

## ÚVODNÍ SLOVO

Na základě své pravidelné hospodářské a měnové analýzy rozhodla Rada guvernérů na zasedání 3. března 2011, že ponechá základní úrokové sazby ECB beze změny. Informace, které byly zveřejněny od jejího zasedání 3. února 2011, naznačují nárůst inflace, který z velké míry odráží vyšší ceny komodit. Hospodářská analýza ukazuje, že rizika pro cenový vývoj spojená s tímto výhledem jsou proinflační, přičemž tempo měnové expanze zůstává mírné. Aktuální ekonomické údaje potvrzují, že dynamika hospodářského oživení v eurozóně zůstává příznivá. Nejistota je však nadále zvýšená. Stávající velmi akomodativní orientace měnové politiky významně podporuje hospodářskou aktivitu. Je velmi důležité, aby nedávný nárůst míry inflace nevyvolal ve střednědobém horizontu plošné inflační tlaky. Na místě je velká míra obezřetnosti, mají-li být potlačena proinflační rizika ohrožující cenovou stabilitu. Celkově Rada guvernérů zůstává nadále připravena přijímat rázná a včasná opatření k zajištění toho, aby ve střednědobém horizontu nedošlo k naplnění proinflačních rizik. Pokračující pevné ukotvení inflačních očekávání má zásadní význam.

Rada guvernérů přijala také rozhodnutí pokračovat v hlavních refinančních operacích i v refinančních operacích se zvláštní dobou trvání se splatností v délce jednoho udržovacího období, prováděných prostřednictvím nabídkových řízení s pevnou sazbou s plným přidělením, tak dlouho, jak to bude nutné, ale nejméně do 12. července 2011, kdy skončí šesté udržovací období roku 2011. Dále Rada guvernérů rozhodla provádět tříměsíční dlouhodobější refinanční operace, které se uskuteční 27. dubna, 25. května a 29. června 2011, jako nabídková řízení s pevnou sazbou s plným přidělením. Sazby těchto tříměsíčních operací budou stanoveny jako průměrná sazba hlavních refinančních operací po dobu trvání příslušné dlouhodobější refinanční operace.

Jak již bylo uvedeno, poskytování likvidity a metody přidělování budou podle potřeby upraveny s přihlédnutím k tomu, že veškerá nestandardní opatření přijatá v období silného napětí na finančních trzích mají přechodný charakter. Rada guvernérů bude tedy veškerý vývoj v dalším období nadále velmi pečlivě sledovat.

Co se týče hospodářské analýzy, po mezičtvrtletním růstu reálného HDP v eurozóně na úrovni 0,3 % ve třetím i čtvrtém čtvrtletí 2010 potvrzují nedávno zveřejněné statistické údaje a výsledky průzkumů nadále příznivou dynamiku hospodářské aktivity v eurozóně na začátku roku 2011. V dalším období by pak měl být vývoz z eurozóny nadále

podporován pokračujícím oživením světové ekonomiky. Zároveň by měla s ohledem na poměrně vysokou úroveň podnikatelské důvěry v eurozóně přispívat k růstu stále větší měrou domácí poptávka v soukromém sektoru, na jejímž vývoji se příznivě projeví výrazně akomodativní orientace měnové politiky a opatření přijatá ke zlepšení fungování finančního systému. Očekává se však, že oživení hospodářské aktivity bude do určité míry tlumeno procesem korekcí účetních rozvah v různých sektorech.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z března 2011, které sestavili pracovníci ECB. Podle těchto projekcí by se měl roční růst reálného HDP v roce 2011 pohybovat v rozpětí mezi 1,3 a 2,1 % a v roce 2012 mezi 0,8 a 2,8 %. Oproti makroekonomickým projekcím odborníků Eurosystemu z prosince 2010 se spodní hranice tohoto rozpětí posunula směrem nahoru, což odráží lepší vyhlídky, které má světová ekonomika – a tedy vývoz z eurozóny – i domácí poptávka. Projekce pracovníků ECB z března 2011 zhruba odpovídají prognózám mezinárodních organizací.

V prostředí zvýšené míry nejistoty jsou podle Rady guvernérů rizika pro uvedený hospodářský výhled celkově vyrovnaná. Na jedné straně může světový obchod nadále růst rychleji, než se očekává, a podpořit tak vývoz z eurozóny. Silná podnikatelská důvěra by navíc mohla domácí hospodářské aktivitě v eurozóně poskytnout větší podporu, než se v současné době očekává. Na druhou stranu rizika poklesu souvisejí s pokračujícím napětím v některých segmentech finančních trhů a jeho případným přelitím do reálné ekonomiky eurozóny. Rizika poklesu souvisejí také s dalším zvyšováním cen komodit, zejména s ohledem na obnovené geopolitické napětí, a s protekcionistickými tlaky a možností nesourodé korekce globálních nerovnováh.

Co se týče vývoje cen, meziroční míra inflace měřené HICP dosáhla v eurozóně podle předběžného odhadu Eurostatu v únoru 2011 úrovně 2,4 %, zatímco v lednu činila 2,3 %. Nárůst míry inflace začátkem roku 2011 do velké míry odráží vyšší ceny komodit. Tlaky v důsledku prudkého nárůstu cen energií a potravin jsou rovněž patrné v počátečních etapách výrobního procesu. Je velmi důležité, aby nárůst míry inflace měřené HICP nevedl k sekundárním vlivům, které by ve střednědobém horizontu vyvolaly plošné inflační tlaky. Inflační očekávání ve

střednědobém až dlouhodobějším horizontu musejí nadále zůstat pevně ukotvena na úrovni, která odpovídá cíli Rady guvernérů udržet míru inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně.

Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z března 2011, které sestavili pracovníci ECB, by měla roční míra inflace měřené HICP dosáhnout v roce 2011 úrovně mezi 2,0 a 2,6 % a v roce 2012 mezi 1,0 a 2,4 %. Oproti makroekonomickým projekcím odborníků Eurosystemu z prosince 2010 se rozpětí inflace měřené HICP posunulo směrem nahoru. Důvodem je především značný nárůst cen energií a potravin. Je třeba zdůraznit, že projekce jsou založeny na futures kontraktech na cenu komodit k polovině února 2011, a proto nezohledňují nejnovější nárůst cen ropy. Navíc je třeba zdůraznit, že projekce předpokládají zachování stávajícího umírněného chování při stanovování domácích mezd a cen.

Rizika ohrožující střednědobý výhled cenového vývoje jsou proinflační. Souvisejí zejména s vyšším nárůstem cen energetických a neenergetických komodit, než se čekalo. Dále může být růst nepřímých daní a regulovaných cen vyšší, než se v současnosti předpokládá, v souvislosti s potřebou provést v následujících letech fiskální konsolidaci. Rizika souvisejí také se silnějšími domácími cenovými tlaky, než se čekalo, při pokračujícím oživení hospodářské aktivity. Chování subjektů, které stanovují ceny a mzdy, by nemělo vést k plošným sekundárním vlivům pramenícím z vyšších cen komodit.

Pokud jde o měnovou analýzu, meziroční tempo růstu agregátu M3 kleslo v lednu 2011 na 1,5 %, oproti 1,7 % v prosinci 2010, zatímco meziroční tempo růstu úvěrů soukromému sektoru vzrostlo z prosincové hodnoty 1,9 % na 2,4 % v lednu. Odhlédneme-li od vývoje v jednotlivých měsících a od vlivů mimořádných faktorů, trendy růstu širokého peněžního agregátu a úvěrů potvrzují hodnocení, že tempo měnové expanze je stále mírné a že inflační tlaky ve středním až dlouhodobějším horizontu by měly být nadále omezené. Zároveň nízké tempo růstu peněžní zásoby a úvěrů prozatím vedlo jen k částečnému využití velkého objemu peněžní likvidity akumulovaného v ekonomice před obdobím napětí na finančních trzích. Tato likvidita by mohla přispět k tomu, že se do ekonomiky skutečně promítnou cenové tlaky, které se v současné době objevují na trzích s komoditami v důsledku výrazného hospodářského růstu a rozsáhlého objemu likvidity na světové úrovni.

Pohled na složky agregátu M3 ukazuje, že meziroční růst M1 dále zmírnil. V lednu 2011 dosáhl úrovně 3,2 % a odrážel tak převažující nízké úročení jednodenních

vkladů. Zároveň výnosová křivka začátkem roku dále mírně zestrměla, z čehož vyplývá, že atraktivnost krátkodobých instrumentů zahrnutých v agregátu M3 v porovnání s výše úročenými dlouhodobějšími instrumenty mimo M3 nadále klesá.

Na straně protipoložek odrážel lednový nárůst meziročního tempa růstu bankovních úvěrů soukromému sektoru větší objem úvěrů poskytnutých domácnostem i nefinančním podnikům. Nárůst úvěrů nefinančním podnikům po prosincové hodnotě -0,2 % dosáhl v lednu kladné hodnoty 0,4 %, zatímco nárůst úvěrů domácnostem dále posílil na 3,1 %, přičemž v prosinci činil 2,9 %. Celkově růst úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru v posledních čtvrtletích postupně posiloval s tím, jak hospodářské oživení nabývalo na intenzitě.

Nejnovější údaje také potvrzují, že banky pokračují ve zvyšování objemu úvěrů poskytnutých v eurozóně, přitom však celková velikost jejich rozvah zůstává v podstatě beze změny. Je důležité, aby banky v prostředí rostoucí poptávky nadále rozšiřovaly poskytování úvěrů soukromému sektoru. Je nezbytně nutné, aby banky tuto otázku řešily v případě potřeby nerozdělením zisku, využitím trhu k dalšímu posílení své kapitálové základny nebo plným využitím opatření vlády na podporu rekapitalizace. Především je zapotřebí, aby banky, které mají v současné době omezený přístup k tržnímu financování, urychleně zvýšily svůj kapitál a efektivitu.

Rada guvernérů tedy rozhodla ponechat základní úrokové sazby ECB beze změny. Informace, které byly zveřejněny od jejího zasedání 3. února 2011, naznačují nárůst inflace, který z velké míry odráží vyšší ceny komodit. Hospodářská analýza ukazuje, že rizika pro cenový vývoj spojená s tímto výhledem jsou proinflační, přičemž srovnání jejich výsledků s výsledky měnové analýzy naznačuje, že tempo měnové expanze zůstává mírné. Aktuální ekonomické údaje potvrzují, že dynamika hospodářského oživení v eurozóně zůstává příznivá. Nejistota je však nadále zvýšená. Stávající velmi akomodativní orientace měnové politiky významně podporuje hospodářskou aktivitu. Je velmi důležité, aby nedávný nárůst míry inflace nevyvolal ve střednědobém horizontu plošné inflační tlaky. Na místě je velká míra obezřetnosti, mají-li být potlačena proinflační rizika ohrožující cenovou stabilitu. Celkově Rada guvernérů zůstává nadále připravena přijímat rázná a včasná opatření k zajištění toho, aby ve střednědobém horizontu nedošlo

k naplnění proinflačních rizik. Pokračující pevné ukotvení inflačních očekávání má zásadní význam.

Pokud jde o fiskální politiku, je nezbytné, aby všechny vlády v roce 2011 v plném rozsahu realizovaly své plány fiskální konsolidace. K dosažení pokroku na cestě k fiskální udržitelnosti je nutné tam, kde je to třeba, rychle zavádět dodatečná nápravná opatření. Pokud jde o období po roce 2011, jednotlivé země by měly specifikovat ve svých víceletých programech na snížení schodku náročná a konkrétní opatření, aby podpořily důvěryhodnost svých cílů fiskální konsolidace zaměřených na urychlenou nápravu nadměrných schodků a návrat k téměř vyrovnanému či přebytkovému rozpočtu. Posílení důvěry v udržitelnost veřejných financí hraje zásadní úlohu, neboť snižuje rizikové prémie v rámci úrokových sazeb a zlepšuje podmínky pro zdravý a udržitelný růst.

Zároveň je velice důležité, aby byly v eurozóně zavedeny dalekosáhlé strukturální reformy k posílení jejího růstového potenciálu, konkurenceschopnosti a pružnosti. Pokud jde o trhy zboží a služeb, měla by být dále přijímána opatření podporující zejména hospodářskou soutěž a inovace. V oblasti trhu práce musí být prioritou zvyšování pružnosti mezd, zintenzivnění pobídek motivujících k práci a odstranění rigidit na trzích práce.

Současná krize státních dluhopisů v eurozóně posílila potřebu zreformovat ambiciózním způsobem rámec správy ekonomických záležitostí v eurozóně. Rada guvernérů se domnívá, že legislativní návrhy předložené Evropskou komisí jsou určitým krokem ke zlepšení hospodářského a rozpočtového dohledu v eurozóně. Nepředstavují však výrazný pokrok v dohledu nad eurozónou, který je nezbytný k zajištění hladkého fungování Hospodářské a měnové unie. Jak je uvedeno ve stanovisku ECB ze dne 17. února 2011 k těmto návrhům, k zajištění toho, aby byl nový rámec v dlouhodobém horizontu skutečně účinný, jsou zapotřebí přísnější požadavky, větší míra automatického uplatňování postupů a výraznější zaměření na nejohroženější země, které zaznamenaly ztrátu konkurenceschopnosti.

Toto vydání Měsíčního bulletinu obsahuje článek představující základní prvky reformy správy ekonomických záležitostí v eurozóně.



## Box

**MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ PRACOVNÍKY ECB**

Na základě údajů dostupných k 18. únoru 2011 sestavili pracovníci ECB projekce makroekonomického vývoje eurozóny.<sup>1</sup> Podle těchto projekcí by měl průměrný roční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2011 tempa v rozmezí 1,3 a 2,1 % a v roce 2012 mezi 0,8 a 2,8 %. Inflace by se měla pohybovat v roce 2011 mezi 2,0 a 2,6 % a v roce 2012 mezi 1,0 a 2,4 %.

**Metodické předpoklady o úrokových sazbách, směnných kurzech, cenách komodit a opatřeních fiskální politiky**

Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách energetických i neenergetických komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzávěrku údajů 10. února 2011.<sup>2</sup> Předpoklad ohledně krátkodobých úrokových sazeb má čistě technický ráz. Krátkodobé sazby se měří tříměsíční sazbou EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Tyto metodické předpoklady ukazují na celkovou průměrnou hodnotu krátkodobých úrokových sazeb 1,5 % v roce 2011 a 2,4 % v roce 2012. Metodické předpoklady o nominálních výnosech z desetiletých státních dluhopisů zemí eurozóny jsou rovněž odvozeny z tržních očekávání a ukazují na průměrnou hodnotu 4,5 % v roce 2011 a 4,9 % v roce 2012.<sup>3</sup> Pokud jde o podmínky financování, základní projekce vychází z předpokladu, že se ve sledovaném období rozpětí sazeb bankovních úvěrů vůči krátkodobým úrokovým sazbám mírně zúží. Rozpětí vůči dlouhodobým sazbám by se měla po svém citelném zúžení v posledním čtvrtletí 2010 postupně rozšiřovat a na konci sledovaného období se vrátit na svou původní průměrnou úroveň. Očekává se, že ve sledovaném období se budou podmínky na straně nabídky úvěrů dále normalizovat, ale budou nadále mírně tlumit hospodářskou aktivitu. Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzávěrky se očekává, že průměrné roční ceny ropy Brent dosáhnou 101,3 USD za barel v roce 2011 a 102,4 USD za barel v roce 2012. Očekává se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech výrazně vzrostou – v roce 2011 o 27,5 % a v roce 2012 o 1,0 %.

Očekává se, že dvojstranné směnné kurzy eura zůstanou ve sledovaném období beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky. To implikuje, že kurz eura k americkému dolaru se bude po celé sledované období pohybovat na úrovni 1,37 USD/EUR a že efektivní směnný kurz eura oslabí v průměru o 1,1 % v roce 2011 a v roce 2012 vzroste o 0,1 %.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 11. únoru 2011. U těchto plánů se počítá se všemi opatřeními, která již byla národními parlamenty schválena nebo která byla vládami podrobně rozpracována a u nichž je pravděpodobné, že legislativním procesem úspěšně projdou.

<sup>1</sup> Makroekonomické projekce pracovníků ECB doplňují makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu, které sestavují dvakrát za rok společně pracovníci ECB a národních centrálních bank eurozóny. Použité postupy odpovídají postupům uplatňovaným v projekcích odborníků Eurosystemu, které jsou popsány v publikaci „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“, ECB, červen 2001, která je k dispozici na internetových stránkách ECB. K vyjádření nejistoty ohledně projekcí je výsledek pro každou proměnnou uváděn jako rozpětí možných hodnot. Tato rozpětí vycházejí z rozdílů mezi skutečnými hodnotami a jejich projekcemi za několik předchozích let. Šíře rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrných absolutních hodnot těchto rozdílů. Použitá metodika včetně korekce pro případ mimořádných událostí je popsána v publikaci „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“, ECB, prosinec 2009, která je rovněž dostupná na internetových stránkách ECB.

<sup>2</sup> Předpoklady o cenách ropy a potravin vycházejí z cen futures do konce sledovaného období. U ostatních komodit se předpokládá, že ceny budou sledovat ceny futures do prvního čtvrtletí 2012 a dále se budou vyvíjet v souladu s vývojem hospodářské aktivity ve světě.

<sup>3</sup> Metodický předpoklad o dlouhodobých úrokových sazbách v eurozóně je vypočten do data uzávěrky jako průměr referenčních výnosů z desetiletých dluhopisů jednotlivých zemí vážený hodnotami ročního HDP. Následně je prodloužen po období projekcí za použití profilu trajektorie forwardových výnosů z výnosové křivky ECB pro eurozónu.

## Předpoklady o mezinárodním prostředí

Světová ekonomika vykázala na přelomu roku mírné obnovení dynamiky růstu, které podporovaly celkově lepší finanční podmínky ve světě. Výhled hospodářské aktivity v blízkém období je podporován také novými fiskálními stimulačními opatřeními v USA. Cyklické pozice však zůstávají v jednotlivých zemích nerovnoměrné. V hlavních rozvinutých ekonomikách zůstává střednědobá perspektiva hospodářského růstu spíše utlumená, zejména v ekonomikách, kde je nadále třeba korigovat účetní rozvahy. Dále se očekává, že výhled pro soukromou spotřebu v těchto ekonomikách bude ve střednědobém horizontu tlumen celkově slabým trhem bydlení a dlouhodobě vysokou mírou nezaměstnanosti. Naopak v některých rozvíjejících se ekonomikách by měla převládat silná hospodářská dynamika a rostoucí inflační tlaky. Reálný HDP ve světě mimo země eurozóny by měl v roce 2011 růst v průměru tempem 4,7 % a v roce 2012 tempem 4,6 %. Růst zahraniční poptávky eurozóny by měl v roce 2011 dosáhnout úrovně 7,9 % a v roce 2012 hodnoty 7,6 % a odrážet tak výrazné oživení světového obchodu. Tato tempa růstu jsou mírně nad průměrnými hodnotami během deseti let před finanční krizí.

## Projekce růstu reálného HDP

Reálný HDP v eurozóně vzrostl ve čtvrtém čtvrtletí 2010 o 0,3 % a dosáhl stejného tempa jako v předchozím čtvrtletí. Pokud jde o vývoj v budoucím období, hospodářské oživení by mělo pokračovat, přičemž úlohu vývozu jako hlavního faktoru oživení by stále více měla přebírat domácí poptávka. Tato změna struktury odráží vlivy dřívějších opatření měnové politiky i výrazné snahy obnovit fungování finančního systému. Očekává se však, že potřeba korigovat rozvahy ve více sektorech i snahy o fiskální úpravy zaměřené na obnovení důvěry ve střednědobou udržitelnost předpokládané v projekcích budou negativně ovlivňovat výhled hospodářského růstu v eurozóně. V ročním vyjádření by se reálný HDP, jehož růst v roce 2010 dosáhl 1,7 %, měl v roce 2011 zvýšit o 1,3 až 2,1 % a v roce 2012 o 0,8 až 2,8 %. Vzhledem k tomu, že roční potenciální růst by měl být podle projekcí výrazně nižší než v době před krizí, mezera výstupu by se ve sledovaném období měla zúžit.

## Tabulka A Makroekonomické projekce pro eurozónu

(průměrné procentní změny za rok)<sup>1), 2)</sup>

	2010	2011	2012
HICP	1,6	2,0–2,6	1,0–2,4
Reálný HDP	1,7	1,3–2,1	0,8–2,8
Soukromá spotřeba	0,7	0,6–1,4	0,4–2,2
Vládní spotřeba	0,8	-0,3–0,5	-0,5–0,9
Hrubá tvorba fixního kapitálu	-0,8	0,4–3,4	0,7–5,5
Vývoz (zboží a služby)	10,9	4,9–9,5	3,0–9,2
Dovoz (zboží a služby)	9,0	3,5–7,7	2,8–8,4

<sup>1)</sup> Projekce reálného HDP a jeho složek jsou založeny na údajích očištěných o vliv počtu pracovních dní. Projekce vývozu a dovozu obsahují obchod uvnitř eurozóny.

<sup>2)</sup> Údaje se týkají eurozóny včetně Estonska s výjimkou údajů o HICP v roce 2010. Výpočet průměrné procentní změny HICP za rok 2011 vychází ze složení eurozóny v roce 2010, které již Estonsko zahrnuje.

## Projekce cen a nákladů

Meziroční inflace měřená HICP podle předběžného odhadu Eurostatu dosáhla v únoru 2011 úrovně 2,4 %. Celková inflace měřená HICP by měla až do konce roku 2011 zůstat nad 2 %, a to především

v důsledku nedávného silného růstu cen energií a potravin. V dalším období by se podle současných cen futures kontraktů na komodity měl růst cen dovozů zmírnit. Naopak domácí cenové tlaky by měly mírně posílit a odrážet tak postupné oživení hospodářské aktivity i vyšší růst mezd a ve sledovaném období vést k postupnému růstu inflace měřené HICP (bez započtení cen potravin a energií). Celková průměrná meziroční míra inflace by se měla pohybovat v roce 2011 mezi 2,0 a 2,6 % a v roce 2012 mezi 1,0 a 2,4 %. Růst náhrad na zaměstnance v eurozóně by měl v příštích dvou letech oživit a odpovídat tak postupnému zlepšování podmínek na trhu práce. Reálná náhrada na zaměstnance by však v roce 2011 měla mírně poklesnout v důsledku růstu inflace a v roce 2012 by měla dosáhnout mírně kladných hodnot. Vzhledem k tomu, že by se růst produktivity v příštích dvou letech měl zmírnit, jednotkové mzdové náklady, které v roce 2010 vykázaly cyklický pokles, by měly v roce 2011 začít znovu stoupat a v roce 2012 růst rychlejším tempem. Tento vývoj by měl omezit růst ziskových marží, který v roce 2010 výrazně oživil.

### Porovnání s projekcemi z prosince 2010

V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu, které byly zveřejněny v Měsíčním bulletinu v prosinci 2010, byly spodní hodnoty rozpětí projekcí růstu reálného HDP v roce 2011 a 2012 upraveny směrem nahoru a odráží tak silnější celosvětový hospodářský růst a předpoklad růstu vývozu z eurozóny i silnější výhled domácí poptávky, jak naznačuje zvýšená důvěra. Pokud jde o inflaci měřenou HICP, rozpětí pro rok 2011 a 2012 byla v porovnání s projekcemi z prosince 2010 upravena směrem nahoru, a to především z důvodu silnějšího než očekávaného růstu cen energií a potravin.

**Tabulka B Porovnání s projekcemi z prosince 2010**

(průměrné procentní změny za rok)

	2010	2011	2012
Reálný HDP – prosinec 2010	1,6–1,8	0,7–2,1	0,6–2,8
Reálný HDP – březen 2011	1,7	1,3–2,1	0,8–2,8
HICP – prosinec 2010	1,5–1,7	1,3–2,3	0,7–2,3
HICP – březen 2011	1,6	2,0–2,6	1,0–2,4

### Porovnání s prognózami dalších institucí

Pro eurozónu je k dispozici řada prognóz od mezinárodních institucí i organizací v soukromém sektoru (viz tabulka C). Tyto prognózy však nejsou vzájemně přesně srovnatelné, ani je nelze striktně 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 vlivu počtu pracovních dnů.

Podle prognóz, které jsou v současnosti k dispozici od dalších organizací a institucí, by se mělo tempo růstu reálného HDP eurozóny pohybovat v roce 2011 mezi 1,5 a 1,7 % a v roce 2012 mezi 1,7 a 2,0 %, což s rezervou odpovídá rozpětím uvedeným v projekcích pracovníků ECB. Pokud jde o vývoj inflace, dostupné prognózy předpokládají, že se průměrná roční inflace měřená HICP bude v roce 2011 pohybovat mezi 1,3 a 2,2 %. Většina těchto prognóz inflace je pod rozpětím projekcí pracovníků ECB, neboť tyto prognózy od dalších organizací a institucí pravděpodobně zatím nezohledňují nedávný růst cen



komodit. Prognózy inflace měřené HICP pro rok 2012 se pohybují v rozpětí 1,2 a 1,8 %, což je v intervalu projekcí sestavených pracovníky ECB.

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

(průměrné procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP		Inflace měřená HICP	
		2011	2012	2011	2012
OECD	listopad 2010	1,7	2,0	1,3	1,2
Evropská komise	únor 2011	1,6	1,8	2,2	1,7
MMF	leden 2011	1,5	1,7	1,5	1,5
Survey of Professional Forecasters	únor 2011	1,6	1,7	1,9	1,8
Consensus Economics Forecasts	únor 2011	1,6	1,7	2,0	1,8
Projekce pracovníků ECB	březen 2011	1,3–2,1	0,8–2,8	2,0–2,6	1,0–2,4

Zdroj: European Commission Interim Forecast, únor 2011 (hodnoty pro rok 2011) a European Economic Forecast, podzim 2010 (hodnoty pro rok 2012), IMF World Economic Outlook, říjen 2010 (v případě inflace) a World Economic Outlook Update, leden 2011 (v případě růstu HDP), OECD Economic Outlook, listopad 2010, Consensus Economics Forecasts a průzkum Survey of Professional Forecasters prováděný ECB.

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



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

## SHRnutí KAPITOL MĚSÍČNÍHO BULLETINU ECB, BŘEZEN 2011

### HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ

#### 1 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ EUROZÓNY

Oživení světové ekonomiky se v poslední části roku 2010 stalo soběstačnějším, ačkoli v jednotlivých zemích a regionech převládají odlišnosti ve vývoji hospodářského růstu. Zároveň zesilují také inflační tlaky na světové úrovni, jež jsou ovlivňovány zejména vyššími cenami ropných i neropných komodit. I když ve vyspělých ekonomikách zůstává míra inflace dosud mírná, ve druhé polovině roku 2010 a začátkem roku 2011 došlo k jejímu postupnému nárůstu. V dynamicky se rozvíjejících ekonomikách s vysokou spotřebou energií se míra inflace zvýšila výrazně a v některých zemích byla ekonomika vystavena tlakům z přehřívání.

#### 2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

##### 2.1 PENÍZE A ÚVĚRY MFI

Odhlédneme-li od vlivu zvláštních faktorů v posledních měsících, údaje o měnovém vývoji do ledna 2011 nadále ukazují na postupné oživení meziročního tempa růstu peněžního agregátu M3 i úvěrů měnových finančních institucí (MFI) soukromému sektoru. Oživení se prozatím vyznačuje nízkým tempem růstu a nemění se hodnocení, že ve střednědobém až dlouhodobějším výhledu je tempo měnové expanze mírné a inflační tlaky nízké. Vývoj úvěrů soukromému sektoru v jednotlivých sektorech potvrzuje postupný růst úvěrů nefinančním podnikům, jehož meziroční tempo dosáhlo v lednu 2011 poprvé od třetího čtvrtletí 2009 kladné hodnoty. Meziroční tempo růstu úvěrů domácnostem se nadále celkově vyvíjelo kontrolovaným způsobem a setrvalo na dřívějších kladných hodnotách.

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

Meziroční tempo růstu celkových finančních investic nefinančního sektoru se ve třetím čtvrtletí 2010 mírně zvýšilo a dosáhlo 2,8 %, a to především v důsledku silnějšího růstu finančních investic nefinančních podniků. Meziroční přírůstek akcií / podílových listů investičních fondů se ve čtvrtém čtvrtletí dále snížil. Meziroční tempo růstu finančních investic pojišťoven a penzijních fondů ve třetím čtvrtletí nepatrně vzrostlo.

##### 2.3 ÚROKOVÉ SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU

Sazby peněžního trhu se v období od prosince 2010 do března 2011 zvýšily, přičemž jejich volatilita zůstávala vysoká. Tento vývoj částečně odráží očekávání, že úrokové sazby v dlouhodobějších segmentech peněžního trhu porostou. Pokud jde o sazby s jednodenní splatností, sazba EONIA také zůstávala volatilní, což odráželo další zlepšení na peněžních trzích a vyváženější podmínky likvidity.

## 2.4 TRHY DLUHOPISŮ

V období mezi koncem listopadu 2010 a 2. březnem 2011 se výnosy dlouhodobých státních dluhopisů s ratingem AAA v eurozóně zvýšily přibližně o 40 bazických bodů a ve Spojených státech zhruba o 70 bazických bodů. Nárůst výnosů byl odrazem zejména příznivé hospodářské dynamiky v eurozóně a ve Spojených státech. Tlaky na pokles výnosů byly naproti tomu jen dílčí a souvisely s toky investic do bezpečných aktiv v podmínkách politického napětí v severní Africe a na Blízkém východě, ke kterému došlo v únoru. Implikovaná volatilita trhu dluhopisů zůstala na poněkud zvýšených hodnotách na obou stranách Atlantiku. Tržní ukazatele dlouhodobých inflačních očekávání se jen mírně zvýšily a nadále naznačují, že inflační očekávání jsou pevně ukotvena. Spready státních dluhopisů mezi jednotlivými zeměmi eurozóny se ve všech zemích eurozóny s výjimkou Portugalska mírně snížily. Spready u dluhopisů emitovaných nefinančními podniky a finančními institucemi se pak ve všech ratingových kategoriích mírně snížily.

## 2.5 AKCIOVÉ TRHY

Díky příznivým údajům o vývoji ekonomiky, zprávám o příznivém vývoji zisků a částečně obnovené ochotě investorů riskovat se široké indexy cen akcií v eurozóně a ve Spojených státech v posledních třech měsících celkově zvýšily. Opačný dopad mělo do jisté míry politické napětí v severní Africe a na Blízkém východě, ke kterému došlo v únoru. Nejistota akciových trhů v eurozóně byla po většinu sledovaného období na ústupu, ale výrazně vzrostla poté, co začaly zmíněné politické nepokoje.

## 2.6 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Reálné náklady na financování u nefinančních podniků v eurozóně se ve čtvrtém čtvrtletí 2010 zvýšily, a to v návaznosti na růst nákladů ve všech dílčích kategoriích, zejména pak u nákladů tržního financování. Zatímco reálné náklady na tržní dluh v poslední době nadále rostly, reálné náklady na akcie se mírně snížily. Pokud jde o finanční toky, meziroční tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům ve čtvrtém čtvrtletí 2010 vykázalo méně negativní hodnoty a v lednu 2011 se poprvé od srpna 2009 vrátilo do kladných hodnot. Z toho vyplývá, že bodu obratu bylo dosaženo v první části roku 2010. Objem nově emitovaných dluhových cenných papírů nefinančních podniků se ve čtvrtém čtvrtletí 2010 nadále snižoval, přesto však zůstal vysoký.

## 2.7 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE SEKTORU DOMÁCNOSTÍ

Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 byly podmínky financování domácností charakterizovány v zásadě stabilními sazbami z bankovních úvěrů, které se však v lednu 2011 mírně zvýšily. Ke konci roku byly poněkud zpřísněny úvěrové standardy u spotřebitelských a hypotečních úvěrů domácnostem. Meziroční tempo růstu úvěrů MFI domácnostem se v lednu 2011 ve srovnání se čtvrtým čtvrtletím 2010 zvýšilo, ale meziroční růst úvěrů domácnostem celkově nadále vykazoval známky stabilizace. Odhaduje se, že zadluženost domácností v poměru k příjmům se ve čtvrtém čtvrtletí zvýšila pouze mírně a jejich zatížení úrokovými platbami se po poklesu v předchozím čtvrtletí celkově stabilizovalo.

## 3 CENY A NÁKLADY

Podle předběžného odhadu Eurostatu dosahovala meziroční inflace v eurozóně měřená pomocí HICP ve srovnání s lednovou hodnotou 2,3 % v únoru 2011 úrovně 2,4 %. Nárůst míry inflace začátkem roku 2011 do velké míry odráží vyšší ceny komodit. Inflační očekávání ve střednědobém až dlouhodobějším horizontu zůstávají nadále pevně ukotvena na úrovni, která odpovídá cíli Rady guvernérů udržet míru inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně. Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z března 2011, které sestavili pracovníci ECB, by se měla meziroční míra inflace měřená

HICP pohybovat v roce 2011 na úrovni mezi 2,0 a 2,6 % a v roce 2012 mezi 1,0 a 2,4 %. Rizika pro cenový vývoj ohrožující střednědobý výhled jsou proinflační.

#### 4 NABÍDKA, POPTÁVKA A TRH PRÁCE

Od poloviny roku 2009 se ekonomická aktivita v eurozóně zvyšuje – podle nejnovějších údajů s mezičtvrtletním tempem růstu 0,3 % ve třetím a čtvrtém čtvrtletí 2010. V důsledku toho vzrostl HDP v roce 2010 celkově o 1,7 %. Nedávno zveřejněné statistické údaje a výsledky průzkumů nadále obecně potvrzují příznivou dynamiku hospodářské aktivity na začátku roku 2011. V dalším období by pak měl být vývoz z eurozóny nadále podporován pokračujícím oživením světové ekonomiky. Zároveň by s ohledem na poměrně vysokou úroveň podnikatelské důvěry v eurozóně měla k růstu stále větší měrou přispívat domácí poptávka v soukromém sektoru, kterou budou podporovat akomodativní orientace měnové politiky a opatření přijatá ke zlepšení fungování finančního systému. Očekává se však, že oživení hospodářské aktivity bude do určité míry tlumeno procesem korekcí rozvah v různých sektorech.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z března 2011, které sestavili pracovníci ECB. Podle těchto projekcí by se měl meziroční růst reálného HDP v roce 2011 pohybovat v rozpětí mezi 1,3 a 2,1 % a v roce 2012 mezi 0,8 a 2,8 %. V prostředí zvýšené míry nejistoty jsou rizika pro daný hospodářský výhled celkově vyrovnaná.

#### 5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

Rok po počátku krize státních dluhopisů v Řecku, která se následně rozšířila do několika dalších zemí, se situace ve veřejných financích v celé eurozóně celkově stabilizovala, ačkoli je nadále nejistá – tak jako v jiných regionech světa. V této fázi je zásadně důležité, aby vlády nadále neupouštěly od svých závazků k fiskální konsolidaci, neboť napětí na trhu státních dluhopisů ještě neodeznělo. Je proto nezbytné, aby všechny země eurozóny v roce 2011 v plném rozsahu realizovaly své plány fiskální konsolidace. Jsou-li stávající plány nedostatečné, je nutné rychle rozpracovat a zavést dodatečná nápravná opatření. Pro období po roce 2011 je třeba, aby si jednotlivé země ve svých programech stability stanovily konkrétní strategická opatření, nejlépe na základě strukturálního omezení výdajů a také reformou v oblasti zdravotnictví a penzijních systémů. Tím by mělo dojít k podpoře důvěryhodnosti jejich cílů fiskální konsolidace zaměřených na urychlenou nápravu nadměrných schodků, k návratu k téměř vyrovnanému či přebytkovému rozpočtu ve střednědobém horizontu a k dostatečnému snižování poměru dluhu.