

## ÚVODNÍ SLOVO

Na základě pravidelné hospodářské a měnové analýzy rozhodla Rada guvernérů na svém zasedání 6. června 2012, že ponechá základní úrokové sazby ECB beze změny. I když je pravděpodobné, že inflace zůstane po zbytek roku 2012 nad 2 %, Rada guvernérů očekává, že se ceny v horizontu, který je pro měnovou politiku relevantní, budou nadále vyvíjet v souladu s cenovou stabilitou. Tomu také odpovídá skutečnost, že tempo růstu peněžní zásoby zůstává utlumené. Inflační očekávání pro ekonomiku eurozóny jsou nadále pevně ukotvena na úrovni, která odpovídá cíli Rady guvernérů zachovat míru inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně. Současně v prostředí zvýšené nejistoty, která nepříznivě působí na důvěru a náladu, zůstává hospodářský růst v eurozóně slabý a ekonomický výhled ohrožuje zvýšené riziko jeho zpomalení.

V předchozích měsících zavedl Eurosystem standardní i mimořádná opatření měnové politiky. Tato kombinace opatření podpořila transmisi měnové politiky. 6. června 2012 přijala Rada guvernérů rozhodnutí pokračovat v provádění hlavních refinančních operací prostřednictvím nabídkových řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením po potřebnou dobu, ale nejméně do konce 12. udržovacího období roku 2012 dne 15. ledna 2013. Tento postup se bude nadále používat i v refinančních operacích Eurosystemu se zvláštní dobou trvání se splatností v délce jednoho udržovacího období, a to tak dlouho, jak to bude potřebné. V případě těchto 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 budou konat do konce roku 2012 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. Rada guvernérů bude další vývoj pečlivě sledovat s tím, že veškerá mimořádná opatření měnové politiky jsou ze své podstaty přechodná, a zajistí střednědobou cenovou stabilitu přijímáním důsledných a správně načasovaných opatření.

Pokud jde o hospodářskou analýzu, růst reálného HDP v eurozóně v prvním čtvrtletí 2012 mezičtvrtletně stagnoval. Dostupné ukazatele pro druhé čtvrtletí roku naznačují oslabující růst a upozorňují na přetrvávající nejistotu. Odhlédneme-li od krátkodobého vývoje, Rada guvernérů nadále očekává, že ekonomika eurozóny postupně oživí. Očekává se však, že přetrvávající napětí na některých trzích státních dluhopisů v eurozóně a jeho dopad na podmínky pro poskytování úvěrů a dále proces korekce rozvah ve finančním i nefinančním sektoru a vysoká nezaměstnanost budou dynamiku růstu i nadále tlumit.

Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z června 2012 sestavených odborníky Eurosystemu by se meziroční růst reálného HDP měl dosáhnout v roce 2012 úrovně mezi -0,5 a 0,3 % a v roce 2013 mezi 0,0 a 2,0 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2012 sestavenými pracovníky ECB zůstává rozpětí pro rok 2012 beze změny a pro rok 2013 se mírně zužuje.

Podle hodnocení Rady Guvernérů podléhá výhled hospodářského vývoje eurozóny zvýšeným rizikům zpomalení, která souvisejí především s dalším růstem napětí na několika finančních trzích eurozóny a s jeho potenciálním přelitím do reálné ekonomiky eurozóny. Rizika zpomalení růstu souvisejí také s možným dalším růstem cen komodit ve střednědobém horizontu.

Meziroční inflace v eurozóně měřená HICP dosáhla podle předběžného odhadu Eurostatu v květnu 2012 úrovně 2,4 %, zatímco v předchozím měsíci činila 2,6 %. Je pravděpodobné, že inflace zůstane po zbytek roku nad 2 %, a to především v důsledku vývoje cen energií a nepřímých daní. Na základě současných cen futures pro komodity by však meziroční míra inflace měla počátkem roku 2013 opět klesnout pod 2 %. V dalším období by v prostředí mírného hospodářského růstu v eurozóně a pevně ukotvených dlouhodobých inflačních očekávání měly cenové tlaky zůstat omezené.

Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z června 2012 sestavených odborníky Eurosystemu by roční inflace měřená HICP měla dosáhnout v roce 2012 úrovně mezi 2,3 a 2,5 % a v roce 2013 mezi 1,0 a 2,2 %. V porovnání

s makroekonomickými projekcemi z března 2012, které sestavili pracovníci ECB, byla projekční rozpětí pro roky 2012 a 2013 zúžena.

Rada guvernérů nadále považuje rizika pro střednědobý výhled cenového vývoje za celkově vyrovnaná. Proinflační rizika souvisejí s dalším růstem nepřímých daní v důsledku potřebné fiskální konsolidace a s vyššími než očekávanými cenami komodit ve střednědobém výhledu. Hlavní protiinflační rizika souvisejí s dopadem slabšího než očekávaného růstu v eurozóně.

Měnová analýza naznačuje, že tempo růstu peněžní zásoby zůstalo v prvních čtyřech měsících roku 2012 utlumené. Meziroční tempo růstu agregátu M3 po silném růstu v prvním čtvrtletí kleslo v dubnu na 2,5 % (z 3,1 % v březnu). Toto zmírnění tempa meziročního růstu M3 v dubnu bylo vyvoláno především odlivem z jednodenních vkladů náležejících neměnovým finančním zprostředkovatelům (k nimž patří subjekty jako ústřední protistrany, investiční fondy a sekuritizační společnosti).

Meziroční tempo růstu úvěrů soukromému sektoru (upravené o prodej a sekuritizaci úvěrů) zpomalilo v dubnu z březnové hodnoty 1,2 % na 0,8 % v důsledku záporného toku úvěrů neměnovým finančním zprostředkovatelům. Současné byly v dubnu měsíční toky úvěrů nefinančním podnikům a domácnostem mírně kladné a meziroční tempa růstu (upravená o prodej a sekuritizaci úvěrů) dosáhla v dubnu 0,7 %, resp. 1,5 % a v porovnání s březnem se téměř nezměnila.

Údaje o vývoji peněžní zásoby a objemu úvěrů do dubna dokládají, že v rozvahách úvěrových institucí nedošlo k náhlé a nesourodé korekci, což odpovídá záměru opatření měnové politiky Rady guvernérů. Vzhledem ke stávající cyklické situaci a probíhajícím korekcím rozvah domácností a podniků je pravděpodobné, že poptávka po úvěrech bude v dalším období nadále utlumená.

Z hlediska dalšího vývoje je nezbytné, aby banky nadále posilovaly svou odolnost. Zdravé bankovní rozvahy budou klíčovým faktorem, který usnadní náležitě poskytování úvěrů ekonomice a návrat k normálnímu fungování všech zdrojů financování.

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

Pokud jde o fiskální a hospodářské politiky, v posledních letech bylo ve fiskální konsolidaci dosaženo výrazného pokroku. Je nezbytně nutné pokračovat v úsilí o obnovení zdravých fiskálních pozic a opět dosáhnout konkurenceschopnosti. Toto jsou předpoklady pro stabilní hospodářský růst. Jako přirozené doplnění je nezbytná realizace nového rámce makroekonomického dohledu v souladu s evropským semestrem. V několika zemích eurozóny existují nadměrné nerovnováhy a je třeba je korigovat. Komplexní reformy v sektorech zboží a služeb a práce i ve finančním sektoru pomohou podpořit udržitelný růst. Měla by být posílena konkurence na trzích zboží a služeb, a to především dokončením jednotného trhu. Mzdy by měly být upravovány pružně a odrážet podmínky na trhu práce a produktivitu. Tyto reformy podporující růst by urychlily nezbytný adaptační proces a posílily tvorbu pracovních míst.

V neposlední řadě Rada guvernérů vítá dohodu představitelů na posledním zasedání Evropské rady, že zintenzívní své úvahy o dlouhodobé vizi pro Hospodářskou a měnovou unii. Rada guvernérů to považuje za velmi významný krok.



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSYSTÉMU

Na základě údajů dostupných k 24. květnu 2012 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny.<sup>1</sup> Za předpokladu, že nedojde k dalšímu zintenzivnění finanční krize, by měl růst reálného HDP ve sledovaném období postupně oživovat a odrážet tak silnější zahraniční poptávku a postupné posilování domácí poptávky. Očekává se, že oživení domácí poptávky bude stále více podporováno příznivým dopadem velmi nízké úrovně krátkodobých úrokových sazeb a poklesem tempa růstu cen energií a potravin, z čehož budou těžit reálné příjmy. Podpořit domácí poptávku by měla také opatření k obnově fungování finančního systému. Očekává se však, že oživení hospodářské aktivity bude tlumeno korekcí rozvah v řadě sektorů. Podle těchto projekcí by měl průměrný roční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2012 tempa v rozmezí -0,5 až 0,3 % a v roce 2013 mezi 0,0 a 2,0 %.

Inflace v eurozóně měřená HICP by měla dosáhnout v roce 2012 úrovně mezi 2,3 a 2,5 % a odrážet tak tlaky z vyšších cen energií, nižšího směnného kurzu eura a růstu nepřímých daní. S postupným odezníváním dopadu vysokých cen komodit by měla míra celkové inflace klesat a v roce 2013 dosáhnout úrovně mezi 1,0 a 2,2 %. Inflace měřená HICP bez započtení potravin a energií by v letech 2012 a 2013 měla zůstat celkově stabilní, neboť očekávaný nárůst nepřímých daní a regulovaných cen by měl kompenzovat protiinflační tlaky vyplývající ze slabé domácí poptávky a mírného růstu mzdových nákladů.

### 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 15. května 2012.<sup>1</sup> Předpoklad ohledně krátkodobých úrokových sazeb má čistě technický ráz. Krátkodobé sazby se měří tříměsíční sazbou EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Podle této metodiky vychází průměrná úroveň krátkodobých úrokových sazeb v roce 2012 na 0,8 % a v roce 2013 na 0,7 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 4,2 % v roce 2012 a 4,5 % v roce 2013. S ohledem na vývoj forwardových úrokových sazeb a postupné promítání změn tržních sazeb do sazeb z úvěrů se očekává, že krátkodobé sazby z bankovních úvěrů zůstanou ve sledovaném období v zásadě beze změny, zatímco sazby z dlouhodobých bankovních úvěrů by se měly v roce 2013 mírně zvýšit. Podmínky pro poskytování úvěrů v eurozóně jako celku by v roce 2012 měly mít celkově nepříznivý vliv na hospodářskou aktivitu a v roce 2013 být neutrální. Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzávěrky se očekává, že průměrná cena barelu ropy Brent dosáhne 114,6 USD v roce 2012 a 107,9 USD v roce 2013. Ceny neenergetických komodit v amerických dolarech by měly v roce 2012 poklesnout o 8,0 % a v roce 2013 vzrůst o 1,6 %.

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

<sup>1</sup> 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.

k americkému dolaru se bude v letech 2012 a 2013 pohybovat na úrovni 1,30. Předpokládá se, že efektivní směnný kurz eura v roce 2012 oslabí o 4,4 % a v roce 2013 o 0,3 %.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 24. květnu 2012. 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 neenergetických nezemědělských komodit se předpokládá, že ceny budou do druhého čtvrtletí 2013 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

## MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

Očekává se, že postupné zrychlování hospodářské aktivity ve světě během sledovaného období budou podporovat zlepšující se finanční podmínky v prostředí akomodativní měnové politiky. Určitý stimul pro hospodářskou aktivitu ve světě v roce 2012 by měla představovat také obnova a odstranění poruch dodavatelských vztahů v souvislosti s přírodními katastrofami v Japonsku a Thajsku. Ve střednědobém horizontu by tempo růstu vnějšího prostředí eurozóny měla tlumit značně nepříznivá situace na trzích práce a bydlení i potřeba dále korigovat rozvahy ve veřejném i soukromém sektoru. Na rozvíjejících se trzích tempo růstu v poslední době zmírnilo, ale zůstává solidní a přispívá tak významně ke světovému hospodářskému růstu. Očekává se, že růst reálného HDP ve světě mimo eurozónu klesne v roce 2012 z loňské hodnoty 4,1 % na 3,8 % a v roce 2013 oživí na 4,3 %. Zahraniční poptávka v eurozóně by měla v roce 2012 vzrůst o 4,0 % a v roce 2013 o 6,4 %.

## PROJEKCE RŮSTU REÁLNÉHO HDP

Po poklesu o 0,3 % ve čtvrtém čtvrtletí 2011 růst reálného HDP v eurozóně během prvního čtvrtletí 2012 stagnoval a ve druhém čtvrtletí letošního roku by měl oslabit. Křehkost hospodářské aktivity pozorovatelná v poslední době je především důsledkem slabé domácí poptávky a odráží nepříznivý vliv krize státních dluhopisů v eurozóně na důvěru spotřebitelů a podniků, vysoké ceny ropy, nepříznivé podmínky pro poskytování úvěrů a zpřísnění orientace fiskální politiky v některých zemích eurozóny.

Co se týče dalšího vývoje, pokud se finanční krize dále neprohloubí, růst reálného HDP by měl ve sledovaném období oživit. Oživení odráží zrychlení růstu světového obchodu a tedy i zahraniční poptávky a dále postupné posilování domácí poptávky. Očekává se, že oživení domácí poptávky bude podporováno velmi nízkou úrovní krátkodobých úrokových sazeb a příznivým dopadem nižšího tempa růstu cen energií a potravin na reálný disponibilní důchod domácností. Domácí poptávku by měla podpořit také opatření k obnově fungování finančního systému. Je pravděpodobné, že oživení bude podle historických měřítek poměrně utlumené z důvodu potřeby restrukturalizovat rozvahy ve veřejném i soukromém sektoru v několika zemích eurozóny. Reálný HDP eurozóny by měl v meziročním vyjádření v roce 2012 růst na úrovni mezi -0,5 a 0,3 % a v roce 2013 mezi 0,0 a 2,0 %.

Podrobnější pohled ukazuje, že by růst vývozu z eurozóny měl ve sledovaném období získat na dynamice a odrážet tak především posilování zahraniční poptávky a dřívější růst cenové konkurenceschopnosti ve vývozu. Podíl eurozóny na exportních trzích, který v poslední době oživil, by se měl ve sledovaném období stabilizovat.

Očekává se, že v eurozóně bude objem soukromých investic do jiných aktiv než rezidenčních nemovitostí v blízké budoucnosti dále klesat a poté zaznamená oživení. Tento vývoj bude podporován rostoucí poptávkou, nízkými úrokovými sazbami a zlepšujícími se ziskovými přírůzkami. Investice do rezidenčních nemovitostí by měly ve sledovaném období oživit pouze nepatrně. Oživení investic do rezidenčních nemovitostí je nadále tlumeno pokračující korekcí na trzích s bydlením v některých zemích. Tento nepříznivý vývoj je částečně kompenzován zvýšenou atraktivitou investic do bydlení (v poměru k jiným formám investic) v některých dalších zemích, kde by investice do rezidenčních nemovitostí měly

být taženy také nízkými sazbami hypotečních úvěrů. Investice vládního sektoru by v souladu s předpoklady souborů opatření fiskální konsolidace vyhlášených v několika zemích eurozóny měly po celé sledované období klesat.

Soukromá spotřeba by měla zůstat utlumená po celý rok 2012, neboť velký pokles reálného disponibilního důchodu je jen částečně kompenzován poklesem míry úspor a odráží tak vyrovnání spotřeby v čase. Velký pokles reálného disponibilního důchodu je důsledkem jak poklesu zaměstnanosti a snížení reálné náhrady na zaměstnance, tak opatření fiskální konsolidace a slabých nepracovních příjmů. Soukromá spotřeba by v roce 2013 měla mírně vzrůst a odrážet tak především oživení reálného disponibilního důchodu, neboť nepříznivý dopad výše uvedených faktorů postupně odeznívá, a podporovat by ji mělo také oslabení tlaků na ceny komodit. Vládní spotřeba by v reálném vyjádření měla zůstat celkově stabilní jak v roce 2012, tak v roce 2013.

Tempo růstu dovozu ze zemí mimo eurozónu by mělo ve sledovaném období získat na dynamice, i když by jej měla slabá domácí poptávka stále tlumit. V důsledku silnějšího růstu vývozu by po celé sledované období měl být příspěvek čistého vývozu k růstu reálného HDP výrazný.

**Tabulka 1: Makroekonomické projekce pro eurozónu**

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

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

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

Předpokládá se, že pokračující krize nepříznivě ovlivnila potenciální růst, ačkoli přesný rozsah tohoto vlivu zůstává velmi nejistý. Je pravděpodobné, že potenciální růst produkce bude dále snižovat pokračující slabá úroveň zaměstnanosti a investic. Vzhledem k slabému růstovému výhledu by se však záporná mezera výstupu měla v roce 2012 rozšiřovat a v roce 2013 mírně zúžit.

## PROJEKCE CEN A NÁKLADŮ

Inflace měřená HICP by v roce 2012 měla dosáhnout průměrné úrovně mezi 2,3 a 2,5 %. Tato relativně zvýšená míra inflace odráží růst cen ropy, dopad oslabeného směnného kurzu eura a růst nepřímých daní. Očekává se, že inflace se výrazně sníží a v roce 2013 dosáhne průměrné úrovně mezi 1,0 a 2,2 %. Hlavním faktorem tohoto poklesu míry inflace bude očekávaný vývoj složky energií. S předpokládaným postupným poklesem cen ropy během sledovaného období a odezníváním dopadu dřívějšího růstu by měl příspěvek cen energií k celkové inflaci v roce 2013 klesnout. Příspěvek složky potravin by se měl rovněž snížit, i když výrazně méně. Inflace měřená HICP bez započtení potravin a energií by podle projekcí měla v letech 2012 a 2013 zůstat celkově stabilní, neboť očekávaný růst nepřímých daní a regulovaných cen bude vyvolávat tlaky na její růst a kompenzovat tak tlaky na její pokles vyvolané slabou domácí poptávkou a mírným růstem nákladů práce.



Podrobnější pohled ukazuje, že vnější cenové tlaky se na přelomu roku zvýšily v důsledku rostoucích cen ropy a slabšího směnného kurzu eura. Metodické předpoklady o směnných kurzech a cenách komodit však naznačují, že by tyto vnější tlaky měly ve sledovaném období oslabit. Navíc meziroční tempo růstu deflátoru dovozu bude podléhat rozsáhlým vlivům srovnávací základny, až růst za loňský rok přestane hrát roli v meziročním srovnání. Meziroční tempo růstu by tedy mělo ve sledovaném období prudce klesnout. Pokud jde o domácí cenové tlaky, meziroční tempo růstu náhrady na zaměstnance by mělo v roce 2012 mírně zpomalit a v roce 2013 by tento pokles měl o něco zesílit, a to v důsledku zhoršujících se podmínek na trhu práce. Vzhledem ke zvýšené průměrné míře inflace v roce 2012 se očekává, že reálná náhrada na zaměstnance bude klesat. V roce 2013 by měla oživit a odrážet tak předpokládaný pokles míry inflace, ale po celé sledované období by měla růst pomaleji než produktivita. Meziroční tempo růstu jednotkových mzdových nákladů by v roce 2012 mělo v důsledku cyklického oslabení růstu produktivity opět vzrůst. Očekává se, že následně v roce 2013 jejich růst zmírní, neboť produktivita vzroste a mzdové tlaky zůstanou omezené. Ziskové marže by měly v roce 2012 klesnout a tlumit tak prudký růst jednotkových mzdových nákladů v kontextu slabé agregátní poptávky. V prostředí slabšího růstu jednotkových mzdových nákladů v důsledku silnějšího růstu produktivity a posílení poptávky by podle projekcí měly ziskové marže v roce 2013 oživit. Růst regulovaných cen a nepřímých daní, který odráží probíhající fiskální konsolidaci v řadě zemí eurozóny, by měl v letech 2012 a 2013 nadprůměrně přispívat k inflaci měřené HICP.

## POROVNÁNÍ S PROJEKCEMI Z BŘEZNA 2012

V porovnání s makroekonomickými projekcemi pracovníků ECB zveřejněnými v letošním březnovém vydání Měsíčního bulletinu zůstalo rozpětí růstu reálného HDP pro rok 2012 beze změny, zatímco rozpětí pro rok 2013 se mírně zúžilo. Pokud jde o inflaci měřenou HICP, rozpětí projekcí pro rok 2012 i 2013 se zúžilo.

Tabulka 2: Porovnání s projekcemi z března 2012

(průměrné procentní změny za rok)

	2012	2013
Reálný HDP – březen 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
Reálný HDP – červen 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
HICP – březen 2012	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3
HICP – červen 2012	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2

### 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 nespécifikované) metodiky. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očišťování údajů o vliv počtu pracovních dnů (viz tabulka níže).

Prognózy, které jsou v současné době k dispozici od dalších institucí, předpokládají, že reálný HDP v eurozóně v roce 2012 poklesne o 0,1 % až 0,4%, což odpovídá rozpětí v projekcích odborníků



Eurosystému. V roce 2013 by měl růst reálného HDP dosáhnout úrovně mezi 0,8 a 1,0 %, což rovněž odpovídá rozpětí v projekcích odborníků Eurosystému.

Pokud jde o inflaci, prognózy od dalších institucí ukazují na průměrnou roční inflaci měřenou HICP v roce 2012 na úrovni mezi 2,0 a 2,4 %, což je v intervalu projekcí odborníků Eurosystému nebo mírně pod tímto intervalem. V roce 2013 by měla inflace měřená HICP dosáhnout průměrné úrovně mezi 1,6 a 1,9 %, což odpovídá rozpětí uvedenému v projekcích sestavených odborníky Eurosystému.

#### Srovnání prognóz růstu reálného HDP a inflace měřené HICP v eurozóně

(průměrné procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP		Inflace měřená HICP	
		2012	2013	2012	2013
MMF	duben 2012	-0,3	0,9	2,0	1,6
Survey of Professional Forecasters	květen 2012	-0,2	1,0	2,3	1,8
Consensus Economics Forecasts	květen 2012	-0,4	0,8	2,4	1,8
OECD	květen 2012	0,1	0,9	2,4	1,9
Evropská komise Projekce odborníků	květen 2012	-0,3	1,0	2,4	1,8
Eurosystému	červen 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2

Zdroje: European Commission Economic Forecasts, Spring 2012, IMF World Economic Outlook, April 2012, OECD Economic Outlook, May 2012, Consensus Economics Forecasts a the ECB's Survey of Professional Forecasters.

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



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTEM

# SHRUTÍ KAPITOL MĚSÍČNÍHO BULLETINU ECB, ČERVEN 2012

## HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ

### 1 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ EUROZÓNY

Zotavení světové ekonomiky zůstává křehké. Informace z posledních několika měsíců potvrzují, že tempo růstu světového hospodářství postupně posilovalo. Ve většině vyspělých ekonomik mimo eurozónu se objevují další doklady mírného oživení, avšak výhled střednědobého růstu nadále omezují strukturální překážky. V rozvíjejících se ekonomikách se růst o něco zmírnil, ale celkově zůstává solidní a přispívá tak významně ke světovému hospodářskému růstu. V souladu se světovou hospodářskou aktivitou došlo v prvním čtvrtletí 2012 k mírnému nárůstu světového obchodu. Inflace v posledních několika měsících ve většině zemí nadále zmiřňovala, což odráželo především vývoj cen energií.

### 2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

#### 2.1 PENÍZE A ÚVĚRY MFI

Faktory vedoucí k poklesu peněz a úvěrů ve čtvrtém čtvrtletí 2011 byly vykompenzovány v prvním čtvrtletí 2012 díky vlivu mimořádných opatření měnové politiky, která byla oznámena v prosinci 2011. V důsledku toho se v prvním čtvrtletí 2012 zotavil růst agregátu M3 pod vlivem velkého objemu měsíčního přílivu prostředků. Silnější tempo růstu M3 znamenalo oddělení od vývoje úvěrů soukromému sektoru, který zaznamenal jen malý příliv, a zůstal tedy slabý. Místo toho se příliv do M3 z velké části odrážel na straně protipoložek jako nákupy státních dluhopisů. Posílení tempa růstu M3 zaznamenané v prvním čtvrtletí se částečně obrátilo v dubnu, což odráželo značný měsíční odliv. Ten ale nebyl důsledkem chování domácností a nefinančních podniků, nýbrž transakcí v rámci finančního sektoru. Na rozdíl od vývoje koncem roku 2011 došlo v dubnu navíc k odlivu na pozadí zvýšeného poskytování úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru a omezeného odlivu u čistých zahraničních aktiv. Vzhledem k tomu, že růst peněžní zásoby zůstává na mírné úrovni, měnová analýza celkově naznačuje, že rizika pro cenovou stabilitu jsou ve střednědobém horizontu celkově vyrovnaná. Zároveň se zvýšila nejistota spojená s výhledem inflace.

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

Meziroční tempo růstu finančních investic nefinančního sektoru ve čtvrtém čtvrtletí 2011 výrazně kleslo. V tomto vývoji se částečně odráží mírnější růst příjmů domácností a z historického hlediska nízká míra úspor. Výrazně kleslo i meziroční tempo růstu finančních investic pojišťoven a penzijních fondů, což souvisí se značným snížením investic domácností do pojistných technických rezerv. Zvýšené napětí na finančních trzích ve čtvrtém čtvrtletí 2011 vedlo k dalšímu značnému objemu čistých zpětných odkupů u všech hlavních typů investičních fondů. Poté však v prvním čtvrtletí 2012 došlo k obratu tohoto vývoje v důsledku podpůrného vlivu mimořádných opatření měnové politiky Eurosystemu.

#### 2.3 ÚROKOVÉ SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU

Úrokové sazby peněžního trhu mezi 7. březnem a 5. červnem 2012 obecně klesaly. Tento vývoj je v souladu s poklesem sazby EONIA, která od počátku roku oscilovala na nízkých úrovních, což je důsledkem velkého objemu přebytečné likvidity na jednodenním peněžním trhu. Volatilita úrokových sazeb na peněžním trhu ve sledovaném období u delších splatností vzrostla.

## 2.4 TRHY DLUHOPISŮ

Od 1. března do 5. června 2012 došlo k celkovému snížení výnosů dlouhodobých státních dluhopisů s ratingem AAA – v eurozóně zhruba o 70 bazických bodů a ve Spojených státech přibližně o 50 bodů. Výnosy dlouhodobých státních dluhopisů v eurozóně v první části března rostly, avšak následně vstoupily do dlouhotrvající fáze poklesu, která byla zapříčiněna v první řadě rostoucími obavami na trhu z krátkodobého hospodářského výhledu, klesající důvěry a negativního vývoje dluhové krize v eurozóně. Ve Spojených státech se po celé sledované období výnosy dlouhodobých státních dluhopisů vyvíjely víceméně v souladu s vývojem v eurozóně. V eurozóně diferencially vůči německým státním dluhopisům celkově rostly, zejména v dubnu a květnu, na pozadí značných poklesů výnosů u státních dluhopisů s ratingem AAA. Nejistota spojená s dalším vývojem na trhu dluhopisů, měřená implikovanou volatilitou trhu dluhopisů, se od začátku března mírně zvýšila, zatímco ve Spojených státech nedošlo ve stejném období k žádné výrazné změně. Ukazatele vycházející z údajů trhu nadále naznačují, že střednědobá až dlouhodobá inflační očekávání nadále zůstávají plně v souladu s cenovou stabilitou.

## 2.5 AKCIOVÉ TRHY

Od 1. března do 5. června 2012 poklesly akciové kurzy v eurozóně zhruba o 17 % a ve Spojených státech přibližně o 6,5 %. Podobně jako u výnosů dlouhodobých dluhopisů se kurzy akcií v eurozóně v první části března zvýšily v důsledku zveřejnění pozitivních údajů a zlepšení tržního sentimentu po druhé třileté dlouhodobější refinanční operaci a dokončení restrukturalizace řeckého dluhu. Poté však kurzy akcií v eurozóně zaznamenaly klesající trend, který byl ve finančním sektoru obzvlášť prudký, když byly zveřejněny údaje naznačující slábnoucí krátkodobý hospodářský výhled a obnovení finančních a politických obav. Ve Spojených státech složených index cen akcií od poloviny března také klesal, k čemuž přispěl víceméně srovnatelnou měrou finanční i nefinanční sektor. Nejistota na akciových trzích měřená implikovanou volatilitou zřetelně vzrostla v obou hospodářských oblastech a v současné době je na úrovni zaznamenané kolem poloviny prosince 2011.

## 2.6 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Od ledna do dubna 2012 se snížily reálné náklady na financování u nefinančních podniků v eurozóně, což odráželo pokles nákladů na tržní dluh a u krátkodobých úvěrových sazeb. Pokud jde o finanční toky, meziroční růst úvěrů nefinančním podnikům zmírnil a v prvním čtvrtletí 2012 dosáhl hodnoty 0,3 %. Slabé tempo růstu úvěrů je z velké části důsledkem slabých hospodářských podmínek, zvýšeného úvěrového rizika a tlumené poptávky po úvěrech. Objem nově emitovaných dluhových cenných papírů nefinančních podniků v prvním čtvrtletí 2012 dále vzrostl.

## 2.7 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE SEKTORU DOMÁCNOSTÍ

Podmínky financování pro domácnosti v eurozóně byly v prvním čtvrtletí a dubnu 2012 charakterizovány poklesem většiny sazeb z bankovních úvěrů. Navíc podle průzkumu bankovních úvěrů z dubna 2012 banky zredukovaly čisté zpřísnění úvěrových standardů u úvěrů domácnostem. Meziroční tempo růstu úvěrů poskytovaných domácnostem měnovými finančními institucemi upravené o prodej a sekuritizaci úvěrů v prvních čtyřech měsících roku 2012 postupně dále zpomalilo. Nejnovější údaje tak nadále naznačují, že vývoj v oblasti úvěrů domácnostem je utlumený. Odhaduje se, že zatížení domácností

úrokovými platbami a poměr dluhu domácností k hrubému disponibilnímu důchodu zůstaly v prvním čtvrtletí 2012 celkově beze změny.

### 3 CENY A NÁKLADY

Meziroční inflace v eurozóně měřená HICP dosáhla podle předběžného odhadu Eurostatu v květnu 2012 úrovně 2,4 %, zatímco v předchozím měsíci činila 2,6 %. Inflace pravděpodobně zůstane po zbytek roku nad 2 %, především v důsledku vývoje cen energií a nepřímých daní. Na základě současných cen futures pro komodity by však měla počátkem roku 2013 meziroční míra inflace opět klesnout pod 2 %. V následujícím období by v prostředí mírného růstu v eurozóně a pevně ukotvených dlouhodobých inflačních očekávání měly cenové tlaky zůstat utlumené. Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z června 2012, které sestavili odborníci Eurosystemu, by měla meziroční inflace měřená HICP dosáhnout v roce 2012 úrovně mezi 2,3 a 2,5 % a v roce 2013 mezi 1,0 a 2,2 %. Ve srovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2012 sestavenými pracovníky ECB došlo ke zúžení rozpětí projekcí pro rok 2012 a 2013. Rizika ohrožující střednědobý výhled cenového vývoje zůstávají celkově vyrovnaná. Proinflační rizika souvisejí s dalším růstem nepřímých daní v důsledku nutnosti provádět fiskální konsolidaci a vyšších než očekávaných cen komodit ve střednědobém horizontu. Hlavní protiinflační rizika souvisejí s dopadem slabšího než očekávaného růstu v eurozóně.

### 4 NABÍDKA, POPTÁVKA A TRH PRÁCE

Růst reálného HDP v eurozóně v prvním čtvrtletí 2012 mezičtvrtletně stagnoval. Dostupné ukazatele pro druhé čtvrtletí roku ukazují na oslabující růst a upozorňují na přetrvávající nejistotu. Odhlédneme-li od krátkodobého horizontu, stále se očekává, že se ekonomika eurozóny postupně zotaví. Očekává se však, že stávající napětí na některých trzích státních dluhopisů v eurozóně a jeho dopad na podmínky pro poskytování úvěrů, proces korekce rozvah ve finančním i nefinančním sektoru a vysoká nezaměstnanost bude dynamiku růstu i nadále tlumit. Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z června 2012, které sestavili odborníci Eurosystemu, by měl meziroční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2012 úrovně mezi -0,5 a 0,3 % a v roce 2013 mezi 0,0 a 2,0 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2012, které sestavili pracovníci ECB, zůstalo rozpětí pro rok 2012 beze změny, zatímco rozpětí pro rok 2013 bylo mírně zúženo. Hospodářský výhled v eurozóně je spojen s riziky zpomalení ekonomického růstu.

### 5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

V roce 2011 došlo v eurozóně k výraznému pokroku v oblasti fiskální konsolidace, ale k obnovení fiskální udržitelnosti a důvěry na trhu je třeba vyvinout další úsilí. Podle ekonomické prognózy Evropské komise z jara 2012 se bude schodek veřejných financí v eurozóně letos nadále snižovat a pod referenční hodnotu klesne v roce 2013 i přes velké rozdíly mezi jednotlivými zeměmi. Je nezbytné, aby země, na které se vztahuje postup při nadměrném schodku, zajistily správně načasovanou korekci svých nadměrných schodků v souladu s příslušnými lhůtami. V případě některých zemí to bude vyžadovat další konsolidační opatření.

### 6 MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSISTÉMU

Na základě údajů dostupných k 24. květnu 2012 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny.<sup>1</sup> Za předpokladu, že se finanční krize nebude dále prohlubovat,

<sup>1</sup> 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

Ize ve sledovaném období očekávat postupné oživení tempa růstu reálného HDP, což bude odrážet silnější zahraniční poptávku a postupné posilování domácí poptávky. Oživení domácí poptávky by mělo být stále více podporováno příznivým vlivem velmi nízkých krátkodobých úrokových sazeb a poklesem tempa růstu cen energií a potravin, z čehož budou těžit reálné příjmy. Domácí poptávku by navíc měla podpořit opatření na obnovení fungování finančního systému. Očekává se však, že oživení hospodářské aktivity bude tlumeno probíhající restrukturalizací rozvah v mnoha sektorech. Průměrný meziočnický růst reálného HDP by měl v roce 2012 dosáhnout úrovně mezi -0,5 a 0,3 % a v roce 2013 mezi 0,0 a 2,0 %.

Inflace v eurozóně měřená HICP by měla v roce 2012 dosáhnout průměrné úrovně mezi 2,3 a 2,5 %, což bude odrážet tlaky vyšších cen energií, nižší směnný kurz eura a nárůst nepřímých daní. S postupným odezníváním dopadu vysokých cen komodit by měla míra celkové inflace klesat a v roce 2013 dosáhnout průměrné úrovně mezi 1,0 a 2,2 %. Inflace měřená HICP bez započtení potravin a energií by měla v roce 2012 a 2013 zůstat celkově stabilní vzhledem k tomu, že očekávaný nárůst nepřímých daní a regulovaných cen by měl kompenzovat protiinflační tlaky vyplývající ze slabé domácí poptávky a mírného růstu mzdových nákladů.

---

„New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“, ECB, December 2009, která je rovněž dostupná na internetových stránkách ECB.