

ÚVODNÍ SLOVO

Na základě své pravidelné hospodářské a měnové analýzy rozhodla Rada guvernérů na zasedání 7. března, že ponechá základní úrokové sazby ECB beze změny. Inlace měřená HICP se v souladu s očekáváním dále snížila a v únoru klesla pod 2 %. Na horizontu měnové politiky by měly inflační tlaky zůstat utlumené. Tempo růstu peněžní zásoby zůstává utlumené. Inflační očekávání v eurozóně zůstávají pevně ukotvena v souladu s cílem Rady guvernérů zachovat míru inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, nicméně blízko této úrovně. Celkově tak může zůstat přístup měnové politiky akomodační. Dostupné údaje nadále signalizují, že hospodářské oslabení v eurozóně pokračovalo i začátkem letošního roku, přitom však řada ukazatelů převážně potvrzuje známky stabilizace, i když na nízké úrovni. Současně bude hospodářskou aktivitu tlumit nezbytný proces korekce rozvah ve veřejném i soukromém sektoru. V další části roku 2013 by se měla hospodářská aktivita postupně obnovit, zejména v návaznosti na posilování světové poptávky a akomodační přístup měnové politiky. V zájmu podpory důvěry má zcela zásadní význam, aby vlády nadále prováděly strukturální reformy, navázaly na pokrok v oblasti fiskální konsolidace a pokračovaly v restrukturalizaci finančního sektoru.

Pokud jde o likviditní situaci bank, doposud protistrany splatily 224,8 mld. EUR z celkového objemu 1 018,7 mld. EUR získaného ve dvou tříletých dlouhodobějších refinančních operacích vypořádaných v prosinci 2011 a březnu 2012. V čistém vyjádření to znamená, že z nárůstu nesplaceného objemu bankovního refinancování prostřednictvím operací měnové politiky ECB ve výši zhruba 500 mld. EUR mezi polovinou prosince 2011 a počátkem března 2012 je nyní splaceno zhruba 200 mld. EUR. Tyto splátky odrážejí zlepšení důvěry na finančním trhu v posledních měsících a ustupující fragmentaci finančního trhu. Rada guvernérů pozorně sleduje podmínky na peněžním trhu a jejich potenciální dopad na přístup měnové politiky a fungování transmise měnové politiky do hospodářství. Přístup měnové politiky zůstane akomodační s poskytováním likvidity v režimu plného přidělení.

S ohledem na hospodářskou analýzu byla úroveň HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2012 slabá – druhý odhad Eurostatu naznačuje mezičtvrtletní pokles o 0,6 %. Ten byl z velké míry důsledkem poklesu domácí poptávky, odrážel však také slabý vývoz. Pro rok 2013 pak nedávné údaje a ukazatele naznačují, že hospodářská aktivita by se měla během první části roku stabilizovat. Ve druhé části roku by mělo dojít k postupnému oživení, přičemž vývoz by měl být tažen posilující světovou poptávkou a domácí poptávka by měla být podpořena akomodačním přístupem měnové politiky. Navíc by se v ekonomice mělo projevit zlepšení na finančních trzích od loňského července a pokračující provádění strukturálních reforem. Souběžně bude hospodářskou aktivitu tlumit nezbytný proces korekce rozvah ve veřejném i soukromém sektoru a související přísné úvěrové podmínky.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z března 2013, které sestavili pracovníci ECB. Podle těchto projekcí by měl meziroční růst HDP dosáhnout v roce 2013 úrovně mezi -0,9 a -0,1 % a v roce 2014 mezi 0,0 a 2,0%. V porovnání s makroekonomickými projekcemi, které sestavili odborníci Eurosystemu v prosinci 2012, tak byla rozmezí projekcí revidována mírně směrem dolů. Revize odhadu na rok 2013 odráží zejména výraznější záporné působení výsledné hodnoty reálného HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2012, přičemž očekávaná trajektorie oživení setrvala převážně beze změny.

Rada guvernérů nadále vnímá rizika hospodářského výhledu pro eurozónu jako vychýlená ve směru slabší ekonomické aktivity. Ta odráží možnost slabší než očekávané domácí poptávky a vývozu spolu s pomalým či nedostatečným prováděním strukturálních reforem v eurozóně. Tyto faktory mohou potenciálně utlumit zlepšení důvěry a hospodářské oživení tak zpozdit.

Podle předběžného odhadu Eurostatu dosahovala v únoru 2013 meziroční inflace v eurozóně měřená HICP úrovně 1,8 %, přičemž v lednu činila 2,0 %. Pokračující pokles meziroční míry inflace odráží zejména pokles cenového indexu ve složce energií a potravin. I když může být měsíční vývoj celkové inflace mírně volatilní, měly by v dalším období zůstat cenové tlaky utlumené vzhledem k prostředí slabé hospodářské aktivity v eurozóně. Inflační očekávání jsou pevně ukotvena a nachází se v souladu s cenovou stabilitou ve střednědobém horizontu.

Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z března 2013, které sestavili pracovníci ECB, by měla meziroční inflace měřená HICP dosáhnout v roce 2013 úrovně mezi 1,2 a 2,0 % a v roce 2014 mezi 0,6 a 2,0 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu z prosince 2012 tak zůstávají rozpětí převážně beze změny.

Podle hodnocení Rady guvernérů jsou rizika střednědobého výhledu cenového vývoje nadále celkově vyrovnaná, přičemž proinflační rizika souvisejí se silnějším než očekávaným růstem regulovaných cen a nepřímých daní a dále s vyššími cenami ropy. Protiinflační rizika pak vyplývají ze slabší hospodářské aktivity.

S ohledem na měnovou analýzu podporují měnové údaje za leden 2013 hodnocení Rady guvernérů, že tempo růstu peněžní zásoby zůstává utlumené. Meziroční tempo růstu agregátu M3, které v prosinci 2012 činilo 3,4 %, zůstalo v lednu téměř beze změny na úrovni 3,5 %. Meziroční tempo růstu úzkého peněžního agregátu M1 zrychlilo na 6,7 %, přičemž v prosinci 2012 dosáhlo úrovně 6,3 %. V řadě zemí vystavených tlakům vkladová báze měnových finančních institucí (MFI) v lednu dále posílila.

Meziroční tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům (upravené o prodej a sekuritizaci úvěrů) dosáhlo v lednu úrovně -1,5 %, přičemž v prosinci 2012 činilo -1,3 %. Meziroční tempo růstu úvěrů poskytovaných domácnostem měnovými finančními institucemi mírně zpomalilo na 0,5 %, oproti 0,7 % v prosinci. Utlumená dynamika úvěrů do značné míry odráží stávající fázi hospodářského cyklu, zvýšené úvěrové riziko a probíhající korekci rozvah ve finančním i nefinančním sektoru. Zároveň dostupné informace o přístupu nefinančních podniků k financování naznačují přísné úvěrové podmínky pro malé a střední podniky.

V zájmu zajištění náležité transmise měnové politiky do podmínek financování v zemích eurozóny je zcela zásadní, aby byla nadále snižována roztržitost úvěrových trhů v eurozóně a posilována odolnost bank v případech, kdy je to zapotřebí. Dosažení tohoto cíle napomohou rozhodné kroky při vytváření integrovaného finančního rámce. Jedním z jeho hlavních stavebních prvků je

budoucí jednotný mechanismus dohledu (SSM) společně s jednotným mechanismem restrukturalizace (SRM). Oba mechanismy představují velice důležité prvky na cestě k opětovné integraci bankovního systému.

V souhrnu tak hospodářská analýza ukazuje, že cenový vývoj by měl ve střednědobém horizontu zůstat v souladu s cenovou stabilitou. Porovnání s ukazateli měnové analýzy tento pohled potvrzuje.

I když bude akomodační přístup měnové politiky nadále podporovat oživení v eurozóně, je nezbytné, aby fiskální a strukturální politiky posílily vyhlídky na hospodářský růst ve střednědobém horizontu. Pokud jde o fiskální politiku jednotlivých zemí, prognóza Evropské komise ze zimy 2013 odráží pokrok při snižování fiskálních nerovnováh v eurozóně. Přepokládá se, že schodek veřejných financí v celé eurozóně klesl z úrovně 4,2 % HDP v roce 2011 na 3,5 % HDP v roce 2012 a v letošním roce se očekává jeho další pokles na 2,8 % HDP. Na tento pokrok by měly vlády navázat s cílem dále obnovovat důvěru v udržitelnost veřejných financí. Zároveň musí být fiskální konsolidace součástí komplexního programu strukturálních reforem usilujících o zlepšení výhledu tvorby pracovních míst, hospodářského růstu a udržitelnosti dluhu. Podle názoru Rady guvernérů je v této situaci velice důležité řešit nynější vysokou úroveň dlouhodobé nezaměstnanosti a nezaměstnanosti mladých lidí. Za tímto účelem jsou nezbytné další reformy na trhu zboží a služeb a na trhu práce s cílem vytvořit nové pracovní příležitosti prostřednictvím podpory dynamického, flexibilního a konkurenceschopného hospodářského prostředí.



Box

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ PRACOVNÍKY ECB

Na základě údajů dostupných k 22. únoru 2013 sestavili pracovníci ECB projekce makroekonomického vývoje eurozóny¹. Podle těchto projekcí by měl průměrný meziroční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2013 tempa v rozmezí -0,9 a -0,1 % a v roce 2014 v rozmezí 0,0 a 2,0 %. Inflace by měla být v roce 2013 na úrovni mezi 1,2 a 2,0 % a v roce 2014 mezi 0,6 a 2,0 %.

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 14. února 2013.

Předpoklad ohledně krátkodobých úrokových sazeb má čistě technický charakter. Krátkodobé sazby se měří tříměsíční sazbou EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Podle této metodiky vychází průměrná úroveň těchto krátkodobých úrokových sazeb v roce 2013 na 0,3 % a v roce 2014 na 0,5 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 3,2 % v roce 2013 a 3,6 % v roce 2014. S ohledem na vývoj forwardových tržních úrokových sazeb a postupné promítání změn tržních sazeb do sazeb z úvěrů se očekává, že celkové sazby z bankovních úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru v eurozóně dosáhnou v první polovině roku 2013 svého dna a následně budou postupně růst. Očekává se, že podmínky pro poskytování úvěrů budou v roce 2013 mít v průměru stále nepříznivý vliv na hospodářskou aktivitu v eurozóně, ale v roce 2014 by měly být více 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 2013 úrovně 114,1 USD a v roce 2014 úrovně 106,8 USD. Ceny neenergetických komodit v amerických dolarech² by podle předpokladů měly v roce 2013 vzrůst o 1,2 % a v roce 2014 o 2,3 %.

Očekává se, že dvojstranné směnné kurzy eura zůstanou ve sledovaném období beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 14. února 2013. To by znamenalo, že oproti úrovni 1,29 v roce 2012 vzroste kurz eura k americkému dolaru v roce 2013 i v roce 2014 na hodnotu 1,35. Efektivní směnný kurz eura by měl v roce 2013 vzrůst o 4,2 % a v roce 2014 o 0,1 %.

U fiskální politiky jsou základem projekcí opatření, která již byla schválena národními parlamenty nebo která již byla vládami dostatečně podrobně rozpracována a je u nich pravděpodobné, že legislativním procesem úspěšně projdou. Podstatná konsolidační opatření včetně jak zvýšení daní, tak omezení výdajů byla zavedena nebo se očekává, že budou zavedena v roce 2013. Předpoklady pro rok 2014 tak zatím zahrnují pouze velmi omezená opatření fiskální konsolidace.

¹ Makroekonomické projekce pracovníků ECB doplňují projekce odborníků Eurosystemu, které sestávají dvakrát za rok společně odborníci 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 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.

² Předpoklady o cenách ropy a potravin vycházejí z cen futures do konce období projekcí. U ostatních komodit se předpokládá, že ceny budou sledovat ceny futures do prvního čtvrtletí 2014 a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

Projekce pro mezinárodní prostředí

Očekává se, že tempo růstu reálného HDP ve světě (bez eurozóny) bude během období projekcí postupně oživovat a z hodnoty 3,7 % v roce 2012 vzroste v roce 2013 na 3,8 % a v roce 2014 dále na 4,4 %. Očekávání tohoto postupného oživení podporují šetření Indexu vedoucích nákupů (mimo eurozónu), která v posledních měsících vzrostla ke svým dlouhodobým průměrům a naznačují tak zlepšení podnikatelské důvěry. Navíc došlo ke zlepšení podmínek na finančních trzích ve světě, jak potvrzují rostoucí ceny na akciových trzích, nižší volatilita na finančních trzích a snížení hlavních spreadů na finančních trzích. Střednědobá perspektiva hlavních rozvinutých ekonomik je však nadále omezená. I přes pokrok dosažený při restrukturalizaci dluhu soukromého sektoru zůstává zadlužení domácností v rozvinutých ekonomikách zvýšené, přičemž potřeba přísnější fiskální politiky by v následujících letech měla perspektivu hospodářského růstu tlumit. Souběžně růst v rozvíjejících se ekonomikách by podle projekcí měl zůstat silný. Tempo růstu zahraniční poptávky eurozóny by mělo v souladu s celkovou perspektivou hospodářského růstu ve světě dosáhnout v roce 2013 úrovně 3,5 % a v roce 2014 pak 6,3 %, zatímco v roce 2012 činilo 3,2 %.

Projekce růstu reálného HDP

Reálný HDP v eurozóně poklesl ve čtvrtém čtvrtletí 2012 o 0,6 %, přičemž ve třetím čtvrtletí činil jeho pokles 0,1 % a ve druhém čtvrtletí 0,2 %. Domácí poptávka v eurozóně ve čtvrtém čtvrtletí 2012 výrazně poklesla, neboť se snížila soukromá spotřeba i investice. Poklesl také vývoz a odrážel tak slabý vývoj obchodu pozorovaný závěrem loňského roku.

Pokud jde o další vývoj, předpokládá se, že se růst reálného HDP během první poloviny roku stabilizuje a od druhé poloviny roku 2013 bude postupně oživovat. V roce 2013 je pravděpodobné, že postupné posilování růstu vývozu – tažené příznivějším vývojem zahraniční poptávky, který bude pouze částečně kompenzován ztrátou konkurenceschopnosti v důsledku posilování eura, – bude kladně přispívat k růstu. Dále se předpokládá, že toto oživení bude podporováno příznivým vlivem akomodačního přístupu měnové politiky na domácí soukromou poptávku i kladným vlivem poklesu inflace na reálný disponibilní důchod, přičemž tento vliv je pak částečně tažen posilováním eura a zčásti předpokládaným poklesem cen komodit. Slabá domácí poptávka v důsledku stále celkově slabé úrovně nálady, přetrvávající potřeby snižovat zadluženost a provádět fiskální konsolidaci v některých zemích by však měla pokračovat. Současně se očekává, že domácí poptávka bude během období projekcí oživovat jen pozvolna. Celkově zůstává předpokládané oživení podle historických měřítek utlumené a mělo by po celý horizont projekcí vést k záporné mezeře výstupu. Reálný HDP by měl v meziročním vyjádření v roce 2013 růst na úrovni mezi -0,9 a -0,1 % a v roce 2014 mezi 0,0 a 2,0 %.

Bližší pohled na složky poptávky ukazuje, že tempo růstu vývozu mimo eurozónu by mělo v roce 2013 a v dalším období získat na dynamice. Tuto perspektivu podporuje postupné posilování zahraniční poptávky eurozóny, i když by ji podle projekcí měla částečně tlumit ztráta konkurenceschopnosti v důsledku posilování eura. Podnikové investice by po pravděpodobném poklesu v posledním čtvrtletí 2012 měly během první poloviny roku 2013 dále mírně oslabit, a to v důsledku stále relativně slabé nálady, nízkého využití výrobních kapacit, křehké perspektivy poptávky a nepříznivých podmínek pro poskytování úvěrů v některých zemích. Po dosažení historicky velmi nízkých úrovní by podíl podnikových investic na HDP měl od druhé poloviny roku 2013 oživovat. Podporovat podnikové investice by mělo postupné posilování domácí i zahraniční poptávky a velmi nízká úroveň úrokových sazeb. Investice do rezidenčních nemovitostí by měly v nadcházejících čtvrtletích dále klesat v důsledku slabého růstu disponibilního důchodu, stále křehké a pouze přechodně oživující spotřebitelské nálady a potřeby další korekce na trzích s bydlením v některých zemích. Tyto nepříznivé dopady by převážily nad vlivem relativní atraktivnosti 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 očekávaných opatření fiskální konsolidace v několika zemích eurozóny měly po celé období projekcí klesat.

Soukromá spotřeba ve čtvrtém čtvrtletí 2012 klesla. Je pravděpodobné, že tento vývoj odráží prudký pokles reálného disponibilního důchodu, který je jen částečně kompenzován poklesem míry úspor v souvislosti s tím, jak se domácnosti snaží vyrovnávat spotřebu. Soukromá spotřeba by měla v první polovině roku 2013 dále klesat a mírně oživit během druhé poloviny roku 2013 a převážně tak odrážet trend růstu reálného disponibilního důchodu. V roce 2014 by soukromá spotřeba měla získat na dynamice díky oživení pracovních příjmů v souvislosti se zlepšováním podmínek na trhu práce a odezníváním nepříznivého dopadu opatření fiskální konsolidace. Očekává se však, že oživení soukromé spotřeby v roce 2014 bude tlumeno růstem míry úspor odrážejícím pokračující vysokou nezaměstnanost a potřebu snížit zadlužení domácností. Vládní spotřeba by v roce 2013 měla v důsledku konsolidačního úsilí poklesnout a v roce 2014 mírně vzrůst.

Růst dovozu ze zemí mimo eurozónu by se z nedávné slabé úrovně měl během roku 2013 a v následném období obnovit a odrážet tak postupné ožívování celkové poptávky. V důsledku převahy růstu vývozu nad růstem dovozu by měl čistý vývoz během období projekcí kladně přispívat k růstu HDP, i když v menším rozsahu než v roce 2012. Díky rostoucímu obchodnímu přebytku by přebytek běžného účtu měl během období projekcí vzrůst.

Tabulka A Makroekonomické projekce pro eurozónu

(průměrné procentní změny za rok)¹⁾

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

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

Projekce cen a nákladů

Očekává se, že po předpokládaném silném poklesu meziročního tempa růstu cen energií a v menší míře tempa růstu cen potravin oproti zvýšeným úrovním dosaženým v roce 2012 se celková inflace měřená HICP, která v únoru 2013 činila podle předběžného odhadu Eurostatu 1,8 %, během roku 2013 dále sníží. Předpokládaný pokles tempa růstu cen energií zčásti odráží vliv srovnávací základny v souvislosti s očekávaným odezníváním dopadu dřívějšího růstu cen ropy i jejich předpokládaný postupný pokles během období projekcí. Obdobně odráží očekávaný pokles tempa růstu cen potravin vliv srovnávací základny, neboť dopad dřívějšího růstu odezní, a také předpoklad, že se ceny potravinářských komodit ve světě i v Evropě v průběhu období projekcí mírně uvolní. Inflace měřená HICP bez cen potravin a energií by se v roce 2013 měla nepatrně zmírnit a odrážet tak posilování eura a utlumený hospodářský vývoj. Tato míra inflace by měla v roce 2014 jen slabě vzrůst a odrážet tak mírné oživení hospodářské aktivity. V meziročním průměrném vyjádření by inflace měřená HICP měla z hodnoty 2,5 % v roce 2012 poklesnout v roce 2013 na úroveň mezi 1,2 a 2,0 % a v roce 2014 dále na úroveň mezi 0,6 a 2,0 %.

Podrobnější pohled ukazuje, že se v posledních měsících vnější cenové tlaky vlivem posílení eura uvolnily. Meziroční tempo růstu deflátoru dovozu by podle projekcí mělo v roce 2013 klesnout a následně se v roce 2014 mírně stabilizovat, neboť se předpokládá, že vliv silnějšího směnného kurzu eura na tento pokles odezní. Pokud jde o domácí cenové tlaky, meziroční tempo růstu náhrady na zaměstnance by mělo v roce 2013 i v roce 2014 zůstat utlumené v důsledku slabé situace na trhu práce. Při zohlednění předpokládaného poklesu růstu spotřebitelských cen by reálná náhrada na zaměstnance po poklesu v roce 2011 i v roce 2012 měla během období projekcí postupně růst. Jednotkové mzdové náklady by měly v roce 2013 zůstat relativně zvýšené, neboť růst produktivity bude podstatně slabší než růst mezd. Vzhledem k tomu, že růst produktivity by měl v roce 2014 oživit v důsledku rychlejšího oživení hospodářské aktivity než zaměstnanosti, očekává se, že tempo růstu jednotkových mzdových nákladů zpomalí. Ukazatel ziskových marží vypočtený jako poměr deflátoru HDP v základních cenách k jednotkovým mzdovým nákladům by po silnějším poklesu v roce 2012 měl v průběhu roku 2013 dále mírně klesat a kompenzovat tak relativně silný růst jednotkových mzdových nákladů. V následujícím období by nižší tempo růstu jednotkových mzdových nákladů a postupně se zlepšující hospodářské podmínky měly podporovat oživení ziskových marží. Růst regulovaných cen a nepřímých daní jako součást plánů fiskální konsolidace by měl v letech 2013 a 2014 relativně výrazně přispívat k inflaci měřené HICP, i když bude tato konsolidace mít o něco menší rozsah než v roce 2012.

Porovnání s projekcemi z prosince 2012 sestavenými odborníky Eurosystemu

V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu, které byly zveřejněny v Měsíčním bulletinu v prosinci 2012, byla horní hranice rozpětí projekcí růstu reálného HDP v eurozóně v roce 2013 upravena směrem dolů. Tato úprava z větší části odráží slabý výsledek reálného HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2012, což implikuje mechanicky výraznější záporné působení na průměrný meziroční růst za rok 2013. Mezičtvrtletní tempa růstu za rok 2013 jsou však převážně beze změn. Rozpětí průměrného meziročního růstu reálného HDP za rok 2014 bylo upraveno mírně směrem dolů. Pokud jde o inflaci měřenou HICP, je rozpětí projekcí pro rok 2013 o něco užší. Pro rok 2014 je horní hranice rozpětí o něco nižší než v projekcích z prosince 2012 a odráží tak především dopad silnějšího směnného kurzu eura.

Tabulka B Porovnání s projekcemi z prosince 2012

(průměrné procentní změny za rok)

	2013	2014
Reálný HDP – prosinec 2012	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2
Reálný HDP – březen 2013	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0
HICP – prosinec 2012	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2
HICP – březen 2013	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0

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 zcela srovnávat s makroekonomickými projekcemi pracovníků ECB, neboť byly dokončovány v rozdílných obdobích. Navíc pro odvození předpokladů pro vývoj fiskálních, finančních a externích proměnných, včetně cen ropy a dalších komodit, používají odlišné (částečně nespécifikované) metodiky. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očišťování údajů o vlivu počtu pracovních dnů.

Podle prognóz, které jsou v současnosti k dispozici od dalších organizací a institucí, by mělo tempo růstu reálného HDP eurozóny dosáhnout v roce 2013 úrovně mezi -0,3 a 0,0 %, což je blízko horní hranici rozpětí uvedeného v projekcích pracovníků ECB. Dostupné prognózy pro rok 2014 se pohybují v rozpětí mezi 1,0 a 1,4 %, což je v intervalu projekcí sestavených pracovníky ECB. Pokud jde o vývoj inflace, dostupné prognózy naznačují, že průměrná meziroční míra inflace měřená HICP bude v roce 2013 v rozpětí mezi 1,6 a 1,9 % a v roce 2014 mezi 1,2 a 1,8 %, tedy v obou případech uvnitř rozpětí projekcí pracovníků ECB.

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

(průměrné procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP		Inflace HICP	
		2013	2014	2013	2014
OECD	listopad 2012	-0,1	1,3	1,6	1,2
Evropská komise	únor 2013	-0,3	1,4	1,8	1,5
MMF	leden 2013	-0,2	1,0	1,6	1,4
Survey of Professional Forecasters	únor 2013	0,0	1,1	1,8	1,8
Consensus Economics Forecasts	únor 2013	-0,2	1,0	1,8	1,7
Euro Zone Barometer	únor 2013	-0,1	1,2	1,9	1,8
Projekce pracovníků ECB	březen 2013	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0

Zdroje: European Commission Economic Forecasts, Winter 2013; IMF World Economic Outlook Update, January 2013, v případě údajů o růstu reálného HDP; World Economic Outlook, October 2012, v případě údajů o inflaci; OECD Economic Outlook, November 2012; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a Survey of Professional Forecasters ECB.

Pozn.: Jak makroekonomické projekce pracovníků ECB, tak prognózy OECD uvádějí roční tempa růstu očištěná o vliv počtu pracovních dní, zatímco Evropská komise a MMF pracují s ročními tempy růstu, která o vliv počtu pracovních dní za rok očištěna nejsou. U ostatních prognóz se neuvádí, která z těchto metodik byla při vykazování údajů použita.



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTEM

SHRnutí KAPITOL MĚSÍČNÍHO BULLETINU ECB, BŘEZEN 2013

HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ

1 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ EUROZÓNY

I přes stále tlumenou, různorodou a křehkou povahu nynějšího celosvětového hospodářského oživení se objevily náznaky toho, že se zvyšuje tempo hospodářského růstu. Pokračující zlepšování ukazatelů z výběrových šetření ukazuje, že světová ekonomika postupně získává určitou sílu, i když si oživení pravděpodobně zachová pomalé tempo. Ve většině předních vyspělých ekonomik mimo eurozónu se objevují předběžné signály zlepšení, avšak výhled střednědobého růstu bude nadále omezovat řada faktorů. V rozvíjejících se tržních ekonomikách růst zotavuje poté, co v roce 2012 tempo hospodářské aktivity nepatrně zmírnilo. Očekává se tedy, že tyto ekonomiky v nadcházejícím období značně přispějí k celosvětovému růstu. V souladu s vývojem celosvětové hospodářské aktivity vykazuje známky postupného oživení dynamiky také světový obchod. Pokud jde o spotřebitelské ceny, v poslední době se inflace ve vyspělých ekonomikách snižuje, kdežto na rozvíjejících se trzích je vývoj smíšený.

2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

2.1 PENÍZE A ÚVĚRY MFI

Růst širokého peněžního agregátu ve čtvrtém čtvrtletí 2012 a lednu 2013 mírně posílil, i když byl nadále utlumený, přičemž růst úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru zůstal slabý. V důsledku toho se mezera mezi růstem širokého peněžního agregátu a růstem úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru dále rozšířila. Zároveň se dále snížila finanční roztržitost v eurozóně, což podpořilo růst peněžní zásoby prostřednictvím zlepšených podmínek financování bank a přílivu investic od nerezidentů spolu s větší vyvážeností vkladů v rámci eurozóny. Zlepšení na finančních trzích a ve financování bank však nevedlo k vyššímu poskytování úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru.

2.2 FINANČNÍ INVESTICE NEFINANČNÍCH SEKTORŮ A INSTITUCIONÁLNÍCH INVESTORŮ

Meziroční tempo růstu finančních investic nefinančních sektorů zůstalo ve třetím čtvrtletí 2012 beze změny na úrovni 2,6 % a odráželo pokračující slabé hospodářské prostředí a omezené investiční příležitosti. Zhruba na stejné úrovni zůstává i meziroční tempo růstu finančních investic pojišťoven a penzijních fondů. Naproti tomu investiční fondy zaznamenaly ve čtvrtém čtvrtletí 2012 zřetelný příliv investic, a to zejména do dluhopisových fondů, avšak v menší míře také do smíšených fondů a po delší době také do akciových fondů, ze kterých předtím docházelo k odlivu investic.

2.3 ÚROKOVÉ SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU

Úrokové sazby peněžního trhu zaznamenaly mezi 5. prosincem 2012 a 6. březnem 2013 zvýšenou volatilitu. Trh již považoval za méně pravděpodobné, že základní úrokové sazby ECB se budou snižovat, což spolu s očekáváním ohledně vývoje podmínek likvidity způsobilo v lednu dočasný nárůst úrokových sazeb peněžního trhu. Sazba EONIA během sledovaného období nepatrně poklesla, nacházela se na nízké úrovni a odrážela historicky nízké úrovně základních úrokových sazeb ECB, jakož i velmi rozsáhlý objem přebytkové likvidity, který zůstal na jednodenním peněžním trhu.

2.4 TRHY DLUHOPISŮ

Mezi koncem listopadu a začátkem března vzrostly výnosy dlouhodobých státních dluhopisů s ratingem AAA v eurozóně o zhruba 6 bazických bodů a 6. března dosáhly výše přibližně 1,8 %. Ve Spojených státech vzrostly ve stejném období výnosy dlouhodobých státních dluhopisů o zhruba 32 bazických bodů a 6. března činily přibližně 1,9 %. Trh nadále vnímal rizika v eurozóně jako klesající, zejména v důsledku dalšího pokroku při řešení krize státních dluhopisů a dojmu, že se zmírňuje napětí v bankovním sektoru, což naznačují mimo jiné vyšší než očekávané splátky tříletých dlouhodobějších refinančních operací. K tomuto celkovému vývoji došlo i přesto, že v určitých zemích eurozóny vyvstala nejistota, zejména koncem sledovaného období, a také navzdory slabé dynamice růstu v eurozóně, která nenaplnila očekávání trhu. Ve Spojených státech určoval náladu na trhu především vývoj jednání o stropu fiskálního dluhu. Na trzích s podnikovými dluhopisy se příznivě odrazila celková pozitivní nálada na trhu, jak dokazuje pokles spreadů podnikových dluhopisů emitentů s ratingem BBB a dluhopisů s vysokým výnosem. Ukazatele dlouhodobých inflačních očekávání vycházející z tržních ukazatelů naznačují, že inflační očekávání účastníků trhu zůstávají zcela v souladu s cenovou stabilitou.

2.5 AKCIOVÉ TRHY

Od konce listopadu do 6. března 2013 se ceny akcií v eurozóně zvýšily přibližně o 6 % a ve Spojených státech o 9 %. V hospodářském prostředí charakterizovaném slabou růstovou dynamikou je dominantním faktorem vývoje kurzů akcií v eurozóně nadále především dosažený politický pokrok při řešení krize státního dluhu. Ve Spojených státech určovala vývoj kurzů akcií především prozatímní dohoda o stropu fiskálního dluhu. Nejistota na akciových trzích, měřená implikovanou volatilitou, zůstávala podle historických měřítek na nízké úrovni, ačkoli nejistota v některých zemích eurozóny, zejména koncem sledovaného období, způsobila na akciových trzích v eurozóně mírný nárůst volatility.

2.6 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Mezi říjnem 2012 a lednem 2013 se reálné náklady na financování u nefinančních podniků v eurozóně dále snížily, což odráželo znatelný pokles reálných nákladů na tržní financování. Pokud jde o finanční toky, meziroční růst bankovních úvěrů nefinančním podnikům ve čtvrtém čtvrtletí 2012 dále poklesl. Utlumená dynamika v oblasti úvěrů nadále odrážela slabou poptávku, přísné podmínky pro poskytování úvěrů bankami v některých částech eurozóny i urychlení probíhajícího procesu nahrazování bankovních úvěrů alternativními zdroji financování, jako byly ve čtvrtém čtvrtletí 2012 dluhové cenné papíry.

2.7 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE SEKTORU DOMÁCNOSTÍ

Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 byly podmínky financování domácností v eurozóně charakterizovány smíšeným vývojem sazeb z bankovních úvěrů i značnou heterogenitou mezi jednotlivými zeměmi. Meziroční tempo růstu úvěrů poskytovaných domácnostem měnovými finančními institucemi (upravené o prodej a sekuritizaci úvěrů) zpomalilo ve čtvrtém čtvrtletí 2012 na 0,8 % a poté v lednu dále zpomalilo na 0,5 %. 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 čtvrtém čtvrtletí 2012 dále mírně vzrostl, protože růst důchodu byl nulový a dluh mírně vzrostl. Zároveň se odhaduje, že zatížení domácností úrokovými platbami zůstalo celkově beze změny.

3 CENY A NÁKLADY

Podle předběžného odhadu Eurostatu dosahovala v únoru 2013 meziroční inflace v eurozóně měřená HICP úrovně 1,8 %, přičemž v lednu činila 2,0 %. Pokračující pokles meziroční míry inflace odráží zejména pokles cenového indexu ve složce energií a potravin. I když může být měsíční vývoj celkové inflace mírně volatilní, měly by v dalším období zůstat cenové tlaky utlumené vzhledem k prostředí slabé hospodářské aktivity v eurozóně. Inflační očekávání jsou pevně ukotvena a v souladu s cenovou stabilitou ve střednědobém horizontu.

Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z března 2013, které sestavili pracovníci ECB, by měla meziroční inflace měřená HICP dosáhnout v roce 2013 úrovně mezi 1,2 a 2,0 % a v roce 2014 mezi 0,6 a 2,0 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu z prosince 2012 tak zůstávají tato rozpětí celkově beze změny. Rizika ohrožující výhled cenového vývoje jsou ve střednědobém horizontu nadále považována za celkově vyrovnaná.

4 NABÍDKA, POPTÁVKA A TRH PRÁCE

Úroveň HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2012 byla slabá – druhý odhad Eurostatu naznačuje mezičtvrtletní pokles o 0,6 %. Ten byl z velké míry výsledkem poklesu domácí poptávky, avšak odrážel také slabý vývoz. Pro rok 2013 pak nedávné údaje a ukazatele naznačují, že hospodářská aktivita by se měla během první části roku stabilizovat. Ve druhé části by mělo nastat postupné oživení, přičemž růst vývozu by měl těžit z posílení celosvětové poptávky a domácí poptávku by měl podporovat akomodační přístup měnové politiky. Navíc by se v ekonomice mělo projevit zlepšení na finančních trzích od loňského července a pokračující provádění strukturálních reforem. Zároveň bude na hospodářskou aktivitu negativně působit nezbytný proces korekce rozvah ve veřejném i soukromém sektoru a související přísné úvěrové podmínky.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z března 2013, které sestavili pracovníci ECB. Podle těchto projekcí by měl meziroční růst HDP dosáhnout v roce 2013 úrovně mezi -0,9 a -0,1 % a v roce 2014 mezi 0,0 a 2,0 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi, které sestavili odborníci Eurosystemu v prosinci 2012, tak byla rozpětí projekcí revidována mírně směrem dolů. Hospodářský výhled v eurozóně zůstává spojen s riziky zpomalení ekonomického růstu.

5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

Podle první plnohodnotné prognózy European Economic Forecast, vypracované Evropskou komisí v zimě 2013, by měla fiskální konsolidace pokračovat. Očekává se, že schodek veřejných financí eurozóny klesl v roce 2012 na 3,5 % HDP a v letech 2013 a 2014 by se měl dále snižovat. Zároveň se očekává, že poměr dluhu k HDP poroste, i když pomalejším tempem, a že v roce 2014 dosáhne úrovně 95,2 % HDP. Mají-li se snížit rizika pro fiskální udržitelnost a má-li být zajištěna důvěra ve fungování hospodářské a měnové unie, je i nadále zapotřebí dalších fiskálních opatření. Je nezbytné, aby země, na které se vztahuje postup při nadměrném schodku, zajistily korekci svých nadměrných schodků v souladu s ustanoveními Paktu stability a růstu.