nad 2 %. Soudě podle vývoje cen ropy na trzích s futures by poté měla inflace v roce 2012 klesnout pod úroveň 2 %. Tento vývoj odráží očekávání poměrně stabilního vývoje růstu mezd při mírném hospodářském růstu. Tyto úvahy se odrazily v makroekonomických projekcích pro eurozónu ze září 2011 sestavených pracovníky ECB, podle nichž by měla meziroční inflace měřená HICP dosáhnout v roce 2011 úrovně mezi 2,5 a 2,7 % a v roce 2012 mezi 1,2 a 2,2 %. Rizika ohrožující střednědobý výhled cenového vývoje jsou považována celkově za vyrovnaná.

## 4 NABÍDKA, POPTÁVKA A TRH PRÁCE

Ve druhém čtvrtletí 2011 zpomalilo mezičtvrtletní tempo růstu reálného HDP na 0,2 % poté, co v prvním čtvrtletí dosáhlo úrovně 0,8 %. V souladu s očekáváním odezněl vliv dočasných faktorů, které zvyšovaly tempo růstu počátkem roku, a negativní účinek mělo zemětřesení v Japonsku a zpožděný vliv růstu cen ropy v minulosti. Co se týče budoucího období, zdá se, že dynamiku hospodářské aktivity v eurozóně tlumí vývoj v několika oblastech, včetně zpomalení tempa růstu světové ekonomiky, související pokles cen akcií a podnikatelské důvěry a nepříznivé vlivy vyplývající z pokračujícího napětí na trzích se státními dluhopisy několika zemí eurozóny. V důsledku toho se očekává, že reálný HDP poroste ve druhé polovině letošního roku velmi mírně. Zároveň se očekává, že hospodářská aktivita v eurozóně bude těžit z pokračujícího růstu světové ekonomiky i akomodativní orientace měnové politiky a jednotlivých opatření přijatých k podpoře fungování finančního sektoru.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu ze září 2011, které sestavili pracovníci ECB. Podle těchto projekcí by měl roční růst reálného HDP v roce 2011 dosáhnout úrovně mezi 1,4 a 1,8 % a v roce 2012 mezi 0,4 a 2,2 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi růstu reálného HDP pro rok 2011 a 2012, které sestavili odborníci Eurosystemu v červnu 2011, tak byla rozmezí revidována směrem dolů. V prostředí obzvláště vysoké míry nejistoty převládají v eurozóně rizika hospodářského zpomalení.

## 5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

Nejnovější statistické údaje o státních financích zemí eurozóny naznačují pokračující pokles schodku vládního sektoru a méně výrazný nárůst poměru vládního dluhu k HDP. Přitom vzhledem k rostoucí nejistotě na finančním trhu a pokračujícímu šíření obav o udržitelnost zadlužení oznámilo několik zemí eurozóny další konsolidační plány, které mají korigovat jejich nadměrné schodky a nastolit udržitelný trend ohledně poměru vládního dluhu k HDP. Mají-li být odhodlaně řešeny obavy o fiskální zdraví, měly by vlády usilovat o konsolidaci, která nebude odkládána na pozdější dobu a bude součástí komplexních strategií majících za cíl zlepšení fiskální pozice jednotlivých zemí a jejich dlouhodobé růstové perspektivy, a posilovat své vnitrostátní rozpočtové rámce.