

## ÚVODNÍ SLOVO

Na základě pravidelné hospodářské a měnové analýzy rozhodla Rada guvernérů na svém zasedání 6. března, že ponechá základní úrokové sazby ECB beze změny. Aktuální údaje potvrzují, že mírné oživení ekonomiky eurozóny postupuje v souladu s předchozím hodnocením Rady guvernérů. Zároveň nejnovější makroekonomické projekce pracovníků ECB, které nyní pokrývají období do konce roku 2016, potvrzují dřívější očekávání delšího období nízké inflace, po němž bude později následovat postupný růst inflace měřené HICP blíže k úrovni 2 %. V souladu s tím zůstává růst peněžní zásoby a objemu úvěrů nevýrazný. Inflační očekávání pro eurozónu zůstávají ve střednědobém až dlouhodobém horizontu i nadále pevně ukotvena na úrovni, která odpovídá cíli Rady guvernérů zachovat míru inflace pod 2 %, ale blízko této úrovni.

Pokud jde o střednědobý výhled cenového vývoje a hospodářského růstu, informace a analýzy, které jsou nyní dostupné, plně potvrzují správnost rozhodnutí Rady guvernérů zachovat akomodační nastavení měnové politiky tak dlouho, jak to bude nutné. To bude přispívat k postupnému hospodářskému oživení v eurozóně. Rada guvernérů jednoznačně potvrzuje svou signalizaci budoucí měnové politiky. Nadále očekává, že základní úrokové sazby ECB zůstanou na stávající nebo nižší úrovni po delší dobu. Toto očekávání vychází z celkově utlumeného výhledu inflace zasahujícího až do střednědobého horizontu, a to vzhledem k celkově slabému hospodářskému růstu, vysokému objemu nevyužitých kapacit a utlumené tvorbě peněz a úvěrů.

Rada guvernérů vývoj na peněžních trzích pečlivě sleduje a je připravena zvážit veškeré dostupné nástroje. Nadále je pevně odhodlána zachovat vysokou míru akomodace měnové politiky, a bude-li to nutné, učinit další rozhodná opatření.

Pokud jde o hospodářskou analýzu, reálný HDP eurozóny v posledním čtvrtletí roku 2013 mezičtvrtletně vzrostl o 0,3 %, což představuje tři po sobě jdoucí čtvrtletí nepřetržitého růstu. Vývoj ukazatelů důvěry získaných z průzkumů v období do února odpovídá pokračujícímu mírnému růstu i v prvním čtvrtletí

letošního roku. Pokud jde o budoucí vývoj, očekává se, že stávající oživení bude pokračovat, byť pomalým tempem. Zejména by se mělo projevit další zlepšení domácí poptávky, podpořené akomodačním nastavením měnové politiky, zlepšováním podmínek financování a pokrokem dosaženým v oblasti fiskální konsolidace a strukturálních reforem. Na reálný důchod mají navíc pozitivní vliv i nižší ceny energií. Pro hospodářskou aktivitu by mělo být přínosné také postupné posilování poptávky po vývozu z eurozóny. Nezaměstnanost v eurozóně však zůstává stále vysoká, byť dochází k její stabilizaci, a na tempo hospodářského oživení bude nadále negativně působit nezbytná korekce rozvah ve veřejném i soukromém sektoru.

Toto hodnocení se celkově odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z března 2014, které sestavili pracovníci ECB. Podle těchto projekcí by roční reálný HDP měl v roce 2014 vzrůst o 1,2 %, v roce 2015 o 1,5 % a v roce 2016 o 1,8 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi, které sestavili odborníci Eurosystemu v prosinci 2013, tak byla projekce růstu reálného HDP v roce 2014 upravena mírně směrem nahoru.

Hospodářský výhled v eurozóně zůstává spojen s rizikem zpomalení ekonomického růstu. Na hospodářskou situaci může nepříznivě působit vývoj na světových finančních trzích a v rozvíjejících se tržních ekonomikách a rovněž geopolitická rizika. Mezi další rizika patří možnost slabšího než očekávaného tempa růstu domácí poptávky a vývozu a nedostatečné provádění strukturálních reforem v zemích eurozóny.

Podle předběžného odhadu Eurostatu dosahovala v únoru 2014 meziroční inflace v eurozóně měřená HICP úrovně 0,8 %, což nepředstavuje změnu oproti lednovému výsledku (revidovanému směrem nahoru). Zatímco ceny energií v únoru klesly výrazněji než v předchozím měsíci, ceny průmyslového zboží a služeb vzrostly více než v lednu. Na základě aktuálních údajů a současných cen futures na energie by měla meziroční inflace měřená HICP v následujících měsících setrvat na zhruba stávající úrovni. Poté by se měla míra inflace postupně zvyšovat a dosáhnout úrovně blíže 2 %, což odpovídá inflačním očekáváním pro eurozónu ve střednědobém až dlouhodobém horizontu.

Toto hodnocení se celkově odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z března 2014, které sestavili pracovníci ECB. Podle těchto projekcí by meziroční inflace měřená HICP měla v roce 2014 dosáhnout úrovně 1,0 %, v roce 2015 úrovně 1,3 % a v roce 2016 pak 1,5 %. V posledním čtvrtletí roku 2016 by meziroční inflace měřená HICP měla dosáhnout hodnoty 1,7 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu z prosince 2013 byla projekce míry inflace na rok 2014 upravena mírně směrem dolů. Vzhledem k tomu, že v březnu 2014 byly makroekonomické projekce pracovníků ECB poprvé vypracovány pro období tří let, je třeba zdůraznit, že uvedené projekce jsou podmíněny řadou metodických předpokladů, k nimž patří předpoklad nezměněných směnných kurzů a klesajících cen ropy, a že nejistota ohledně projekcí se zvyšuje s délkou jejich horizontu.

Pokud jde o hodnocení rizik Radou guvernérů, proinflační i protiinflační rizika výhledu cenového vývoje jsou považována za omezená a ve střednědobém horizontu celkově vyrovnaná.

Pokud jde o měnovou analýzu, údaje za leden 2014 potvrzují, že růst širokých peněz (M3) a objemu úvěrů byl utlumený. Meziroční růst M3 se zvýšil z úrovně 1,0 % v prosinci na 1,2 % v lednu. Měsíční nárůst M3 v lednu byl velmi výrazný a kompenzoval silný pokles v prosinci. Zvýšení tempa růstu M3 odráželo vyšší meziroční tempo růstu agregátu M1, které se z prosincové hodnoty 5,7 % zvýšilo na 6,2 %. Stejně jako v předchozích měsících bylo hlavním faktorem podporujícím meziroční růst M3 zvýšení čistých zahraničních aktiv MFI, které nadále odráželo zvýšený zájem mezinárodních investorů o aktiva v eurozóně. Meziroční tempo růstu objemu úvěrů soukromému sektoru se dále snižovalo. Meziroční tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům (očistěné o prodej a sekuritizaci úvěrů) v lednu dosáhlo hodnoty -2,9 % a zůstalo tak na stejné úrovni jako v prosinci. Slabá dynamika úvěrů nefinančním podnikům nadále odráží jejich zpožděnou reakci na hospodářský cyklus, úvěrové riziko a probíhající korekci rozvah ve finančním i nefinančním sektoru. Meziroční tempo růstu úvěrů domácnostem (očistěné o prodej a sekuritizaci úvěrů) dosahovalo v lednu 2014 úrovně 0,2 % a od začátku roku 2013 se prakticky nezměnilo.

Od léta 2012 bylo dosaženo výrazného pokroku při zlepšování financování bank. V zájmu zajištění náležité transmise měnové politiky do podmínek financování v zemích eurozóny je zásadní, aby byla dále snížena fragmentace úvěrových trhů v eurozóně a posilována odolnost bank v případech, kdy je to zapotřebí. Právě to je cílem probíhajícího komplexního hodnocení prováděného ECB. Včasná implementace dalších kroků vedoucích ke zřízení bankovní unie pak dále napomůže obnově důvěry ve finanční systém.

Hospodářská analýza tedy potvrzuje očekávání Rady guvernérů předpokládající delší období nízké inflace, po kterém bude následovat postupný růst směrem k míře inflace blíže 2 %. Porovnání s ukazateli měnové analýzy potvrzuje, že základní cenové tlaky v eurozóně zůstávají ve střednědobém horizontu utlumené.

Pokud jde o fiskální politiku, makroekonomické projekce pracovníků ECB naznačují další pokrok při snižování fiskálních nerovnováh v eurozóně. Očekává se, že celkový schodek veřejných financí v eurozóně se v roce 2013 snížil na 3,2 % HDP a že v letošním roce ještě dále klesne na 2,7 % HDP. Dluh vládního sektoru by měl v roce 2014 podle projekcí dosáhnout svého maxima 93,5 % HDP a poté se v roce 2015 mírně snížit. Do budoucna je důležité, aby země eurozóny neoslabovaly výsledky dosavadního konsolidačního úsilí a aby ve střednědobém horizontu snižovaly vysokou míru veřejného dluhu. Fiskální strategie by měly být v souladu s Paktem stability a růstu a měly by zajišťovat prorůstovou strukturu konsolidace, která bude propojovat zvyšování kvality a efektivnosti veřejných služeb s minimalizací rušivých vlivů zdanění. Vnitrostátní orgány by rovněž měly pokračovat v rozhodném provádění strukturálních reforem ve všech zemích eurozóny. Cílem těchto reforem by mělo být zejména usnadnění podnikání a podpora zaměstnanosti, které by posílily růstový potenciál eurozóny a snížily nezaměstnanost v zemích eurozóny. Rada guvernérů proto vítá sdělení Evropské komise z 5. března týkající se prevence a nápravy makroekonomických nerovnováh a postupu při nadměrném schodku. Pokud jde o budoucí vývoj, je zásadní, aby rámec makroekonomického dohledu v eurozóně, který byl výrazně posílen v návaznosti na krizi státního dluhu, byl prováděn důsledně a v plném rozsahu.

Toto vydání Měsíčního bulletinu obsahuje jeden článek – „Makroekonomické projekce pro eurozónu z března 2014 sestavené pracovníky ECB“.



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTEM

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU Z BŘEZNA 2014 SESTAVENÉ PRACOVNÍKY ECB<sup>1</sup>

*Růst reálného HDP by podle projekcí měl zůstat v roce 2014 mírný a od roku 2015 posilovat. Určujícím faktorem očekávaného oživení hospodářské aktivity by mělo být postupné oživení domácí a zahraniční poptávky. Zahraniční poptávka bude těžit z postupně posilujícího celosvětového oživení. Domácí poptávka by měla využívat výhod, které vyplývají z rostoucí důvěry v prostředí snižující se nejistoty, velmi akomodačního nastavení měnové politiky a poklesu cen ropy, což by mělo podpořit reálný disponibilní důchod. Domácí poptávka by měla těžit také z méně restriktivního nastavení fiskální politiky v následujících letech a z postupně se zlepšujících podmínek pro poskytování úvěrů. Současně se očekává, že nepříznivý dopad na výhled hospodářského růstu, který vyplývá z potřeby další korekce rozvah v soukromém sektoru a z vysoké nezaměstnanosti, bude v horizontu projekcí postupně slábnout. Podle projekcí by měl reálný HDP v roce 2014 vzrůst o 1,2 %, v roce 2015 o 1,5 % a v roce 2016 o 1,8 %.*

*Postupné posilování poptávky a pokračující pokles přebytečné kapacity v prostředí pevně ukotvených inflačních očekávání by měly v horizontu projekcí vést k růstu inflace měřené HICP. Inflace v eurozóně měřená HICP by měla činit 1,0 % v roce 2014, 1,3 % v roce 2015 a 1,5 % v roce 2016. Očekává se, že tento mírný výhled inflace bude souviset především se sestupnou tendencí cen futures na ropu a stávající mezerou výstupu v ekonomice. Vzhledem k rostoucím, ale stále mírným domácím nákladovým tlakům v kontextu očekávaného postupného oživení hospodářské aktivity by inflace měřená HICP bez energií a potravin měla vzrůst z hodnoty 1,1 % v roce 2014 na 1,7 % v roce 2016.*

*V porovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu v prosinci 2013 byla projekce růstu reálného HDP za rok 2014 upravena nepatrně směrem nahoru. Projekce celkové inflace měřené HICP odrážející aktuální údaje byla pro rok 2014 upravena směrem dolů o 0,1 procentního bodu. Pro rok 2015 zůstává beze změny.*

*Tento článek shrnuje makroekonomické projekce pro eurozónu nikoli pouze za období roku 2014 a 2015, ale poprvé také na rok 2016. Projekce za období tak dlouhého horizontu jsou však spojeny s velkou mírou nejistoty.<sup>2</sup> Tuto skutečnost je třeba při výkladu makroekonomických projekcí vzít v úvahu.*

### MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

Očekává se, že růst reálného HDP ve světě (mimo eurozónu) v horizontu projekcí postupně oživí z hodnoty 3,4 % v roce 2013 na 4,1 % v roce 2016. I když tempo růstu v rozvinutých ekonomikách ve druhé polovině roku 2013 mírně posílilo, tempo růstu na rozvíjejících se trzích oslabilo v důsledku slabé domácí poptávky, omezeného prostoru pro další domácí podpůrná opatření a napětí na finančních trzích. V krátkodobém horizontu globální ukazatele důvěry naznačují příznivé podmínky pro podnikání, což odpovídá postupnému posilování světové hospodářské aktivity. V některých rozvíjejících se tržních ekonomikách došlo v nedávné době ke vzniku finančního napětí. Avšak poté, co americký Federální výbor pro volný trh rozhodl zahájit snižování nákupů aktiv, zůstaly finanční podmínky na trzích ve světě celkově stabilní, což je opačný vývoj v porovnání s napětím v polovině roku 2013, kdy americký Federální rezervní systém oznámil možnost snižování nákupů aktiv poprvé. Světové hospodářské oživení by podle projekcí mělo pokračovat v postupném posilování dynamiky. V rozvinutých ekonomikách by snižování zadluženosti soukromého sektoru a menší míra fiskální konsolidace měly podpořit důvěru a

<sup>1</sup> Makroekonomické projekce pracovníků ECB slouží Radě guvernérů jako podklad pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Informace 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. Datum uzávěrky pro použití aktuálních informací pro tyto projekce byl 20. únor 2014.

<sup>2</sup> Viz článek „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections“ v Měsíčním bulletinu z května 2013.

domácí poptávku, i když situace na trhu práce by se měla zlepšovat jen pomalu. Silnější růst v rozvinutých ekonomikách by měl podpořit rozvíjející se tržní ekonomiky.

**Tabulka 1 Mezinárodní prostředí**

(procentní změny za rok)

	Březen 2014				Úpravy od prosince 2013		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Reálný HDP ve světě (mimo eurozónu)	3,4	3,9	4,0	4,1	0,1	0,0	-0,1
Světový obchod (mimo eurozónu) <sup>1)</sup>	3,8	5,1	6,2	6,2	-0,2	-0,5	-0,2
Zahraněční poptávka eurozóny <sup>2)</sup>	3,0	4,5	5,6	5,8	0,0	-0,5	-0,1

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

2) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu obchodních partnerů eurozóny.

Světový obchod v nedávné době posílil, což odpovídá mírnému oživení hospodářské aktivity. Poslední údaje ukazují na zlepšení v krátkodobém horizontu. Pokud jde o další vývoj, světový obchod by měl postupně posilovat, přičemž jeho citlivost na vývoj hospodářské aktivity na konci horizontu projekcí by měla být nižší než před světovou krizí. Růst světového obchodu (mimo eurozónu) by měl oživit z úrovně 3,8 % v roce 2013 na 6,2 % v roce 2016. Vzhledem k tomu, že poptávka hlavních obchodních partnerů eurozóny roste pomalejším tempem než ve zbytku světa, by měl růst zahraniční poptávky eurozóny být mírně slabší.

V porovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu v prosinci 2013 zůstal výhled růstu světového reálného HDP prakticky bez úprav. Výhled zahraniční poptávky eurozóny byl upraven pro rok 2014 směrem dolů, ale pro rok 2015 zůstává prakticky beze změny. Úpravy pro rok 2014 odrážejí nepříznivý přenosový efekt z nižšího než dříve očekávaného vývoje obchodu ve druhé polovině roku 2013, který by měl v krátkodobém horizontu pokračovat.

#### 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 12. února 2014. Předpoklad ohledně krátkodobých úrokových sazeb má čistě technický ráz. Krátkodobé sazby se měří tříměsíční sazbou EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Podle této metodiky vychází průměrná úroveň těchto krátkodobých úrokových sazeb v roce 2014 na 0,3 %, v roce 2015 na 0,4 % a v roce 2016 na 0,8 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 2,8 % v roce 2014, 3,2 % v roce 2015 a 3,6 % v roce 2016<sup>1</sup>. S ohledem na vývoj forwardových tržních úrokových sazeb a postupné promítání změn tržních sazeb do sazeb z úvěrů se očekává, že kompozitní sazby z bankovních úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru v eurozóně dosáhnou zhruba počátkem roku 2014 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 poklesne ze 108,8 USD v roce 2013 na 96,9 USD v roce 2016. Očekává se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech v roce 2014 klesnou a v roce 2015 a 2016 vzrostou<sup>2</sup>.

Očekává se, že dvoustranné směnné kurzy eura zůstanou v horizontu projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 12. února 2014. To by znamenalo, že kurz eura k americkému dolaru bude v období let 2014–2016 dosahovat hodnoty 1,36, což je o 2,1 % více než v roce 2013. Efektivní směnný kurz eura by měl oproti roku 2013 vzrůst o 1,6 %.



- 1 Základem pro předpoklad týkající se nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně je vážený průměr výnosů z referenčních desetiletých dluhopisů těchto zemí, vážený hodnotami ročního HDP a extrapolovaný podle budoucí trajektorie odvozené od nominálního výnosu ze všech desetiletých dluhopisů v eurozóně publikovaného ECB, přičemž původní nesoulad mezi oběma časovými řadami zůstává po období projekcí beze změny. Předpokládá se, že spready mezi výnosy státních dluhopisů jednotlivých zemí a odpovídajícím průměrem za eurozónu zůstávají po období projekcí konstantní.
- 2 Předpoklady o cenách ropných a potravinářských komodit vycházejí z cen futures do konce horizontu projekcí. U ostatních neenergetických nerostných komodit se předpokládá, že ceny budou do prvního čtvrtletí 2015 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě. Projekce výstupních cen zemědělské produkce EU (v eurech), které se používají při prognózování spotřebitelských cen potravin, se vytvářejí na základě ekonometrického modelu, který bere v potaz vývoj mezinárodních cen potravinářských komodit.

#### Metodické předpoklady

	Březen 2014				Úpravy od prosince 2013 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Tříměsíční EURIBOR (procentní změny za rok)	0,2	0,3	0,4	0,8	0,0	0,0	-0,1
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (procentní změny za rok)	2,9	2,8	3,2	3,6	0,0	-0,3	-0,3
Cena ropy (v USD za barel)	108,8	105,8	101,1	96,9	0,6	1,8	1,9
Ceny neenergetických komodit, v USD (roční procentní změny)	-5,2	-2,5	3,1	4,8	0,2	0,1	-0,7
Směnný kurz USD/EUR	1,33	1,36	1,36	1,36	0,2	0,9	0,8
Nominální efektivní směnný kurz eura (procentní změny za rok)	3,8	1,6	0,0	0,0	0,1	0,8	0,0

1) Úpravy jsou vyjádřeny v procentech v případě úrovní, v rozdílech v případě míry růstu a v procentních bodech v případě úrokových sazeb a výnosů dluhopisů. Úpravy se počítají z nezaokrouhlených hodnot.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 20. únoru 2014. U těchto plánů se počítá se všemi opatřeními, která již byla národními parlamenty schválena nebo která byla vládami dostatečně podrobně rozpracována a u nichž je pravděpodobné, že jejich legislativní proces bude úspěšně završen.

Ve srovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu v prosinci 2013 jsou změny metodických předpokladů poměrně malé. Patří k nim mírně nižší dlouhodobé úrokové sazby v eurozóně, mírně vyšší ceny ropy denominované v amerických dolarech a mírné zhodnocení směnného kurzu eura.

## PROJEKCE RŮSTU REÁLNÉHO HDP

Tempo růstu reálného HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2013 nadále mírně oživovalo a oproti předchozímu čtvrtletí vzrostlo o 0,3 %, zatímco ve druhém a třetím čtvrtletí dosáhlo úrovně 0,3 %, resp. 0,1 % (viz graf). Nedávné údaje z průzkumů se stabilizovaly nad úrovní svých dlouhodobých průměrů a ukazují tak na další růst aktivity v prvním čtvrtletí 2014. Je pravděpodobné, že velmi mírné zimní počasí v některých zemích aktivitu v prvním čtvrtletí podpoří. Dynamika růstu by podle projekcí měla zůstat během roku 2014 mírná a následně slabě posílit. Očekává se, že hlavními faktory stojícími za oživením aktivity v horizontu projekcí bude postupné oživení domácí poptávky vlivem zlepšující se důvěry v prostředí klesající nejistoty, velmi akomodační nastavení měnové politiky a nižší ceny ropy (podporující reálný disponibilní důchod). Domácí poptávka by měla také těžit z méně restriktivního nastavení fiskální politiky v následujících letech a z postupně se zlepšujících podmínek pro poskytování úvěrů. Celkovou aktivitu bude v horizontu projekcí také stále více podporovat příznivý dopad postupného posilování zahraniční poptávky na vývoz, i když zpočátku ji bude částečně tlumit dopad dřívějšího zhodnocení efektivního směnného kurzu eura. Očekává se, že nepříznivý dopad na výhled hospodářského růstu, který



vyplývá z potřeby další korekce rozvah v soukromém a veřejném sektoru, z vysoké nezaměstnanosti a ze stále poněkud zvýšené míry nejistoty, bude v horizontu projekcí postupně slábnout.

Celkově by mělo oživení podle projekcí zůstat podle historických měřítek utlumené a očekává se, že reálný HDP eurozóny přesáhne úroveň před krizí (tedy oproti prvnímu čtvrtletí 2008) až od konce roku 2015. V meziročním průměrném vyjádření by měl reálný HDP oživit v roce 2014 o 1,2 %, v roce 2015 o 1,5 % a v roce 2016 o 1,8 %. Tento model růstu odráží stále se zvyšující příspěvek domácí poptávky spojený s malým kladným příspěvkem čistého vývozu. Vzhledem k tomu, že růst by měl přesáhnout úroveň svého potenciálu, mezera výstupu se bude ve sledovaném období postupně zmenšovat.

Podrobnější pohled na složky růstu ukazuje, že vývoz z eurozóny by měl v letech 2014 a 2015 získat na dynamice a odrážet tak posilování zahraniční poptávky eurozóny a postupné odeznívání nepříznivého dopadu dřívějšího zhodnocení eura. Podíl zemí eurozóny na exportních trzích by měl v horizontu projekcí mírně klesnout a odrážet tak dopad nedávné ztráty konkurenceschopnosti. Vývoz mezi zeměmi eurozóny by měl růst pomaleji než vývoz z eurozóny, a to v důsledku poměrně slabé domácí poptávky v eurozóně.

Podnikové investice by měly postupně oživovat, i když až příliš pomalým tempem k tomu, aby se dostaly zpět na úroveň před krizí. Podnikové investice by měly být podporovány řadou faktorů: očekávaným postupným posílením domácí a zahraniční poptávky, velmi nízkou úrovní úrokových sazeb, sníženou nejistotou, nezbytností modernizovat investiční statky po několika letech utlumených investic, odezníváním nepříznivých vlivů na nabídku úvěrů a určitým posílením ziskových marží v souvislosti s oživením hospodářské aktivity. Kombinovaný nepříznivý dopad vysokého objemu nevyužitých kapacit, potřeby další restrukturalizace podnikových rozvah, nepříznivých podmínek financování v některých oblastech a relativně vysoké míry nejistoty v některých zemích by měl v horizontu projekcí slábnout pouze postupně.

Investice do rezidenčních nemovitostí by měly v první polovině roku 2014 mírně růst a po zbytek horizontu projekcí získat na dynamice jen nepatrně. Tento výhled bude nadále negativně ovlivňován potřebou dalších korekcí na trzích s bydlením v některých zemích a slabým růstem reálného disponibilního důchodu. Relativní atraktivita investic do rezidenčních nemovitostí v dalších zemích, podporovaná historicky nízkými sazbami hypotečních úvěrů, může mít navíc jen postupný vliv, neboť sektor stavebnictví se v těchto zemích již blíží kapacitním omezením. Investice vládního sektoru by v důsledku plánovaných opatření fiskální konsolidace v několika zemích eurozóny měly po celý horizont projekcí zůstat relativně slabé.

Zaměstnanost vyjádřená počtem zaměstnaných osob by měla během roku 2014 mírně vzrůst a následně získat na dynamice. Slabé oživení zaměstnanosti odráží utlumené oživení hospodářské aktivity, obvyklou opožděnou reakci zaměstnanosti na kolísání výstupu, zvýšení počtu odpracovaných hodin na zaměstnance, další snižování počtu zaměstnanců ve veřejném sektoru a zvýšenou nejistotu v některých zemích, která nepříznivě ovlivňuje náborové plány v soukromém sektoru. Je pravděpodobné, že tyto faktory převáží nad pozitivním vlivem reform na trhu práce, které zvýšily flexibilitu a snížily prahovou hodnotu růstu výstupu pro tvorbu pracovních míst v některých zemích vystavených tlakům. Očekává se, že pracovní síla bude v horizontu projekcí mírně růst, neboť se určité segmenty obyvatelstva budou postupně vracet na trh práce. Míra nezaměstnanosti by měla v horizontu projekcí mírně poklesnout, ale v roce 2016 zůstat nad 11 %. Produktivita práce (měřená produkcí na jednoho zaměstnance) by měla v horizontu projekcí vzrůst a odrážet tak očekávané zrychlení hospodářské aktivity a opožděnou reakci zaměstnanosti.

**Tabulka 2 Makroekonomické projekce pro eurozónu<sup>1)</sup>**

(procentní změny za rok)

	Březen 2014				Úpravy od prosince 2013 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Reálný HDP <sup>3)</sup>	-0,4	1,2	1,5	1,8	0,0	0,1	-0,1
		[0,8–1,6] <sup>4)</sup>	[0,4–2,6] <sup>4)</sup>	[0,7–2,9] <sup>4)</sup>			
Soukromá spotřeba	-0,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,0	0,0
Vládní spotřeba	0,2	0,4	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0
Hrubá tvorba fixního kapitálu	-2,9	2,1	2,7	3,7	0,1	0,5	-0,1
Vývoz <sup>5)</sup>	1,1	3,6	4,7	5,1	0,1	-0,1	-0,2
Dovoz <sup>5)</sup>	0,0	3,5	4,7	5,2	0,1	0,0	0,0
Zaměstnanost	-0,8	0,2	0,5	0,7	0,0	0,0	0,1
Míra nezaměstnanosti (v % pracovní síly)	12,1	11,9	11,7	11,4	0,0	-0,1	-0,1
HICP	1,4	1,0	1,3	1,5	0,0	-0,1	0,0
		[0,7–1,3] <sup>4)</sup>	[0,6–2,0] <sup>4)</sup>	[0,7–2,3] <sup>4)</sup>			
HICP bez započtení energií	1,4	1,2	1,5	1,7	0,0	-0,1	0,0
HICP bez započtení energií a potravin	1,1	1,1	1,4	1,7	0,0	-0,2	0,0
HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní <sup>6)</sup>	1,0	1,0	1,4	1,7	0,0	-0,1	0,0
Jednotkové mzdové náklady	1,2	0,8	1,0	1,2	-0,2	-0,2	0,0
Náhrada na zaměstnance	1,7	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Produktivita práce	0,4	0,9	1,0	1,1	0,1	0,1	-0,1
Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)	-3,2	-2,7	-2,5	-2,1	0,0	-0,1	-0,1
Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP) <sup>7)</sup>	-2,5	-2,2	-2,2	-2,0	0,0	0,0	-0,1
Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)	92,9	93,5	93,2	92,2	-0,3	-0,1	0,2
Saldo běžného účtu (v % HDP)	2,2	2,4	2,6	2,7	0,2	0,2	0,0

1) Údaje se týkají eurozóny včetně Lotyšska s výjimkou údajů o HICP za rok 2013. Výpočet průměrné procentní změny HICP za rok 2014 vychází ze složení eurozóny v roce 2013, které již Lotyšsko zahrnuje.

2) Úpravy se vypočítají z nezaokrouhlených hodnot.

3) Údaje očištěné o vliv počtu pracovních dnů.

4) Rozpětí v okolí linky projekcí vycházejí z rozdílů mezi skutečnými hodnotami a jejich projekcemi za několik předchozích let. Šíře rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrné absolutní hodnoty těchto rozdílů. Metodika použitá pro výpočet 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 dostupná na internetových stránkách ECB.

5) Včetně obchodu v rámci eurozóny.

6) Dílčí index vychází z odhadu skutečného dopadu nepřímých daní. Může se lišit od údajů Eurostatu, které předpokládají úplné a okamžité promítnutí vlivu daní do HICP.

7) Vypočítá se jako saldo vládního sektoru snížené o přechodné vlivy hospodářského cyklu a dočasná opatření přijatá vládami. Výpočet je v souladu s metodikou ESCB týkající se cyklicky očištěných rozpočtových sald (viz Bouthevillain, C. et al., „Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach“, *Working Paper Series*, No 77, ECB, September 2001) a s definicí ESCB týkající se dočasných opatření (viz Kremer, J. et al., „A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances“, *Working Paper Series*, No 579, ECB, January 2006). Projekce strukturálního salda není odvozená od celkové hodnoty mezery výstupu. Podle metodiky ESCB se cyklické složky vypočítávají odděleně za různé výnosy a výdajové položky. Jako téma k diskusi, také s odkazem na metodiku Komise, viz box „Cyclical adjustment of the government budget balance“ v Měsíčním bulletinu z března 2012.

Soukromá spotřeba by měla během roku 2014 a v dalším období získat na určité dynamice díky růstu reálného disponibilního důchodu v důsledku oživení pracovních příjmů, postupného zlepšování podmínek na trhu práce, pomalejšího tempa fiskální konsolidace a nízké inflace. Částečně zmírňovat by ji měl jen mírný nárůst míry úspor. Vládní spotřeba by v horizontu projekcí měla růst mírným tempem.

Tempo růstu dovozu zboží ze zemí mimo eurozónu by mělo v horizontu projekcí mírně zrychlovat, a to částečně vlivem dopadu předchozího zhodnocení eura. Tempo by však mělo zůstat omezené v důsledku utlumeného růstu celkové poptávky. Očekává se, že čistý vývoz přispěje v horizontu projekcí k růstu reálného HDP kladně, i když jen mírně. Přebytek běžného účtu by měl vzrůst a v roce 2016 dosáhnout 2,7 % HDP.

V porovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu v prosinci 2013 byla projekce růstu reálného HDP za rok 2014 upravena nepatrně směrem nahoru.

## PROJEKCE CEN A NÁKLADŮ

Podle předběžného odhadu Eurostatu dosahovala v únoru 2014 celková inflace měřená HICP úrovně 0,8 % a oproti poslednímu čtvrtletí 2013 se nezměnila. Stávající utlumená inflace odráží kombinaci klesajících cen energií a mírný růst cen potravin i utlumený růst cen služeb a neenergetického průmyslového zboží (viz kapitola 3 a box „Impact of Services and non-energy industrial goods prices on the recent decline in HICP inflation“ v tomto vydání Měsíčního bulletinu“).

Pokud jde o další vývoj, inflace měřená HICP by měla v blízkém horizontu zůstat na nízké úrovni a od posledních měsíců roku 2014 následně růst v souvislosti s postupným oživením hospodářské aktivity. Meziroční míra inflace by měla v roce 2014 dosáhnout úrovně 1,0 %, v roce 2015 úrovně 1,3 % a v roce 2016 pak 1,5 %. Očekává se, že na konci roku 2016 bude činit 1,7 %.

Tento mírný výhled inflace by měl být důsledkem především sestupné tendence cen futures na ropu a stávající mezery výstupu v ekonomice. Postupné posilování poptávky a pokračující pokles přebytečné kapacity v prostředí pevně ukotvených inflačních očekávání by měly ve velké části eurozóny umožnit určité posílení ziskových marží a růst jednotkových mzdových nákladů. K růstu inflace měřené HICP by v horizontu projekcí měla také přispívat postupně slábnoucí potřeba korekcí nákladů a cen v zemích vystavených napětí.

Podrobnější pohled ukazuje, že ceny energií by měly v horizontu projekcí mírně klesat a odrážet tak předpokládaný vývoj cen ropy. To přispívá k poklesu inflace měřené HICP. Příspěvek cen energií k celkové meziroční inflaci měřené HICP by měl být v horizontu projekcí téměř zanedbatelný na rozdíl od průměrného příspěvku 0,5 procentního bodu od roku 1999.

Růst cen potravin by měl během prvních třech čtvrtletí 2014 nadále zmírňovat, a to v důsledku dřívějšího poklesu cen potravinářských surovin (v eurech) a vlivu srovnávací základny. Podle projekcí by měl po zbytek horizontu projekcí tento růst posilovat, což odpovídá v tomto období předpokládanému růstu cen potravinářských surovin. Příspěvek cen potravin, který působil směrem k růstu celkové inflace měřené HICP, by měl v horizontu projekcí dosáhnout v průměru 0,3 procentního bodu – o něco méně, než byl jeho průměr od roku 1999 (0,5 procentního bodu).

Inflace měřená HICP s vyloučením potravin a energií by měla během roku 2014 postupně růst a za celý rok dosáhnout průměru 1,1 % a v letech 2015 a 2016 vzrůst na 1,4 %, resp. 1,7 %. Tento vývoj by měl být tažen očekávaným postupným oživováním hospodářské aktivity. Průměrný příspěvek této složky k celkové inflaci měřené HICP by v horizontu projekcí měl dosáhnout zhruba 1,0 procentního bodu, což je rovněž o něco méně, než byl její průměrný příspěvek od roku 1999 (1,1 procentního bodu).

Růst nepřímých daní, který je součástí plánů fiskální konsolidace, by měl výrazně přispívat k růstu inflace měřené HICP v roce 2014 – zhruba 0,2 procentního bodu. Velikost tohoto příspěvku je srovnatelná s úrovní v roce 2013. V letech 2015 a 2016 by měly být tyto příspěvky zanedbatelné, neboť pro tyto roky

není dostatek podrobných informací o fiskálních opatřeních. Inflace měřená HICP s vyloučením potravin, energií a změn nepřímých daní by tedy měla oživovat o něco výrazněji oproti indexu zahrnujícímu daně.

Během roku 2013 polevily zahraniční cenové tlaky, a to v důsledku stagnující světové poptávky, zhodnocení efektivního směnného kurzu eura a poklesu cen ropných i neropných komodit. Tyto faktory vedly během roku k poklesu deflátoru dovozu. Vzhledem k očekávanému posilování světové poptávky v horizontu projekcí, předpokládanému růstu cen neenergetických komodit a slábnoucím vlivům dřívějšího zhodnocení eura by však měl deflátor dovozu v roce 2014 i po zbytek horizontu projekcí vzrůst. Očekává se, že v roce 2016 dosáhne meziročního tempa změny zhruba 1,1 %, tedy blízko svému dlouhodobému průměrnému tempu růstu.

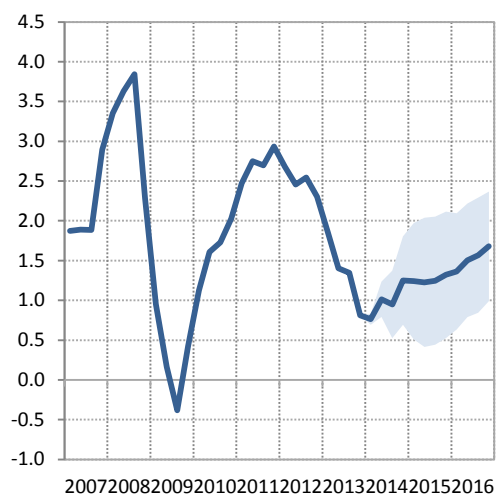
Pokud jde o domácí cenové tlaky, v důsledku pokračujících slabých, ale pomalu se zlepšujících podmínek na trhu práce v eurozóně by meziroční tempo růstu náhrad na zaměstnance mělo zůstat v roce 2014 prakticky beze změny a v letech 2015 a 2016 získat více na dynamice. Vzhledem k opožděné reakci zaměstnanosti na hospodářské oživení a k prakticky nezměněnému tempu růstu náhrad na zaměstnance během roku by měl růst jednotkových mzdových nákladů v roce 2014 oslabit a odrazet tak cyklické oživení růstu produktivity. S rostoucí dynamikou oživení v letech 2015 a 2016 a postupným zlepšováním podmínek na trhu práce by poněkud silnější růst náhrady na zaměstnance, než je růst produktivity, měl vést k mírnému zrychlení růstu jednotkových mzdových nákladů.

Růst ukazatele ziskových marží (měřený rozdílem mezi deflátozem HDP v cenách výrobních faktorů a růstem jednotkových mzdových nákladů) by měl v roce 2014 posílit a v horizontu projekcí dále mírně zrychlovat. Podporovat by jej mělo očekávané zlepšení hospodářské situace.

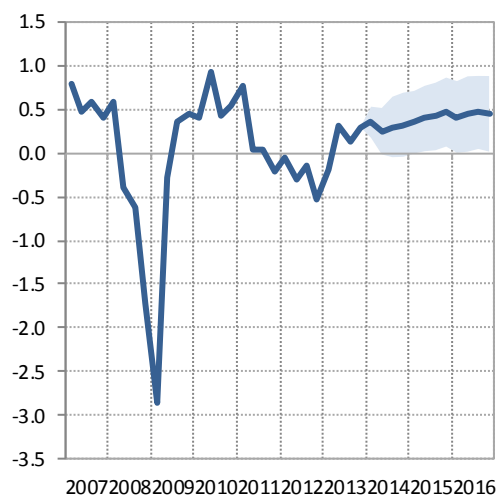
**Graf 1 Makroekonomické projekce<sup>1)</sup>**

(čtvrtletní údaje)

**HICP v eurozóně**  
(meziroční procentuální změny)



**Reálný HDP v eurozóně<sup>2)</sup>**  
(mezičtvrtletní procentuální změny)



<sup>1)</sup> Rozpětí v okolí linky středu projekcí vycházejí z rozdílu mezi skutečnými hodnotami a jejich projekcemi za několik předchozích let. Šíře rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrné absolutní hodnoty těchto rozdílu. Metodika použitá pro výpočet 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 dostupná na internetových stránkách ECB.

<sup>2)</sup> Údaje očištěné o vliv počtu pracovních dnů.

Ve srovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu v prosinci 2013 byla projekce celkové inflace měřené HICP v roce 2014 revidována o 0,1 procentního bodu směrem dolů, pro rok 2015 zůstává beze změny.

## FISKÁLNÍ VÝHLED

Na základě předpokladů uvedených v boxu 1 by se poměr schodku veřejného sektoru k HDP v eurozóně měl snížit z 3,2 % v roce 2013 na 2,7 % v roce 2014 a dále klesnout na 2,1 % v roce 2016. Nižší schodek, který projekce předpokládají pro rok 2014, odráží úsilí o fiskální konsolidaci v řadě zemí eurozóny a odezdnívání státní pomoci finančnímu sektoru. V letech 2015 a 2016 by mělo být očekávané postupné snižování schodku veřejných financí taženo především příznivým příspěvkem cyklické složky v kontextu snižování přebytečné kapacity a v menší míře pokračujícím zlepšováním strukturální složky, které by mělo být pomalejší než v posledních letech. V důsledku toho by se podle projekcí mělo strukturální saldo rozpočtu, tzn. saldo očištěné o cyklické vlivy a všechna dočasná opatření, v roce 2014 a v menší míře po zbytek horizontu projekcí znatelně zlepšit. Podle projekcí dosáhne poměr hrubého vládního dluhu v eurozóně k HDP nejvyšší hodnoty 93,5 % v roce 2014 a poté klesne v roce 2016 na 92,2 %.

### Box 2

#### CITLIVOSTNÍ ANALÝZA

Projekce vycházejí z velké míry z metodických předpokladů o vývoji určitých klíčových proměnných. Vzhledem k tomu, že některé z těchto proměnných mohou mít na projekce eurozóny velký dopad, může jejich citlivost na alternativní vývoj základních předpokladů pomoci analyzovat rizika spojená s projekcemi. Tento box pojednává o nejistotě spojené se třemi klíčovými základními předpoklady a o citlivosti projekcí, která s těmito předpoklady souvisí.<sup>1</sup>

#### 1) ALTERNATIVNÍ VÝVOJ CEN ROPY

Předpoklady o cenách ropy ve stávajících projekcích pracovníků ECB vycházejí z tržních očekávání založených na vývoji cen futures na ropu během dvoutýdenního období končícího k datu uzávěrky. V současnosti implikují v horizontu projekcí stabilně klesající ceny ropy. Přetrvává však nejistota ohledně profilu tohoto vývoje a týká se vývoje jak poptávky, tak nabídky.

Na straně poptávky by mohlo dojít k negativnímu dopadu zpomalení růstu v rozvíjejících se tržních ekonomikách na světové ceny komodit. Na druhé straně by v případě silnějšího oživení ve světě a zejména ve Spojených státech mohly vzrůst ceny ropy. Zároveň na straně nabídky lze vliv růstu produkce ropy z břidlicových ložisek v horizontu projekcí hodnotit jako omezený, a to ze dvou důvodů: Zaprvé, většina vlivů spojených s ropou z břidlicových ložisek již je do tržní ceny zahrnuta; a zadruhé, i značné změny v rozsahu těžby ropy v USA mohou mít na mezinárodní ceny jen malý vliv z důvodu možné kompenzační reakce těžby ropy v Saudské Arábii. Současně by tlaky na růst cen ropy ze strany nabídky mohly být spojeny s neočekávanými geopolitickými událostmi.

V kontextu světového oživení je možné, že ceny ropy budou vyšší, než se očekávalo v základní projekci. V této citlivostní analýze je tedy na základě využití kapacit ve zpracovatelském průmyslu v USA zvažována úprava vývoje cen futures na ropu směrem nahoru.<sup>2</sup>

1 Veškeré simulace byly provedeny za předpokladu, že nedojde ke změně politik ani ke změnám jakýchkoli dalších proměnných souvisejících s metodickými předpoklady či mezinárodního prostředí eurozóny.

2 Podrobnější popis modelu, který byl použit k odvození této úpravy směrem nahoru, viz Pagano and Pisani, M., „Risk-adjusted forecasts of oil prices“, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 9, Issue 1, Art. 24, 2009.

Alternativní vývoj předpokládá, že ceny ropy v letech 2014, 2015 a 2016 dosáhnou úrovně o 2 %, 8 %, resp. 14 % vyšší, než jsou ceny futures. Na základě makroekonomických modelů pracovníků ECB by vyšší cena ropy způsobila v roce 2015 a 2016 růst inflace měřené HICP o 0,2 procentního bodu nad úroveň základní projekce. Současně by vyšší cena ropy také tlumila růst reálného HDP, který by byl v roce 2016 o 0,1 procentního bodu nižší.

## 2) NIŽŠÍ SMĚNNÝ KURZ EURA

Nominální efektivní směnný kurz eura měřený vůči 20 předním obchodním partnerům eurozóny v posledních měsících posílil a v současnosti je jeho hodnota 3 % nad jeho dlouhodobým historickým průměrem od roku 1999. Toto posilování účastníci trhu z velké míry připisují pokračujícímu odklonu globálních investorů od aktiv rozvíjejících se trhů (kdy část kapitálu směřuje do eurozóny), korekci měn velkých zemí vyvázejících komodity a dlouhodobě slabému japonskému jenu.

Základní projekce předpokládá, že dvoustranné směnné kurzy zůstanou v horizontu projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 12. února 2014. Za této situace a pro názornost je zde sestaven stylizovaný alternativní vývoj směnného kurzu s předpokládaným oslabením v nominálním efektivním vyjádření o 3 % v období od druhého čtvrtletí 2014. Výsledky tohoto předpokládaného oslabení kurzu ukazují, že růst reálného HDP a inflace měřené HICP by byly v každém roce během horizontu projekcí o zhruba 0,1–0,2 procentního bodu vyšší za každý rok během horizontu projekcí.

## 3) DODATEČNÁ FISKÁLNÍ KONSOLIDACE

Jak je uvedeno v boxu 1, mezi předpoklady fiskální projekce patří všechna opatření fiskální politiky, která již byla schválena národními parlamenty nebo která již byla dostatečně podrobně rozpracována vládami a je u nich pravděpodobné, že legislativním procesem úspěšně projdou. V případě většiny zemí opatření zahrnutá do základní projekce nevyhovují požadavkům na fiskální konsolidaci podle nápravné nebo preventivní části Paktu stability a růstu. Závazek splnit tyto požadavky se v podstatě odráží ve fiskálních cílech navržených vládami v jejich rozpočtových předpisech nebo návrzích rozpočtů na rok 2014, v programových dokumentech EU a MMF a v určitém rozsahu v programech stability pro rok 2013 (které budou aktualizovány v dubnu 2014). Základní opatření k dosažení těchto cílů však často buď chybí, nebo nejsou dostatečně specifikována. V základní projekci tedy nejsou zohledněna, a to především pro období 2015–2016, neboť ve většině zemí ani nejsou součástí stávajících rozpočtových plánů. Je tedy nezbytné, aby do roku 2016 byla většinou vlád přijata dodatečná fiskální konsolidační opatření nad rámec opatření zahrnutých do základní projekce, a je zároveň pravděpodobné, že přijata budou.

### Předpoklady citlivostní analýzy fiskálního vývoje

Východním bodem citlivostní analýzy fiskálního vývoje je „fiskální mezera“ mezi rozpočtovými cíli vlád a základními rozpočtovými projekcemi. Při měření pravděpodobné dodatečné fiskální konsolidace jsou využity podmínky a informace o rozsahu a struktuře této mezery, které jsou specifické pro jednotlivé země. Informace specifické pro jednotlivé země slouží zejména k zachycení nejistot ohledně fiskálních cílů, pravděpodobnosti dodatečných opatření fiskální konsolidace a souvisejících makroekonomických zpětných vazeb.

Na základě tohoto přístupu se odhaduje, že dodatečná konsolidace pro eurozónu bude v roce 2014 činit zhruba 0,1 % HDP, přičemž se předpokládá, že v roce 2015 budou pravděpodobně třeba další opatření (zhruba 0,6 % HDP) a o něco méně v roce 2016 (zhruba 0,3 % HDP), čímž se kumulativní částka dodatečné konsolidace dostane do konce roku 2016 na zhruba 1,0 % HDP. Pokud jde o složení fiskálních opatření, citlivostní analýza se snaží začlenit profily nejpravděpodobnějších dodatečných konsolidačních opatření podle zemí a časového průběhu. Pro eurozónu jako celek je v tomto hodnocení fiskální



konsolidace vychýlena na výdajovou stranu rozpočtu, ale zahrnuje také růst nepřímých i přímých daní a příspěvků na sociální zabezpečení.

### Makroekonomické důsledky dodatečné fiskální konsolidace

Výsledky simulací důsledků citlivostní analýzy fiskálního vývoje pro růst reálného HDP a inflaci měřenou HICP v eurozóně provedených v modelu ECB NAWM<sup>3</sup> jsou shrnuty v níže uvedené tabulce.

Makroekonomické důsledky dodatečné fiskální konsolidace jsou v roce 2014 omezené. Odhad pro rok 2015 činí zhruba -0,4 procentního bodu a pro rok 2016 jsou důsledky opět omezené. Dopad na inflaci měřenou HICP je odhadován na zhruba 0,1 procentního bodu.

#### Odhadované makroekonomické důsledky dodatečných fiskálních opatření pro růst HDP a inflaci měřenou HICP v eurozóně

Předpoklady (v % HDP)	2014	2015	2016
Vládní rozpočtové cíle <sup>1)</sup>	-2,4	-1,6	-0,8
Základní fiskální projekce	-2,7	-2,5	-2,1
Souhrnná dodatečná fiskální konsolidace <sup>2)</sup>	0,1	0,7	1,0
Vliv dodatečné fiskální konsolidace (v procentních bodech) <sup>3)</sup>			
Růst reálného HDP	-0,1	-0,4	-0,1
Inflace HICP	0,0	0,1	0,1

1) Nominální cíle jsou obsaženy v nejnovější dokumentaci programů EU a MMF pro příslušné země; pro země, na které se vztahuje postup při nadměrném schodku, jsou uvedena nejnovější doporučení v rámci postupu při nadměrném schodku; pro země, na které se postup při nadměrném schodku nevztahuje, jsou uvedeny rozpočtové předpisy a návrhy rozpočtových plánů pro rok 2014 a aktualizace programů stability pro rok 2013.

2) Citlivostní analýza vycházející z hodnocení odborníků Eurosystemu.

3) Odchyly od základní projekce v procentních bodech pro růst reálného HDP a inflaci měřenou HICP (obojí v meziročním vyjádření). Makroekonomický dopad je simulován s využitím modelu ECB New Area-Wide Model.

Stávající analýza tak ukazuje na určitá protirůstová rizika základní projekce růstu reálného HDP, a to zejména v roce 2015, protože v základní projekci zatím nejsou zahrnuta všechna zamýšlená fiskální konsolidační opatření. Zároveň jsou přítomna i proinflační rizika, neboť se předpokládá, že část dodatečné konsolidace vyplyne ze zvýšení nepřímých daní.

Je třeba zdůraznit, že tato citlivostní analýza fiskálního vývoje se zaměřuje pouze na potenciální krátkodobé efekty pravděpodobné dodatečné fiskální konsolidace. I když i dobře navržená konsolidační opatření mívají často nepříznivý krátkodobý vliv na růst reálného HDP, jsou s nimi spojené dlouhodobější kladné vlivy na hospodářskou aktivitu, které se neprojeví v horizontu těchto projekcí.<sup>4</sup> V neposlední řadě by výsledky této analýzy neměly být vykládány tak, že zpochybňují potřebu dodatečné konsolidace v horizontu projekcí. Naopak, pro obnovení zdravých veřejných financí v eurozóně je další konsolidační úsilí nezbytné. Bez takové konsolidace existuje riziko negativního dopadu na ceny státních dluhopisů. Také vliv na důvěru by mohl být negativní, což by mohlo být překážkou hospodářskému oživení.

3) New Area-Wide model je popsán v Christoffel K., Coenen G. a Warne A., „The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis“, *Working Paper Series*, No 944, October, ECB, 2008.

4) Podrobnější analýzu makroekonomických důsledků fiskální konsolidace obsahuje box s názvem „The role of fiscal multipliers in the current consolidation debate“, *Monthly Bulletin*, ECB, December 2012.



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

V prognózách, které jsou v současnosti k dispozici od dalších institucí, by měl růst reálného HDP v eurozóně v letech 2014 a 2015 být podobný trendu růstu v projekcích pracovníků ECB. Projekce růstu reálného HDP v roce 2016 jsou v intervalu projekcí pracovníků ECB. Pokud jde o inflaci, prognózy většiny dalších institucí ukazují na průměrnou roční inflaci měřenou HICP v roce 2014 a 2015, která se blíží hodnotě v projekci pracovníků ECB. V dalších dostupných projekcích by inflace měřená HICP v roce 2016 měla dosahovat průměrné hodnoty mezi 1,5 a 1,8 %, což je v intervalu projekcí pracovníků ECB.

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

(procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP			Inflace HICP		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Projekce pracovníků ECB	březen 2014	1,2 [0,8-1,6]	1,5 [0,4-2,6]	1,8 [0,7-2,9]	1,0 [0,7-1,3]	1,3 [0,6-2,0]	1,5 [0,7-2,3]
Evropská komise	únor 2014	1,2	1,8	-	1,0	1,3	-
OECD	listopad 2013	1,0	1,6	-	1,2	1,2	-
Euro Zone Barometer	únor 2014	1,1	1,5	1,5	1,0	1,3	1,8
Consensus Economics Forecasts	únor 2014	1,0	1,4	1,5	1,0	1,4	1,8
Survey of Professional Forecasters	únor 2014	1,0	1,5	1,7	1,1	1,4	1,7
MMF	leden 2014	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4	1,5

Zdroje: European Commission Economic Forecast, Winter 2014; IMF World Economic Outlook Update, January 2014, v případě HDP; World Economic Outlook, October 2013; OECD Economic Outlook, November 2013; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a ECB's Survey of Professional Forecasters.

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



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

## SHRnutí KAPITOL MĚSÍČNÍHO BULLETINU ECB, BŘEZEN 2014

### HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ

#### 1 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ EUROZÓN Y

Hospodářská aktivita ve světě roste, byť mírným tempem, což částečně odráží změny dynamiky růstu v jednotlivých regionech. Zatímco ve většině vyspělých ekonomik dochází k oživení hospodářského růstu, které v rostoucí míře poskytuje příznivý stimul pro celosvětové oživení, v hlavních rozvíjejících se tržních ekonomikách růst zpomalil. Ve vyspělých ekonomikách zlepšení rozvahových pozic v soukromém sektoru spolu s akomodací politikou nadále podporují hospodářskou aktivitu, kdežto v rozvíjejících se tržních ekonomikách strukturální překážky a zpřísněné podmínky financování spolu s omezeným manévrovacím prostorem pro přijímání opatření vedly ke zpomalení růstu. Globální ukazatele důvěry přitom od začátku roku 2014 zůstávají nadále na poměrně vysoké úrovni a poukazují na probíhající růst světové ekonomiky a obchodu. Přestože nedávné turbulence na finančních trzích v některých rozvíjejících se tržních ekonomikách poněkud zvýšily nejistotu, napětí je nadále omezeno jen na určité regiony a na světovou ekonomiku má dosud jen omezený dopad. Míra inflace ve světě se v posledním čtvrtletí 2013 z důvodu vysokého objemu nevyužitých kapacit a nižších cen energií snižovala a zůstala na nízké úrovni i na začátku roku.

#### 2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

##### 2.1 PENÍZE A ÚVĚRY MFI

Údaje dostupné pro čtvrté čtvrtletí 2013 a leden 2014 potvrzují, že tempo růstu peněžní zásoby a úvěrů je slabé, což je způsobeno utlumenou dynamikou poptávky a potřebou snižovat zadluženost finančního sektoru. Meziroční tempo růstu širokých peněz (M3) na konci čtvrtého čtvrtletí dále oslabilo a poté se v lednu stabilizovalo. Pomalé tempo tvorby peněz bankovním sektorem eurozóny ve čtvrtém čtvrtletí a v lednu nadále negativně ovlivňovalo růst M3. Naopak příliv kapitálu do eurozóny růst M3 do jisté míry podpořil. Vývoj M3 nadále odrážel sníženou preferenci peněžní likvidity v eurozóně spojenou s tím, že držitelé peněz se snaží získávat výnosy z nepeněžních aktiv. Objem úvěrů poskytnutých nefinančnímu soukromému sektoru se nadále snižoval v důsledku utlumeného růstu úvěrů domácnostem a čistého splacení úvěrů poskytnutých nefinančním podnikům. Značný příliv kapitálu a přebytek běžného účtu eurozóny přispěl k dalšímu nárůstu čistých zahraničních aktiv měnových finančních institucí (MFI). Na přelomu roku byly navíc rozvahy některých MFI zřejmě ovlivněny krátkodobými strategiemi, které banky přijaly před komplexním hodnocením jejich rozvah ze strany ECB.

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

Meziroční tempo růstu finančních investic nefinančního sektoru se ve třetím čtvrtletí 2013 nepatrně snížilo na 1,9 % a pokračovalo tak v sestupné tendenci trvající od začátku roku 2011 v důsledku slabé ekonomické situace a utlumeného vývoje disponibilního důchodu. Meziroční tempo růstu finančních investic pojištěných a penzijních fondů ve třetím čtvrtletí zůstalo beze změny na úrovni 3,1 %. Zároveň byl příliv prostředků do investičních fondů ve čtvrtém čtvrtletí vyšší než ve čtvrtletí třetím. V prostředí vyznačujícím se snahou o získání vyššího výnosu a vysokou ochotou riskovat dále pokračoval významný příliv investic do akciových a smíšených fondů.

## 2.3 ÚROKOVÉ SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU

Jednodenní úrokové sazby peněžního trhu byly ve sledovaném období poněkud rozkolísané. Sazba EONIA se v prosinci zvýšila, na konci roku dosáhla hodnoty 0,45 % a následně začátkem ledna klesla. Poté opět vzrostla, v polovině ledna po čtyři dny převyšovala úrokovou sazbu ECB pro hlavní refinanční operace a 5. března se opět snížila na 0,16 %. Tento vývoj se však neprojevil zvýšenou volatilitou dlouhodobějších úrokových sazeb peněžního trhu.

## 2.4 TRHY DLUHOPISŮ

V období od konce listopadu 2013 do 5. března 2014 se výnosy z dlouhodobých státních dluhopisů s ratingem AAA v eurozóně snížily přibližně o 13 bazických bodů na 1,8 % a ve Spojených státech zhruba o 4 bazické body na 2,7 %. V tomto období ovlivňovaly vývoj na trzích s dluhopisy na obou stranách Atlantiku především rozhodnutí Federálního výboru pro volný trh snížit nákupy aktiv a dále zveřejňování smíšených ekonomických údajů, turbulence na některých rozvíjejících se trzích a geopolitické napětí. Nejistota ohledně budoucího vývoje na trhu s dluhopisy měřená implikovanou volatilitou se v eurozóně a ve Spojených státech celkově snížila, i přes několik dočasných nárůstů v souvislosti s napětím na rozvíjejících se trzích. Výnosové spready státních dluhopisů mezi jednotlivými zeměmi eurozóny se v případě většiny zemí snížily. Finanční ukazatele dlouhodobých inflačních očekávání v eurozóně jsou i přes mírný pokles nadále plně v souladu s cenovou stabilitou.

## 2.5 AKCIOVÉ TRHY

Od konce listopadu 2013 do 5. března 2014 se ceny akcií v eurozóně zvýšily přibližně o 3 % a ve Spojených státech zhruba o 4 %. Vývoj na akciových trzích na obou stranách Atlantiku byl ovlivňován zejména turbulence na některých rozvíjejících se trzích. Akciové trhy v eurozóně byly navíc na konci sledovaného období negativně ovlivněny geopolitickým napětím. Kromě těchto případů obecně pokračuje trend celkového růstu cen akcií zaznamenaný v posledních měsících, který odráží oslabení averze investorů k riziku a příznivý ekonomický výhled. Nejistota na akciových trzích v eurozóně měřená implikovanou volatilitou v průběhu sledovaného období mírně vzrostla.

## 2.6 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Reálné náklady financování nefinančních podniků v eurozóně od října 2013 do ledna 2014 nepatrně vzrostly. To odráželo růst reálných nákladů na vlastní zdroje a na krátkodobé bankovní úvěry, který byl částečně kompenzován poklesem reálných nákladů na tržní dluh a na dlouhodobé bankovní úvěry. Pokud jde o finanční toky, objem bankovních úvěrů nefinančním podnikům se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 a v lednu 2014 nadále snižoval, avšak tempo poklesu se v porovnání se třetím čtvrtletím 2013 zmírnilo. Slabý růst ekonomické aktivity ve čtvrtém čtvrtletí 2013 přispěl k utlumení poptávky po úvěrech. Na straně nabídky trvalý tlak na banky v eurozóně, aby snižovaly finanční páku, nadále brzdil jejich schopnost poskytovat úvěry. Nejnovější výsledky průzkumů však ukazují, že banky úvěrové standardy uvolňují. V posledním čtvrtletí 2013 se nefinančním podnikům v eurozóně poměrně úspěšně dařilo získávat prostředky jak na trhu podnikových dluhopisů, tak na akciovém trhu.

## 2.7 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE SEKTORU DOMÁCNOSTÍ

Podmínky financování domácností v eurozóně se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 a v lednu 2014 vyznačovaly nepatrně klesajícími sazbami z bankovních úvěrů, a to v prostředí nadále výrazné heterogenity mezi jednotlivými zeměmi a nástroji. Úvěry MFI domácnostem ve čtvrtém čtvrtletí a v lednu opět jen nepatrně vzrostly. Přetrvávající utlumený vývoj v oblasti úvěrů domácnostem je výsledkem několika faktorů, k nimž patří stagnující dynamika vývoje disponibilního důchodu domácností, vysoká míra nezaměstnanosti, slabý trh s bydlením a nejistota ohledně ekonomických vyhlídek. Potřeba korigovat dřívější nadměrné hromadění dluhu (především v některých zemích eurozóny) navíc nadále negativně ovlivňuje poptávku domácností po nových úvěrech. Průzkum bankovních úvěrů v eurozóně za čtvrté čtvrtletí 2013 však naznačuje, že banky v prvním čtvrtletí 2014 očekávají silný čistý nárůst poptávky po úvěrech na bydlení.

Odhaduje se, že poměr dluhu domácností k hrubému disponibilnímu důchodu zůstal ve čtvrtém čtvrtletí víceméně beze změny poté, co se v předchozím čtvrtletí mírně snížil. Podle odhadů zůstalo v daném čtvrtletí i zatížení domácností úrokovými platbami prakticky beze změny.

### 3 CENY A NÁKLADY

Podle předběžného odhadu Eurostatu dosahovala v únoru 2014 meziroční inflace v eurozóně měřená HICP úrovně 0,8 %, což nepředstavuje změnu oproti lednovému výsledku (revidovanému směrem nahoru). Zatímco ceny energií v únoru v meziročním vyjádření klesly výrazněji než v předchozím měsíci, ceny průmyslového zboží a služeb vzrostly více než v lednu. Na základě aktuálních údajů a současných cen futures na energie by měla meziroční inflace měřená HICP v následujících měsících setrvat zhruba na stávající úrovni. Poté by se měla míra inflace postupně zvyšovat a dosáhnout úrovně blíže 2 %, což odpovídá inflačním očekáváním pro eurozónu ve střednědobém až dlouhodobém horizontu. Ta zůstávají i nadále pevně ukotvena na úrovni, která odpovídá cíli zachovat míru inflace pod 2 %, ale blízko této úrovně.

Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z března 2014, které sestavili pracovníci ECB, by meziroční inflace měřená HICP měla v roce 2014 dosáhnout úrovně 1,0 %, v roce 2015 úrovně 1,3 % a v roce 2016 pak 1,5 %. V posledním čtvrtletí 2016 by meziroční inflace měřená HICP měla dosáhnout hodnoty 1,7 %. Vzhledem k tomu, že v březnu 2014 byly makroekonomické projekce pracovníků ECB poprvé vypracovány pro období tří let, je třeba zdůraznit, že uvedené projekce jsou podmíněny řadou metodických předpokladů, k nimž patří předpoklad nezměněných směnných kurzů a klesajících cen ropy, a že nejistota ohledně projekcí se zvyšuje s délkou jejich horizontu. Proinflační i protiinflační rizika střednědobého výhledu cenového vývoje jsou považována za omezená a ve střednědobém horizontu celkově vyrovnaná.

### 4 NABÍDKA, POPTÁVKA A TRH PRÁCE

Reálný HDP eurozóny v posledním čtvrtletí roku 2013 mezičtvrtletně vzrostl o 0,3 %, což představuje tři po sobě jdoucí čtvrtletí nepřetržitého růstu. Vývoj ukazatelů důvěry získaných z průzkumů v období do února odpovídá pokračujícímu mírnému růstu i v prvním čtvrtletí letošního roku. Pokud jde o budoucí vývoj, očekává se, že probíhající oživení bude pokračovat, byť pomalým tempem. Zejména by se mělo projevit další zlepšení domácí poptávky, podpořené akomodačním nastavením měnové politiky, zlepšováním podmínek financování a pokrokem dosaženým v oblasti fiskální konsolidace a strukturálních reforem. Na reálný důchod mají navíc pozitivní vliv i nižší ceny energií. Pro hospodářskou aktivitu by mělo být přínosné také postupné posilování poptávky po vývozu z eurozóny. Nezaměstnanost v eurozóně však zůstává stále vysoká, byť dochází k její stabilizaci, a na tempo hospodářského oživení bude nadále negativně působit nezbytná korekce rozvah ve veřejném i soukromém sektoru.

Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z března 2014, které sestavili pracovníci ECB, by roční reálný HDP měl v roce 2014 vzrůst o 1,2 %, v roce 2015 o 1,5 % a v roce 2016 o 1,8 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi, které sestavili odborníci Eurosystemu v prosinci 2013, tak byla projekce růstu reálného HDP v roce 2014 upravena mírně směrem nahoru. Hospodářský výhled v eurozóně zůstává nadále spojen s rizikem zpomalení ekonomického růstu.

## 5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

Podle prognózy European Economic Forecast, vypracované Evropskou komisí na období zimy 2014, se rozpočtové nerovnováhy v eurozóně nadále snižovaly. Souhrnný schodek veřejných financí eurozóny se podle odhadů snížil z hodnoty 3,7 % HDP v roce 2012 na 3,1 % HDP v roce 2013. Očekává se, že v roce 2014 dále klesne na 2,6 % HDP. Současně se očekává, že souhrnný dluh vládního sektoru v eurozóně dosáhne v roce 2014 svého maxima téměř 96 % HDP a poté by se měl v roce 2015 poprvé od vypuknutí hospodářské a finanční krize snížit. I přes významný pokrok, kterého bylo ve fiskální konsolidaci dosaženo během posledních několika let, je pro zajištění udržitelných veřejných financí v eurozóně zapotřebí dalších korekcí. Úkol snižovat stále vysokou a v některých zemích dosud rostoucí míru veřejného dluhu tedy musí zůstat prioritou. Aby se mohly pozitivně projevit přínosy posíleného rámce EU pro správu fiskálních záležitostí, je důležité, aby jednotlivé země beze zbytku dodržovaly fiskální pravidla a v dohodnutých termínech v plném rozsahu provedly ustanovení rozpočtového paktu.