

## ÚVODNÍ SLOVO

Na základě pravidelné hospodářské a měnové analýzy rozhodla Rada guvernérů na svém zasedání 6. června, že ponechá základní úrokové sazby ECB beze změny. Dostupné údaje potvrzují hodnocení, které vedlo ke snížení úrokových sazeb počátkem května. Očekává se, že cenové tlaky v eurozóně zůstanou ve střednědobém horizontu utlumené. V souladu s tím je růst peněžní zásoby a zejména objemu úvěrů nadále nevýrazný. Střednědobá inflační očekávání pro eurozónu zůstávají pevně ukotvena v souladu s cílem Rady guvernérů udržet míru inflace pod 2 %, ale blízko této úrovně. Současně údaje z nedávno zveřejněného průzkumu ekonomického sentimentu ukazují určité zlepšení z nízké úrovně. Akomodační přístup měnové politiky ECB společně s výrazným zlepšením situace na finančních trzích od poloviny roku 2012 by se měl podílet na zlepšení perspektivy hospodářského oživení později během roku. Za této celkové situace zůstane přístup měnové politiky akomodační tak dlouho, jak bude třeba. V nadcházejícím období bude Rada guvernérů velmi pečlivě sledovat všechny aktuální údaje o hospodářském a měnovém vývoji a vyhodnotí možné dopady na výhled cenové stability.

Pokud jde o hospodářskou analýzu, reálný HDP se po 0,6% poklesu během čtvrtého čtvrtletí 2012 snížil během prvního čtvrtletí 2013 o 0,2%. Hrubý domácí produkt tak šest čtvrtletí po sobě klesal, přičemž podmínky na trhu práce zůstávají slabé. Nedávno zveřejněné údaje z průzkumu ekonomického sentimentu ukazují určité zlepšení z nízké úrovně. Pokud jde o vývoj po zbytek roku a v roce 2014, růst vývozu z eurozóny by měl těžit z oživení poptávky ve světě, přičemž domácí poptávku by měly podporovat akomodační přístup měnové politiky a nedávný růst reálného důchodu díky nižším cenám ropy a celkově nižší inflaci. Navíc by se mělo v reálné ekonomice projevit výrazné zlepšení na finančních trzích, ke kterému dochází od loňského léta, i pokrok dosažený v oblasti fiskální konsolidace. Souběžně bude na hospodářskou aktivitu negativně působit zbývající nezbytný proces korekce rozvah ve veřejném i soukromém sektoru. Celkově by se hospodářská aktivita v eurozóně měla během letošního roku stabilizovat a oživovat, i když pomalým tempem.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z června 2013, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by měl roční reálný HDP poklesnout v roce 2013 o 0,6% a v roce 2014 vzrůst o 1,1%. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2013, které sestavili pracovníci ECB, došlo k mírné úpravě projekce na rok 2013 směrem dolů, což odráží především zohlednění

posledních zveřejněných údajů o HDP. Pro rok 2014 byla provedena nepatrná úprava směrem nahoru.

Rada guvernérů nadále vnímá rizika zpomalení hospodářského růstu, která jsou s hospodářským výhledem v eurozóně spojena. Ta souvisejí s možností slabší než očekávané domácí a celosvětové poptávky a s pomalým či nedostatečným prováděním strukturálních reforem v zemích eurozóny.

Podle předběžného odhadu Eurostatu vzrostla meziroční míra inflace v eurozóně měřená HICP z 1,2% v dubnu na 1,4 % v květnu. Tento nárůst byl vyvolán především oživením cen služeb v souvislosti s odezněním vlivu Velikonoc a růstem cen potravin. Jak již bylo uvedeno minulý měsíc, údaje o meziroční inflaci by měly během roku podléhat určité volatilitě především v důsledku vlivů srovnávací základny v souvislosti s vývojem cen energií a potravin o 12 měsíců dříve. Pokud od této volatility odhlédneme, cenový tlak ve střednědobém horizontu by měl zůstat utlumený a odrážet tak nízké využití produkčních kapacit a mírné tempo hospodářského oživení. Ve střednědobém horizontu zůstávají inflační očekávání pevně ukotvena v souladu s cenovou stabilitou.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z června 2013, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by měla meziroční inflace měřená HICP být v roce 2013 na úrovni 1,4 % a v roce 2014 na 1,3 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2013, které sestavili pracovníci ECB, byla projekce inflace pro rok 2013 upravena směrem dolů a odráží tak především pokles cen ropy. Projekce pro rok 2014 zůstává beze změny.

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

Pokud jde o měnovou analýzu, aktuální údaje potvrzují, že tempo růstu peněžní zásoby a především růstu objemu úvěrů zůstává utlumené. Tempo meziročního růstu širokých peněz – širokého peněžního agregátu M3 – v dubnu posílilo na 3,2%, zatímco v březnu činilo 2,6%, a to především v důsledku vlivu srovnávací základny a mimořádných faktorů. Stejně faktory ovlivňovaly meziroční tempo růstu úzkého peněžního agregátu M1, které z březnové úrovně 7,1 % vzrostlo v dubnu na 8,7%.

Růst úvěrů soukromému sektoru byl nadále slabý. Meziroční tempo růstu úvěrů domácnostem (očistěné o prodej a sekuritizaci úvěrů) zůstalo v dubnu na úrovni 0,3 % a od přelomu roku se prakticky nezměnilo. Meziroční záporné tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům (očistěné o prodej a sekuritizaci úvěrů) se z březnové hodnoty -1,3% zvýšilo v dubnu na -1,9%. Tento vývoj vycházel zejména z čistého splacení krátkodobých úvěrů, které by mohlo odrážet sníženou poptávku po pracovním kapitálu v kontextu slabého objemu zakázek na začátku jara. Na obecnější úrovni slabá dynamika úvěrů nadále odráží především stávající fázi hospodářského cyklu, zvýšené úvěrové riziko a probíhající korekci rozvah finančního i nefinančního sektoru.

V zájmu zajištění náležité transmise měnové politiky do podmínek financování v zemích eurozóny je zcela zásadní, aby byla nadále snižována roztříštěnost úvěrových trhů v eurozóně a posilována odolnost bank v případech, v nichž je to zapotřebí. Od léta loňského roku byl učiněn pokrok, pokud jde o zlepšení financování bank, posílení domácí vkladové báze v zemích vystavených tlakům a snížení závislosti na Eurosystemu, jak dokládají splátky tříletých dlouhodobějších refinančních operací. Dosažení tohoto cíle napomohou další rozhodné kroky vedoucí ke zřízení bankovní unie. Rada guvernérů především zdůrazňuje, že budoucí jednotný mechanismus dohledu (SSM) společně s jednotným mechanismem restrukturalizace (SRM) jsou klíčovými prvky na cestě k opětovné integraci bankovního systému, a vyžadují proto rychlou realizaci.

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

Pokud jde o fiskální konsolidaci a strukturální reformy, Rada guvernérů vítá dosažený pokrok a vyzývá vlády, aby rozhodným úsilím pokračovaly. Je nezbytné, aby země eurozóny nepolevovaly v úsilí snižovat schodek veřejných financí. Důsledně by měl být uplatňován nový rámec EU pro správu fiskálních a ekonomických záležitostí. V této souvislosti považuje Rada guvernérů za velmi důležité, aby rozhodnutí Rady EU prodloužit časový rámec pro korekci nadměrných fiskálních schodků zůstalo omezeno na mimořádné okolnosti. Současně je nezbytné tam, kde je to potřeba, pokračovat v přijímání legislativních opatření nebo jinak urychleně zavádět strukturální reformy. Strukturální reformy by se měly především zaměřit na konkurenceschopnost a adaptabilitu na trzích práce, zboží a služeb a tak napomoci vytvářet pracovní příležitosti v prostředí nepříjemně vysoké míry nezaměstnanosti zejména mezi mladými pracovníky, která v několika zemích

existuje. Spojené úsilí ve fiskální a strukturální oblasti by mělo vzájemně posílit fiskální udržitelnost a potenciál hospodářského růstu a podpořit tak udržitelnou tvorbu pracovních míst.



## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSYSTÉMU<sup>1</sup>

Na základě údajů dostupných k 22. květnu 2013 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny.<sup>2</sup> Očekává se, že se reálný HDP po dalším poklesu v prvním čtvrtletí 2013 zotaví v průběhu roku 2013, přičemž v roce 2014 by mohlo dojít k určitému posílení tempa růstu. Oživení hospodářské aktivity by měl podpořit příznivý vliv postupně rostoucí zahraniční poptávky na vývoz. Postupně by měla posílit také domácí poptávka, která bude zpočátku těžit především ze skutečnosti, že pokles tempa růstu cen komodit podpoří reálný důchod, a z akomodačního přístupu měnové politiky. V roce 2014 by měl domácí poptávku podpořit také pokrok dosažený v oblasti fiskální konsolidace. Očekává se však, že střednědobý výhled zhorší slabý vývoj na trhu práce a potřeba dále korigovat rozvahy v soukromém sektoru v některých zemích eurozóny. Celkově oproti poklesu o 0,5 % v roce 2012 předpokládají projekce vývoje HDP pro rok 2013 pokles o 0,6 % a pro rok 2014 nárůst o 1,1 %. Inflace měřená HICP by měla znatelně poklesnout, a to z průměrné úrovně 2,5 % v roce 2012 na 1,4 % v roce 2013 a na 1,3 % v roce 2014. Očekává se, že k počátečnímu poklesu přispěje zpomalení ve složce potravin a energií a dále malý pokles inflace měřené HICP bez započtení cen potravin a energií, který odráží slabou hospodářskou aktivitu. Stabilní střednědobý výhled odráží protisměrně působící vlivy poklesu cen energií, mírné posílení tempa růstu cen potravin a vzhledem k oživení ekonomiky také zvýšení domácích inflačních tlaků, které je však mírné, neboť využívání kapacit zůstává nízké.

### 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 14. května 2013. Předpoklad ohledně krátkodobých úrokových sazeb má čistě technický ráz. Krátkodobé sazby se měří tříměsíční sazbou EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Tato metoda ukazuje na průměrnou hodnotu těchto krátkodobých úrokových sazeb 0,2 % v roce 2013 a 0,3 % v roce 2014. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 2,8 % v roce 2013 a 3,1 % 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 ve druhé polovině roku 2013 svého dna a následně budou postupně růst. Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzávěrky se očekává, že cena barelu ropy Brent klesne z úrovně 112,0 USD v roce 2012 na 105,5 USD v roce 2013 a 100,0 USD

<sup>1</sup> Dne 2. května 2013 rozhodla Rada guvernérů zveřejňovat projekce formou středu intervalu a rozpětí. Očekává se, že zveřejňování střední hodnoty zvýší transparentnost a dále napomůže komunikaci výsledků projekcí, přičemž rozpětí by měla být chápána jako prostředek k zohlednění nejistoty ohledně projekcí. 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 výpočtu rozpětí včetně korekce v případě mimořádných událostí je popsána v publikaci „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“, ECB, December 2009, která je rovněž dostupná na internetových stránkách ECB.

<sup>2</sup> 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.

v roce 2014. Ceny neenergetických komodit v amerických dolarech by měly v roce 2013 poklesnout o 5,6 % a v roce 2014 vzrůst o 0,5 %.<sup>3</sup>

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 znamená kurz eura k americkému dolaru na úrovni 1,31 USD/EUR, což je kurz o 1,8 % vyšší než v roce 2012. Předpokládá se, že efektivní směnný kurz eura v roce 2012 posílí o 2,8 % a v roce 2014 zůstane beze změny.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 22. květnu 2013. 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.

## MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

Očekává se, že růst reálného HDP ve světě (mimo eurozónu) v horizontu projekcí postupně oživí z hodnoty 3,6 % v roce 2013 (stejná hodnota jako v roce 2012) na 4,2 % v roce 2014. Od začátku roku 2013 se index důvěry v podnikatelském sektoru a podmínky na světovém finančním trhu zlepšily s tím, jak oslabila určitá hlavní rizika, jako například prudké oslabení ekonomiky Spojených států zapříčiněné pádem z „fiskálního útesu“ nebo „tvrdé přistání“ v Číně. Nedávné zhoršování zaznamenané v některých průzkumech chování firem však zvýraznilo křehkou povahu hospodářského oživení ve světě. Střednědobý výhled hlavních vyspělých ekonomik je nadále omezen několika faktory: i přes určitý pokrok při změně struktury dluhu soukromého sektoru zůstává zadluženost domácností na zvýšené úrovni, přičemž v některých ekonomikách stále trvá naléhavá potřeba fiskální konsolidace. Další překážky hospodářského růstu (např. vysoká nezaměstnanost) mizí jen postupně. Přitom v rozvíjejících se ekonomikách se očekává vysoký růst, podpořený výrazným růstem úvěrů. Mnohé z těchto ekonomik rostou tempem blízko potenciální úrovně, čímž poskytují světovému růstu důležitou podporu. Očekává se, že světový obchod bude během příštího roku postupně oživovat. Z hlediska meziročního tempa růstu by vnější poptávka eurozóny, která dosáhla v roce 2012 růstu 3,6 %, měla v roce 2013 vzrůst o 2,7 % a v roce 2014 o 5,6 %.

## PROJEKCE RŮSTU REÁLNÉHO HDP

Reálný HDP v eurozóně se v prvním čtvrtletí 2013 snížil o 0,2 % a klesal tak šest čtvrtletí po sobě. Domácí poptávka se v prvním čtvrtletí roku snížila především v důsledku velkého poklesu investic, což odráží nízkou důvěru a nepříznivý vliv chladné zimy především na stavební aktivitu, zejména v Německu. Soukromá spotřeba mírně vzrostla, zatímco veřejná spotřeba o něco klesla. Vývoz v prvním čtvrtletí klesl, i když méně než dovoz, takže příspěvek čistého vývozu byl kladný.

Pokud jde o další vývoj, reálný HDP by se měl během roku 2013 zvýšit a v roce 2014 by měl jeho růst zrychlit. Oživení by měl podpořit příznivý vliv postupně rostoucí zahraniční poptávky na vývoz. Domácí poptávka by měla postupně také růst, přičemž zpočátku by ji měla podpořit skutečnost, že pomine nepříznivý vliv chladné zimy na hospodářskou aktivitu, zejména

<sup>3</sup> Předpoklady o cenách ropných a potravinářských komodit vycházejí z cen futures do konce období projekcí. U ostatních neenergetických nezemědělských komodit se předpokládá, že ceny budou do prvního čtvrtletí 2014 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě. Prognózy výstupních cen zemědělské produkce v EU (v eurech), které se nyní používají pro prognózování spotřebitelských cen potravin, vycházejí z ekonometrického modelu, který zohledňuje vývoj cen komodit na mezinárodních trzích. V těchto projekcích byly tyto předpoklady o výstupních cenách zemědělské produkce v EU využity poprvé.

výstavbu v Německu. Domácí poptávka by měla zpočátku také těžit zejména ze skutečnosti, že pokles tempa růstu cen komodit podpoří reálný důchod, a z akomodačního přístupu měnové politiky. V roce 2014 by ji měl podpořit také pokrok dosažený v oblasti fiskální konsolidace. Nepříznivý dopad na domácí poptávku v důsledku stále celkově nízké úrovně důvěry spotřebitelů a podnikatelského sektoru, slabého vývoje na trhu práce a přetrvávající potřeby snižovat zadluženost soukromého sektoru v některých zemích by však měl během období projekcí slábnout jen pozvolna.

Celkově se předpokládá, že oživení zůstane podle historických měřítek utlumené. V meziročním průměrném vyjádření se sice v roce 2013 očekává pokles reálného HDP o 0,6 %, ten však z velké míry odráží záporný efekt vyplývající z poklesu HDP koncem roku 2012 a začátkem roku 2013. V roce 2014 se očekává nárůst hospodářské aktivity o 1,1 %. Tento vývoj hospodářského růstu odráží výrazně záporný příspěvek domácí poptávky v roce 2013 a její následné oživení, spolu s kladným příspěvkem čistého vývozu.

Růst vývozu mimo eurozónu by měl mírně oživit v průběhu roku 2013 a v roce 2014 by jeho dynamika měla posílit, především za podpory postupného posilování zahraniční poptávky. Podíl zemí eurozóny na exportních trzích, který v letech 2009 až 2012 výrazně vzrostl díky zvýšené konkurenceschopnosti (měřené relativním výkonem cen vývozu mimo eurozónu v porovnání s cenami vývozu konkurentů v eurech), by měl v letošním roce klesnout, což odráží posílení eura v roce 2013, a po zbytek období projekcí by se měl stabilizovat. Vývoz mezi zeměmi eurozóny by měl růst mnohem pomaleji než vývoz z eurozóny, a to v důsledku poměrně slabé domácí poptávky v eurozóně.

Podnikové investice by měly zůstat slabé po většinu letošního roku v důsledku nízkého sentimentu, nízkého využívání kapacit a křehkého výhledu poptávky. Zotavovat by se měly koncem roku 2013 a v následujícím období, čemuž napomůže posilující domácí i zahraniční poptávka, velmi nízká úroveň úrokových sazeb, potřeba postupně obnovit kapitálové statky po několika letech utlumených investic a posílení ziskových marží. Potřeba další restrukturalizace rozvah podniků a nepříznivé finanční podmínky v některých zemích eurozóny však pravděpodobně budou v horizontu projekcí nadále očekávané oživení tlumit, i když slábnoucí měrou. Investice do rezidenčních nemovitostí v roce 2013 pravděpodobně dále poklesnou a měly by zůstat na slabé úrovni i v roce 2014 především v důsledku další potřeby úprav na trzích s bydlením v některých zemích, slabého růstu disponibilního důchodu a stále křehké nálady spotřebitelů. Nepříznivý dopad těchto faktorů by měl více než kompenzovat vliv relativní atraktivity 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 v období projekcí klesat.

**Tabulka 1 Makroekonomické projekce pro eurozónu**

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

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

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

Soukromá spotřeba by měla po zbytek roku 2013 víceméně stagnovat vzhledem k stabilizaci reálného disponibilního důchodu. Ta celkově odráží vliv kompenzace dalšího snížení zaměstnanosti a poklesu nemzdových příjmů nárůstem reálných náhrad na zaměstnance vlivem poklesu míry inflace. Dynamika růstu soukromé spotřeby by měla posílit v roce 2014, čemuž napomůže pokrok dosažený při fiskální konsolidaci a zvýšení mzdových příjmů v důsledku zlepšení podmínek na trhu práce. Vládní spotřeba by měla v roce 2013 celkově stagnovat v důsledku úsilí o konsolidaci veřejných financí a v roce 2014 by měla mírně posílit.

Dovoz zboží ze zemí mimo eurozónu by se měl v průběhu roku 2013 zotavit, i když zůstane omezený v důsledku nadále utlumené celkové poptávky.

Očekává se, že krize nepříznivě ovlivnila potenciální růst, i když přesný rozsah jejího dopadu zůstává velmi nejistý. Perspektivu růstu potenciálního produktu bude snižovat zejména pokračující slabá úroveň zaměstnanosti a investic. Vzhledem k slabé perspektivě růstu reálného HDP by měla mezera výstupu zůstat záporná, ačkoli je obtížné přesně odhadnout její velikost.

## PROJEKCE CEN A NÁKLADŮ

Celková inflace měřená HICP by měla poklesnout, a to z průměrné úrovně 2,5 % v roce 2012 na 1,4 % v roce 2013 a na 1,3 % v roce 2014. Očekává se, že inflace měřená HICP během roku 2013 znatelně poklesne v důsledku očekávaného výrazného snížení tempa růstu cen energií a v menší míře cen potravin ze zvýšené úrovně dosažené v roce 2012. Tento pokles tempa růstu cen energií částečně odráží tlumící vliv srovnávací základny v důsledku očekávaného odeznívání dopadu dřívějšího růstu cen ropy a předpokládaného postupného poklesu cen ropy v horizontu projekcí. Obdobně vývoj cen potravin odráží počáteční tlumící vliv srovnávací základny vzhledem k očekávanému odeznívání dopadu jejich dřívějšího růstu, po kterém budou následovat tlaky na růst v souvislosti s předpokládaným nárůstem mezinárodních a evropských cen potravinářských komodit v horizontu projekcí. Inflace měřená HICP bez započtení potravin a energií by měla v letošním roce o něco zmírnit, což odráží slabý vývoj hospodářské aktivity. V roce 2014 by měla mírně vzrůst v souladu s mírným oživením hospodářské aktivity. Vnější cenové tlaky v posledních měsících oslabily v důsledku posílení eura v roce 2013 a poklesu cen ropných i neropných komodit. Očekává se tedy, že roční tempo růstu deflátoru dovozu v roce



2013 výrazně poklesne a poté ke konci období projekcí postupně posílí s tím, jak odezní tlumící vliv předchozího posílení eura, zvýší se ceny neenergetických komodit a posílí dynamika dovozu.

Pokud jde o domácí cenové tlaky, roční tempo růstu náhrad na zaměstnance by mělo zůstat v letech 2013 a 2014 celkově stabilní. Vzhledem k předpokládanému růstu spotřebitelských cen se očekává, že reálné náhrady na zaměstnance v horizontu projekcí mírně porostou, přičemž v roce 2011 a 2012 klesaly. Tempo růstu jednotkových mzdových nákladů by mělo v roce 2013 zůstat na poměrně vysoké úrovni, oproti roku 2012 celkově beze změny, a v roce 2014 by mělo klesnout v důsledku cyklického posílení tempa růstu produktivity. Po silném poklesu v roce 2012 se očekává, že v roce 2013 ziskové marže klesnou o něco více, což bude odrážet oslabení domácí aktivity a poměrně silný nárůst jednotkových mzdových nákladů. Poté by nižší tempo růstu jednotkových mzdových nákladů a postupně se zlepšující hospodářské podmínky měly podporovat oživení ziskových marží. Růst regulovaných cen a nepřímých daní obsažený v plánech fiskální konsolidace by měl v letech 2013 a 2014 značnou měrou přispívat k inflaci měřené HICP, i když méně než v roce 2012.

### POROVNÁNÍ S PROJEKCEMI Z BŘEZNA 2013

V porovnání s makroekonomickými projekcemi pracovníků ECB zveřejněnými v letošním březnovém vydání Měsíčního bulletinu byla projekce růstu reálného HDP pro rok 2013 upravena mírně směrem dolů, což do velké míry odráželo zohlednění nejnovějších zveřejněných údajů o HDP. Projekce růstu reálného HDP v roce 2014 byla upravena mírně směrem nahoru, což odráželo stimulační dopad nižších úrokových sazeb a nižšího efektivního kurzu eura. Pokud jde o inflaci měřenou HICP, projekce na rok 2013 byla upravena směrem dolů, což odráželo především nižší ceny ropy v amerických dolarech, které jsou pouze částečně kompenzovány nižším efektivním kurzem eura.

Tabulka 2 Porovnání s projekcemi z března 2013

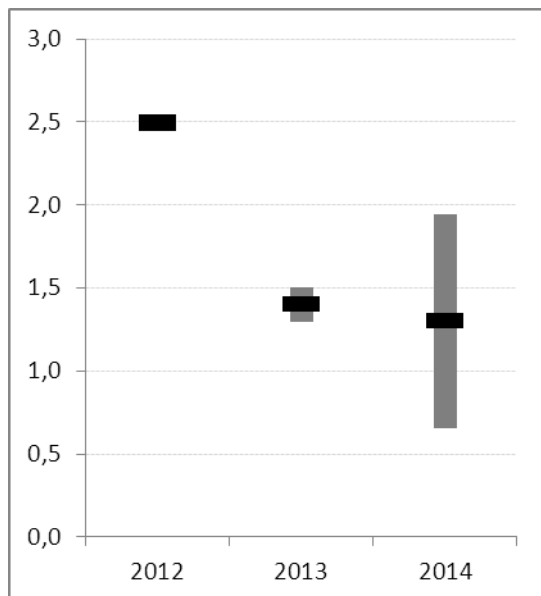
(průměrné procentní změny za rok)

	2013	2014
Reálný HDP – březen 2013	-0,5 [-0,9 – -0,1]	1,0 [0,0 – 2,0]
Reálný HDP – červen 2013	-0,6 [-1,0 – -0,2]	1,1 [0,0 – 2,2]
HICP – březen 2013	1,6 [1,2 – 2,0]	1,3 [0,6 – 2,0]
HICP – červen 2013	1,4 [1,3 – 1,5]	1,3 [0,7 – 1,9]

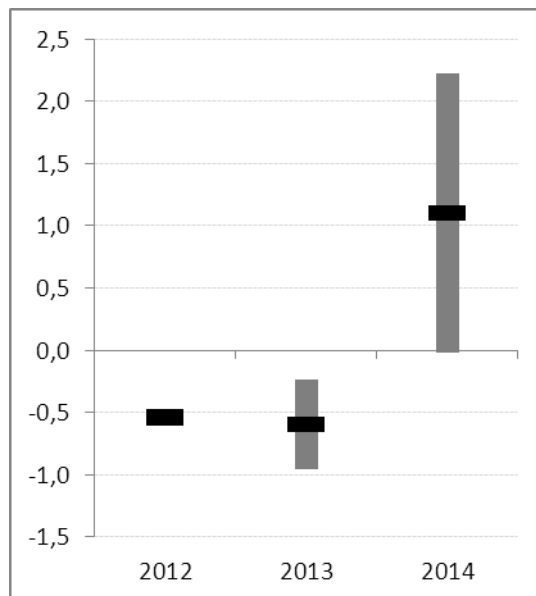
## Makroekonomické projekce

(průměrné procentní změny za rok)

a) HICP eurozóny



b) Reálný HDP eurozóny<sup>1)</sup>



1) Projekce reálného HDP uvádějí údaje očištěné o vliv počtu pracovních dní.

## 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 nspecifikované) 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 2013 poklesne o 0,3 % až 0,6 %, což odpovídá rozpětí v projekci odborníků Eurosystemu a je srovnatelné se středem intervalu -0,6 %. V roce 2014 by měl růst reálného HDP dosáhnout úrovně mezi 0,9 a 1,2 %, což odpovídá rozpětí v projekci odborníků Eurosystemu a je srovnatelné se středem intervalu 1,1 %.

Pokud jde o inflaci, prognózy od dalších institucí ukazují na průměrnou roční inflaci měřenou HICP v roce 2013 na úrovni mezi 1,5 a 1,7 %, což je mírně nad rozpětím a středem intervalu projekce odborníků Eurosystemu. V roce 2014 by měla inflace měřená HICP dosáhnout průměrné úrovně mezi 1,2 a 1,6 %, což odpovídá rozpětí v projekci odborníků Eurosystemu a je srovnatelné se středem intervalu 1,3 %.

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

(průměrné procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP		Inflace měřená HICP	
		2013	2014	2013	2014
MMF	duben 2013	-0,3	1,1	1,7	1,5
Survey of Professional Forecasters	květen 2013	-0,4	1,0	1,7	1,6
Consensus Economics Forecasts	květen 2013	-0,5	0,9	1,6	1,6
Euro Zone Barometer	květen 2013	-0,4	1,0	1,6	1,6
OECD	květen 2013	-0,6	1,1	1,5	1,2
Evropská komise	květen 2013	-0,4	1,2	1,6	1,5
Projekce odborníků Eurosystemu	červen 2013	-0,6	1,1	1,4	1,3
		[-1,0 – -0,2]	[0,0 – 2,2]	[1,3 – 1,5]	[0,7 – 1,9]

Zdroje: European Commission Economic Forecasts, Spring 2013; IMF World Economic Outlook, April 2013; OECD Economic Outlook, May 2013; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a Survey of Professional Forecasters ECB.

Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu 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, ČERVEN 2013

## HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ

### 1 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ EUROZÓNY

Hospodářské oživení ve světě zůstává mírné, křehké a mezi jednotlivými regiony panují rozdíly. Zdá se, že ukazatele z výběrových šetření se stabilizovaly, ačkoli nálada v poslední době mírně oslabila, což naznačuje, že světová ekonomika se bude pravděpodobně zotavovat pomalu. Ve většině předních vyspělých ekonomik mimo eurozónu pokračuje mírné oživení, avšak výhled střednědobého růstu bude nadále omezovat několik faktorů. V rozvíjejících se trzích ekonomik tempo růstu na začátku roku mírně oslabilo, avšak očekává se, že v průběhu roku 2013 posílí. Tyto ekonomiky by tedy měly k budoucímu růstu světové ekonomiky přispět významným dílem. Světový obchod přitom zůstává utlumený, ačkoli ukazatele z výběrových šetření nadále ukazují na postupné oživení. Pokud jde o spotřebitelské ceny, ve vyspělých ekonomikách sleduje inflace opět klesající trend, zatímco na rozvíjejících se trzích je vývoj smíšený.

### 2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

#### 2.1 PENÍZE A ÚVĚRY MFI

Meziroční růst širokého peněžního agregátu v prvním čtvrtletí 2013 zmírnil a poté v dubnu 2013 oproti březnu poněkud posílil – i když především v důsledku vlivu srovnávací základny. Zároveň se objevily znaky ustupující finanční fragmentace v eurozóně, která je však stále výrazná. Zlepšené podmínky financování bank, pokračující příliv kapitálu od investorů-nerezidentů a realokace finančních prostředků do zemí eurozóny vystavených tlakům podpořily pokles fragmentace a umožnily podstatné snížení přebytečné likvidity na účtech centrální banky. Tato zlepšení na finančních trzích a ve financování bank přitom dosud nevedla ke zvýšenému poskytování úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru. Na jedné straně se růst úvěrů soukromému sektoru v prvním čtvrtletí stabilizoval. Na druhé straně však došlo v dubnu k dalšímu poklesu úvěrů nefinančním podnikům. Tento pokles byl rovnoměrně rozložen mezi různé splatnosti a země.

#### 2.2 FINANČNÍ INVESTICE NEFINANČNÍCH SEKTORŮ A INSTITUCIONÁLNÍCH INVESTORŮ

Meziroční tempo růstu finančních investic nefinančních sektorů ve čtvrtém čtvrtletí 2012 mírně posílilo na úroveň 2,5% a odráželo pokračující slabé hospodářské prostředí. Meziroční tempo růstu finančních investic pojišťoven a penzijních fondů ve čtvrtém čtvrtletí vzrostlo na 3,6% poté, co nejistota na finančních trzích do určité míry polevila. Investiční fondy zaznamenaly v prvním čtvrtletí 2013 další znatelný příliv, přičemž toky prostředků byly rozděleny poměrně rovnoměrně mezi hlavními typy fondů.

## 2.3 ÚROKOVÉ SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU

Úrokové sazby peněžního trhu zůstaly celkově beze změny od počátku března do 2. května, kdy bylo oznámeno nejnovější snížení úrokových sazeb pro hlavní refinanční operace, které způsobilo mírný pokles úrokových sazeb peněžního trhu. Sazba EONIA během sledovaného období nepatrně vzrostla, ačkoli zůstala na nízké úrovni, a odrážela historicky nízké úrovně základních úrokových sazeb ECB, jakož i rozsáhlý, i když zmenšující se objem přebytečné likvidity, který zůstal na jednodenním peněžním trhu.

## 2.4 TRHY DLUHOPISŮ

Mezi koncem února a začátkem června 2013 výnosy dlouhodobých státních dluhopisů s ratingem AAA v eurozóně nejprve v březnu a dubnu spíše klesaly v důsledku rostoucích obav na trhu ohledně krátkodobého hospodářského výhledu a poté se na konci sledovaného období vrátily na původní úroveň přibližně 1,8 %. Vývoj ve Spojených státech se celkově podobal vývoji v eurozóně, ačkoli na konci sledovaného období rostly výnosy z dlouhodobých státních dluhopisů rychleji a uzavíraly na úrovni 2,1 %, tedy 30 bazických bodů výše. V eurozóně měly diferenciály vůči německým státním dluhopisům sklon růst v souvislosti s domácí nejistotou, která panovala v březnu v některých zemích, a následně se na konci sledovaného období vrátily na svou počáteční úroveň a v některých případech dokonce na úroveň ještě nižší. Nejistota ohledně budoucího vývoje na trhu dluhopisů, měřená implikovanou volatilitou trhu dluhopisů, se začátkem května v eurozóně snížila a na konci sledovaného období opět vzrostla. Implikovaná volatilita trhu dluhopisů ve Spojených státech se vyvíjela stejným způsobem. 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 konce února do 5. června 2013 se ceny akcií v eurozóně zvýšily přibližně o 3 % a ve Spojených státech o 6 %. V hospodářském prostředí charakterizovaném slabou růstovou dynamikou jsou dominantními faktory vývoje kurzů akcií v eurozóně nadále především domácí nejistota a nízké výnosy dalších aktiv, například dluhopisů. Ve Spojených státech podpořily vývoj kurzů akcií znaky oživení hospodářské aktivity a mírně lepší vývoj v oblasti zisků společností, než se čekalo. Nejistota na akciových trzích v eurozóně, měřená implikovanou volatilitou, během uvedeného období mírně poklesla. Začátkem června dosahovala přibližně průměrné úrovně zaznamenané od druhého pololetí roku 2012.

## 2.6 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Mezi lednem a dubnem 2013 zůstávaly reálné náklady na financování u nefinančních podniků v eurozóně stabilní, což odráželo pokles nákladů jak na dluh trhu, tak na akcie, který byl kompenzován nárůstem nákladů bankovních úvěrů. Pokud jde o finanční toky, bankovní úvěry nefinančním podnikům od ledna do dubna 2013 dále klesly téměř stejným meziročním tempem jako na konci roku 2012. Pokles úvěrů odráží v prvé řadě přísné úvěrové podmínky bank v některých částech eurozóny a slabou hospodářskou aktivitu. Ta rovněž vysvětluje zpomalení emisní aktivity dluhových cenných papírů, která však zůstává na zvýšené úrovni, což odráží příznivé cenové podmínky a možné nahrazování bankovních úvěrů alternativními finančními zdroji.

## 2.7 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE SEKTORU DOMÁCNOSTÍ

V prvním čtvrtletí 2013 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 se na přelomu roku stabilizovalo na nízké úrovni a v dubnu 2013 činilo 0,3%. Nejnovější údaje tak nadále naznačují, že vývoj v oblasti úvěrů domácnostem je utlumený, což v řadě zemí zčásti odráží skutečnost, že domácnosti musí snížit úroveň svého dluhu. Odhaduje se však, že poměr dluhu domácností k hrubému disponibilnímu důchodu v prvním čtvrtletí dále mírně vzrostl, přičemž růst důchodu byl nulový a dluh mírně vzrostl. Zároveň zatížení domácností úrokovými platbami zůstalo celkově beze změny.

### 3 CENY A NÁKLADY

Podle předběžného odhadu Eurostatu dosahovala v květnu 2013 meziroční inflace v eurozóně měřená HICP úrovně 1,4 %, přičemž v dubnu činila 1,2 %. Tento nárůst byl vyvolán především oživením cen služeb v souvislosti s odezněním vlivu Velikonoc a růstem cen potravin. Jak již bylo uvedeno minulý měsíc, údaje o meziroční inflaci by měly během roku podléhat určité volatilitě především v důsledku vlivů srovnávací základny v souvislosti s vývojem cen energií a potravin o 12 měsíců dříve. Pokud od této volatility odhlédneme, cenový tlak ve střednědobém horizontu by měl zůstat utlumený a odrážet tak nízké využití produkčních kapacit a mírné tempo hospodářského oživení. Ve střednědobém horizontu zůstávají inflační očekávání pevně ukotvena v souladu s cenovou stabilitou.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z června 2013, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by měla meziroční inflace měřená HICP být v roce 2013 na úrovni 1,4 % a v roce 2014 na 1,3 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2013, které sestavili pracovníci ECB, byla projekce inflace pro rok 2013 upravena směrem dolů a odráží tak především pokles cen ropy. Projekce pro rok 2014 zůstává beze změny. Rizika ohrožující výhled cenového vývoje jsou ve střednědobém horizontu nadále považována za celkově vyrovnaná.

### 4 NABÍDKA, POPTÁVKA A TRH PRÁCE

Reálný HDP se po 0,6% poklesu během čtvrtého čtvrtletí 2012 snížil během prvního čtvrtletí 2013 o 0,2 %. Hrubý domácí produkt tak šest čtvrtletí po sobě klesal, přičemž podmínky na trhu práce zůstávají slabé. Nedávno zveřejněné údaje z průzkumu ekonomického sentimentu ukazují určité zlepšení z nízké úrovně. Pokud jde o vývoj po zbytek roku a v roce 2014, růst vývozu z eurozóny by měl těžit z oživení poptávky ve světě, přičemž domácí poptávku by měly podporovat akomodační přístup měnové politiky a nedávný růst reálného důchodu díky nižším cenám ropy a celkově nižší inflaci. Navíc by se mělo v reálné ekonomice projevit výrazné zlepšení na finančních trzích, ke kterému dochází od loňského léta, i pokrok dosažený v oblasti fiskální konsolidace. Souběžně bude na hospodářskou aktivitu negativně působit zbývající nezbytný proces korekce rozvah ve veřejném i soukromém sektoru. Celkově by se hospodářská aktivita v eurozóně měla během letošního roku stabilizovat a oživovat, i když pomalým tempem.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z června 2013, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by měl roční reálný HDP poklesnout v roce 2013 o 0,6 % a v roce 2014 vzrůst o 1,1 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2013, které sestavili pracovníci ECB, došlo k mírné úpravě projekce na rok 2013 směrem dolů, což odráží především zohlednění posledních zveřejněných údajů o HDP. Pro rok 2014 byla provedena nepatrná úprava směrem nahoru. Hospodářský výhled v eurozóně zůstává spojen s riziky zpomalení ekonomického růstu.

### 5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

Podle ekonomické prognózy Evropské komise, European Economic Forecast, z jara 2013 se bude schodek veřejných financí v eurozóně letos nadále snižovat a v roce 2014 zůstane celkově beze změny,

i přes velké rozdíly fiskálního vývoje mezi jednotlivými zeměmi. Ačkoli v oblasti fiskální konsolidace došlo k pokroku, je nezbytné fiskální pozice dále zlepšit, mají-li být veřejné finance opět zdravé a udržitelné.

## 6 MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSYSTÉMU

Na základě údajů dostupných k 22. květnu 2013 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny. Očekává se, že se reálný HDP po dalším poklesu v prvním čtvrtletí 2013 zotaví v průběhu roku 2013, přičemž v roce 2014 by mohlo dojít k určitému posílení tempa růstu. Oživení hospodářské aktivity by měl podpořit příznivý vliv postupně rostoucí zahraniční poptávky na vývoz. Postupně by měla posílit také domácí poptávka, která bude zpočátku těžít především ze skutečnosti, že pokles tempa růstu cen komodit podpoří reálný důchod, a z akomodačního přístupu měnové politiky. V roce 2014 by měl domácí poptávku podpořit také pokrok dosažený v oblasti fiskální konsolidace. Očekává se však, že střednědobý výhled zhorší slabý vývoj na trhu práce a potřeba dále korigovat rozvahy v soukromém sektoru v některých zemích eurozóny. Celkově oproti poklesu o 0,5 % v roce 2012 předpokládají projekce vývoje HDP pro rok 2013 pokles o 0,6 % a pro rok 2014 nárůst o 1,1 %. Inlace měřená HICP by měla ztlačně poklesnout, a to z průměrné úrovně 2,5 % v roce 2012 na 1,4 % v roce 2013 a na 1,3 % v roce 2014. Očekává se, že k počátečnímu poklesu přispěje zpomalení ve složce potravin a energií a dále malý pokles inflace měřené HICP bez započtení cen potravin a energií, který odráží slabou hospodářskou aktivitu. Stabilní střednědobý výhled odráží protisměrně působící vlivy poklesu cen energií, mírné posílení tempa růstu cen potravin a vzhledem k oživení ekonomiky také zvýšení domácích inflačních tlaků, které je však mírné, neboť využití kapacit zůstává nízké.