

ÚVODNÍ SLOVO

Na základě pravidelné hospodářské a měnové analýzy rozhodla Rada guvernérů na svém zasedání 5. prosince, že ponechá základní úrokové sazby ECB beze změny. Dostupné informace a analýzy toto hodnocení a měnové rozhodnutí Rady guvernérů z předchozího měsíce potvrzují. Očekává se, že základní cenové tlaky v eurozóně zůstanou ve střednědobém horizontu utlumené. V tomto kontextu zůstává růst peněžní zásoby a objemu úvěrů nevýrazný. Současně zůstávají inflační očekávání pro eurozónu 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. Takováto konstelace naznačuje, že eurozónu může čekat delší období nízké inflace později následované postupným růstem směrem k míře inflace pod 2 %, ale blízko této úrovně. Měnová politika zůstane akomodační tak dlouho, jak bude třeba, čímž bude i nadále přispívat k postupnému ekonomickému oživení v eurozóně. V tomto kontextu potvrdila Rada guvernérů svou signalizaci budoucí měnové politiky, v jejímž rámci nadále očekává, že základní úrokové sazby ECB zůstanou na stávající nebo nižší úrovni po delší dobu. Toto očekávání nadále vychází z celkově slabšího výhledu inflace zasahujícího až do střednědobého horizontu, a to vzhledem k celkově slabému hospodářskému růstu a k utlumené dynamice měnového vývoje. Pokud jde o podmínky na peněžním trhu a jejich potenciální dopad na nastavení měnové politiky, Rada guvernérů vývoj pečlivě sleduje a je připravena zvážit veškeré dostupné nástroje.

Pokud jde o hospodářskou analýzu, po růstu reálného HDP v eurozóně, který ve druhém čtvrtletí roku 2013 dosáhl úrovně 0,3 %, činilo ve třetím čtvrtletí jeho mezičtvrtletní tempo 0,1 %. Vývoj ukazatelů důvěry získaných z průzkumů v období do listopadu odpovídá kladnému růstu i ve čtvrtém čtvrtletí roku. V letech 2014 a 2015 se očekává, že se bude produkt zotavovat pomalým tempem, a to zejména v důsledku určitého zlepšování domácí poptávky podpořené akomodačním přístupem měnové politiky. Pro hospodářskou aktivitu v eurozóně by mělo být přínosné také postupné posilování poptávky po vývozu. Mimo to se

zdá, že se v reálné ekonomice postupně projevuje celkové zlepšování situace na finančních trzích, ke kterému postupně dochází od loňského roku, a obdobně by měl působit pokrok dosažený v oblasti fiskální konsolidace. Navíc mělo na reálný důchod v nedávné době pozitivní vliv nižší tempo růstu cen energií. Současně však bude na hospodářskou aktivitu v eurozóně nadále negativně působit vysoká nezaměstnanost v eurozóně a nezbytná korekce rozvah ve veřejném i soukromém sektoru.

Toto hodnocení se také odráží v makroekonomických projekcích pro eurozónu z prosince 2013, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by meziroční reálný HDP měl v roce 2013 klesnout o 0,4 % a v roce 2014 a 2015 by měl vzrůst o 1,1 %, resp. 1,5 %. V porovnání s projekcemi ze září 2013, které sestavili pracovníci ECB, by tempo růstu reálného HDP mělo v roce 2013 zůstat beze změny a pro rok 2014 bylo revidováno o 0,1 procentního bodu směrem nahoru.

Hospodářský výhled v eurozóně je spojen s riziky zpomalení ekonomického růstu. Na hospodářskou situaci může nepříznivě působit vývoj podmínek na světových peněžních a finančních trzích a související nejistota. Mezi další rizika zpomalení patří vyšší ceny komodit, slabší než očekávaný růst domácí poptávky a exportu a pomalé či nedostatečné provádění strukturálních reforem v zemích eurozóny.

Podle předběžného odhadu Eurostatu vzrostla v listopadu 2013 meziroční inflace měřená HICP z říjnové hodnoty 0,7 % na 0,9 %. Tento růst celkově odpovídal očekávání a odrážel především stimulační vliv srovnávací základny související s vývojem cen energií a vyšší tempo růstu cen služeb. Na základě současných cen futures na energie by měla meziroční míra inflace v následujících měsících setrvat zhruba na stávající úrovni. Očekává se, že základní cenové tlaky v eurozóně zůstanou ve střednědobém horizontu utlumené. Současně zůstávají inflační očekávání pro eurozónu 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.

Toto hodnocení celkově odpovídá makroekonomickým projekcím pro eurozónu z prosince 2013 sestaveným odborníky Eurosystemu. Podle těchto projekcí by meziroční inflace měřená HICP měla v roce 2013 dosáhnout úrovně 1,4 %, v roce 2014 úrovně 1,1 % a v roce 2015 pak 1,3 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi ze září 2013 sestavenými pracovníky ECB byla projekce inflace upravena směrem dolů o 0,1 procentního bodu pro rok 2013 a o 0,2 procentního bodu pro rok 2014.

Rizika ohrožující výhled cenového vývoje jsou ve střednědobém horizontu celkově vyrovnaná. Proinflační rizika souvisejí s vyššími cenami komodit a dále také se silnějším než očekávaným růstem regulovaných cen a nepřímých daní. Protiinflační rizika pak vyplývají ze slabší než očekávané hospodářské aktivity.

Rada guvernérů se rozhodla zveřejnit více informací o makroekonomických projekcích z prosince 2013 sestavených pracovníky Eurosystemu.

Pokud jde o měnovou analýzu, údaje za říjen potvrzují hodnocení, že základní růst širokých peněz (M3) a úvěrů byl utlumený. Meziroční růst M3 zvolnil z 2,0 % v září na 1,4 % v říjnu. Toto zmírnění růstu částečně souviselo s vlivem srovnávací základny. Meziroční růst M1 byl vlivem preference likvidity nadále silný na úrovni 6,6 %, přesto však slabší než maximum 8,7 % zaznamenané v dubnu. Meziroční růst agregátu M3 nadále podporoval především čistý příliv kapitálu do eurozóny, zatímco meziroční tempo změny objemu úvěrů soukromému sektoru zůstalo slabé. Meziroční tempo růstu úvěrů domácnostem (očištěné o prodej a sekuritizaci úvěrů) dosahovalo v říjnu úrovně 0,3 % a od přelomu roku se tak prakticky nezměnilo. Meziroční tempo změny úvěrů nefinančním podnikům (očištěné o prodej a sekuritizaci úvěrů) činilo v říjnu -2,9 %, oproti -2,8 % v září a -2,9 % v srpnu. Celkově slabá dynamika úvěrů nefinančním podnikům nadále odráží jejich zpožděnou reakci na hospodářský cyklus, úvěrové riziko a probíhající korekci rozvah ve finančním i nefinančním sektoru.

Od léta 2012 bylo dosaženo výrazného pokroku při zlepšování financování bank. V zájmu zajištění náležité transmise měnové politiky do podmínek financování v zemích eurozóny je zásadní, aby byla dále snížena rozdrobenost úvěrových trhů

v eurozóně a posilována odolnost bank v případech, kdy je to zapotřebí. Komplexní hodnocení, které provede ECB před tím, než se ujme svých povinností dohledu v rámci jednotného mechanismu dohledu, tento proces posilování důvěry dále podpoří. Toto hodnocení přinese ještě kvalitnější informace o stavu bank a vyústí v identifikaci a provedení nezbytných nápravných opatření. Další rozhodné kroky k vytvoření bankovní unie pomohou obnovit důvěru ve finanční systém.

Hospodářská analýza naznačuje, že eurozónu může čekat delší období nízké inflace později následované postupným růstem směrem k míře inflace pod 2 %, ale blízko této úrovně. Porovnání s ukazateli měnové analýzy tento pohled potvrzuje.

Pokud jde o fiskální politiku, Rada guvernérů vítá hodnocení návrhů rozpočtových plánů pro rok 2014 připravené Evropskou komisí. Tyto návrhy byly předloženy v říjnu poprvé v souladu s tzv. souborem dvou nařízení („two-pack“). Je třeba, aby tento nový postup dohledu byl plně účinný. S ohledem na snižování vysokého veřejného zadlužení by vlády neměly ve střednědobém horizontu polevit ve svém úsilí snižovat schodky a měly by i nadále pokračovat ve fiskální konsolidaci. Konsolidační opatření by měla být prorůstově orientovaná a zohledňovat střednědobou perspektivu tak, aby spojila zlepšení veřejných služeb s minimalizací rušivých vlivů zdanění. Současně je třeba postoupit s reformami na trhu zboží a služeb a na trhu práce s cílem zlepšit konkurenceschopnost, zvýšit potenciální růst, vytvořit pracovní příležitosti a podpořit adaptabilitu ekonomik eurozóny.

Toto vydání Měsíčního bulletinu obsahuje jeden článek – „Makroekonomické projekce pro eurozónu z prosince 2013 sestavené odborníky Eurosystemu“.



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU Z PROSINCE 2013 SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSYSTÉMU¹

Podle projekcí by měl počínaje čtvrtým čtvrtletím tohoto roku růst reálného HDP do určité míry posílit a ke konci roku 2014 by mělo toto tempo ještě mírně vzrůst. Očekává se, že určujícím faktorem trvalejšího nárůstu hospodářské aktivity, jak jej projekce předpokládají, bude postupné oživení domácí i zahraniční poptávky. Na domácí poptávku bude mít příznivý vliv snížení nejistoty, akomodační přístup měnové politiky – dále posílený nedávným snížením měnověpolitické úrokové sazby a signalizací budoucí měnové politiky –, zmírnění fiskálních faktorů tlumících růst ekonomiky a poklesem cen komodit, který podpoří reálný disponibilní důchod. Postupem času na ni bude mít příznivý vliv také odeznívání omezení poskytování úvěrů. Navíc bude během období projekcí působit na hospodářskou aktivitu příznivý vliv postupného posilování vnější poptávky na vývoz. Avšak i přes určitý pokrok při nastolování rovnováhy, který v zemích vystavených tlakům zlepšil podmínky pro růst, bude střednědobý výhled tlumen potřebou dalších úprav rozvah v soukromém i veřejném sektoru a vysokou nezaměstnaností. Podle projekcí by měl reálný HDP v roce 2013 poklesnout o 0,4 % a vzrůst v roce 2014 o 1,1 % a v roce 2015 o 1,5 %. Očekává se, že až do konce uvedeného období přetrvá značná záporná mezera výstupu.

Inflace v eurozóně měřená HICP by měla dosáhnout v roce 2013 úrovně 1,4 %, v roce 2014 pak 1,1 % a v roce 2015 úrovně 1,3 %. Očekává se, že za tímto mírným cenovým výhledem bude částečně stát tlumící dopad, který budou mít klesající futures na ceny ropy na růst cen energií, posílení eura v minulosti a přetrvávající mezera výstupu v ekonomice. Podstatně oslabit by mělo také tempo růstu cen potravin, a to v důsledku poklesu mezinárodních cen potravin v minulosti a předpokládaného mírného nárůstu během období projekcí. Inflace měřená HICP s vyloučením energií a potravin by měla z úrovně 1,1 % v roce 2013 jen mírně vzrůst na 1,3 % v roce 2014 a 1,4 % v roce 2015 a odrážet tak nevýrazné domácí nákladové tlaky v prostředí mírného oživení hospodářské aktivity.

Ve srovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu v září 2013 zůstává projekce reálného růstu HDP na rok 2013 beze změny a na rok 2014 byla revidována o 0,1 procentního bodu směrem nahoru. Projekce celkové inflace měřené HICP byla revidována směrem dolů, a to o 0,1 procentního bodu na rok 2013 a o 0,2 procentního bodu na rok 2014.

MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

Očekává se, že růst reálného HDP ve světě (mimo eurozónu) během období projekcí postupně oživí z letošní hodnoty 3,3 % na 3,9 % v roce 2014 a 4,1 % v roce 2015. Během roku 2013 dynamika růstu ve vyspělých ekonomikách do určité míry posílila. Růst na rozvíjejících se trzích naopak oslabil v důsledku slabší domácí poptávky a omezeného prostoru pro další podpůrná domácí opatření. V krátkodobém horizontu globální ukazatele důvěry naznačují zlepšování podmínek pro podnikání, což odpovídá pokračujícímu posilování světové hospodářské aktivity. Poté, co Federální výbor pro volný trh rozhodl odložit snižování nákupů aktiv, se finanční podmínky v nedávné době stabilizovaly, což by mělo celkově podpořit hospodářské oživení ve světě. Očekává se však, že tempo oživení zůstane postupné. Nastolování rovnováhy v soukromém sektoru, které postupuje vpřed, avšak stále není dokončeno, a fiskální konsolidace by měly tlumit růst ve vyspělých ekonomikách, ačkoli v menší míře než v minulosti. Konjunktura na rozvíjejících se trzích by měla být nevýrazná, neboť strukturální faktory, jako jsou omezení v oblasti infrastruktury a kapacit, budou pravděpodobně hospodářský růst potlačovat.

Světový obchod od počátku roku 2013 posílil, což odpovídá mírnému oživení hospodářské aktivity. Dostupné ukazatele však naznačují v krátkodobém horizontu poměrně slabý vývoj. Pokud jde o budoucí vývoj, během období projekcí se očekává postupné posilování tempa růstu světového obchodu, které však

¹ Na základě údajů dostupných k 22. listopadu 2013 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny. Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu sestavují společně pracovníci ECB a národních centrálních bank eurozóny. Zpracovávají se dvakrát za rok a slouží Radě guvernérů jako podklad pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Více informací o použitých metodách a postupech naleznete v publikaci „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“, ECB, June 2001, která je k dispozici na internetových stránkách ECB.

zůstane pod úrovní před krizí. Světový obchod (mimo eurozónu) by měl vzrůst v roce 2013 o 3,9 %, v roce 2014 o 5,6 % a v roce 2015 o 6,4 %. Vzhledem k tomu, že poptávka hlavních obchodních partnerů eurozóny roste pomaleji než poptávka zbytku světa, se očekává, že zahraniční poptávka eurozóny bude poněkud slabší než světový obchod – v roce 2013 by měla narůst o 3,0 % a poté by mělo dojít ke zrychlení tempa růstu v roce 2014 na 5,0 % a v roce 2015 na 5,7 %.

Tabulka 1 Mezinárodní prostředí

(procentuální změny za rok)

	prosinec 2013				revize od září 2013		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
Reálný HDP ve světě (mimo eurozónu)	3,8	3,3	3,9	4,1	0,0	-0,1	-0,1
Světový obchod (mimo eurozónu) ¹⁾	4,5	3,9	5,6	6,4	0,2	-0,3	-0,1
Zahraniční poptávka eurozóny ²⁾	4,0	3,0	5,0	5,7	0,3	0,1	-0,1

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

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

Ve srovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu v září 2013 byl výhled světového růstu revidován mírně směrem dolů, protože revize růstu vyspělých ekonomik mírně směrem nahoru jsou kompenzovány revizemi hospodářské aktivity v rozvíjejících se ekonomikách směrem dolů. Výhled zahraniční poptávky eurozóny zůstává po celé období projekcí celkově beze změny.

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. listopadu 2013. Předpoklad ohledně krátkodobých úrokových sazeb má čistě technický ráz. Krátkodobé sazby se měří tříměsíční sazbou EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozuje od sazeb futures. Tato metodika ukazuje na průměrnou hodnotu těchto krátkodobých úrokových sazeb 0,2 % v roce 2013, 0,3 % v roce 2014 a 0,5 % v roce 2015. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 2,9 % v roce 2013, 3,1 % v roce 2014 a 3,6 % v roce 2015.¹ Při zohlednění vývoje forwardových úrokových sazeb a postupného promítání změn tržních sazeb do sazeb z úvěrů se očekává, že kompozitní sazby z bankovních úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru v eurozóně dosáhnou koncem roku 2013 a začátkem roku 2014 svého dna a následně postupně porostou. Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky se očekává, že cena barelu ropy Brent klesne z úrovně 112,0 USD v roce 2012 na 108,2 USD v roce 2013, na 103,9 USD v roce 2014 a na 99,2 USD v roce 2015. Ceny neenergetických komodit v amerických dolarech by podle předpokladů měly v roce 2013 klesnout o 5,4 % a v roce 2014 o 2,6 % a v roce 2015 vzrůst o 3,7 %.²

Očekává se, že dvojstranné směnné kurzy eura zůstanou v období projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky. To by znamenalo, že kurz dolaru dosáhne v roce 2013 úrovně 1,33 USD/EUR a v roce 2014 a 2015 pak 1,34 USD/EUR, což je kurz o 4,6 % vyšší než v roce 2012. Předpokládá se, že efektivní směnný kurz eura oslabí v roce 2013 o 3,7 %, v roce 2014 o 0,8 % a že v roce 2015 zůstane beze změny.

Metodické předpoklady

	prosinec 2013				revize od září 2013 ^{1,2}	
	2012	2013	2014	2015	2013	2014
Tříměsíční EURIBOR (v %, p. a.)	0,6	0,2	0,3	0,5	0,0	-0,2
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v %, p. a.)	3,8	2,9	3,1	3,6	-0,1	-0,4
Cena ropy (v USD za barel)	112,0	108,2	103,9	99,2	0,4	1,1
Ceny neenergetických komodit, v USD (roční změna v %)	-7,2	-5,4	-2,6	3,7	0,0	-2,5
Směnný kurz USD/EUR	1,29	1,33	1,34	1,34	0,5	1,2
Nominální efektivní směnný kurz eura (roční změna v %)	-5,3	3,7	0,8	0,0	0,1	0,1

1) Revize jsou vyjádřeny v procentech v případě úrovní, v rozdílech v případě míry růstu a v procentních bodech v případě úrokových sazeb a výnosů dluhopisů.

2) Revize se vypočítají z nezaokrouhlených hodnot.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 22. listopadu 2013. U těchto plánů se počítá se všemi opatřeními, která již byla národními parlamenty schválena nebo která byla vládami podrobně rozpracována a u nichž je pravděpodobné, že jejich legislativní proces bude úspěšně završen.

Ve srovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu v září 2013 jsou změny metodických předpokladů poměrně malé. Patří k nim vyšší ceny ropy v amerických dolarech, malé posílení eura a nižší úrokové sazby v eurozóně.

¹ Základem pro předpoklad týkající se nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně je vážený průměr výnosů z referenčních desetiletých dluhopisů těchto zemí, vážený hodnotami ročního HDP a extrapolovaný podle budoucí trajektorie odvozené od nominálního výnosu ze všech desetiletých dluhopisů v eurozóně publikovaného ECB, přičemž původní nesoulad mezi oběma časovými řadami zůstává po období projekcí beze změny. Předpokládá se, že spready mezi výnosy státních dluhopisů jednotlivých zemí a odpovídajícím průměrem za eurozónu zůstávají po období projekcí konstantní.

² Předpoklady o cenách ropných a potravinářských komodit vycházejí z cen futures do konce období projekcí. U ostatních neenergetických nerostných komodit se předpokládá, že ceny budou do čtvrtého čtvrtletí 2014 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

Reálný HDP vzrostl ve třetím čtvrtletí 2013 o 0,1 %, přičemž ve druhém čtvrtletí se zvýšil o 0,3 % (viz graf). Nedávné údaje z průzkumů naznačují mírné posílení hospodářské aktivity ve čtvrtém čtvrtletí 2013. Podle projekcí by měla dynamika růstu během roku 2014 a 2015 mírně posílit. Očekává se, že hlavním faktorem zvýšení hospodářské aktivity v období projekcí bude postupné oživení domácí poptávky. Na domácí poptávku budou mít v prostředí snižující se nejistoty příznivý vliv zlepšující se důvěra, akomodační přístup měnové politiky – dále posílený nedávným snížením měnověpolitické úrokové sazby a signalizací budoucí měnové politiky –, méně restriktivní přístup fiskální politiky a pokles cen komodit, který by měl podpořit reálný disponibilní důchod. Dále se očekává, že na domácí poptávku bude mít postupem času příznivý vliv odezdnávání omezení poskytování úvěrů. Navíc bude během období projekcí působit na hospodářskou aktivitu větší měrou příznivý vliv postupného posilování vnější poptávky na vývoz. I přes určitý pokrok při nastolování rovnováhy v některých zemích eurozóny vystavených tlakům, který zlepšil podmínky pro růst tažený vývozem, se očekává, že výhled hospodářského růstu v období projekcí bude tlumit zbývající potřeba úpravy rozvah v soukromém i veřejném sektoru a vysoká nezaměstnanost.

Celkově by mělo oživení podle projekcí zůstat podle historických měřítek utlumené a očekává se, že reálný HDP eurozóny dosáhne úrovně z období před krizí (tedy z prvního čtvrtletí 2008) až koncem roku 2015. V průměrném meziročním vyjádření se v roce 2013 očekává pokles reálného HDP o 0,4 %,

převážně v důsledku negativního přenosového efektu pramenícího z vývoje hospodářské aktivity v roce 2012, a následovat by měl nárůst o 1,1 % v roce 2014 a o 1,5 % v roce 2015. Za tímto vývojem hospodářského růstu stojí stabilně se zvyšující příspěvek domácí poptávky spolu s rostoucím stimulem vývozu.

Podíváme-li se na složky tohoto růstu podrobněji, vývoz mimo eurozónu by se měl podle projekcí zotavit ve čtvrtém čtvrtletí 2013 a zvýšit svou dynamiku v průběhu roku 2014 a 2015, a to v důsledku posílení zahraniční poptávky eurozóny. Vývoz mezi zeměmi eurozóny by měl růst pomaleji než vývoz z eurozóny, a to v důsledku poměrně slabé domácí poptávky v eurozóně.

Podnikatelské investice by měly podle projekcí ve čtvrtém čtvrtletí 2013 vzrůst a v průběhu roku 2014 by se pak měla zvýšit jejich dynamika. Očekává se, že v období projekcí bude růst podnikatelských investic podpořen řadou faktorů: očekávaným postupným posílením domácí a zahraniční poptávky, velmi nízkou úrovní úrokových sazeb, sníženou nejistotou, nezbytností modernizovat investiční statky po několika letech utlumených investic, snížením nepříznivých vlivů na nabídku úvěrů a určitým posílením ziskových marží v souvislosti s oživením hospodářské aktivity. Podle provedeného hodnocení bude výhled nadále negativně ovlivňován kombinovaným nepříznivým dopadem nízké míry využívání kapacit, potřeby dále restrukturalizovat rozvahy podniků, nepříznivých podmínek financování a poměrně vysoké úrovně nejistoty v některých zemích a sektorech eurozóny. Investice do rezidenčních nemovitostí by měly v blízkém horizontu mírně růst a od poloviny roku 2014 by se měla dynamika tohoto růstu zvýšit. Avšak stále by měla zůstat utlumená, a to v důsledku dalších nezbytných korekcí na trhu s bydlením v některých zemích, slabého růstu reálného disponibilního důchodu a celkových očekávání dalšího poklesu cen rezidenčních nemovitostí v některých zemích. Relativní atraktivita investic do rezidenčních nemovitostí v některých zemích, podporovaná historicky nízkými sazbami hypotečních úvěrů, může mít navíc jen postupný vliv, neboť sektor stavebnictví se v těchto zemích již blíží kapacitním omezením. Investice vládního sektoru by v důsledku plánovaných opatření fiskální konsolidace v několika zemích eurozóny měly po celé období projekcí zůstat slabé.

Zaměstnanost vyjádřená počtem zaměstnaných osob by měla v příštích čtvrtletích víceméně stagnovat a zhruba od poloviny roku 2014 mírně růst. Očekává se, že oživení zaměstnanosti bude utlumené v důsledku nevýrazného růstu hospodářské aktivity a obvyklého opoždění, se kterým zaměstnanost reaguje na kolísání výstupu, které odráží nárůst počtu odpracovaných hodin na jednoho zaměstnance, než podniky přistoupí k přijímání nových zaměstnanců. Je však možné, že se v některých zemích vystavených tlakům prahová hodnota růstu výstupu nutná pro vytváření nových pracovních míst snížila díky dopadu reforem na trhu práce. Očekává se, že pracovní síla bude v roce 2013 stagnovat a poté se mírně zvýší, neboť se určité segmenty obyvatelstva budou postupně vracet na trh práce. Tato skutečnost napomůže utlumení růstu mezd a přispěje k potenciálnímu růstu. Míra nezaměstnanosti by pak měla během období projekcí mírně klesat. Produktivita práce (měřená produkcí na jednoho zaměstnance) v průběhu roku 2013 vzrostla a její růst by měl po zbytek období projekcí zvýšit svou dynamiku, což odráží očekávané zrychlení hospodářské aktivity a opožděnou reakci zaměstnanosti.

Tabulka 2 Makroekonomické projekce pro eurozónu

 (průměrné procentní změny za rok)^{1), 2)}

	prosinec 2013				revize od září 2013		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
Reálný HDP ³⁾	-0,6	-0,4	1,1	1,5	-0,1	0,0	0,1
		[-0,5 – -0,3]	[0,4 – 1,8]	[0,4 – 2,6]			
Soukromá spotřeba	-1,4	-0,6	0,7	1,2	0,0	0,0	0,0
Vládní spotřeba	-0,6	0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,3
Hrubá tvorba fixního kapitálu	-3,9	-3,0	1,6	2,8	0,1	0,6	-0,1
Vývoz ⁴⁾	2,7	1,1	3,7	4,8	0,0	0,2	0,0
Dovoz ⁴⁾	-0,8	-0,1	3,5	4,7	0,1	0,4	-0,3
Zaměstnanost	-0,6	-0,8	0,2	0,4	0,0	0,2	0,2
Míra nezaměstnanosti (v % pracovní síly)	11,4	12,1	12,0	11,8	0,0	-0,1	-0,2
HICP	2,5	1,4	1,1	1,3	0,0	-0,1	-0,2
		[1,4 – 1,4]	[0,6 – 1,6]	[0,5 – 2,1]			
HICP bez započtení energií	1,9	1,5	1,3	1,5	0,0	-0,1	-0,2
HICP bez započtení energií a potravin	1,5	1,1	1,3	1,4	0,0	0,0	-0,1
HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní ⁵⁾	1,3	1,0	1,1	1,4	0,0	0,0	-0,1
Jednotkové mzdové náklady	1,8	1,4	0,9	1,0	0,1	0,1	0,1
Náhrada na zaměstnance	1,8	1,8	1,8	2,1	0,1	0,0	0,0
Produktivita práce	0,0	0,4	0,9	1,1	0,0	-0,1	-0,1
Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)	-3,7	-3,2	-2,6	-2,4	0,0	0,0	0,2
Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP) ⁶⁾	-3,1	-2,5	-2,2	-2,1	0,1	0,0	0,1
Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)	90,6	93,2	93,6	93,1	0,2	0,2	-0,2
Saldo běžného účtu (v % HDP)	1,4	2,0	2,2	2,6	0,0	-0,6	-0,7

1) V projekcích na rok 2014 a 2015 se uvádí Lotyšsko jako součást eurozóny. Výpočet průměrné procentní změny za rok 2014 vychází ze složení eurozóny v roce 2013, doplněného o Lotyšsko.

2) Rozpětí v okolí středové projekce 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 rovněž dostupná na internetových stránkách ECB.

3) Údaje očištěné o vliv počtu pracovních dnů.

4) Včetně obchodu v rámci eurozóny.

5) 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.

6) 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 2007).

Soukromá spotřeba by měla koncem roku 2013 vzrůst a podpořit by ji měla klesající míra úspor v souvislosti s poklesem reálného disponibilního důchodu. Větší dynamiku by měla soukromá spotřeba

mít od počátku roku 2014, kdy zrychlí tempo růstu reálného disponibilního důchodu v důsledku postupně se zlepšujících podmínek na trhu práce a nízké inflace, a to i přes mírný růst míry úspor. Vládní spotřeba by v období projekcí měla růst mírným tempem.

Dovoz ze zemí mimo eurozónu by měl v horizontu projekcí mírně zrychlit, i když jej bude nadále tlumit slabá celková poptávka. Očekává se, že čistý vývoz přispěje v horizontu projekcí k růstu reálného HDP jen nepatrně. Přebytek na běžném účtu by měl v období projekcí vzrůst a v roce 2015 dosáhnout 2,6 % HDP.

Ve srovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu v září 2013 zůstává projekce růstu reálného HDP na rok 2013 beze změny a projekce na rok 2014 byla revidována směrem nahoru o 0,1 procentního bodu, což z velké míry odráží vyšší kladný přenosový efekt související s malou revizí výhledu směrem nahoru na konci roku 2013.

PROJEKCE CEN A NÁKLADŮ

Celková inflace měřená HICP dosáhla v listopadu 2013 úrovně 0,9 %, přičemž v roce 2012 činila 2,5 %. Pokles inflace v průběhu roku 2013 z velké míry odráží mírnější příspěvek cen energií a potravin a utlumený trend vývoje cen služeb a neenergetického průmyslového zboží (viz kapitola 3 tohoto vydání Měsíčního bulletinu).

V dalším období se očekává, že inflace měřená HICP zůstane na nízkých úrovních, koncem roku 2014 mírně vzroste a v roce 2015, kdy se hospodářská aktivita postupně zotaví, dále posílí. Roční míra inflace by měla dosáhnout v roce 2013 úrovně 1,4 %, v roce 2014 pak 1,1 % a v roce 2015 úrovně 1,3 %.

Tento mírný výhled inflace odráží tlumící dopad cen energií v důsledku klesajících cen futures na ropu, zpevnění eura v minulosti a přetrvávající zápornou mezeru výstupu. Podrobnější pohled naznačuje, že ceny energií v roce 2014 a 2015 dále klesnou, což bude odrážet předpokládaný vývoj cen ropy. Příspěvek složky energií k celkové inflaci měřené HICP se tudíž v roce 2014 očekává na zanedbatelné úrovni a v roce 2015 v mírně záporné výši, což je značně pod historickými průměry. Dále se očekává, že se tempo růstu cen potravin v prvních třech čtvrtletích 2014 sníží, a to v důsledku tlumících vlivů srovnávací základny a očekávaného poklesu mezinárodních a evropských cen potravinářských komodit, a že v roce 2015 poněkud vzroste, neboť se předpokládá, že ceny potravinářských komodit opět vzrostou (viz graf). Očekává se, že inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin během roku 2014 mírně vzroste a v roce 2015 dosáhne meziročního tempa 1,4 %. Vzhledem k tomu, že by stimulační dopad zvyšování nepřímých daní v minulosti měl v roce 2014 a 2015 zeslábnout, měla by inflace měřená HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní v horizontu projekcí vzrůst o něco výrazněji (viz box 5 v kapitole 3 tohoto vydání Měsíčního bulletinu).

Během prvních třech čtvrtletí 2013 polevily zahraniční cenové tlaky, a to v důsledku stagnující světové poptávky, zhodnocení efektivního směnného kurzu eura a poklesu cen ropných i neropných komodit. Během tohoto období se tedy v meziročním vyjádření dovozový deflátor podle odhadů snížil. I když bude v dalších čtvrtletích v důsledku těchto faktorů dále klesat, očekává se, že v období od poloviny roku 2014 mírně vzroste, protože bude odeznívat tlumící dopad předchozího posílení eura, vzrostou ceny neenergetických komodit a zvýší se dynamika poptávky po dovozu, což umožní vyšší marže.

Pokud jde o domácí cenové tlaky, očekává se, že roční tempo růstu náhrad na zaměstnance zůstane v roce 2013 a 2014 beze změny a v roce 2015 posílí na 2,1 %. Tempo růstu jednotkových mzdových nákladů by mělo podle projekcí zpomalit z úrovně 1,8 % v roce 2012 na 1,4 % v roce 2013 a na 0,9 % v roce 2014, a to v důsledku cyklického zvýšení tempa růstu produktivity, které odráží opožděnou reakci zaměstnanosti na zrychlení hospodářské aktivity, spolu s víceméně nezměněným tempem růstu náhrad na zaměstnance. V roce 2015 se očekává, že mírně silnější nárůst tempa růstu náhrad na zaměstnance než tempa růstu produktivity práce povede k malému oživení růstu jednotkových mzdových nákladů.

Ukazatel ziskových marží (měřený rozdílem mezi deflátozem HDP v cenách výrobních faktorů a růstem jednotkových mzdových nákladů), který v roce 2012 výrazně poklesl, by se měl v roce 2013 stabilizovat díky postupnému, i když mírnému zlepšení hospodářské aktivity v průběhu tohoto roku. Postupně se zlepšující hospodářské podmínky by měly následně podpořit mírné oživení ziskových marží.

Růst regulovaných cen a nepřímých daní, který je součástí plánů fiskální konsolidace, by měl v letech 2013 a 2014 výrazně zvyšovat inflaci měřenou HICP. Očekává se, že v roce 2015 se takové vlivy projeví

v základní projekci méně výrazně. Příčinou je však částečně nedostatek podrobných informací o fiskálních opatřeních na daný rok.

Ve srovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu v září 2013 byla projekce celkové inflace měřené HICP v roce 2013 revidována o 0,1 procentního bodu směrem dolů, což odráží nedávné nižší než očekávané hodnoty. Projekce inflace na rok 2014 byla revidována o 0,2 procentního bodu směrem dolů, což odráží také nižší ceny komodit.

Makroekonomické projekce¹

(čtvrtletní údaje)

HICP v eurozóně

(meziroční procentuální změny)



Reálný HDP v eurozóně²⁾

(mezičtvrtletní procentuální změny)



¹⁾ Rozpětí v okolí středové projekce 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 rovněž dostupná na internetových stránkách ECB.

²⁾ Údaje očištěné o vliv počtu pracovních dnů.

FISKÁLNÍ VÝHLED

Na základě předpokladů popsaných v boxu 1 výše by měl podle projekcí schodek veřejných financí eurozóny klesnout z úrovně 3,7 % HDP v roce 2012 na 3,2 % v roce 2013 a poté dále klesnout v roce 2014 na 2,6 % a v roce 2015 na 2,4 %. Nižší schodek, který projekce předpokládají pro rok 2013, odráží úsilí o fiskální konsolidaci v mnoha zemích eurozóny a částečné odeznívání státní pomoci finančnímu sektoru. V roce 2014 a 2015 by měl být pokles schodku veřejných financí způsoben příznivým příspěvkem cyklické složky a pokračujícím zlepšováním strukturální složky. Ta by se však podle projekcí měla zlepšovat pomalejším tempem než v roce 2013 a je v zásadě způsobena pokračujícím mírným tempem růstu veřejných výdajů. V důsledku toho by se podle projekcí mělo strukturální saldo rozpočtu, tzn. saldo očištěné od cyklických vlivů a všech dočasných opatření, v roce 2013 a v menší míře po zbytek horizontu projekcí znatelně zlepšit. Podle projekcí dosáhne poměr hrubého vládního dluhu v eurozóně k HDP nejvyšší hodnoty 93,6 % v roce 2014 a poté klesne v roce 2015 na 93,1 %.

CITLIVOSTNÍ ANALÝZA FISKÁLNÍHO VÝVOJE

Citlivostní analýzy se obvykle provádějí s cílem kvantifikovat rizika základní projekce, která vyplývají z alternativ vývoje některých předpokladů, z nichž projekce vychází. Tento box prezentuje výsledky analýzy předpokládající dodatečnou fiskální konsolidaci motivovanou snahou splnit fiskální cíle.

Jak je uvedeno v boxu 1, mezi předpoklady fiskální projekce patří všechna opatření fiskální politiky, která již byla schválena národními parlamenty nebo která již byla dostatečně podrobně rozpracována vládami a je u nich pravděpodobné, že legislativním procesem úspěšně projdou. V případě většiny zemí opatření zahrnutá do základní projekce nevyhovují požadavkům na fiskální konsolidaci podle nápravné nebo preventivní části Paktu stability a růstu. Závazek vyhovět těmto požadavkům je z větší části obsažen ve fiskálních cílech, které vlády formulovaly v aktualizovaných programech stability pro rok 2013, v dokumentaci programů EU a MMF a do určité míry také v nedávných návrzích rozpočtových plánů pro rok 2014. Opatření k dosažení těchto cílů však často chybí nebo nejsou dostatečně specifikována, a proto nejsou zohledněna v základní projekci, a to zejména pro rok 2015, který pro většinu zemí není zahrnut do současných rozpočtových dokumentů. Je tedy nezbytné, aby do roku 2015 byla vládami přijata dodatečná fiskální konsolidační opatření nad rámec opatření zahrnutých do základní projekce, a je zároveň pravděpodobné, že přijata budou. Jejich vliv na růst reálného HDP a inflaci měřenou HICP lze měřit pomocí citlivostní analýzy fiskálního vývoje. Citlivostní analýza je důležitá pro posouzení rizik základní projekce.

Předpoklady citlivostní analýzy fiskálního vývoje

Východím 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.

S využitím tohoto přístupu je předpokládána dodatečná konsolidace pro eurozónu pro rok 2013 přibližně na nulové úrovni a v roce 2014 činí zhruba 0,2 % HDP, zatímco v roce 2015 je považován za pravděpodobný větší rozsah dodatečných opatření (okolo 0,6 % HDP, čímž se souhrnná hodnota dodatečné konsolidace dostává na 0,8 % HDP do konce roku 2015). Pokud jde o strukturu fiskálních opatření, citlivostní analýza usiluje o zapracování profilů nejpravděpodobnějších dodatečných konsolidačních opatření, které jsou specifické pro jednotlivé země a období. Pro eurozónu jako celek je v tomto hodnocení fiskální konsolidace mírně 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 Model¹ jsou shrnuty v níže uvedené tabulce.

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

Předpoklady (v % HDP)	2013	2014	2015
Vládní rozpočtové cíle ¹⁾	-3,1	-2,4	-1,6
Základní fiskální projekce	-3,2	-2,6	-2,4
Souhrnná dodatečná fiskální konsolidace ²⁾	0,0	0,2	0,8
Vliv dodatečné fiskální konsolidace (v procentních bodech)³⁾			
Růst reálného HDP	0,0	-0,1	-0,3
Inflace měřená HICP	0,0	0,0	0,2

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

2) Citlivostní analýza vycházející z hodnocení odborníků Eurosystemu.

3) Odchytky 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.

Makroekonomické důsledky dodatečné fiskální konsolidace jsou v letech 2013 a 2014 omezené. Pro rok 2015 je dopad na růst reálného HDP odhadován na zhruba -0,3 procentního bodu, zatímco předpokládaný dopad na inflaci měřenou HICP činí zhruba 0,2 procentního bodu. Analýza tak ukazuje na určitá protirůstová rizika základní projekce růstu reálného HDP, a to zejména v roce 2015, protože v základní projekci zatím nejsou zahrnuta všechna zamýšlená fiskální konsolidační opatření. Zároveň jsou přítomna i proinflační rizika, neboť se předpokládá, že část dodatečné konsolidace 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 opatření fiskální konsolidace často mají negativní krátkodobý vliv na růst reálného HDP, existují také pozitivní dlouhodobější vlivy na hospodářskou aktivitu, které nejsou patrné v horizontu této analýzy.²

Výsledky této analýzy by neměly být interpretovány jako zpochybnění potřeby dodatečné fiskální konsolidace ve sledovaném období. Naopak, pro obnovení zdravých veřejných financí v eurozóně je další konsolidační úsilí nezbytné. Bez takové konsolidace existuje riziko negativního dopadu na ceny státních dluhopisů. Také vliv na důvěru by mohl být negativní, což by mohlo být překážkou hospodářskému oživení.

1 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, ECB, 2008.

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

Box 3

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

Prognózy, které jsou v současné době k dispozici od dalších institucí, předpokládají, že reálný HDP v eurozóně v roce 2013 poklesne o 0,4 %, což odpovídá projekci odborníků Eurosystemu. Očekává se, že růst reálného HDP postupně zrychlí na 0,9 až 1,1 % v roce 2014 a na 1,3 až 1,7 % v roce 2015, což jsou hodnoty podobné trajektorii v rámci projekcí odborníků Eurosystemu.

Pokud jde o inflaci, prognózy dalších institucí ukazují na průměrnou meziroční inflaci měřenou HICP v roce 2013 na úrovni mezi 1,4 a 1,5 %, což je podobná hodnota jako v projekcích odborníků Eurosystemu. Další dostupné prognózy předpokládají, že průměrná inflace měřená HICP bude mezi 1,2 a 1,5 % v roce 2014 a mezi 1,2 a 1,6 % v roce 2015.

Srovnání prognóz růstu reálného HDP a inflace měřené HICP v eurozóně

(meziroční procentuální změny)	Datum zveřejnění	Růst HDP			Inflace měřená HICP		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015
Projekce odborníků Eurosystemu	prosinec 2013	-0,4 [-0,5 – -0,3]	1,1 [0,4 – 1,8]	1,5 [0,4 – 2,6]	1,4 [1,4 – 1,4]	1,1 [0,6 – 1,6]	1,3 [0,5 – 2,1]
Evropská komise	listopad 2013	-0,4	1,1	1,7	1,5	1,5	1,4
OECD	listopad 2013	-0,4	1,0	1,6	1,4	1,2	1,2
Euro Zone Barometer	listopad 2013	-0,4	1,1	1,5	1,5	1,4	1,6
Consensus Economics Forecasts	listopad 2013	-0,4	0,9	1,3	1,4	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters	listopad 2013	-0,4	1,0	1,5	1,4	1,5	1,6
MMF	říjen 2013	-0,4	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4

Zdroje: European Commission Economic Forecasts, Autumn 2013; IMF World Economic Outlook, October 2013; OECD Economic Outlook, November 2013; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a ECB's Survey of Professional Forecasters. Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu a prognózy OECD uvádějí meziroční tempa růstu očištěná o vliv počtu pracovních dní, zatímco Evropská komise a MMF pracují s meziročními tempy růstu, která o vliv počtu pracovních dní za rok očištěna nejsou. U ostatních prognóz se neuvádí, která z těchto metodik byla při vykazování údajů použita.



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTEM

SHRNUTÍ KAPITOL MĚSÍČNÍHO BULLETINU ECB, PROSINEC 2013

HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ

1 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ EUROZÓNY

Hospodářské oživení ve světě zůstává utlumené a mezi jednotlivými hospodářskými regiony panují rozdíly, přičemž dynamika růstu se postupně přesouvá ve prospěch vyspělých ekonomik. Nejnovější ukazatele z výběrových šetření naznačují, že růst hospodářské aktivity ve světě bude dál pokračovat, což je dáno mimo jiné stabilizací finančních podmínek ve světě. Ve střednědobém horizontu by se vyhlídka vyspělých ekonomik měly zlepšit, v případě rozvíjejících se trhů by však měly zůstat v porovnání s historickými trendy utlumené. Světový hospodářský růst stále tlumí řada cyklických a strukturálních faktorů a výhled hospodářské aktivity zůstává celkově spojen spíše s riziky zpomalení. Světový obchod mezitím postupně posiluje, ale tempo růstu je i nadále výrazně pomalejší než před globální finanční krizí. Tempo růstu spotřebitelských cen ve většině vyspělých a rozvíjejících se ekonomik od července zpomalilo vlivem nižších cen energií a potravin. Pokud jde o budoucí vývoj, očekává se, že inflační tlaky zůstanou utlumené vzhledem k nadále velkým volným kapacitám na světové úrovni.

2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

2.1 PENÍZE A ÚVĚRY MFI

Tempo meziročního růstu širokých peněz se ve třetím čtvrtletí a v říjnu 2013 dále zmírnilo a odráželo tak skutečně slabou tvorbu peněz v eurozóně. Zároveň se i nadále snižoval objem úvěrů poskytnutých nefinančnímu soukromému sektoru, avšak tempo tohoto poklesu se stabilizovalo. Jedinou hlavní protipoložkou podporující růst peněžní zásoby zůstává pokračující příliv kapitálu do eurozóny, který je patrný na pokračujícím nárůstu čistých zahraničních aktiv MFI. Tento příliv kapitálu pozorovaný jak v zemích, které jsou vystaveny tlakům, tak těch, které jim vystaveny nejsou, rovněž přispěl k dalšímu snižování finanční rozdrobenosti a umožnil nefinančním podnikům dále zvyšovat jejich hotovostní polštář. Vývoj růstu peněžní zásoby a objemu úvěrů zůstává celkově utlumený.

2.2 FINANČNÍ INVESTICE NEFINANČNÍCH SEKTORŮ A INSTITUCIONÁLNÍCH INVESTORŮ

Meziroční tempo růstu finančních investic nefinančních sektorů kleslo ve druhém čtvrtletí 2013 na 1,9 % a odráželo tak pokračující oslabení hospodářského prostředí a nižší příležitosti k výdělku. Meziroční tempo růstu finančních investic pojišťoven a penzijních fondů dosáhlo v uvedeném čtvrtletí 3,0 %. V prostředí vyznačujícím se snahou o získání vyššího výnosu a sníženou averzí k riziku přitom zaznamenaly ve třetím čtvrtletí (stejně jako v předchozím čtvrtletí) další příliv investic investiční fondy. Tento příliv byl zvláště silný v případě akciových a smíšených fondů.

2.3 ÚROKOVÉ SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU

Úrokové sazby peněžního trhu byly v období od září do poloviny listopadu 2013 poměrně stabilní. V polovině listopadu se však sazba EONIA zvýšila v souvislosti s nárůstem poptávky po opatrnostních likviditních polštářích, ke kterému došlo s blížícím se koncem roku vlivem snížení úrovně přebytku

likvidity. Rozhodnutí ze 7. listopadu 2013, kterým byla snížena úroková sazba hlavních refinančních operací ECB, vyvinulo určitý tlak na pokles úrovně a volatility úrokových sazeb termínového peněžního trhu (např. futures EURIBOR).

2.4 TRHY DLUHOPISŮ

Od konce srpna do 4. prosince klesly v eurozóně výnosy z dlouhodobých státních dluhopisů s ratingem AAA zhruba o 10 bazických bodů na 2 %, zatímco výnosy dlouhodobých státních dluhopisů ve Spojených státech zůstaly prakticky beze změny. V tomto období ovlivňovaly vývoj na trzích s dluhopisy na obou stranách Atlantiku především události ve Spojených státech, zejména nejistota ohledně toho, zda Federální rezervní systém před rozhodnutí Federálního výboru pro volný trh (FOMC) 18. září omezí pravidelný měsíční nákup aktiv, a nejistota ohledně projednávání dluhového stropu v říjnu. V září a říjnu zaznamenaly výnosy z dlouhodobých státních dluhopisů v obou regionech poměrně podobný vývoj, v listopadu však měly rozdílné tendence, když výnosy z amerických státních dluhopisů rostly, zatímco výnosy v eurozóně se stabilizovaly. Nejistota ohledně budoucího vývoje trhu s dluhopisy měřená implikovanou volatilitou v eurozóně i ve Spojených státech dále slábla. Spready státních dluhopisů mezi jednotlivými zeměmi eurozóny se v případě většiny zemí i nadále zmenšovaly. Finanční ukazatele dlouhodobých inflačních očekávání v eurozóně se prakticky nezměnily a jsou plně v souladu s cenovou stabilitou.

2.5 AKCIOVÉ TRHY

O konce srpna do 4. prosince 2013 vzrostly ceny akcií v eurozóně zhruba o 9 % a ve Spojených státech o 10 %. V září podporovalo akciové trhy na obou stranách Atlantiku zveřejňování příznivých ekonomických údajů a tržní očekávání možného odkladu snížení objemu kvantitativního uvolňování ze strany Federálního rezervního systému. V říjnu došlo ovšem v růstu cen akcií k částečnému obratu vinou patové situace ohledně dluhového stropu ve Spojených státech vedoucí k částečnému uzavření federálních úřadů. Ceny akcií znovu pokračovaly v růstu poté, co bylo v otázce dluhového stropu dosaženo dohody. Akciové trhy v eurozóně na začátku tohoto období do jisté míry těžily z příznivějších než očekávaných zpráv o makroekonomickém vývoji, v listopadu však byly zprávy o makroekonomickém vývoji smíšené. Nejistota na akciových trzích v eurozóně, měřená implikovanou volatilitou, v průběhu sledovaného období mírně klesla.

2.6 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Od července do října 2013 klesly reálné náklady na financování nefinančních podniků v eurozóně o 6 bazických bodů, což odráží pokles nákladů na akcie a nákladů na tržní dluh. Naopak reálné náklady na bankovní úvěry vzrostly. Pokud jde o finanční toky, meziroční tempo růstu objemu bankovních úvěrů pro nefinanční podniky se ve třetím čtvrtletí 2013 nadále snižovalo. Pokles úvěrů je především důsledkem slabé ekonomické aktivity v kontextu přísných podmínek pro poskytování úvěrů bankami v některých částech eurozóny. Meziroční tempo růstu emise dluhových cenných papírů sice zůstalo silné, přesto ale dosáhlo nejnižší úrovně od června 2012.

2.7 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE SEKTORU DOMÁCNOSTÍ

Podmínky financování domácností v eurozóně se ve třetím čtvrtletí 2013 vyznačovaly v zásadě stabilními sazbami z bankovních úvěrů, a to v prostředí setrvalé a značné heterogenity v jednotlivých zemích a u jednotlivých nástrojů. Roční tempo růstu úvěrů MFI pro domácnosti eurozóny (očištěné o prodej a sekuritizaci úvěrů) se od začátku roku stabilizovalo na mírně kladné úrovni a v říjnu 2013 činilo 0,3 %. Nejnovější údaje nadále naznačují, že vývoj v oblasti úvěrů domácnostem je utlumený a odráží tak především slabý trh s bydlením, nejisté ekonomické vyhlídky, vysokou nezaměstnanost a ze

střednědobého pohledu také nezbytné korekce dřívějších excesů týkajících se nahromadění dluhu (především v některých zemích eurozóny). Současně byly měsíční toky úvěrů MFI poskytnuté domácnostem ve třetím čtvrtletí poněkud silnější než v první polovině roku. Výsledky průzkumu bankovních úvěrů z října 2013 navíc naznačují, že banky očekávají ve čtvrtém čtvrtletí další zvýšení poptávky po úvěrech na bydlení. Odhaduje se, že poměr dluhu domácností k hrubému disponibilnímu důchodu zůstal ve třetím čtvrtletí stabilní na úrovni odpovídající ostatním hodnotám zaznamenaným od poloviny roku 2010. Podle odhadů zůstalo v daném čtvrtletí i zatížení domácností úrokovými platbami prakticky beze změny.

3 CENY A NÁKLADY

Podle předběžného odhadu Eurostatu vzrostla v listopadu 2013 meziroční inflace měřená HICP z říjnové hodnoty 0,7 % na 0,9 %. Tento růst celkově odpovídal očekávání a odrážel především stimulační vliv srovnávací základny související s vývojem cen energií a vyšší tempo růstu cen služeb. Na základě současných cen futures na energie by měla meziroční míra inflace v následujících měsících setrvat na zhruba stávající úrovni. Očekává se, že základní cenové tlaky v eurozóně zůstanou ve střednědobém horizontu utlumené. Současně zůstávají inflační očekávání pro eurozónu ve střednědobém až dlouhodobém horizontu i nadále pevně ukotvena na úrovni, která odpovídá cíli Rady guvernérů zachovat míru inflace pod 2 %, ale blízko této úrovni.

Toto hodnocení se také odráží v makroekonomických projekcích pro eurozónu z prosince 2013 sestavených odborníky Eurosystemu. Podle těchto projekcí by meziroční inflace měřená HICP měla v roce 2013 dosáhnout úrovně 1,4 %, v roce 2014 úrovně 1,1 % a v roce 2015 pak 1,3 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi ze září 2013 sestavenými pracovníky ECB byla projekce inflace upravena směrem dolů o 0,1 procentní bod pro rok 2013 a o 0,2 procentního bodu pro rok 2014. Rizika ohrožující výhled cenového vývoje jsou ve střednědobém horizontu celkově vyrovnaná.

4 NABÍDKA, POPTÁVKA A TRH PRÁCE

Po růstu reálného HDP v eurozóně, který ve druhém čtvrtletí roku 2013 dosáhl úrovně 0,3 %, činilo ve třetím čtvrtletí jeho mezičtvrtletní tempo 0,1 %. Vývoj ukazatelů důvěry získaných z průzkumů v období do listopadu odpovídá kladnému růstu i ve čtvrtém čtvrtletí roku. V letech 2014 a 2015 se očekává, že se bude produkt zotavovat pomalým tempem, a to zejména v důsledku určitého zlepšování domácí poptávky podpořené akomodativním přístupem měnové politiky. Pro hospodářskou aktivitu v eurozóně by mělo být přínosné také postupné posilování poptávky po vývozu. Mimo to se zdá, že se v reálné ekonomice postupně projevuje celkové zlepšování situace na finančních trzích, ke kterému postupně dochází od loňského roku, a obdobně by měl působit pokrok dosažený v oblasti fiskální konsolidace. Navíc mělo na reálný důchod v nedávné době pozitivní vliv nižší tempo růstu cen energií. Současně však bude na hospodářskou aktivitu nadále negativně působit vysoká nezaměstnanost v eurozóně a nezbytná korekce rozvah ve veřejném i soukromém sektoru.

Toto hodnocení se také odráží v makroekonomických projekcích pro eurozónu z prosince 2013, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by roční reálný HDP měl v roce 2013 klesnout o 0,4 % a v roce 2014 a 2015 by měl vzrůst o 1,1 %, resp. 1,5 %. V porovnání s projekcemi ze září 2013, které sestavili pracovníci ECB, zůstává projekce tempa růstu reálného HDP pro rok 2013 beze změny a pro rok 2014 byla revidována o 0,1 procentního bodu směrem nahoru. Hospodářský výhled v eurozóně je spojen s riziky zpomalení ekonomického růstu.

5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

Podle ekonomické prognózy Evropské komise z podzimu 2013 fiskální konsolidace v eurozóně pokračovala. Schodek vládního sektoru by měl z hodnoty 3,7 % HDP v roce 2012 klesnout na 3,1 % v roce 2013. Současně se očekává, že dluh vládního sektoru v eurozóně dosáhne v roce 2014 nového maxima 96 % HDP. Poté by však měl poprvé od vypuknutí finanční krize klesat. Návrhy rozpočtových plánů, které země eurozóny v polovině října 2013 poprvé předložily v souladu s tzv. souborem dvou nařízeních („two-pack“), ukazují na výrazné oslabení konsolidačního úsilí. Podle Evropské komise by souhrnné snížení strukturálního schodku naznačované předloženými plány dosahovalo v roce 2014 pouze 0,25 % HDP. V polovině listopadu Komise vyzvala několik zemí eurozóny, aby před tím, než schválí konečnou podobu rozpočtu pro rok 2014, přijaly dodatečná opatření s cílem dostát fiskálním pravidlům EU. Tato dodatečná opatření by měla být prorůstová a měla by se zaměřit na snížení neproduktivních vládních výdajů, zároveň však, kdykoli to bude možné, chránit veřejné investice a vyhnout se dalšímu zvyšování daní.