

## ÚVODNÍ SLOVO

V rámci plnění svého mandátu v oblasti cenové stability Rada guvernérů ECB na zasedání 5. června 2014 rozhodla o kombinaci opatření, jež zajistí další akomodaci měnové politiky a podpoří úvěrování reálné ekonomiky. Mezi těmito opatřeními jsou další snížení základních úrokových sazeb ECB, cílené dlouhodobější refinanční operace, přípravné práce související s přímými nákupy cenných papírů krytých aktivy a prodloužení nabídkových řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením. Rada guvernérů dále rozhodla, že pozastaví týdenní operace jemného doladění určené ke sterilizaci likvidity dodané prostřednictvím programu pro trhy s cennými papíry (SMP).

Rozhodnutí vycházejí z hospodářské analýzy Rady guvernérů a zohledňují nejnovější makroekonomické projekce pro eurozónu sestavené odborníky Eurosystemu a signály z měnové analýzy. Společně tato opatření přispějí k návratu k míře inflace bližší hodnotě 2 %. 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 úrovně. V nadcházejícím období je Rada guvernérů pevně odhodlána toto ukotvení zabezpečit. Pokud jde o signalizaci budoucí měnové politiky, základní úrokové sazby ECB zůstanou s ohledem na současný výhled vývoje inflace na stávající úrovni po delší dobu. Toto očekávání je dále podpořeno rozhodnutími Rady guvernérů z 5. června 2014. Rada guvernérů bude navíc v případě potřeby rychle jednat a měnovou politiku dále uvolní. Rada guvernérů se jednomyslně shoduje na odhodlání využívat v rámci svého mandátu i nekonvenční nástroje, bude-li nutné se dále zabývat riziky příliš dlouhého období nízké inflace.

Pokud jde o jednotlivá opatření oznámená 5. června 2014, Rada guvernérů ECB zaprvé rozhodla, že sníží úrokovou sazbu pro hlavní refinanční operace Eurosystemu o 10 bazických bodů na 0,15 % a úrokovou sazbu mezní zápůjční facility o 35 bazických bodů na 0,40 %. Úroková sazba vkladové facility byla snížena o 10 bazických bodů na -0,10 %. Tyto změny vstoupily v platnost

11. června 2014. Tato záporná sazba se uplatní také na rezervy držené nad rámec povinných minimálních rezerv a na některé další vklady uložené u Eurosystemu.

Zadruhé, s cílem podpořit poskytování úvěrů bankami domácnostem a nefinančním podnikům, s výjimkou úvěrů domácnostem na nákup rezidenčních nemovitostí, rozhodla Rada guvernérů, že Eurosystem bude provádět sérii cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO). Splatnost všech TLTRO bude v září 2018, tedy přibližně za čtyři roky. Protistrany budou oprávněny vypůjčit si nejprve 7 % celkového objemu úvěrů, které poskytly k 30. dubnu 2014 nefinančnímu soukromému sektoru eurozóny, s výjimkou úvěrů domácnostem na nákup rezidenčních nemovitostí. Úvěry poskytnuté veřejnému sektoru nebudou při tomto výpočtu zohledněny. Souhrnný počáteční nárok dosahuje výše přibližně 400 mld. EUR. Za tímto účelem budou v září a prosinci 2014 provedeny dvě po sobě následující TLTRO. Všechny protistrany si kromě toho budou moci od března 2015 do června 2016 každé tři měsíce vypůjčit částku ve výši až trojnásobku čistých úvěrů, které poskytly nefinančnímu soukromému sektoru eurozóny, s výjimkou úvěrů domácnostem na nákup rezidenčních nemovitostí, za stanovené období a překračujících stanovenou srovnávací částku. Čisté poskytnuté úvěry se budou měřit jako nové úvěry minus splátky úvěrů. Prodej, sekuritizace a tvorba opravných položek k úvěrům ukazatel čistých poskytnutých úvěrů neovlivňují. Úroková sazba TLTRO bude pevně stanovena po celou dobu každé operace jako sazba pro hlavní refinanční operace Eurosystemu v době přijetí plus pevné rozpětí 10 bazických bodů. Po uplynutí 24 měsíců po každé TLTRO budou mít protistrany možnost splacení. Řada ustanovení bude mít za cíl zajistit, aby finanční prostředky podpořily reálnou ekonomiku. Protistrany, které nesplní určité podmínky týkající se objemu čistých úvěrů poskytnutých reálné ekonomice, budou povinny splatit vypůjčené částky v září 2016.

Rada guvernérů dále rozhodla prodloužit stávající způsobilost dalších aktiv jako zajištění, zejména v rámci soustavy dodatečných úvěrových pohledávek, a to nejméně do září 2018.

Zatřetí, Rada guvernérů rozhodla zintenzivnit přípravné práce související s přímými nákupy na trhu cenných papírů zajištěných aktivy (ABS) s cílem

podpořit fungování transmisního mechanismu měnové politiky. V rámci této iniciativy zvaží Eurosystem nákupy jednoduchých a transparentních cenných papírů zajištěných aktivy sestávajícími z pohledávek vůči nefinančnímu soukromému sektoru eurozóny s přihlédnutím k žádoucím změnám v regulatorním prostředí a za tímto účelem bude spolupracovat s dalšími příslušnými institucemi.

Začtvrté, Rada guvernérů ECB v souladu se signalizací budoucí měnové politiky i odhodláním zachovat vysokou míru její akomodace a v zájmu potlačení volatility na peněžních trzích rozhodla, že bude nadále provádět své hlavní refinanční operace jako nabídková řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením po nezbytnou dobu, ale nejméně do konce udržovacího období pro povinné minimální rezervy v prosinci 2016. Dále Rada guvernérů rozhodla provádět tříměsíční dlouhodobější refinanční operace (LTRO), které se budou konat do konce udržovacího období pro povinné minimální rezervy v prosinci 2016, jako nabídková řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením. Sazby těchto tříměsíčních operací budou stanoveny jako průměrná sazba pro hlavní refinanční operace po dobu trvání příslušné dlouhodobější refinanční operace. Rada guvernérů dále rozhodla, že pozastaví týdenní operace jemného doladění určené ke sterilizaci likvidity dodané prostřednictvím programu pro trhy s cennými papíry.

Pokud jde o hospodářskou analýzu, reálný HDP v eurozóně v prvním čtvrtletí letošního roku vzrostl mezičtvrtletně o 0,2 %. Potvrdilo se tak pokračující postupné ožívování, i když výsledek byl poněkud slabší, než se očekávalo. Nejnovější výsledky šetření naznačují mírný růst i ve druhém čtvrtletí roku 2014. V nadcházejícím období by domácí poptávka měla být dále podpořena řadou faktorů, včetně akomodačního nastavení měnové politiky, pokračujícího zlepšování podmínek financování, které se promítá do reálné ekonomiky, pokroku dosaženého v oblasti fiskální konsolidace a strukturálních reforem a nárůstu reálného disponibilního důchodu v důsledku poklesu cen energií. Nezaměstnanost v eurozóně zároveň zůstává na vysoké úrovni a objem nevyužitých kapacit je celkově stále značný, ačkoli trhy práce vykázaly další známky zlepšení. Meziroční tempo růstu úvěrů měnových finančních institucí (MFI) soukromému sektoru zůstalo v dubnu záporné, a na tempo hospodářského oživení bude pravděpodobně

nadále negativně působit nezbytná korekce rozvah ve veřejném i soukromém sektoru.

Toto hodnocení mírného oživení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z června 2014, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by roční reálný HDP měl v roce 2014 vzrůst o 1,0 %, v roce 2015 o 1,7 % a v roce 2016 o 1,8 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2014, které sestavili pracovníci ECB, byly projekce růstu reálného HDP pro rok 2014 upraveny směrem dolů a projekce pro rok 2015 směrem nahoru.

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

Podle předběžného odhadu Eurostatu klesla meziroční inflace v eurozóně měřená HICP z 0,7 % v dubnu na 0,5 % v květnu 2014. Jde o nižší než očekávaný výsledek. Na základě informací dostupných Radě guvernérů na zasedání 5. června 2014 se očekává, že v příštích měsících zůstane meziroční inflace měřená HICP na nízké úrovni a začne pouze postupně růst v průběhu let 2015 a 2016, což představuje argument pro přijatá rozhodnutí. Inflační očekávání pro eurozónu mezitím 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 úrovně. V nadcházejícím období je Rada guvernérů pevně odhodlána toto ukotvení zabezpečit.

Hodnocení Rady guvernérů podpořily makroekonomické projekce pro eurozónu z června 2014 sestavené odborníky Eurosystemu. Podle těchto projekcí by meziroční inflace měřená HICP měla v roce 2014 dosáhnout úrovně 0,7 %, v roce 2015 úrovně 1,1 % a v roce 2016 úrovně 1,4 %. V posledním čtvrtletí 2016 by meziroční inflace měřená HICP měla dosáhnout hodnoty 1,5 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2014 sestavenými pracovníky ECB

byly projekce míry inflace v letech 2014, 2015 a 2016 upraveny směrem dolů. Je třeba zdůraznit, že uvedené projekce jsou podmíněny řadou metodických předpokladů, k nimž patří směnné kurzy a ceny ropy, a že nejistota každé projekce se zvyšuje s délkou jejího horizontu.

Rada guvernérů považuje proinflační i protiinflační rizika výhledu cenového vývoje za omezená a ve střednědobém horizontu celkově vyrovnaná. V této souvislosti bude pečlivě sledovat možné dopady geopolitických rizik i vývoje směnných kurzů.

Pokud jde o měnovou analýzu, údaje za duben 2014 nadále potvrzují, že růst širokých peněz (M3) byl utlumený. Meziroční růst agregátu M3 se dále snížil z 1,0 % v březnu na 0,8 % v dubnu. Tempo růstu úzkého peněžního agregátu M1 se snížilo z březnové hodnoty 5,6 % na 5,2 % v dubnu. Růst čistých zahraničních aktiv MFI v nedávné době, který částečně odráží pokračující zájem mezinárodních investorů o aktiva eurozóny, byl hlavním faktorem podporujícím meziroční růst M3.

Meziroční tempo změny úvěrů nefinančním podnikům (očištěné o prodej a sekuritizaci úvěrů) činilo v dubnu 2014 -2,7 %, oproti -3,1 % v březnu. 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 (očištěné o prodej a sekuritizaci úvěrů) bylo v dubnu 2014 na úrovni 0,4 % a od začátku roku 2013 se prakticky nezměnilo.

Celkově tedy porovnání výsledků hospodářské analýzy a signálů z analýzy měnového vývoje vedlo Radu guvernérů k tomu, aby rozhodla o kombinaci opatření, jež zajistí další akomodaci měnové politiky a podpoří úvěrování reálné ekonomiky.

Banky a tvůrci hospodářských politik v eurozóně musí v zájmu posílení hospodářského oživení zvýšit své úsilí. Za situace slabého růstu úvěrů má klíčový význam probíhající komplexní hodnocení bankovních rozvah. Banky by měly plně využít tohoto hodnocení, aby zlepšily svou situaci v oblasti kapitálu a solventnosti

a tak přispěly k překonání případného stávajícího omezení na straně nabídky úvěrů, které by mohlo bránit oživení. Tvůrci hospodářských politik v eurozóně by se měli zároveň aktivně věnovat fiskálním opatřením a strukturálním reformám.

Pokud jde o fiskální politiku, makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu z června 2014 naznačují další pokrok při obnově zdravých veřejných financí v eurozóně. Souhrnný schodek veřejných financí eurozóny se má podle projekcí postupně snížit z hodnoty 3,0 % HDP v roce 2013 na 2,5 % HDP v roce 2014. V roce 2015 a 2016 projekce předpokládají další pokles na 2,3 %, respektive na 1,9 %. Dluh vládního sektoru by měl v letošním roce podle projekcí dosáhnout svého maxima 93,4 % HDP. Poté bude podle projekcí klesat a v roce 2016 dosáhne výše přibližně 91 %. Pokud jde o strukturální reformy, byly učiněny důležité kroky ke zvýšení konkurenceschopnosti a adaptability trhů práce a trhů zboží a služeb jednotlivých zemí, ačkoli pokrok je nevyrovnaný a zdaleka není u konce. Rada guvernérů v této souvislosti bere na vědomí doporučení Evropské komise k fiskální a strukturální politice zveřejněná 2. června 2014, aby se pokračovalo ve snižování rozpočtových a makroekonomických nerovnováh. Doporučení Radě EU ukončit postup při nadměrném schodku v případě čtyř zemí eurozóny naznačuje další pokrok při obnově zdravých veřejných financí. Země eurozóny by však neměly oslabit pokrok dosažený díky fiskální konsolidaci. Úplné a důsledné zavedení rámce makroekonomického dohledu v eurozóně pomůže spolu s nezbytnými opatřeními v oblasti hospodářské politiky v zemích eurozóny zvýšit potenciální růst, zlepšit odolnost eurozóny vůči otřesům a usnadnit tvorbu pracovních míst.

Toto vydání Měsíčního bulletinu obsahuje jeden článek – „Makroekonomické projekce pro eurozónu z června 2014 sestavené odborníky Eurosystemu“.



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU Z ČERVNA 2014 SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSYSTÉMU<sup>1</sup>

*Hospodářské oživení v eurozóně by mělo v horizontu projekcí postupně posilovat. Podporovat by jej měl růst domácí a v menší míře zahraniční poptávky. Domácí poptávka těží z akomodačního přístupu měnové politiky, návratu k celkově neutrální fiskální orientaci, ze zlepšení finančních podmínek a rostoucí důvěry v prostředí omezené nejistoty. Reálný disponibilní důchod je také podporován postupně silícím růstem mezd a klesajícími cenami energií. Současně se očekává, že nepříznivý dopad na výhled hospodářského růstu, který vyplývá z potřeby další korekce rozvah a z vysoké nezaměstnanosti, bude v horizontu projekcí slábnout jen postupně. Zahraniční poptávka by měla těžit z výhod postupného oživení ve světě, i když je pravděpodobné, že zpočátku bude jeho příznivý dopad na vývoz z eurozóny částečně kompenzován vlivy silnějšího směnného kurzu eura. Reálný HDP by podle projekcí měl v roce 2014 vzrůst o 1,0 %, v roce 2015 o 1,7 % a v roce 2016 o 1,8 %. Tempo tohoto růstu překračuje odhadované tempo potenciálního růstu a bude tedy přispívat k postupnému snižování záporné mezery výstupu, přičemž nezaměstnanost by měla mírně klesat.*

*Inflace v eurozóně měřená HICP by měla v horizontu projekcí postupně růst, ale zůstat nízká. Očekává se, že celková inflace vzroste z 0,7 % v prvním čtvrtletí 2014 na 1,5 % v posledním čtvrtletí 2016 a její průměr bude činit 0,7 % v roce 2014, 1,1 % v roce 2015 a 1,4 % v roce 2016. Očekávané oživení celkové inflace měřená HICP odráží postupné posilování hospodářského oživení, což vede k silnějšímu růstu domácích mezd a zisků. Vliv na růst inflace naznačuje také předpoklad rostoucích cen neenergetických komodit a výrobků zpracovatelského průmyslu. Současně by růst inflace měl být podle projekcí omezený v důsledku předpokládaného poklesu cen ropy, opožděného dopadu citelné apreciacie eura od poloviny roku 2012 a zbývajících záporné mezery výstupu. Inflace měřená HICP bez započtení potravin a energií by měla postupně růst z 1,0 % v roce 2014 na 1,2 % v roce 2015 a na 1,5 % v roce 2016 a na konci roku 2016 by měla dosáhnout 1,7 %.*

*V porovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu z března 2014 byla projekce růstu reálného HDP pro rok 2014 upravena směrem dolů z 1,2 % na 1,0 % a odráží tak slabší než očekávaný výsledek za první čtvrtletí. Naopak projekce pro rok 2015 byla upravena směrem nahoru z 1,5 % na 1,6 % v souvislosti se silnějším oživením reálného disponibilního důchodu. Inflace měřená HICP pro rok 2014 byla upravena směrem dolů z 1,0 % na 0,7 % a odráží z velké míry nižší než očekávané výsledky inflace měřená HICP v posledních měsících. Pro rok 2015 byla projekce inflace měřená HICP upravena směrem dolů z 1,3 % na 1,1 % a pro rok 2016 z 1,5 % na 1,4 %.*

*Tento článek shrnuje makroekonomické projekce pro eurozónu za období 2014–2016. Projekce za období s tak vzdáleným horizontem jsou 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) bude v horizontu projekcí postupně oživovat a vzroste z 3,6 % v roce 2014 na 4,0 % v roce 2015 a na 4,1 % v roce 2016. Zveřejněné dostupné údaje ukazují na zpomalující dynamiku v rozvinutých ekonomikách v prvním čtvrtletí roku 2014, a to částečně v souvislosti s dočasnými faktory, jako bylo extrémně chladné počasí v Severní Americe. Pokud však odhlédneme od krátkodobé volatility, průzkumy naznačují přiměřeně silnou dynamiku růstu. Růst na rozvíjejících se trzích poklesl v důsledku slabé domácí poptávky, odlivu kapitálových toků do těchto ekonomik a omezenějšího manévrovacího prostoru pro další podpůrná domácí opatření. Finanční trhy

<sup>1</sup> Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu 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 bylo 21. května 2014.

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



v rozvíjejících se ekonomikách se od krátkého období volatility počátkem roku 2014 stabilizovaly, ale v řadě zemí se od poloviny roku 2013 finanční podmínky značně zpřísnily a hospodářskou aktivitu utlumily. Pokud jde o další vývoj, hospodářská aktivita ve světě by měla posilovat. Zmírnění zadluženosti soukromého sektoru a slabší fiskální konsolidace ve spojení se zlepšující se situací na trzích práce by měly podpořit domácí poptávku v rozvinutých ekonomikách. Silnější poptávka v rozvinutých ekonomikách by pak měla působit na oživení ve zbytku světa. Je však pravděpodobné, že růst v některých rozvíjejících se ekonomikách bude tlumen strukturálními faktory včetně omezení v oblasti infrastruktury a kapacit, zatímco v zemích, které byly výrazně závislé na přílivu kapitálu a silném růstu objemu úvěrů, je pravděpodobné, že hospodářskou aktivitu bude tlumit obnovování rovnováhy ekonomik a jejich adaptace na měnící se nastavení měnové politiky ve Spojených státech.

Světový obchod ztratil od konce loňského roku část své dynamiky. Pokud jde o další vývoj, oživení aktivity v rozvinutých ekonomikách, zejména v oblasti investic, které mají vysokou dovozní náročnost, by mělo v horizontu projekcí podpořit zrychlení světového obchodu. Podle předpokladů je však nepravděpodobné, že světový obchod bude růst stejným tempem jako v 90. letech a v prvním desetiletí po roce 2000, kdy se do světového hospodářství integrovaly velké rozvíjející se ekonomiky. V porovnání s předchozími projekcemi tedy základní projekce předpokládá nižší dlouhodobou elasticitu světového obchodu na aktivitu ve světě, než tomu bylo před světovou finanční krizí. Světový obchod (mimo eurozónu) by měl růst v roce 2014 o 4,3 %, v roce 2015 o 5,7 % a v roce 2016 o 5,9 %. Vzhledem k tomu, že by poptávka hlavních obchodních partnerů eurozóny po dovozu měla růst pomalejším tempem než ve zbytku světa, růst zahraniční poptávky eurozóny by měl být mírně slabší než růst světového obchodu (viz tabulka 1).

**Tabulka 1 Mezinárodní prostředí**

(procentní změny za rok)

	Červen 2014				Březen 2014			Úpravy od března 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reálný HDP ve světě (mimo eurozónu)	3,4	3,6	4,0	4,1	3,9	4,0	4,1	-0,3	0,0	0,0
Světový obchod (mimo eurozónu) <sup>1)</sup>	3,5	4,3	5,7	5,9	5,1	6,2	6,2	-0,8	-0,5	-0,3
Zahraněční poptávka eurozóny <sup>2)</sup>	3,0	3,7	5,2	5,6	4,5	5,6	5,8	-0,7	-0,4	-0,2

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

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

Úpravy se počítají z nezaokrouhlených hodnot.

V porovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu z března 2014 byl růst reálného HDP ve světě za rok 2014 upraven směrem dolů z 3,9 % na 3,6 %. Výhled zahraniční poptávky eurozóny byl pro celý horizont projekcí upraven směrem dolů.

## 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 2014. 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 0,3 % a v roce 2016 na 0,4 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 2,4 % v roce 2014, 2,6 % v roce 2015 a 3,0 % v roce 2016.<sup>1</sup> S ohledem na vývoj úrokových sazeb na forwardových trzích a postupné promítání změn tržních sazeb do sazeb z úvěrů se očekává, že kompozitní sazby z bankovních úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru v eurozóně zůstanou během roku 2014 a 2015 celkově stabilní 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 98,2 USD



v roce 2016. Očekává se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech v roce 2014 nepatrně vzrostou a v roce 2015 a 2016 bude jejich růst o něco rychlejší<sup>2</sup>.

Očekává se, že dvojstranné směnné kurzy eura zůstanou v horizontu projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 14. května 2014. To by znamenalo, že kurs amerického dolaru k euru bude v období let 2014–2016 dosahovat hodnoty 1,38, což je o 4,2 % více než v roce 2013. Efektivní směnný kurz eura by měl v horizontu projekcí oproti roku 2013 vzrůst o 2,7 %.

#### Metodické předpoklady

	Červen 2014				Březen 2014			Úpravy od března 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Tříměsíční EURIBOR (procentní změny za rok)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,3
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (procentní změny za rok)	2,9	2,4	2,6	3,0	2,8	3,2	3,6	-0,5	-0,6	-0,6
Cena ropy (v USD za barel)	108,8	107,2	102,2	98,2	105,8	101,1	96,9	1,3	1,2	1,3
Ceny neenergetických komodit, v USD (procentní změny za rok)	-5,2	0,3	1,7	4,6	-2,5	3,1	4,8	2,8	-1,4	-0,2
Směnný kurz USD/EUR	1,33	1,38	1,38	1,38	1,36	1,36	1,36	1,7	2,0	2,0
Nominální efektivní směnný kurz eura (EER20) (procentní změny za rok)	3,8	2,6	0,1	0,0	1,6	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0

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

Předpoklady o fiskální politice odrážejí schválené rozpočtové zákony zemí eurozóny, jejich střednědobé rozpočtové plány a jasně vymezená opatření vyplývající z aktualizací programů stability, které byly k dispozici k 21. květnu 2014. Zahrnují všechna opatření, 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. Celkově tyto předpoklady v horizontu projekcí v průměru naznačují, že objem fiskální konsolidace bude podle rozpočtových plánů na rok 2014 a pouze omezeného objemu informací pro rok 2015 a 2016 jen malý. Předpokládaná fiskální konsolidace v horizontu projekcí je výrazně nižší než v posledních letech.

V porovnání s Měsíčním bulletinem z března 2014 zahrnují hlavní změny v metodických předpokladech nižší krátkodobé a dlouhodobé úrokové sazby v eurozóně. I když ceny ropy v amerických dolarech jsou o něco vyšší než v březnu, došlo také k mírné apreciaci eura.

- 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 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 horizontu projekcí konstantní.
- 2 Předpoklady o cenách ropných a potravinářských komodit vycházejí z cen futures do konce horizontu projekcí. U ostatních neenergetických nezemědělských komodit se předpokládá, že ceny budou do druhého 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.

## PROJEKCE RŮSTU REÁLNÉHO HDP

Tempo růstu reálného HDP v eurozóně dosáhlo během prvního čtvrtletí 0,2 % – jedná se o růst ve čtyřech po sobě jdoucích čtvrtletích. Údaje z průzkumů naznačují, že v mnoha sektorech a zemích dochází v posledních měsících ke stabilizaci podnikatelské důvěry na úrovních blízko jejich dlouhodobým průměrům nebo nad těmito průměry, což ukazuje na další růst hospodářské aktivity ve druhém čtvrtletí 2014. Dynamika růstu by se podle projekcí měla zvýšit, a to zejména v některých z ekonomik vystavených tlakům. Toto očekávané oživení aktivity by mělo být podpořeno především silící domácí

poptávkou díky akomodačnímu přístupu měnové politiky, návratu k celkově neutrální fiskální orientaci po letech výrazného fiskálního zpřísnění, návratu k neutrálním podmínkám na straně nabídky úvěrů a zlepšení důvěry jak podniků, tak domácností v prostředí omezené nejistoty. Z příznivého dopadu vyššího růstu mezd a klesajících cen energií na reálný disponibilní důchod by měla těžit zejména soukromá spotřeba. Hospodářskou aktivitu by mělo navíc stále více podporovat postupné posilování zahraniční poptávky, i když je pravděpodobné, že posílení efektivního směnného kurzu eura bude zpočátku růst vývozu tlumit. Současně se očekává, že nepříznivý dopad na výhled domácí poptávky vyvolaný potřebou další korekce rozvah v soukromém i veřejném sektoru a zejména vysokou nezaměstnaností v některých zemích bude v horizontu projekcí slábnout jen postupně, zatímco v dalších zemích mohou vznikat omezení na straně nabídky práce. V meziročním průměrném vyjádření by se měl reálný HDP zvýšit v roce 2014 o 1,0 %, v roce 2015 o 1,7 % a v roce 2016 o 1,8 %. Tento vývoj odráží stále se zvyšující příspěvek domácí poptávky spojený s malým kladným příspěvkem čistého vývozu. Vzhledem k tomu, že skutečný růst by podle projekcí měl převýšit potenciální tempo růstu, mezera výstupu by se měla zužovat, i když na konci horizontu projekcí by měla zůstat stále záporná.

Podrobnější pohled na složky poptávky ukazuje, že vývoz z eurozóny by měl v letech 2014 a 2015 získat na dynamice a odrážet tak postupné posilování zahraniční poptávky eurozóny a odeznívání nepříznivého dopadu nedávné apreciacie eura. Podíl zemí eurozóny na exportních trzích by měl v horizontu projekcí nepatrně klesnout, i když vývoj v jednotlivých zemích eurozóny bude poměrně heterogenní, a odrážet tak rozdílný vývoj konkurenceschopnosti. Vývoz mezi zeměmi eurozóny by měl růst pomaleji než vývoz z eurozóny, a to v důsledku stále poměrně slabé domácí poptávky v eurozóně.

Podnikové investice by měly v horizontu projekcí postupně oživovat. Podporovat by je mělo posilování domácí a zahraniční poptávky v kontextu nahromaděné potřeby reprodukčních investic, velmi nízké úrovně úrokových sazeb, rostoucích zisků, omezené nejistoty a odeznění nepříznivých vlivů na nabídku úvěrů. Očekává se však, že nepříznivý dopad nižšího trendového růstu spojený s potřebou další restrukturalizace podnikových rozvah v některých zemích eurozóny bude oživení podnikových investic v horizontu projekcí tlumit.

V prostředí nízkých úrokových sazeb by investice do rezidenčních nemovitostí měly s oživením aktivity postupně posilovat. Tento výhled bude v několika dalších čtvrtletích nadále negativně ovlivňován potřebou dalších korekcí na trzích s bydlením v některých zemích a slabým růstem reálného disponibilního důchodu. Investice vládního sektoru by v důsledku plánovaných opatření fiskální konsolidace v několika zemích eurozóny, které převažují nad expanzivnějším profilem veřejných investic v jiných zemích, měly po celé období projekcí zůstat slabé.

Zaměstnanost vyjádřená počtem zaměstnaných osob se ve druhé polovině roku 2013 stabilizovala a měla by následně mírně oživovat. Toto slabé oživení zaměstnanosti odráží pomalé posilování aktivity, opožděnou reakci zaměstnanosti na hospodářský růst a další snižování počtu zaměstnanců ve veřejném sektoru v některých zemích. Je pravděpodobné, že tyto faktory převáží nad pozitivním vlivem reforem na trhu práce, které zvýšily flexibilitu a podpořily tvorbu pracovních míst v soukromém sektoru zejména v některých zemích vystavených tlakům. Očekává se, že v prostředí zlepšující se situace na trhu práce bude pracovní síla v horizontu projekcí mírně růst v důsledku imigrace a růstu participace určitých segmentů obyvatelstva. Míra nezaměstnanosti v posledních měsících poklesla a očekává se, že v horizontu projekcí bude dále klesat, ale že zůstane nad úrovní před krizí. Produktivita práce (měřená produkcí na jednoho zaměstnance) by měla v horizontu projekcí vzrůst a odrážet tak očekávané oživení růstu reálného HDP a opožděnou reakci zaměstnanosti na vývoj hospodářské aktivity.

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

(procentní změny za rok)

	Červen 2014				Březen 2014			Úpravy od března 2014 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reálný HDP <sup>3)</sup>	-0,4	1,0	1,7	1,8	1,2	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,0
		[0,6 - 1,4] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>4)</sup>	[0,5 - 3,1] <sup>4)</sup>	[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	1,5	1,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,2	0,2
Vládní spotřeba	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,0	0,0	-0,3
Hrubá tvorba fixního kapitálu	-2,7	1,7	3,1	3,5	2,1	2,7	3,7	-0,4	0,4	-0,2
Vývoz <sup>5)</sup>	1,7	3,6	4,8	5,3	3,6	4,7	5,1	0,1	0,1	0,2
Dovoz <sup>5)</sup>	0,5	3,6	4,8	5,5	3,5	4,7	5,2	0,1	0,1	0,3
Zaměstnanost	-0,8	0,3	0,5	0,7	0,2	0,5	0,7	0,1	0,1	0,0
Míra nezaměstnanosti (v % prac. síly)	12,0	11,8	11,5	11,0	11,9	11,7	11,4	-0,2	-0,3	-0,4
HICP	1,4	0,7	1,1	1,4	1,0	1,3	1,5	-0,3	-0,1	-0,1
		[0,6 - 0,8] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,7] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,2] <sup>4)</sup>	[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	1,0	1,3	1,6	1,2	1,5	1,7	-0,2	-0,1	-0,1
HICP bez započtení energií a potravin	1,1	1,0	1,2	1,5	1,1	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,1
HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní <sup>6)</sup>	1,0	0,9	1,2	1,5	1,0	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,2
Jednotkové mzdové náklady	1,2	0,9	0,7	1,1	0,8	1,0	1,2	0,1	-0,3	-0,1
Náhrada na zaměstnance	1,7	1,6	1,9	2,2	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Produktivita práce	0,5	0,7	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	-0,2	0,1	-0,1
Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9	-2,7	-2,5	-2,1	0,2	0,2	0,2
Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP) <sup>7)</sup>	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,2	-2,2	-2,0	0,3	0,2	0,1
Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)	92,6	93,4	92,6	91,1	93,5	93,2	92,2	0,0	-0,7	-1,1
Saldo běžného účtu (v % HDP)	2,4	2,6	2,6	2,8	2,4	2,6	2,7	0,2	0,0	0,1

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 získat na dynamice a v letech 2015 a 2016 dále růst a sledovat tak těsně růst reálného disponibilního důchodu, neboť míra úspor nadále stagnuje. Růst reálného disponibilního důchodu by měl být podporován silnějšími pracovními příjmy a odrážet tak rostoucí zaměstnanost a vyšší růst mezd, méně nepříznivý dopad fiskální konsolidace a nízkou inflaci. Předpokládá se, že vládní spotřeba poroste v horizontu projekcí mírným tempem.

Dovoz ze zemí mimo eurozónu by měl v horizontu projekcí mírně růst, i když jej bude nadále tlumit slabá celková poptávka v eurozóně. Očekává se, že čistý vývoz přispěje v horizontu projekcí k růstu reálného HDP mírně. Přebytek běžného účtu by měl mírně vzrůst a v roce 2016 dosáhnout 2,8 % HDP.

V porovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu z března 2014 byla projekce růstu reálného HDP upravena směrem dolů z 1,2 % na 1,0 % a odráží tak slabší než očekávaný

výsledek za první čtvrtletí. Projekce růstu reálného HDP za rok 2015 byla upravena směrem nahoru z 1,5 % na 1,7 % v důsledku předpokladu nižších úrokových sazeb a nižšího růstu cen komodit, což podpoří reálný důchod. Projekce pro rok 2016 zůstává prakticky beze změny.

## PROJEKCE CEN A NÁKLADŮ

Podle předběžného odhadu Eurostatu dosahovala v květnu 2014 celková míra inflace měřená HICP úrovně 0,5 %. Stávající utlumená inflace odráží stagnaci cen energií, potravin, neenergetického průmyslového zboží i utlumený růst cen služeb.

Celková inflace měřená HICP by měla zůstat na nízké úrovni do třetího čtvrtletí 2014 a následně by měla postupně růst. Do konce horizontu projekcí by měla dosáhnout úrovně 1,5 %. Toto očekávané postupné oživení celkové inflace měřené HICP odráží postupné posilování hospodářského oživení a jeho vlivů z hlediska zužování záporné mezery výstupu a oživení růstu mezd a zisků. Vliv na růst inflace je naznačen také předpokladem rostoucích cen neenergetických komodit a dovezeného zboží zpracovatelského průmyslu. Růst inflace by měl být podle projekcí mírný a omezovat by jej měl částečně především předpokládaný pokles cen ropy cen podle trhů futures, opožděný dopad citelné apreciacie eura od poloviny roku 2012 a skutečnost, že mezera výstupu i přes její zúžení pravděpodobně v ekonomice stále přetrvává až do roku 2016.

Podrobnější pohled ukazuje, že růst cen energií by měl být vyšší ve srovnání s výrazným záporným tempem z počátku roku 2014, ale že by po celý horizont projekcí měl zůstat mírně záporné, což odpovídá klesajícímu sklonu křivky futures na ceny ropy. Příspěvek cen energií k inflaci měřené HICP by měl být během horizontu projekcí mírně záporný (na rozdíl od průměrného příspěvku zhruba 0,5 procentního bodu v letech 1999–2013) a z velké míry vysvětluje mírný výhled inflace.

Tempo růstu cen potravin by mělo nadále klesat až do konce třetího čtvrtletí 2014 v důsledku zpomaleného přenosu předchozích poklesů cen potravin a vlivů srovnávací základny. Vzhledem k očekávanému růstu výstupních cen zemědělské produkce EU a postupnému hospodářskému oživení by měly ceny potravin po celý horizont projekcí růst a v roce 2016 by tempo tohoto růstu mělo dosáhnout v průměru 1,9 %. Průměrný příspěvek růstu cen potravin k celkové inflaci je v horizontu projekcí 0,3 procentního bodu oproti průměrnému příspěvku zhruba 0,5 procentního bodu od roku 1999.

Očekává se, že inflace měřená HICP bez započtení potravin a energií již během čtvrtého čtvrtletí 2013 a prvních několika měsíců 2014 dosáhla svého dna. Během horizontu projekcí by měla s hospodářským oživením vzrůst a vést k vyššímu růstu mezd a zisků. V posledním čtvrtletí 2016 by pak měla dosáhnout 1,7 %. Průměrný příspěvek inflace měřené HICP (bez započtení potravin a energií) k celkové inflaci by měl činit 0,9 procentního bodu, což je jen mírně pod jejím průměrem od roku 1999.

Růst nepřímých daní, který je součástí plánů fiskální konsolidace, by měl k inflaci měřené HICP v roce 2014 přispívat malou měrou – zhruba 0,1 procentního bodu. Tento příspěvek je o něco nižší než v roce 2013. V současnosti se očekává, že v letech 2015 a 2016 budou tyto příspěvky zanedbatelné, neboť pro tyto roky není dostatek podrobných informací o fiskálních opatřeních.

Vnější cenové tlaky během roku 2013 výrazně oslabily a odrážely tak dopad pomalého růstu na ceny ve světě, apreciaci eura a pokles cen ropných a neropných komodit. Pokud jde o další vývoj, meziroční růst deflátoru dovozu by měl v horizontu projekcí postupně posilovat a počátkem roku 2015 by jeho hodnota měla být kladná. V roce 2016 by mělo jeho průměrné tempo růstu dosahovat 1,2 %, což je hodnota blízká jeho dlouhodobému průměru. Posílení tempa růstu deflátoru dovozu odráží předpokládané posílení hospodářského růstu ve světě a související zvýšení cen výrobků zpracovatelského průmyslu, očekávané oživení cen neenergetických komodit a slábnoucí účinky dřívější apreciacie eura.

U domácích cenových tlaků by mělo postupné zlepšování podmínek na trhu práce v eurozóně vést k oživení náhrad na zaměstnance. Růst jednotkových mzdových nákladů by však měl být v prvních dvou letech horizontu projekcí tlumen silnějším růstem produktivity v porovnání s růstem nominální mzdy a odrážet tak cyklické oživení produktivity. Pokračující posilování růstu mezd v roce 2016 spolu s oslabujícím růstem produktivity by mělo přispívat k oživení růstu jednotkových mzdových nákladů.

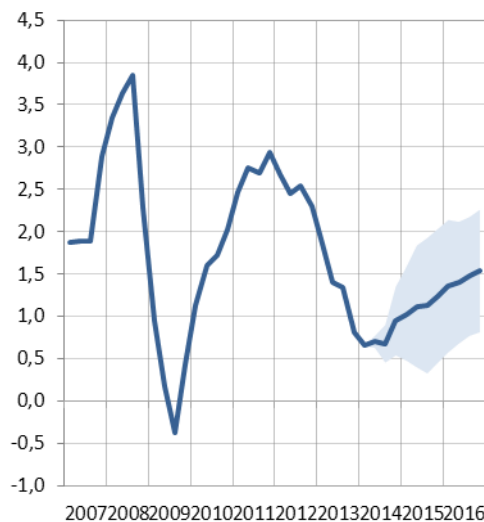
Ukazatel ziskových marží (měřený rozdílem mezi deflátořem HDP v cenách výrobních faktorů a růstem jednotkových mzdových nákladů) by měl v horizontu projekcí posílit. Podporovat by jej mělo cyklické oživení hospodářství.

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

(čtvrtletní údaje)

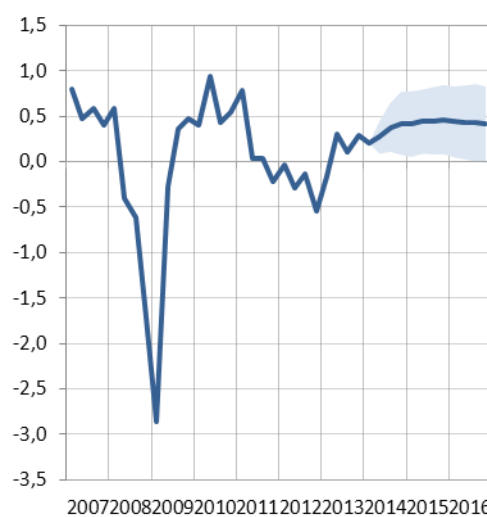
### HICP v eurozóně

(meziroční procentní změny)



### Reálný HDP v eurozóně<sup>2)</sup>

(mezičtvrtletní procentní změny)



<sup>1)</sup> Rozpětí v okolí linky středu 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.

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

V porovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu z března 2014 byla projekce inflace měřené HICP pro rok 2014 upravena směrem dolů z 1,0 % na 0,7 % a odráží tak především slabší než očekávaný výsledek za první čtvrtletí. Projekce inflace měřené HICP pro rok 2015 a 2016 byly upraveny směrem dolů z 1,3 % na 1,1 %, resp. z 1,5 % na 1,4 % a odráží především slabší růst jednotkových mzdových nákladů.

## FISKÁLNÍ VÝHLED

Na základě předpokladů uvedených v boxu 1 by se poměr schodku veřejného sektoru k HDP v eurozóně měl snížit z 3,0 % v roce 2013 na 2,5 % v roce 2014 a dále klesnout na 1,9 % v roce 2016. Toto snížení odráží hlavně zlepšení cyklické pozice. Očekává se také zlepšení cyklicky očištěného primárního salda v důsledku fiskální konsolidace v některých zemích eurozóny a pouze zanedbatelné vládní pomoci finančnímu sektoru. Strukturální saldo rozpočtu by se mělo během období projekcí mírně zlepšovat, i když pomalejším tempem než v posledních letech. Toto zlepšení je taženo především předpokládaným pokračujícím mírným růstem vládních výdajů. Podle projekcí dosáhne v eurozóně poměr hrubého vládního dluhu k HDP nejvyšší hodnoty 93,4% v roce 2014 a poté poklesne v roce 2016 na 91,1 %.

Následující boxy obsahují některé citlivostní analýzy (box 2), komentář k rizikům, kterým je eurozóna vystavena v souvislosti s krizí na Ukrajině (box 3) a srovnání s dalšími dostupnými prognózami (box 4).



## CITLIVOSTNÍ ANALÝZY

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 těchto základních předpokladů pomoci analyzovat rizika spojená s projekcemi. Tento box pojednává o nejistotě spojené se třemi klíčovými předpoklady a o citlivosti projekcí, která s těmito předpoklady souvisí.<sup>1</sup>

### 1) ALTERNATIVNÍ VÝVOJ CEN ROPY

Předpoklady o cenách ropy ve stávajících makroekonomických projekcích odborníků Eurosystemu vycházejí z tržních očekávání založených na vývoji cen futures na ropu, které v horizontu projekcí ukazují na pokles cen ropy (viz box 1). Přetrvává však nejistota ohledně profilu tohoto vývoje a týká se vývoje jak poptávky, tak nabídky.

Očekávaný pokles cen ropy může odrážet názor trhu, že těžba ropy v několika zemích OPEC, která v nedávné době poklesla v důsledku politické nestability nebo geopolitického napětí, částečně oživí anebo ji bude kompenzovat růst těžby ropy z břidlicových ložisek v USA. Ceny ropy by však mohly vzrůst v krátkodobém výhledu v případě neočekávaných geopolitických událostí ve významných zemích produkujících ropu nebo ve střednědobém výhledu v případě silnějšího oživení ve světě.

V kontextu světového oživení je možné, že ceny ropy budou vyšší, než se očekávalo v základní projekci. V této citlivostní analýze je tedy zvažována úprava vývoje cen futures na ropu směrem nahoru.<sup>2</sup> Alternativní vývoj předpokládá, že ceny ropy v letech 2014, 2015 a 2016 dosáhnou úrovně o 1 %, 7 %, resp. 13 % vyšší, než jsou ceny futures pro rok 2014. Na základě makroekonomických modelů odborníků Eurosystemu 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 2015 a 2016 o 0,1 procentního bodu nižší.

### 2) SLABŠÍ ZAHRANIČNÍ POPTÁVKA

Zdá se, že vazba mezi světovým obchodem a růstem HDP ve světě se v posledních letech změnila. Před finanční krizí světový dovoz běžně rostl výrazně rychleji než hospodářská aktivita (historická elasticita obchodu na hospodářskou aktivitu dosahovala v letech 1982–2007 úrovně 1,8). Od roku 2011 však HDP a dovoz ve světě rostly podobným tempem (elasticita v letech 2011–2013 dosáhla průměrné hodnoty 1,1). Světový obchod na začátku roku 2014 slabě zmírnil a pokračoval tak v období relativního oslabení.

Základní projekce předpokládá v horizontu projekcí postupné oživení dynamiky světového obchodu, i když s o něco nižší dlouhodobou elasticitou na hospodářskou aktivitu než před finanční krizí. V této citlivostní analýze jsou zvažovány dopady nižšího růstu světového dovozu a zahraniční poptávky eurozóny. Předpokládá se, že elasticita světového obchodu zůstane na úrovni podobné jako v nedávné minulosti, tj. na úrovni 1,1. To naznačuje pokles růstu zahraniční poptávky eurozóny v roce 2014 o 0,3 procentního bodu a v roce 2015 i 2016 o 1,4 procentního bodu.

Výsledky makroekonomických modelů odborníků Eurosystemu ukazují na slabší růst reálného HDP (–0,2 procentního bodu v letech 2015 a 2016) a nižší inflaci měřenou HICP (–0,1 procentního bodu).

### 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 a preventivní části Paktu o stabilitě a růstu. Závazek splnit tyto požadavky je celkově promítnut v programech stability pro rok 2014 a v dokumentaci programů EU a MMF. 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 let 2015–2016, neboť ve většině zemí ani nejsou součástí stávajících rozpočtů. 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 pravděpodobně, že přijata budou.

### Předpoklady citlivostní analýzy fiskálního vývoje

Výchozím 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 0,4 % HDP) a o něco méně v roce 2016 (zhruba 0,2 % HDP), čímž se kumulativní částka dodatečné konsolidace dostane do konce roku 2016 na zhruba 0,7 % HDP. Pokud jde o složení fiskálních opatření, citlivostní analýza se snaží začlenit nejpravděpodobnější dodatečná konsolidační 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 New Area-Wide Model (NAWM<sup>3</sup>) jsou shrnuty v níže uvedené tabulce.

Dopad dodatečné fiskální konsolidace na růst reálného HDP je v roce 2014 omezený, ale očekává se, že v roce 2015 dosáhne zhruba –0,3 procentního bodu a v roce 2016 –0,2 procentního bodu. Dopad inflace měřené HICP by měl v roce 2015 dosáhnout 0,1 procentního bodu.

Stávající analýza tak ukazuje na určitá protirůstová rizika základní projekce růstu reálného HDP, a to zejména v roce 2015 a 2016, protože v základní projekci zatím nejsou zahrnuta všechna zamýšlená fiskální konsolidační opatření. Zároveň jsou přítomna i malá proinflační rizika, neboť se předpokládá, že část dodatečné konsolidace proběhne formou zvýšení nepřímých daní.

Je třeba zdůraznit, že tato citlivostní analýza fiskálního vývoje se zaměřuje pouze na potenciální krátkodobé efekty pravděpodobné dodatečné fiskální konsolidace. Ačkoli 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> Výsledky této analýzy by tedy neměly být vykládány tak, že zpochybňují potřebu dodatečné konsolidace v horizontu projekcí. Pro obnovení zdravých veřejných financí v eurozóně je další konsolidační úsilí naopak 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.

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

(v % HDP)	2014	2015	2016
Vládní rozpočtové cíle <sup>1)</sup>	-2,5	-1,8	-1,2
Základní fiskální projekce	-2,5	-2,3	-1,9
Souhrnná dodatečná fiskální konsolidace <sup>2)</sup>	0,1	0,5	0,7
Vliv dodatečné fiskální konsolidace (v procentních bodech) <sup>3)</sup>			
Růst reálného HDP	-0,1	-0,3	-0,2
Inflace měřená HICP	0,0	0,1	0,0

- 1) Nominální cíle, tak jak jsou zahrnuty do aktuální dokumentace programů EU a MMF pro země, které se těchto programů účastní, a aktualizací programu stability pro rok 2014 pro zbývající země.
- 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.

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

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

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 článek s názvem „Fiscal multipliers and the timing of consolidation“, *Monthly Bulletin*, ECB, April 2014.

### Box 3

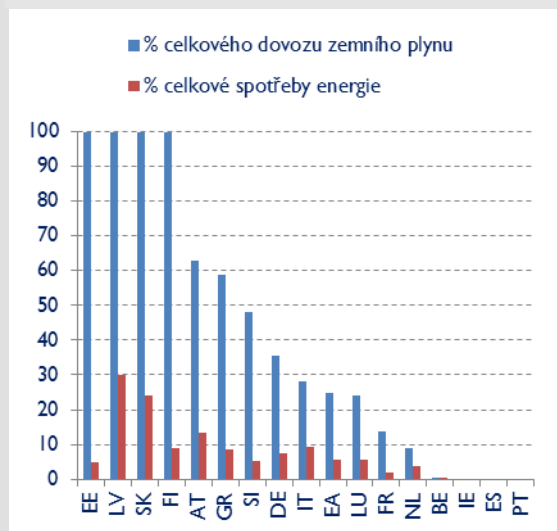
#### RIZIKA VYPLÝVAJÍCÍ PRO EUROZÓNU Z KRIZE NA UKRAJINĚ

Obavy z možné eskalace napětí mezi Ukrajinou a Ruskem v poslední době zesílily. Tento box se zabývá riziky, kterým je eurozóna vystavena z Ruska a Ukrajiny, a popisuje hlavní kanály, jejichž prostřednictvím by mohla být eurozóna zasažena, pokud by krize dále eskalovala a na Rusko by byly uvaleny další sankce.

Krize měla zatím znatelný nepříznivý dopad na ukrajinskou a ruskou ekonomiku, ale dopad na hospodářství eurozóny byl dosud jen omezený. Zatímco „tvrdá“ data za eurozónu naznačují, že krizi nebyla z velké míry dotčena, jsou zde dílčí poznatky o možné zvýšené nejistotě, která s krizí souvisí. Ceny akcií a komodit však zatím zůstaly stabilní.

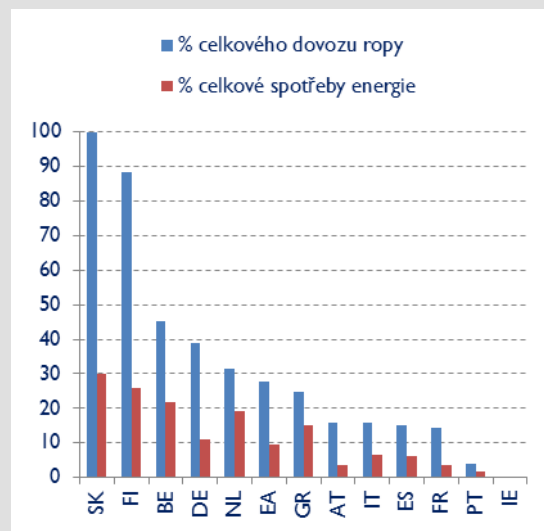
Hlavními potenciálními kanály přelévání nepříznivých vlivů do eurozóny jsou obchod a finanční vazby s Ruskem a nikoli s Ukrajinou. Eurozóna dováží z Ruska značný objem energie – zhruba 25 % zemního plynu a téměř 30 % ropy (viz grafy A a B). Některé země eurozóny dovážejí zemní plyn téměř výhradně z Ruska. Do Ruska a v menší míře na Ukrajinu směřuje také vývoz z eurozóny. Zhruba 5 % vývozu zboží z eurozóny směřuje do Ruska, zatímco vývoz z eurozóny na Ukrajinu představuje přibližně 1 % (viz graf C). Z hlediska finančních expozic se pohledávky bank z eurozóny v Rusku rovnají zhruba 1 % HDP eurozóny (viz graf D). Obchodní a finanční vazby však vykazují v zemích eurozóny velkou heterogenitu.

**Graf A: Dovoz zemního plynu z Ruska (v r. 2011)**



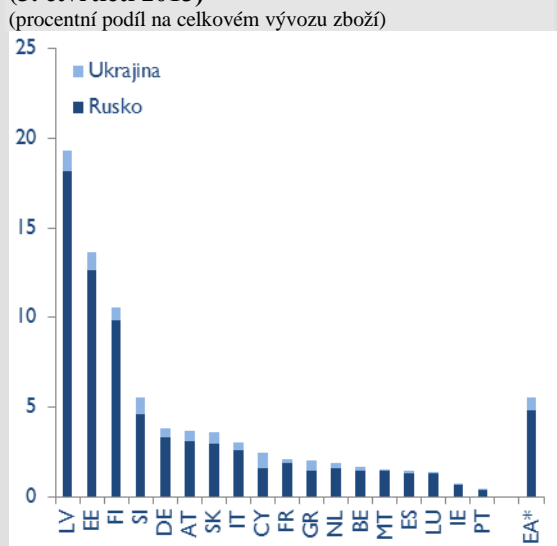
Zdroj: Eurostat.  
Pozn.: Údaje za Kypr a Maltu nejsou k dispozici. Země jsou uvedeny v pořadí podle procentního podílu dovozu zemního plynu z Ruska na jejich celkovém dovozu zemního plynu.

**Graf B: Dovoz ropy z Ruska (v r. 2011)**



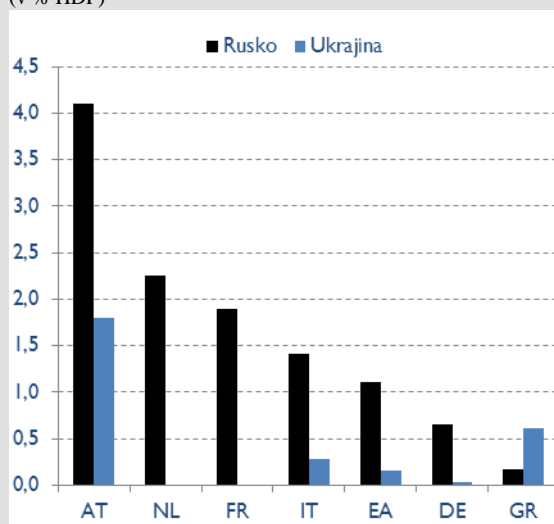
Zdroj: Eurostat.  
Pozn.: Údaje za Estonsko, Kypr, Lotyšsko, Lucembursko, Maltu a Slovinsko nejsou k dispozici. Země jsou uvedeny v pořadí podle procentního podílu dovozu ropy z Ruska na jejich celkovém dovozu ropy.

**Graf C: Vývoz zboží do Ruska a Ukrajiny (3. čtvrtletí 2013)**



Zdroje: MMF a výpočty ECB.  
\* očištěné o vliv vývozu zboží mezi zeměmi eurozóny.  
Pozn.: Země jsou uvedeny v pořadí podle procentních podílů vývozu zboží do Ruska a na Ukrajinu na jejich celkovém vývozu zboží.

**Graf D: Zahraniční pohledávky vybraných bank eurozóny (podle zemí) na Ukrajině a v Rusku. (v % HDP)**



Zdroje: Konsolidovaná bankovní statistika BIS a ECB.  
Země jsou uvedeny podle procentního podílu zahraničních pohledávek bank eurozóny v Rusku na HDP v roce 2013. Údaje se většinou vztahují ke čtvrtému čtvrtletí 2013. V grafu jsou uvedeny jen ty země eurozóny, které vykazují zahraniční pohledávky svých bank v Rusku a na Ukrajině. Francie a Nizozemsko v poslední době nevykazovaly pohledávky na Ukrajině. Poslední údaje dostupné za Rakousko jsou za třetí čtvrtletí 2012. Hodnota za eurozónu je pouze indikativní, neboť je založena na údajích zemí v různé době.

Potenciální nepříznivý dopad eskalace konfliktu na hospodářství eurozóny závisí na druhu sankcí uvalených Evropskou unií a Spojenými státy a na odvetných opatřeních, které Rusko může přijmout. I když parametry takových sankcí nejsou známy, mohly by vést k růstu cen ropy, poklesu vývozu Ruska do eurozóny (s nepříznivými dopady na hospodářskou aktivitu v Rusku) a odlivu kapitálu vedoucímu k oslabení rublu. Nepříznivé dopady na eurozónu by mohly být také způsobeny poklesem cen akcií a oslabením důvěry vyplývajícím z obav ekonomických subjektů z intenzity krize a jejích dopadů.

V eurozóně by tyto kanály pravděpodobně tlumily HDP především v důsledku dopadů na obchod a ceny ropy. Současně by vyšší ceny ropy vedly v eurozóně k vyšší inflaci měřené HICP, než se očekává v základní projekci.

V kontextu různorodých obchodních expozic zemí eurozóny vůči Rusku a Ukrajině a finančních vazeb na tyto země by byl dopad krize heterogenní, přičemž ty země, které mají vůči Rusku a Ukrajině největší expozice – například země Pobaltí – by byly vystaveny nejzávažnějším dopadům.

Nepříznivým dopadům mohou být některé země eurozóny vystaveny také v důsledku nepřímých vlivů působících z dotčených třetích zemí, např. ve východní Evropě. Déle trávající nebo eskalovanou krizí by mohly být zvláště postiženy sektory a odvětví, které jsou pro některé země eurozóny mimořádně významné, jako je zemědělství, potravinářství, nemovitosti, cestovní ruch a určité bankovní sektory. V neposlední řadě by byly potenciálním narušením dodávek energií z Ruska zvláště nepříznivě dotčeny ty země eurozóny, které z něj dovážejí velký podíl zemního plynu a ropy.

#### Box 4

### PROGNÓZY DALŠÍCH INSTITUCÍ

Pro eurozónu je k dispozici řada prognóz od různých mezinárodních institucí i organizací v soukromém sektoru. Tyto prognózy však nejsou vzájemně přesně srovnatelné, ani je nelze striktně srovnávat s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu, neboť byly dokončovány v rozdílných obdobích. Navíc pro odvození předpokladů pro vývoj fiskálních, finančních a externích proměnných včetně cen ropy a dalších komodit používají odlišné (částečně nespécifikované) metodiky. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očišťování údajů o vliv počtu pracovních dnů (viz tabulka níže).

#### 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 odborníků Eurosystemu	červen 2014	1,0	1,7	1,8	0,7	1,1	1,4
		[0,6–1,4]	[0,6–2,8]	[0,5–3,1]	[0,6–0,8]	[0,5–1,7]	[0,6–2,2]
Evropská komise	květen 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OECD	květen 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Euro Zone Barometer	květen 2014	1,2	1,6	1,6	0,8	1,2	1,7
Consensus Economics Forecasts	květen 2014	1,1	1,4	1,6	0,8	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	květen 2014	1,1	1,5	1,7	0,9	1,3	1,5
MMF	duben 2014	1,2	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Zdroje: European Commission's European Economic Forecast, Spring 2014; IMF World Economic Outlook, April 2014; OECD Economic Outlook, May 2014; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; and the ECB's Survey of Professional Forecasters.

Pozn.: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu a prognózy OECD uvádějí meziroční tempa růstu očištěná o vliv počtu pracovních dnů, zatímco Evropská komise a MMF pracují s meziročními 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.

V prognózách, které jsou v současnosti k dispozici od dalších institucí, by měl růst reálného HDP v eurozóně v roce 2014 být mírně vyšší než hodnoty uvedené v projekcích odborníků Eurosystemu. Projekce růstu reálného HDP v roce 2015 a 2016 jsou podobné nebo mírně nižší než projekce odborníků Eurosystemu. Pokud jde o inflaci, prognózy většiny dalších institucí ukazují na průměrnou meziroční inflaci měřenou HICP v roce 2014 a 2015, která se blíží hodnotě v projekci odborníků Eurosystemu nebo je mírně vyšší. Inflace měřená HICP by podle dalších dostupných projekcí měla v roce 2016 dosáhnout průměrné hodnoty mezi 1,3 a 1,7 %, zatímco v projekci odborníků Eurosystemu dosahuje hodnoty 1,4 %. V současnosti jsou všechny dostupné prognózy uvnitř rozpětí projekcí Eurosystemu, která jsou uvedena v tabulce.



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTEM

# SHRUTÍ KAPITOL MĚSÍČNÍHO BULLETINU ECB, ČERVEN 2014

## HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ

### 1 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ EUROZÓN

Světová ekonomika nadále pozvolna ožívuje, ačkoli dynamika růstu se v prvním čtvrtletí 2014 poněkud snížila v důsledku přechodných faktorů ovlivňujících zejména Spojené státy a Čínu. V souvislosti s pozvolným slábnutím nepříznivých vlivů těchto faktorů by měla světová hospodářská aktivita získávat v nadcházejícím období na dynamice podporované jak vyspělými, tak rozvíjejícími se tržními ekonomikami. Základní trendy nicméně nadále svědčí o přesunu dynamiky růstu ve prospěch vyspělých ekonomik, zatímco celosvětové hospodářské oživení zůstává celkově mírné. Dynamika světového obchodu se od počátku roku mírně snížila, což odpovídá zpomalení hospodářské aktivity. Míra inflace ve světě v prvním čtvrtletí mírně vzrostla, zůstává však nízká, což je odrazem nevýrazného vývoje ceny energie a přetrvávající produkční mezery.

### 2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

#### 2.1 PENÍZE A ÚVĚRY MFI

Údaje dostupné za první čtvrtletí a duben 2014 potvrzují, že tempo růstu peněžní zásoby a úvěrů je slabé. Meziroční růst agregátu M3 se dále zmírnil, což je odrazem snížené preference peněžní likvidity mezi držiteli peněz, přičemž finanční prostředky jsou přesouvány do lépe úročených aktiv mimo široké peníze. Objem úvěrů poskytnutých nefinančnímu soukromému sektoru v prvních čtyřech měsících roku 2014 byl nadále nízký, přičemž růst úvěrů domácnostem byl stabilní, avšak utlumený, a pokračovalo čisté splácení úvěrů poskytnutých nefinančním podnikům. Akumulace čistých zahraničních aktiv ze strany MFI byla nadále hlavním zdrojem tvorby peněz v eurozóně v prvním čtvrtletí roku 2014, přičemž v dubnu byl měsíční nárůst pouze mírný. Nic výrazně nenasvědčuje tomu, že se celkový trend procesu snižování zadluženosti začal stabilizovat, protože hlavní aktiva MFI pokračovala v prvních čtyřech měsících roku 2014 v poklesu zhruba stejným tempem jako v nedávné minulosti.

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

Meziroční tempo růstu finančních investic nefinančního sektoru se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 nepatrně snížilo a pokračovalo tak v sestupné tendenci trvající od začátku roku 2011 v důsledku slabé ekonomické situace a utlumeného vývoje disponibilního důchodu. Zvýšení ročního tempa růstu finančních investic pojišťoven a penzijních fondů ve stejném čtvrtletí bylo způsobeno především investicemi do dluhových cenných papírů a akcií podílových fondů.

#### 2.3 ÚROKOVÉ SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU

Úrokové sazby peněžního trhu od konce února do začátku června 2014 nepatrně vzrostly a vykazovaly jistou volatilitu odrážející zejména výkyvy v přebytečné likviditě a vlivy konce měsíce. Z likvidity v objemu 1 018,7 mld. EUR původně dodané v prosinci 2011 a únoru 2012 prostřednictvím dvou tříletých dlouhodobějších refinančních operací nyní protistrany v důsledku předčasného splacení splatily 557 mld. EUR.



## 2.4 TRHY DLUHOPISŮ

Výnosy dluhopisů v eurozóně a státních dluhopisů ve Spojených státech se od konce února do začátku června 2014 snížily. Pokles se zrychlil ve druhé polovině května, poté následovala na začátku června částečná korekce. Nižší výnosy státních dluhopisů odrážejí dopad smíšených ekonomických údajů a zvýšené napětí, kterému byli účastníci trhu vystaveni kvůli geopolitickým turbulencím. Na začátku sledovaného období mohlo také vyvolat tlak na snižování výnosů oznámení Federálního výboru pro volný trh (FOMC) o programu kvantitativního uvolňování ve Spojených státech. V prostředí, jež se vyznačovalo navracející se důvěrou a celkově stabilními očekáváním, pokud jde o nejistotu na trhu dluhopisů, se spready mezi výnosy státních dluhopisů eurozóny a jednodenní swapovou sazbou snížily. Finanční ukazatele dlouhodobých inflačních očekávání v eurozóně se významně nezměnily a jsou stále plně v souladu s cenovou stabilitou.

## 2.5 AKCIOVÉ TRHY

Ceny akcií se od konce února do začátku června 2014 zvýšily jak v eurozóně, tak ve Spojených státech díky obecně příznivým údajům o vývoji zisků a jistým známkám oživení hospodářské aktivity, přestože zveřejněné údaje za sledované období byly spíše smíšené. Zejména v prvních dvou měsících sledovaného období však na ceny akcií dále působilo zvýšené geopolitické napětí a rozhodnutí Federálního výboru pro volný trh (FOMC) ve Spojených státech omezit nákupy aktiv.

## 2.6 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Reálné náklady financování nefinančních podniků v eurozóně od prosince 2013 do dubna 2014 mírně vzrostly. To odráželo růst reálných nákladů na vlastní zdroje i na bankovní úvěry, který byl částečně kompenzován poklesem reálných nákladů na tržní dluh. Pokud jde o finanční toky, objem bankovních úvěrů pro nefinanční podniky se během prvních čtyř měsíců roku 2014 nadále snižoval. Stále křehké hospodářské oživení v prvním čtvrtletí 2014 nadále přispívalo k jistému utlumení poptávky po úvěrech. Na straně nabídky omezovala potřeba bank zlepšit svoji kapitálovou přiměřenost jejich schopnost poskytovat úvěry nefinančním podnikům. V této souvislosti z průzkumů za první čtvrtletí 2014 vyplývá, že úvěrové standardy bank pro úvěry nefinančním podnikům zůstaly v čistém vyjádření přísné a oproti úrovni zaznamenané v předchozím čtvrtletí se téměř nezměnily. Emise dluhových cenných papírů a v menší míře kotovaných akcií nicméně stále podporovaly toky externího financování do nefinančních podniků v eurozóně. Podniky v eurozóně byly v prvním čtvrtletí 2014 stále v čisté věřitelské pozici.

## 2.7 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE SEKTORU DOMÁCNOSTÍ

Podmínky financování domácností v eurozóně se v prvním čtvrtletí 2014 vyznačovaly stabilními sazbami z bankovních úvěrů, a to v prostředí pokračující značné heterogenity v jednotlivých zemích a u jednotlivých nástrojů. 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. Odhady pro první čtvrtletí 2014 naznačují, že roční míra růstu celkových úvěrů domácnostem se stále pohybovala v záporných hodnotách. Odhaduje se, že poměr dluhu domácností k hrubému disponibilnímu důchodu se v prvním čtvrtletí 2014 mírně snížil.

## 3 CENY A NÁKLADY

Podle předběžného odhadu Eurostatu klesla meziroční míra inflace v eurozóně měřená HICP z 0,7 % v dubnu na 0,5 % v květnu 2014. Jde o nižší než očekávaný výsledek. Pokles míry inflace odrážel nižší meziroční tempo růstu cen ve složkách služeb, potravin a neenergetického průmyslového zboží, které bylo jen částečně vyváжено zvýšením meziročního tempa růstu cen ve složce energií z důvodu stimulačního vlivu srovnávací základny. Na základě aktuálních údajů by měla meziroční inflace měřená HICP v následujících měsících setrvat na nízké úrovni a začít pouze postupně růst v průběhu let 2015 a 2016. Inflační očekávání pro eurozónu mezitím zůstávají ve střednědobém až dlouhodobém horizontu i nadále pevně ukotvena na úrovni, která odpovídá cíli ECB udržovat míru inflace pod 2 %, ale blízko této úrovni.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z června 2014 sestavených odborníky Eurosystemu. Podle těchto projekcí by měla meziroční inflace měřená HICP být v roce 2014 na úrovni 0,7 %, v roce 2015 na úrovni 1,1 % a v roce 2016 na úrovni 1,4 %. V posledním čtvrtletí 2016 by meziroční inflace měřená HICP měla dosáhnout hodnoty 1,5 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2014 sestavenými pracovníky ECB byly projekce míry inflace v letech 2014, 2015 a 2016 upraveny směrem dolů. Uvedené projekce jsou podmíněny řadou metodických předpokladů, k nimž patří směnné kurzy a ceny ropy, a nejistota každé projekce se zvyšuje s délkou jejího horizontu.

Proinflační i protiinflační rizika výhledu cenového vývoje jsou považována za omezená a ve střednědobém horizontu za celkově vyrovnaná.

#### 4 PRODUKT, POPTÁVKA A TRH PRÁCE

Reálný HDP v eurozóně v prvním čtvrtletí letošního roku vzrostl mezičtvrtletně o 0,2 %. Potvrdilo se tak pokračující postupné ožívování, i když výsledek byl poněkud slabší, než se očekávalo. Nejnovější výsledky šetření naznačují mírný růst i ve druhém čtvrtletí roku 2014. V nadcházejícím období by domácí poptávka měla být dále podpořena řadou faktorů, včetně akomodačního nastavení měnové politiky, pokračujícího zlepšování podmínek financování, které se promítá do reálné ekonomiky, pokroku dosaženého v oblasti fiskální konsolidace a strukturálních reforem a nárůstu reálného disponibilního důchodu v důsledku poklesu cen energií. Nezaměstnanost v eurozóně zároveň zůstává na vysoké úrovni a objem nevyužitých kapacit je celkově stále značný, ačkoli trhy práce vykázaly další známky zlepšení. Meziroční tempo růstu úvěrů měnových finančních institucí (MFI) soukromému sektoru zůstalo v dubnu záporné, a na tempo hospodářského oživení bude pravděpodobně nadále negativně působit nezbytná korekce rozvah ve veřejném i soukromém sektoru.

Toto hodnocení mírného oživení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z června 2014, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by roční reálný HDP měl v roce 2014 vzrůst o 1,0 %, v roce 2015 o 1,7 % a v roce 2016 o 1,8 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2014, které sestavili pracovníci ECB, byly projekce růstu reálného HDP pro rok 2014 upraveny směrem dolů a projekce pro rok 2015 směrem nahoru. Hospodářský výhled v eurozóně zůstává nadále spojen s rizikem zpomalení ekonomického růstu.

#### 5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

Fiskální deficit eurozóny by se podle makroekonomických projekcí odborníků Eurosystemu z června 2014 měl dále snižovat, ačkoli se očekává, že se tempo strukturální fiskální konsolidace zpomalí. Očekává se, že se dluh vládního sektoru v eurozóně bude v roce 2014 dále zvyšovat a poté by se měl v roce 2015 poprvé od vypuknutí hospodářské a finanční krize snížit. Významná fiskální konsolidace, která proběhla v uplynulých letech, přináší více a více výsledků, čehož je důkazem doporučení Evropské komise z 2. června 2014, aby byl postup při nadměrném schodku v případech Belgie, Nizozemska, Rakouska a Slovenska zrušen. Bez ohledu na tento pozitivní vývoj stále hrozí několika zemím, na které se dosud vztahuje postup při nadměrném schodku, že nedodrží lhůty pro nápravu svých nadměrných schodků. Potřebují proto urychlit konsolidaci, aby zajistily úplné dodržení doporučení, která jsou součástí postupu při nadměrném schodku. Pokud jde o budoucí vývoj, v souvislosti s tím, jak se bude stále více zemí přesouvat z nápravné části do preventivní části Paktu o stabilitě a růstu, bude důležité zajistit trvalý pokrok směrem ke střednědobým rozpočtovým cílům a bezpečnější míře dluhu. V tomto ohledu mohou převážně nově ustavené fiskální rady sehrát důležitou roli při podpoře přijetí evropských fiskálních pravidel jednotlivými zeměmi eurozóny.