

ÚVODNÍ SLOVO

Na základě své pravidelné hospodářské a měnové analýzy rozhodla Rada guvernérů na zasedání 6. prosince, že ponechá základní úrokové sazby ECB beze změny. V důsledku vysokých cen energií a růstu nepřímých daní v některých zemích eurozóny byla inflace měřená HICP po určitou dobu na zvýšené úrovni. V poslední době se podle očekávání snížila a v roce 2013 by měla klesnout pod 2 %. Míra inflace by se měla v horizontu, který je pro měnovou politiku relevantní, nadále vyvíjet v souladu s cenovou stabilitou. Tempo růstu peněžní zásoby zůstává utlumené. Inflační očekávání v eurozóně zůstávají pevně ukotvena na úrovni, která odpovídá cíli Rady guvernérů zachovat míru inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně. Očekává se, že ekonomika eurozóny bude oslabená i v příštím roce. Na hospodářskou aktivitu budou negativně působit nezbytný proces korekce rozvah ve finančním i nefinančním sektoru a pokračující nejistota. V průběhu roku 2013 by se měla hospodářská aktivita postupně zotavit s tím, jak posílí světová poptávka a do ekonomiky se promítnou akomodativní orientace měnové politiky ECB a značně zlepšená důvěra na finančních trzích. V zájmu udržení důvěry má zcela zásadní význam, aby vlády nadále snižovaly fiskální i strukturální nerovnováhy a pokračovaly v restrukturalizaci finančního sektoru.

Rada guvernérů také přijala rozhodnutí pokračovat v hlavních refinančních operacích Eurosystemu prováděných prostřednictvím nabídkových řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením po potřebnou dobu, a to nejméně do 9. července 2013, kdy skončí šesté udržovací období roku 2013. Tento postup se bude také nadále používat pro refinanční operace Eurosystemu se zvláštní dobou trvání se splatností v délce jednoho udržovacího období, a to po potřebnou dobu a nejméně do konce druhého čtvrtletí 2013. V případě refinančních operací se zvláštní dobou trvání bude pevná sazba shodná s běžnou sazbou pro hlavní refinanční operace v dané době. Sazby tříměsíčních dlouhodobějších refinančních operací s přidělením v období do června 2013 budou stanoveny jako průměrná sazba

hlavních refinančních operací po dobu trvání příslušné dlouhodobější refinanční operace.

Pokud jde o hospodářskou analýzu, reálný HDP v eurozóně se ve třetím čtvrtletí mezičtvrtletně snížil o 0,1 %, přičemž ve druhém čtvrtletí klesl o 0,2 %. Dostupné statistické údaje a ukazatele z výběrových šetření nadále naznačují, že oslabení hospodářské aktivity v posledním čtvrtletí tohoto roku pokračuje, ačkoli některé ukazatele se v poslední době stabilizovaly na nízké úrovni a důvěra na finančních trzích se dále zvýšila. V kratším horizontu se očekává, že i v příštím roce bude hospodářská aktivita slabá, neboť se do ní promítne negativní dopad slabé nálady spotřebitelů a investorů a nevýrazné zahraniční poptávky na domácí výdaje. V další části roku 2013 by mělo začít postupné oživení, jakmile se do soukromých domácích výdajů promítne akomodativní orientace měnové politiky ECB a značné zlepšení důvěry na finančních trzích. Růst exportu by měl být podpořen posílením zahraniční poptávky.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z prosince 2012, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by měl meziroční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2012 úroveň mezi -0,6 a -0,4 %, v roce 2013 mezi -0,9 a 0,3 % a v roce 2014 mezi 0,2 a 2,2 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi ze září 2012, které sestavili pracovníci ECB, tak byla rozmezí pro rok 2012 a 2013 revidována směrem dolů.

Rada guvernérů nadále vnímá rizika zpomalení hospodářského růstu v eurozóně. Ta souvisejí především s nejistotou, zda řešení krize státních dluhopisů a problémů v oblasti správy a řízení v eurozóně, geopolitické otázky a rozhodnutí fiskální politiky ve Spojených státech nebudou mít negativní dopad na náladu po delší dobu, než se v současnosti očekává, a dále neoddláží oživení soukromých investic, zaměstnanosti a spotřeby.

Podle předběžného odhadu Eurostatu klesla meziroční inflace v eurozóně měřená HICP v listopadu 2012 na úroveň 2,2 %, zatímco v říjnu činila 2,5 % a v předchozích dvou měsících 2,6 %. Na základě současných cen futures na ropu by měla inflace v příštím roce dále klesnout pod 2 %. V horizontu, který je pro

měnovou politiku relevantní, by v prostředí slabé hospodářské aktivity v eurozóně a dobře ukotvených dlouhodobých inflačních očekávání měly cenové tlaky zůstat mírné.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z prosince 2012, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by měla meziroční inflace měřená HICP dosáhnout v roce 2012 úrovně 2,5 %, v roce 2013 úrovně mezi 1,1 a 2,1 % a v roce 2014 mezi 0,6 a 2,2 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi ze září 2012, které sestavili pracovníci ECB, tak bylo rozmezí projekcí pro rok 2013 revidováno směrem dolů.

Podle hodnocení Rady guvernérů jsou rizika ohrožující výhled cenového vývoje celkově vyrovnaná, přičemž protiinflační rizika vyplývají ze slabší hospodářské aktivity a proinflační rizika z vyšších regulovaných cen a nepřímých daní a dále z vyšších cen ropy.

Pokud jde o měnovou analýzu, vzhledem k vývoji za posledních několik měsíců je tempo růstu peněžní zásoby nadále pomalé. V říjnu se meziroční tempo růstu peněžního agregátu M3 zvýšilo na úroveň 3,9 %, oproti 2,6 % v září, a tempo růstu M1 zrychlilo ve stejném období z 5,0 % na 6,4 %. Tento vývoj je částečně důsledkem specifické transakce, která vedla ke zvýšení jednodenních vkladů náležejících neměnovému finančnímu sektoru. V říjnu navíc vzrostly také vklady domácností a nefinančních podniků. Celkově je nezbytné tento vývoj dále sledovat s cílem odlišit krátkodobější volatilitu od dlouhodobějších faktorů.

Na rozdíl od měnového vývoje se růst úvěrů změnil jen málo. Meziroční tempo růstu úvěrů soukromému sektoru upravené o prodej a sekuritizaci úvěrů zůstalo v říjnu na stejné úrovni jako v září, a to -0,4 %. Tento vývoj však odráží další čisté splácení úvěrů nefinančním podnikům, které vedlo k meziročnímu poklesu těchto úvěrů o -1,5 %, oproti -1,2 % v září. Meziroční tempo růstu úvěrů poskytovaných domácnostem měnovými finančními institucemi zůstalo v říjnu beze změny na úrovni 0,8 %. Tlumená dynamika úvěrů je do značné míry důsledkem slabého výhledu HDP, zvýšené averze k riziku a pokračující korekce rozvah domácností a podniků, přičemž veškeré tyto faktory omezují poptávku po úvěrech. Nabídku

úvěrů navíc v řadě zemí eurozóny redukuje kapitálová omezení, vnímané riziko a segmentace finančních trhů.

V zájmu zajištění náležité transmise měnové politiky do podmínek financování v zemích eurozóny je zcela zásadní, aby byla v případech, kdy je to zapotřebí, dále posilována odolnost bank. Zdravé bankovní rozvahy budou klíčovým faktorem, který usnadní náležité poskytování úvěrů ekonomice a návrat k normálnímu fungování všech kanálů financování. Dosažení tohoto cíle napomohou rozhodné kroky při vytváření integrovaného finančního rámce. Jedním z jeho hlavních stavebních prvků je jednotný mechanismus dohledu (SSM). Jedná se o velice důležitý krok směrem k opětovné integraci bankovního sektoru.

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

Další opatření v oblasti hospodářské politiky by spolu s pokrokem při reformování evropské správy a řízení měla napomoci podpořit náladu na finančních trzích a zlepšit výhled hospodářského růstu. V této souvislosti Rada guvernérů s potěšením očekává podrobný plán dosažení skutečné Hospodářské a měnové unie, o němž rozhodne Evropská rada na svém zasedání 13. až 14. prosince 2012. Pro oživení růstového potenciálu zemí eurozóny a zvýšení zaměstnanosti jsou obzvláště důležité iniciativy zaměřené na zrychlení strukturálních reforem, které pomohou obnovit konkurenceschopnost. V obecnější rovině musí všechny země eurozóny zajistit takovou úroveň adaptability trhu zboží a služeb a trhu práce, která je nezbytná pro jejich hladké a efektivní fungování v rámci měnové unie. V neposlední řadě se očekává, že pokračující fiskální konsolidace obnoví zdravé fiskální pozice v souladu se závazky vyplývajícími z Paktu stability a růstu a s doporučeními evropského semestru 2012. Při snižování domácích i vnějších nerovnováh a zlepšování konkurenceschopnosti bylo již dosaženo významného pokroku. Pokračující opatření v oblasti evropských, strukturálních a fiskálních reforem by se měla vzájemně posilovat a vyslat trhům silný signál.



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSYSTÉMU

Na základě údajů dostupných k 23. listopadu 2012 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny.¹ Po mírném poklesu hospodářské aktivity ve třetím čtvrtletí 2012 by měl reálný HDP v krátkodobém horizontu dále o něco klesnout. Tento krátkodobý výhled odráží slabou vnější poptávku i kombinovaný nepříznivý dopad na domácí poptávku vyvolaný slabou náladou v souvislosti s napětím na finančních trzích eurozóny, fiskální konsolidací, vysokými cenami komodit a se snižováním zadluženosti v soukromém sektoru. Pokud nedojde k dalšímu zintenzivnění napětí na finančních trzích, měl by reálný HDP během roku 2013 mírně oživit. Podporovat by jej měl příznivý vliv oživení vnější poptávky a zlepšení cenové konkurenceschopnosti na vývoz, kladný vliv akomodativní orientace měnové politiky na soukromou domácí poptávku a pozitivní dopad poklesu inflace na disponibilní důchod, a to především díky nižším cenám potravin a komodit. Podle těchto projekcí by měl průměrný roční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2012 tempa na úrovni mezi -0,6 a -0,4 %, v roce 2013 mezi -0,9 a 0,3 % a v roce 2014 mezi 0,2 % a 2,2 %.

Inflace měřená HICP v eurozóně by měla ve sledovaném období klesat. Průměrná míra celkové inflace měřené HICP by se měla v roce 2012 pohybovat na úrovni kolem 2,5 %, v roce 2013 mezi 1,1 a 2,1 % a v roce 2014 mezi 0,6 a 2,2 %. Očekává se, že tento pokles bude tažen zpomalením růstu cen ve složce energií a potravin v kontextu klesajících cen komodit. Inflace měřená HICP s vyloučením potravin a energií by měla v horizontu projekcí zůstat celkově stabilní.

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. listopadu 2012. Předpoklad ohledně krátkodobých úrokových sazeb má čistě technický ráz. Krátkodobé sazby se měří tříměsíční sazbou EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozuje od sazeb futures. Podle této metodiky vychází průměrná úroveň krátkodobých úrokových sazeb v roce 2012 na 0,6 %, v roce 2013 na 0,2 % a v roce 2014 na 0,3 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 3,8 % v roce 2012, 3,6 % v roce 2013 a 4,0 % v roce 2014. S ohledem na vývoj forwardových úrokových sazeb a postupné promítání změn tržních sazeb do sazeb z úvěrů se očekává, že krátkodobé i dlouhodobé sazby z bankovních úvěrů dosáhnou v roce 2013 svého dna a následně budou postupně růst. Podmínky pro poskytování úvěrů by v roce 2012 i v roce 2013 měly mít nepříznivý vliv na hospodářskou aktivitu v eurozóně a v roce 2014 by měly být relativně 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 v roce 2012 úrovně 111,7 USD, v roce 2013 úrovně 105,0 USD a v roce 2014 pak 100,5 USD. Ceny neenergetických komodit v amerických dolarech by měly v roce 2012 poklesnout o 7,5 %, v roce 2013 o 1,5 % a v roce 2014 by měly vzrůst o 3,3 %.¹

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 průměrné absolutní hodnoty 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.

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 bude po celé období projekcí pohybovat na úrovni 1,28. Předpokládá se, že efektivní směnný kurz eura v roce 2012 oslabí o 5,5 % a v roce 2013 o 0,9 %.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 23. listopadu 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 období projekcí. U ostatních neenergetických zemědělských komodit se předpokládá, že ceny budou do čtvrtého čtvrtletí 2013 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

Očekává se, že růst reálného HDP ve světě (mimo eurozónu) postupně oživí z letošní hodnoty 3,7 % na 3,8 % v roce 2013 a 4,5 % v roce 2014. Po poklesu dynamiky růstu ve druhém čtvrtletí 2012 ukazují poslední údaje o HDP v některých regionech na mírné oživení celosvětové hospodářské aktivity koncem roku 2012. Ve střednědobém horizontu by tempo růstu světové ekonomiky mělo být v rozvinutých ekonomikách tlumeno omezenými strukturálními změnami v různých sektorech a potřebou v těchto ekonomikách dále korigovat rozvahy ve veřejném i soukromém sektoru. I přes dosažený pokrok v některých oblastech, zejména na trhu s bydlením v USA, zůstává míra zadlužení na zvýšené úrovni v řadě hlavních rozvinutých ekonomik. Na rozvíjejících se trzích se v důsledku slabší vnější poptávky a dopadu dřívějšího zpřísnění politik tempo růstu zmírnilo. Uvolnění měnové politiky v posledních měsících spolu s fiskálními stimulačními opatřeními v některých zemích a lepšími finančními podmínkami by mělo v rozvíjejících se ekonomikách podpořit postupné oživení růstu. Očekává se, že světový obchod bude v krátkodobém horizontu slabý a že během příštího roku bude postupně oživovat. Z hlediska meziročního tempa růstu by vnější poptávka eurozóny měla v roce 2012 vzrůst o 3,4 %, v roce 2013 o 3,7 % a v roce 2014 pak o 6,8 %.

PROJEKCE RŮSTU REÁLNÉHO HDP

Reálný HDP v eurozóně, který se ve druhém čtvrtletí 2012 snížil o 0,2 % a v prvním čtvrtletí stagnoval, poklesl během třetího čtvrtletí o 0,1 %. Domácí poptávka během prvních třech čtvrtletí 2012 klesala. Soukromá spotřeba byla utlumená a odrážela slabý reálný disponibilní důchod. Navíc se zdá, že křehká spotřebitelská nálada v kontextu napětí na finančních trzích eurozóny a rostoucí nezaměstnanosti zabránila výraznějšímu vyrovnání spotřeby v čase. Nízké a klesající využití výrobních kapacit, zhoršující se perspektiva poptávky, zvýšená nejistota a nepříznivé podmínky pro poskytování úvěrů v některých zemích utlumily investice podniků. K růstu přispíval během prvních třech čtvrtletí 2012 čistý vývoz, i když z velké části v důsledku slabého růstu dovozu. V důsledku pokračujícího nepříznivého dopadu těchto faktorů by měl reálný HDP v blízké budoucnosti dále klesat.

V dalším období se očekává, že pokud napětí na finančních trzích dále nezesílí, reálný HDP eurozóny se bude během prvního pololetí příštího roku stabilizovat a následně bude postupně oživovat. V roce 2013 je pravděpodobné, že postupné posilování růstu vývozu podporované vývojem vnější poptávky a zvýšenou konkurencí bude kladně přispívat k růstu reálného HDP, neboť dovoz zůstane v kontextu slabé celkové poptávky utlumený. Dále se očekává, že oživení bude podporováno příznivým dopadem akomodativní orientace měnové politiky na domácí soukromou poptávku a kladným vlivem poklesu inflace na reálný disponibilní důchod v důsledku nižších cen potravin a komodit. Nepříznivý dopad na domácí poptávku v důsledku zvýšené nejistoty, fiskální konsolidace a přetrvávající potřeby snižovat zadluženost v některých zemích by však měl během období projekcí slábnout jen pozvolna. Celkově by mělo předpokládané oživení zůstat podle historických měřítek utlumené. Reálný HDP eurozóny by měl v meziročním průměrném vyjádření v roce 2012 růst na úrovni mezi -0,6 a -0,4 %, v roce 2013 mezi -0,9 a 0,3 % a v roce 2014 mezi 0,2 a 2,2 %.

Bližší pohled ukazuje, že by růst vývozu mimo eurozónu měl být během druhé poloviny roku 2012 slabý a následně získat na dynamice a odrážet tak postupné posilování vnější poptávky eurozóny. Po nedávném oživení by měl podíl zemí eurozóny na exportních trzích v roce 2013 a 2014 mírně klesnout a obnovit tak svůj dlouhodobý sestupný trend. Vývoz mezi zeměmi eurozóny by měl růst mnohem pomaleji než vývoz z eurozóny, a to v důsledku poměrně slabé domácí poptávky v eurozóně.

Očekává se, že v eurozóně bude objem soukromých investic do jiných aktiv než rezidenčních nemovitostí v blízké budoucnosti výrazně klesat v důsledku zvýšené nejistoty, slabé podnikatelské nálady, nízkého využití výrobních kapacit, slabé perspektivy poptávky i nepříznivých podmínek pro poskytování úvěrů v některých zemích. Oživit by měl později v průběhu sledovaného období a podporovat by jej měla posilující domácí i zahraniční poptávka, velmi nízké úrokové sazby a zlepšující se ziskové marže. Probíhající restrukturalizace rozvah, nejistota spojená s napětím na finančních trzích eurozóny a nepříznivé finanční podmínky v některých zemích eurozóny však pravděpodobně budou v horizontu projekcí nadále tlumit oživení podnikových investic. Investice do rezidenčních nemovitostí by měly po celé období klesat v důsledku slabého růstu disponibilního důchodu, křehké spotřebitelské nálady a možná i v důsledku dalších změn na trzích s bydlením v některých zemích. Tyto nepříznivé dopady by měly více než kompenzovat relativní atraktivitu investic do rezidenčních nemovitostí v některých dalších zemích, v nichž jsou tyto investice podporovány historicky nízkými úroky z hypotečních úvěrů. Investice vládního sektoru by v důsledku souborů opatření fiskální konsolidace vyhlášených v několika zemích eurozóny měly až do konce roku 2014 klesat.

Tabulka 1 Makroekonomické projekce pro eurozónu

(průměrné procentní změny za rok) ¹⁾

	2011	2012	2013	2014
HICP ²⁾	2,7	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2
Reálný HDP	1,5	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2
Soukromá spotřeba	0,1	-1,2 – -1,0	-1,1 – -0,1	-0,4 – 1,4
Vládní spotřeba	-0,2	-0,6 – 0,2	-1,2 – 0,0	-0,4 – 1,2
Hrubá tvorba fixního kapitálu	1,6	-4,2 – -3,4	-4,2 – -1,0	-1,0 – 3,6
Vývoz (zboží a služby)	6,5	2,1 – 3,7	-0,4 – 5,0	2,0 – 8,6
Dovoz (zboží a služby)	4,3	-1,1 – 0,3	-1,7 – 3,7	1,7 – 7,7

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

2) Vykázané nulové rozpětí za rok 2012 je důsledkem zaokrouhlení.

Soukromá spotřeba by v blízkém horizontu měla dále klesat. To odráží prudký pokles reálného disponibilního důchodu, který je jen částečně kompenzován přechodným výrazným poklesem míry úspor v souvislosti s tím, jak se domácnosti snaží vyrovnávat spotřebu. Slabý reálný disponibilní důchod odráží prudký pokles zaměstnanosti, růst spotřebitelských cen nad rámec růstu nominální náhrady na zaměstnance, opatření fiskální konsolidace v některých zemích eurozóny a nízké nepracovní příjmy. Soukromá spotřeba by se měla během roku 2013 stabilizovat a odrážet tak mírné oživení reálného disponibilního důchodu, neboť nepříznivé dopady fiskální konsolidace a snižování zaměstnanosti by měly postupně odeznívat. Reálný důchod by mělo podporovat také oslabení tlaků na ceny komodit. Soukromá spotřeba v roce 2014 mírně posílí v důsledku oživení pracovních příjmů díky zlepšení podmínek na trzích práce. Postupný růst míry úspor očekávaný od počátku roku 2013, který bude odrážet nepříznivou situaci na trzích práce a odeznění dřívějšího vyrovnávání spotřeby domácností, by však měl oživení soukromé spotřeby tlumit. Vládní spotřeba by měla v letech 2012 a 2013 klesat v důsledku konsolidačního úsilí a v roce 2014 by měla mírně posílit.

Očekává se, že dovoz zboží ze zemí mimo eurozónu ve druhé polovině letošního roku oslabí a během roku 2013 opět získá více na dynamice, i když jej bude stále omezovat slabá celková poptávka. V důsledku silnějšího růstu vývozu doprovázeného slabým dovozem by po celé období projekcí měl čistý vývoz kladně přispívat k růstu HDP.

Předpokládá se, že slabá aktivita během posledních několika let 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 výhledu růstu reálného HDP by se záporná mezera výstupu měla v letech 2012 a 2013 rozšiřovat a v roce 2014 mírně zúžit.

PROJEKCE CEN A NÁKLADŮ

Celková inflace měřená HICP by měla klesnout z průměrné hodnoty zhruba 2,5 % v roce 2012 na úroveň mezi 1,1 a 2,1 % v roce 2013 a mezi 0,6 a 2,2 % v roce 2014. Pokles inflace v roce 2013 odráží především očekávaný silný pokles tempa růstu cen energií a v menší míře i potravin. Tento pokles tempa růstu cen energií lze připsat hlavně očekávanému odeznívání dopadu dřívějšího růstu cen ropy a předpokládanému postupnému poklesu cen ropy během období projekcí. Obdobně odráží pokles tempa růstu cen potravin předpoklad, že se ceny potravinářských komodit ve světě i v Evropě v průběhu sledovaného období mírně uvolní a zároveň odezní dopad jejich nedávného růstu. Naopak inflace měřená HICP s vyloučením potravin a energií by měla zůstat celkově stabilní. Zjevná absence cyklického chování tohoto ukazatele inflace odráží různorodý vývoj základních faktorů. Očekává se, že v letech 2012 a 2013 bude růst nepřímých daní a regulovaných cen vyvolávat tlaky na růst inflace a kompenzovat tak tlaky na její pokles vyvolané slabou domácí poptávkou. V roce 2014 by měl být dopad zvyšování daní malý, což zčásti odráží skutečnost, že pro uvedený rok je v současnosti k dispozici jen málo údajů, přičemž postupné uzavírání mezery výstupu v důsledku oživení aktivity by mělo růst cen v menší míře omezovat.

Vnější cenové tlaky v posledních měsících mírně zesílily, a to v kontextu vyšších cen ropy a potravinářských komodit. Vzhledem k předpokládanému poklesu cen komodit v horizontu projekcí by mělo průměrné meziroční tempo růstu deflátoru dovozu v roce 2013 a znovu v roce 2014 výrazně klesnout. Pokud jde o domácí cenové tlaky, meziroční tempo růstu náhrad na zaměstnance by mělo zůstat v letech 2013 a 2014 celkově stabilní. Tempo růstu jednotkových mzdových nákladů by mělo letos oživit a v roce 2013 zůstat na vysoké úrovni, neboť mzdy porostou více než produktivita, zatímco v roce 2014 by mělo v důsledku cyklického růstu produktivity klesnout. Ziskové marže by měly v roce 2012 a znovu v roce 2013 klesat a tlumit tak v prostředí slabé poptávky výraznější růst jednotkových mzdových nákladů. V následujícím období by klesající jednotkové mzdové náklady a zlepšující se hospodářské podmínky měly podporovat oživení ziskových marží.

POROVNÁNÍ S PROJEKCEMI ZE ZÁŘÍ 2012

V porovnání s makroekonomickými projekcemi pracovníků ECB zveřejněnými v letošním zářijovém vydání Měsíčního bulletinu byla horní hranice rozpětí předpokládaného růstu reálného HDP pro rok 2012 upravena směrem dolů, aby odrážela slabší krátkodobý výhled. Projekce rozpětí růstu reálného HDP pro rok 2013 se rovněž posunula směrem dolů a odráží tak dopad dalších snah o fiskální konsolidaci v některých zemích eurozóny na domácí poptávku a nepříznivý dopad nižší zahraniční poptávky na růst vývozu. Projekce navíc vyjadřuje negativnější hodnocení dopadu zvýšené nejistoty na domácí poptávku a zejména na tvorbu fixního kapitálu v souvislosti s napětím na finančních trzích eurozóny. Pokud jde o inflaci měřenou HICP, rozpětí projekce pro rok 2012 se zužuje a pro rok 2013 obsahuje úpravu směrem dolů. To odráží dřívější posilování eura a nižší ceny ropy v amerických dolarech.

Tabulka 2 Porovnání s projekcemi ze září 2012

(průměrné procentní změny za rok)

	2012	2013
Reálný HDP – září 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
Reálný HDP – prosinec 2012	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3
HICP – září 2012	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5
HICP – prosinec 2012	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1

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 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 0,4 % až 0,5 %, což odpovídá rozpětí v projekcích odborníků Eurosystemu. V roce 2013 by měl růst reálného HDP dosáhnout úrovně mezi -0,1 a +0,3 %, což odpovídá horní polovině rozpětí v projekcích odborníků Eurosystemu. V roce 2014 by měl růst reálného HDP dosáhnout úrovně mezi 1,2 a 1,4 %, což odpovídá rozpětí v projekcích odborníků Eurosystemu.

Pokud jde o inflaci, prognózy od dalších institucí ukazují na průměrnou roční inflaci měřenou HICP v roce 2012 na úrovni mezi 2,3 a 2,5 %, což je mírně pod intervalem projekcí odborníků Eurosystemu. V letech 2013 a 2014 by měla inflace měřená HICP dosáhnout průměrné úrovně mezi 1,6 a 1,9 % a mezi 1,2 a 1,9 %, což pro oba roky odpovídá rozpětím uvedeným v projekcích sestavených odborníky Eurosystemu.

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	2014	2012	2013	2014
MMF	říjen 2012	-0,4	0,2	1,2	2,3	1,6	1,4
Survey of Professional Forecasters	listopad 2012	-0,5	0,3	1,3	2,5	1,9	1,9
Consensus Economics Forecasts	listopad 2012	-0,5	0,0	1,2	2,5	1,9	1,7
Euro Zone Barometer	listopad 2012	-0,5	0,1	1,3	2,5	1,9	1,9
OECD	listopad 2012	-0,4	-0,1	1,3	2,4	1,6	1,2
Evropská komise Projekce odborníků Eurosystemu	listopad 2012	-0,4	0,1	1,4	2,5	1,8	1,6
	prosinec 2012	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2

Zdroje: European Commission Economic Forecasts, Autumn 2012; IMF World Economic Outlook, October 2012; OECD Economic Outlook, November 2012; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a ECB's Survey of Professional Forecasters.

Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Euro systému 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 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, PROSINEC 2012

HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ

1 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ EUROZÓNY

Světová ekonomika nadále roste pomalým tempem. Se zhoršením důvěry došlo během roku 2012 ke snížení tempa globálního oživení. Světový obchod dále oslabil, když se zpomalení přelilo z vyspělých ekonomik do rozvíjejících se ekonomik. Z nejnovějších údajů z průzkumů vyplývá, že nevýrazné tempo globálního růstu by mělo pokračovat, jelikož nálada na trhu vykazovala ve čtvrtém čtvrtletí známky stabilizace na nízkých úrovních. Poté by měla globální ekonomická aktivita posilovat pouze postupně, přičemž růst v rozvíjejících se ekonomikách by měl být na vyšší úrovni než v ekonomikách vyspělých. V posledních měsících se celková globální inflace po poklesu dříve během roku zvýšila, což bylo z velké části způsobeno vývojem cen energií.

2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

2.1 PENÍZE A ÚVĚRY MFI

Rozdíly mezi ročními tempy růstu peněžní zásoby a úvěrů pozorované od počátku roku 2012 se ve třetím čtvrtletí a v říjnu prohloubily. V říjnu došlo k výjimečně výraznému zvýšení růstu M3, zatímco růst úvěrů soukromému sektoru se nadále snižoval. Tento výrazný nárůst u M3 je třeba vidět v kontextu značné volatility držby peněz neměnových finančních zprostředkovatelů; zčásti se zde také odrážela úhrada dvou kapitálových tranš do Evropského stabilizačního mechanismu (ESM) ze strany vlád zemí eurozóny. Náročné (ale mírně lepší) podmínky na finančních trzích nadále omezovaly dlouhodobé financování bank, když byla ukončena dřívější sekuritizace a došlo k čistému splacení dlouhodobějších dluhopisů. Odhlédneme-li od vysoké volatility měsíčních údajů, poslední data nenaznačují zrychlení dynamiky měnového vývoje.

2.2 FINANČNÍ INVESTICE NEFINANČNÍHO SEKTORU A INSTITUCIONÁLNÍCH INVESTORŮ

Meziroční tempo růstu finančních investic nefinančních sektorů ve druhém čtvrtletí 2012 pokleslo a odráželo tak celkové oslabení hospodářského prostředí a nižší příležitosti k výdělkům. Pokles meziročního tempa růstu finančních investic pojišťoven a penzijních fondů souvisel se snížením investic domácností do pojistných technických rezerv. Investiční fondy zaznamenaly značný příliv ve třetím čtvrtletí 2012, což bylo způsobeno takřka výlučně investicemi do dluhopisových fondů kvůli zmírnění napětí na těchto trzích – tento vývoj byl zčásti vyvolán oznámením ECB o přímých měnových transakcích (OMT).

2.3 ÚROKOVÉ SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU

Úrokové sazby peněžního trhu se v období od 5. září do 5. prosince 2012 obecně snížily. Sazba EONIA nepatrně poklesla, zůstala na nízké úrovni a odrážela historicky nízké úrovně úrokových sazeb ECB, jakož i velký objem přebytečné likvidity na jednodenním peněžním trhu. Volatilita úrokových sazeb na peněžním trhu se v zásadě nezměnila.

2.4 TRHY DLUHOPISŮ

V období od konce srpna do 5. prosince došlo k mírnému poklesu výnosů státních dluhopisů s ratingem AAA, zatímco ve Spojených státech zůstaly výnosy dlouhodobých státních dluhopisů víceméně stabilní. Tržní vnímání rizik v eurozóně v tomto období nadále zmírňovala v důsledku oznámení přímých měnových transakcí i dalších příznivých zpráv, jako byl pokrok při přípravě bankovní unie, restrukturalizace španělského bankovního sektoru a dohoda o řeckém dluhu. K dalšímu poklesu došlo u spreadů státních dluhopisů a dluhopisů finančních podniků v porovnání s dluhopisy s ratingem AAA. Pokles spreadů byl prudší u emitentů s nižším ratingem. Vedle toho byl zaznamenán pokles likviditní prémie a implikované volatility. Ukazatele dlouhodobých inflačních očekávání vycházející z údajů trhu zároveň naznačují, že inflační očekávání účastníků trhu zůstávají zcela v souladu s cenovou stabilitou.

2.5 AKCIOVÉ TRHY

Od konce srpna do 5. prosince 2012 se ceny akcií v eurozóně zvýšily přibližně o 6 %, zatímco ve Spojených státech zůstaly víceméně beze změny. Ceny akcií v obou ekonomických oblastech v září prudce vzrostly poté, co ECB oznámila podmínky provádění přímých měnových transakcí a ve Spojených státech byla oznámena další měnová stimulační opatření. Iniciativy k posílení finanční stability prostřednictvím měnové unie, pokrok při restrukturalizaci španělského bankovního sektoru a dohoda o programu pomoci Řecku dále přispěly k příznivé náladě na trzích v eurozóně. Ve Spojených státech měl hrozící „fiskální útes“ negativní vliv na ceny akcií, a to především během dvouměsíčního období končícího začátkem prosince. V obou hospodářských oblastech si ceny akcií ve finančním sektoru vedly ve sledovaném období lépe než ceny akcií v nefinančním sektoru. Nejistota na akciových trzích měřená implikovanou volatilitou poklesla jak v eurozóně, tak i Spojených státech.

2.6 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Mezi červencem a říjnem 2012 se reálné náklady na financování u nefinančních podniků v eurozóně snížily, což odráželo plošný pokles ve všech dílčích kategoriích, ale zejména u nákladů na tržní dluh. Pokud jde o finanční toky, meziroční růst bankovních úvěrů nefinančním podnikům ve třetím čtvrtletí 2012 dále poklesl. Slabá dynamika úvěrů byla způsobena slabou poptávkou, přísnými podmínkami pro poskytování úvěrů a nahrazením bankovních úvěrů alternativními zdroji financování, jako jsou dluhové cenné papíry, které ve třetím čtvrtletí 2012 zaznamenaly další nárůst.

2.7 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE SEKTORU DOMÁCNOSTÍ

Ve třetím čtvrtletí a v říjnu 2012 byly podmínky financování domácností charakterizovány dalším pozvolným poklesem sazeb z bankovních úvěrů. Odráželo se zde promítání snížení základních úrokových sazeb ECB i uvolnění fragmentace finančních trhů v eurozóně poté, co ECB oznámila přímé měnové transakce. Ve finančních podmínkách domácností zůstala nicméně značná heterogenita mezi jednotlivými státy. Meziroční tempo růstu úvěrů poskytovaných domácnostem měnovými finančními institucemi upravené o prodej a sekuritizaci úvěrů zpomalilo ve třetím čtvrtletí 2012 na 1,0 % a poté v říjnu dále zpomalilo na 0,8 %. Nejnovější údaje tak nadále naznačují, že vývoj v oblasti úvěrů domácnostem je utlumený, a zčásti odrážejí potřebu snížení dluhu domácností v řadě zemí. Odhaduje se, že poměr dluhu domácností k hrubému disponibilnímu důchodu ve třetím čtvrtletí 2012 mírně vzrostl, zatímco zatížení domácností úrokovými platbami zůstalo celkově beze změny.

3 CENY A NÁKLADY

Podle předběžného odhadu Eurostatu klesla meziroční inflace v eurozóně měřená HICP v listopadu 2012 na úroveň 2,2 %, zatímco v říjnu činila 2,5 % a v předchozích dvou měsících 2,6 %. Na základě současných cen futures na ropu by měla inflace v příštím roce dále klesnout pod 2 %. V horizontu, který je pro měnovou politiku relevantní, by v prostředí slabé hospodářské aktivity v eurozóně a dobře ukotvených dlouhodobých inflačních očekávání měly cenové tlaky zůstat mírné. Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z prosince 2012, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by měla meziroční inflace měřená HICP dosáhnout v roce 2012 úrovně 2,5 %, v roce 2013 úrovně mezi 1,1 a 2,1 % a v roce 2014 mezi 0,6 a 2,2 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi ze září 2012, které sestavili pracovníci ECB, tak bylo rozmezí projekcí pro rok 2013 revidováno směrem dolů. Rizika spojená s tímto výhledem vývoje inflace jsou celkově vyrovnaná.

4 NABÍDKA, POPTÁVKA A TRH PRÁCE

Reálný HDP v eurozóně se ve třetím čtvrtletí mezičtvrtletně snížil o 0,1 % poté, co ve druhém čtvrtletí klesl o 0,2 %. Dostupné statistické údaje a ukazatele z výběrových šetření nadále naznačují pokračující oslabení hospodářské aktivity v posledním čtvrtletí tohoto roku, ačkoli se některé ukazatele v poslední době stabilizovaly na nízké úrovni a důvěra na finančních trzích se dále zvýšila. V kratším horizontu se očekává, že i v příštím roce bude hospodářská aktivita slabá, neboť se do ní promítne negativní dopad slabé nálady spotřebitelů a investorů a nevýrazné zahraniční poptávky na domácí výdaje. V další části roku 2013 by mělo začít postupné oživení, jakmile se do soukromých domácích výdajů promítne akomodativní orientace měnové politiky a značné zlepšení důvěry na finančních trzích. Růst exportu by měl být také podpořen posílením zahraniční poptávky. Toto hodnocení se odráží v makroekonomických projekcích pro eurozónu z prosince 2012, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by měl meziroční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2012 úrovně mezi -0,6 a -0,4 %, v roce 2013 úrovně mezi -0,9 a 0,3 % a v roce 2014 mezi 0,2 a 2,2 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi ze září 2012, které sestavili pracovníci ECB, tak byla rozmezí projekcí pro rok 2012 a 2013 revidována směrem dolů. Rizika zpomalení hospodářského růstu v eurozóně nadále zůstávají.

5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

Podle ekonomické prognózy Evropské komise z podzimu 2012 dochází ke značnému pokroku v oblasti snižování rozpočtové nerovnováhy v eurozóně. Je to naznačeno tím, že u schodku vládního sektoru v eurozóně by mělo dojít ke značnému poklesu ze 4,1 % HDP v roce 2011 na 3,3 % v roce 2012. Další zlepšení se očekává v roce 2013 a – v menší míře – v roce 2014. Zároveň se předpokládá, že vládní dluh v eurozóně vzrostl v roce 2012 nad 90 % HDP a v roce 2014 bude činit 94,3 %. V některých zemích bude třeba dalších fiskálních opatření k odstranění nadměrného schodku a obecněji ke snížení dluhu vládního sektoru směrem k referenční hodnotě, v přísném souladu se všemi závazky podle posíleného rámce správy ekonomických záležitostí.

6 MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSISTÉMU

Na základě údajů dostupných k 23. listopadu 2012 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny.¹ Po mírném poklesu hospodářské aktivity ve třetím čtvrtletí 2012

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

by měl reálný HDP v krátkodobém horizontu dále o něco klesnout. Tento krátkodobý výhled odráží slabou vnější poptávku i kombinovaný nepříznivý dopad na domácí poptávku vyvolaný slabou náladou v souvislosti s napětím na finančních trzích eurozóny, fiskální konsolidací, vysokými cenami komodit a se snižováním zadluženosti v soukromém sektoru. Pokud nedojde k dalšímu zintenzivnění napětí na finančních trzích, měl by reálný HDP během roku 2013 mírně oživit. Podporovat by jej měl příznivý vliv oživení vnější poptávky a zlepšení cenové konkurenceschopnosti na vývoz, kladný vliv akomodativní orientace měnové politiky na soukromou domácí poptávku a pozitivní dopad poklesu inflace na reálný disponibilní důchod, a to především díky nižším cenám potravin a komodit. Podle těchto projekcí by měl průměrný roční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2012 tempa na úrovni mezi -0,6 a -0,4 %, v roce 2013 mezi -0,9 a 0,3 % a v roce 2014 mezi 0,2 a 2,2 %.

Inflace měřená HICP v eurozóně by měla ve sledovaném období klesat. Průměrná míra celkové inflace měřené HICP by se měla v roce 2012 pohybovat na úrovni kolem 2,5 %, v roce 2013 mezi 1,1 a 2,1 % a v roce 2014 mezi 0,6 a 2,2 %. Očekává se, že tento pokles bude tažen zpomalením růstu cen ve složce energií a potravin v kontextu klesajících cen komodit. Inflace měřená HICP s vyloučením potravin a energií by měla v horizontu projekcí zůstat celkově stabilní.

skutečnými hodnotami a jejich projekcemi za několik předchozích let. Šíře rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrné absolutní hodnoty 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.