

ÚVODNÍ SLOVO

Na základě své pravidelné hospodářské a měnové analýzy rozhodla Rada guvernérů na svém zasedání 5. září, že ponechá základní úrokové sazby ECB beze změny. Aktuální údaje a analýzy dále podpořily předchozí hodnocení Rady guvernérů. Očekává se, že základní cenové tlaky v eurozóně zůstanou ve střednědobém horizontu utlumené. V souladu s tím je růst peněžní zásoby a zejména objemu úvěrů nadále nevýrazný. Inflační očekávání pro eurozónu jsou nadále pevně ukotvena na úrovni, která odpovídá cíli zachovat míru inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně. Přitom růst reálného HDP nabyl ve druhém čtvrtletí kladné hodnoty poté, co během šesti čtvrtletí vykazoval záporné hodnoty, a ukazatele důvěry až do srpna potvrzují očekávané postupné zlepšování vývoje hospodářské aktivity z dřívějších nízkých úrovní. Přístup měnové politiky je i nadále zaměřen na zachování míry měnové akomodace, kterou vyžaduje výhled cenové stability, a na podporu stabilních podmínek na peněžním trhu. Tímto způsobem podporuje postupné oživení hospodářské aktivity. Pokud jde o budoucí vývoj, přístup měnové politiky zůstane akomodační po nezbytně dlouhou dobu, což odpovídá červencové signalizaci budoucí měnové politiky. Rada guvernérů potvrzuje své očekávání, že základní úrokové sazby ECB zůstanou na stávající nebo nižší úrovni po delší dobu. Toto očekávání nadále vychází z nezměněného, celkově slabšího výhledu inflace zasahujícího až do střednědobého horizontu, a to vzhledem k plošnému oslabení ekonomiky a k utlumené dynamice měnového vývoje. V nadcházejícím období bude Rada guvernérů sledovat všechny nové údaje o hospodářském a měnovém vývoji a vyhodnotí možné dopady na střednědobý výhled cenové stability. Na podmínky na peněžním trhu pak mělo vliv také postupné snižování přebytečné likvidity. Splácení finančních prostředků přijatých v rámci tříletých dlouhodobějších refinančních operací se na finančním trhu odráží zlepšováním důvěry a určitým snížením jeho rozdrobenosti a na straně bank v eurozóně pak pokračujícím procesem snižování jejich zadluženosti. Rada guvernérů bude nadále věnovat zvláštní pozornost tomu, jaké důsledky může mít uvedený vývoj na přístup měnové politiky.

Pokud jde o hospodářskou analýzu, reálný HDP v eurozóně po šesti čtvrtletích záporného tempa hospodářského růstu vzrostl ve druhém čtvrtletí 2013 oproti předchozímu čtvrtletí o 0,3 %. Tento nárůst lze částečně vysvětlit přechodnými vlivy povětrnostních podmínek v prvním pololetí tohoto roku. Od té doby se ukazatele důvěry získané z průzkumů v období do srpna z předchozích nízkých úrovní dále zlepšily, což celkově potvrzuje postupné oživení hospodářské aktivity, které Rada guvernérů očekávala již dříve. Po zbytek letošního roku a v roce 2014 se v souladu se základním scénářem očekává, že se bude produkt zotavovat pomalým tempem, a to zejména v důsledku postupného zlepšování domácí poptávky podpořené akomodacním přístupem měnové politiky. Pro hospodářskou aktivitu v eurozóně by mělo být přínosné také postupné posilování vnější poptávky po vývozu. Vedle toho se zdá, že se v reálné ekonomice postupně projevuje celkové zlepšování situace na finančních trzích, ke kterému dochází od loňského léta, a obdobně by měl působit pokrok dosažený v oblasti fiskální konsolidace. Navíc měla na reálný důchod v nedávné době pozitivní vliv obecně nižší inflace. Nezaměstnanost v eurozóně je přitom stále vysoká a na hospodářskou aktivitu bude nadále negativně působit nezbytná korekce rozvah ve veřejném i soukromém sektoru.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu ze září 2013, které sestavili pracovníci ECB. Podle těchto projekcí by měl roční reálný HDP v roce 2013 poklesnout o 0,4 % a v roce 2014 vzrůst o 1,0 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z června 2013, které sestavili odborníci Eurosystemu, došlo k úpravě projekce na rok 2013 o 0,2 procentního bodu směrem nahoru, což odráží především aktuální údaje. Projekce na rok 2014 byla revidována o 0,1 procentního bodu směrem dolů.

Hospodářský výhled v eurozóně zůstává nadále spojen s riziky zpomalení ekonomického růstu. Nedávný vývoj podmínek na světových peněžních a finančních trzích a související nejistota mohou nepříznivě působit na hospodářské podmínky. K dalším rizikům se řadí vyšší ceny komodit v souvislosti s obnoveným geopolitickým napětím, slabší než očekávaná světová poptávka a pomalé nebo nedostatečné zavádění strukturálních reforem v zemích eurozóny.

Podle předběžného odhadu Eurostatu klesla v souladu s očekáváním meziroční inflace v eurozóně měřená HICP z úrovně 1,6 % v červnu a červenci 2013 na 1,3 % v srpnu. Na základě stávajících předpokladů o vývoji cen energií a směnného kurzu se očekává, že meziroční míra inflace zůstane v příštích měsících nízká, a to zejména díky vývoji cen energií. Při pohledu z odpovídající střednědobé perspektivy se očekává, že základní cenové tlaky zůstanou utlumené, a budou tak odrážet plošné oslabení agregátní poptávky a mírné tempo oživení. Středně- až dlouhodobá inflační očekávání zůstávají pevně ukotvena v souladu s cenovou stabilitou.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu ze září 2013, které sestavili pracovníci ECB. Podle těchto projekcí by měla roční inflace měřená HICP dosáhnout v roce 2013 úrovně 1,5 % a v roce 2014 pak 1,3 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z června 2013, které sestavili odborníci Eurosystemu, došlo k úpravě projekce inflace na rok 2013 o 0,1 procentního bodu směrem nahoru a projekce na rok 2014 zůstala beze změny.

Rizika střednědobého výhledu cenového vývoje by měla být stále celkově vyrovnaná, přičemž proinflační rizika souvisejí zejména s vyššími cenami komodit a silnějším než očekávaným růstem regulovaných cen a nepřímých daní. Protiinflační rizika pak vyplývají ze slabší než očekávané hospodářské aktivity.

Pokud jde o měnovou analýzu, údaje za červenec potvrzují, že základní růst širokých peněz (M3) a zejména objemu úvěrů byl utlumený. Meziroční růst agregátu M3 v červenci dále oslabil na 2,2 %, přičemž v červnu činil 2,4 %. Meziroční růst agregátu M1 zůstal silný, avšak z červnové úrovně 7,5 % oslabil v červenci na 7,1 %. Růst agregátu M3 nadále podporovaly především čisté kapitálové toky do eurozóny, přičemž meziroční tempo změny objemu úvěrů soukromému sektoru dále oslabilo. Meziroční tempo růstu úvěrů domácnostem (očistěné o prodej a sekuritizaci úvěrů) zůstalo v červenci na úrovni 0,3 % a od přelomu roku se prakticky nezměnilo. Meziroční tempo změny úvěrů nefinančním podnikům (očistěné o prodej a sekuritizaci úvěrů) činilo v červenci -2,8 %, oproti -2,3 % v červnu. Slabá dynamika úvěrů nadále odráží především stávající fázi

hospodářského cyklu, zvýšené úvěrové riziko a probíhající korekci rozvah ve finančním i nefinančním sektoru.

Od léta 2012 bylo dosaženo výrazného pokroku při zlepšování financování bank a zejména v posilování domácí vkladové báze v řadě zemí vystavených finančnímu tlaku. 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, v nichž je to zapotřebí. Dosažení tohoto cíle napomohou další rozhodné kroky vedoucí ke zřízení bankovní unie.

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

V zájmu dalšího snížení nerovnováh a posílení konkurenceschopnosti, hospodářského růstu a tvorby pracovních míst je nezbytné, aby země eurozóny nadále pokračovaly ve své reformní agendě. V oblasti svých fiskálních politik by vlády neměly polevit v úsilí o snižování schodků a zadluženosti. Struktura fiskální konsolidace by měla být zaměřena na prorůstově orientovaná opatření, která zohledňují střednědobou perspektivu a propojují zlepšování kvality a efektivity veřejných služeb s minimalizací narušujících vlivů zdanění. V oblasti hospodářských politik napomohou reformy trhu zboží a služeb zaměřené na zvýšení konkurenceschopnosti vytvářet nové podniky, podpořit sektor obchodovatelného zboží a vytváření pracovních míst, přičemž vysoké míry nezaměstnanosti vyžadují rozhodné strukturální reformy zaměřené na snížení rigidity na trzích práce a zvýšení poptávky po práci.



Box

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ PRACOVNÍKY ECB

Na základě informací dostupných k 23. srpnu 2013 sestavili pracovníci ECB projekce makroekonomického vývoje eurozóny.¹ Podle těchto projekcí by měl reálný HDP v roce 2013 klesnout o 0,4 % a v roce 2014 vzrůst o 1,0 %. Inflace měřená HICP by v roce 2013 měla dosáhnout průměrné hodnoty 1,5 % a v roce 2014 1,3 %.

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 15. srpna 2013.

Předpoklad ohledně krátkodobých úrokových sazeb má čistě technický charakter. Krátkodobé sazby se měří tříměsíční sazbou EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozuje od sazeb futures. Podle této metodiky vychází průměrná úroveň těchto krátkodobých úrokových sazeb v roce 2013 na 0,2 % a v roce 2014 na 0,5 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 3,0 % v roce 2013 a 3,5 % v roce 2014. S ohledem na vývoj forwardových tržních úrokových sazeb a postupné promítání změn tržních sazeb do sazeb z úvěrů se očekává, že kompozitní sazby z bankovních úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru v eurozóně dosáhnou ve druhé polovině roku 2013 svého dna a následně budou postupně růst. Podmínky pro poskytování úvěrů by v roce 2013 měly mít na hospodářský růst v eurozóně nepříznivý vliv a v roce 2014 by měly být více neutrální.

Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzávěrky se předpokládá, že průměrná cena barelu ropy Brent dosáhne v roce 2013 úrovně 107,8 USD a v roce 2014 úrovně 102,8 USD. Ceny neenergetických komodit v amerických dolarech² by podle předpokladů měly v roce 2013 klesnout o 5,4 % a v roce 2014 o 0,1 %.

Očekává se, že dvojstranné směnné kurzy eura zůstanou v horizontu projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky. To by znamenalo, že oproti úrovni 1,29 USD za 1 EUR v roce 2012 vzroste kurz eura k americkému dolaru v roce 2013 na hodnotu 1,32 USD za 1 EUR a v roce 2014 na hodnotu 1,33 USD za 1 EUR. Předpokládá se, že průměrný roční efektivní směnný kurz eura v roce 2013 vzroste o 3,6 % a v roce 2014 o 0,7 %.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 23. srpnu 2013. U těchto plánů se počítá se všemi opatřeními, která již byla národními parlamenty schválena nebo která byla vládami podrobně rozpracována a u nichž je pravděpodobné, že legislativním procesem úspěšně projdou.

¹ Makroekonomické projekce pracovníků ECB doplňují projekce odborníků Eurosystemu, které sestavují dvakrát za rok společně odborníci 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, June 2001, která je k dispozici na internetových stránkách ECB. Rozpětí 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. Použitá metodika 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 Předpoklady o cenách ropy a potravin vycházejí z cen futures do konce období projekcí. U ostatních komodit se předpokládá, že ceny budou sledovat ceny futures do druhého čtvrtletí 2014 a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

Projekce pro mezinárodní prostředí

Očekává se, že růst reálného HDP ve světě (mimo eurozónu) v horizontu projekcí postupně oživí z hodnoty 3,4 % v roce 2013 na 4,0 % v roce 2014. Obecně v souladu s projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu v červnu 2013 došlo ve vyspělých ekonomikách v první polovině roku 2013 k určitému posílení tempa růstu. Naopak tempo růstu rozvíjejících se ekonomik se poněkud zmírnilo kvůli slabší domácí poptávce a utlumení vývozu způsobenému nižšími cenami komodit (které ovlivňují vývozce komodit) a slabou zahraniční poptávkou. V krátkodobém horizontu naznačují ukazatele důvěry pokračování mírné hospodářské aktivity ve světě. Krátkodobou perspektivu hospodářského růstu především v některých rozvíjejících se ekonomikách rovněž nepříznivě ovlivní jisté zpřísnění podmínek financování, ke kterému došlo od posledního sestavení projekcí částečně v souvislosti se změnou tržního hodnocení rozsahu stimulačních měnových opatření v USA v budoucnosti. Očekává se, že tempo globálního oživení bude i nadále pozvolné. Na růst vyspělých ekonomik bude mít dopad pokračující, avšak dosud neúplná restrukturalizace soukromého sektoru a fiskální konsolidace. Oživení na některých hlavních rozvíjejících se trzích, jako je např. Čína, bude rovněž nevýrazné, protože hospodářskou aktivitu omezují strukturální faktory. Vzhledem k tomu, že poptávka ze strany hlavních obchodních partnerů eurozóny roste pomaleji než ve zbytku světa, je zahraniční poptávka eurozóny poněkud slabší; v roce 2013 by měla zahraniční poptávka narůst o 2,9 % a v roce 2014 by mělo dojít ke zrychlení tempa růstu na 5 %.

Projekce růstu reálného HDP

Po šesti po sobě jdoucích čtvrtletích, kdy reálný HDP klesal, byl ve druhém čtvrtletí roku 2013 zaznamenán nárůst reálného HDP o 0,3 %. K růstu reálného HDP ve druhém čtvrtletí kladně přispěla domácí poptávka a čistý vývoz, zatímco změny stavu zásob představovaly mírně záporný příspěvek. Relativně silný nárůst hospodářské aktivity ve druhém čtvrtletí lze do určité míry vysvětlit přechodnými vlivy souvisejícími zejména s počasím.

Předpokládá se, že po odeznění těchto přechodných vlivů bude růst reálného HDP ve třetím čtvrtletí roku 2013 nižší, ovšem zůstane nadále kladný. Pomineme-li dopad těchto přechodných vlivů, bude hospodářskou aktivitu v celém horizontu projekcí podporovat příznivý vliv postupného posilování zahraniční poptávky na vývoz. Domácí poptávka bude v krátkodobém horizontu těžit z poklesu tempa růstu cen komodit, který by měl podpořit reálné příjmy. Dále se očekává, že domácí poptávku posílí také akomodační přístup měnové politiky, ještě podpořený signalizací budoucí měnové politiky přicházející od Rady guvernérů ECB, a nárůst důvěry v podmínkách snižující se nejistoty. V delší perspektivě by měla domácí poptávka rovněž profitovat z méně restriktivního zaměření fiskální politiky a slábnoucích omezení v poskytování úvěrů. Nepříznivý dopad, který má na domácí poptávku omezený vývoj na trhu práce a přetrvávající potřeba snižovat zadluženost v některých zemích, by však měl v horizontu projekcí slábnout jen pozvolna. Celkově se očekává, že oživení zůstane podle historických měřítek utlumené a mezera výstupu tak zůstane v záporných hodnotách. V meziročním průměrném vyjádření se očekává v roce 2013 pokles reálného HDP o 0,4 %, převážně v důsledku negativního přenosového efektu, v roce 2014 by měl následovat nárůst o 1 %. Za tímto vývojem hospodářského růstu stojí stabilně rostoucí příspěvek domácí poptávky spolu s kladným, i když klesajícím příspěvkem čistého vývozu.

Bližší pohled na složky poptávky ukazuje, že by vývoz mimo eurozónu měl být po zbytek roku 2013 mírný a v roce 2014 získat na dynamice především díky poměrně vytrvalému posilování vnější poptávky eurozóny. Očekává se, že podnikové investice budou v období od konce roku 2013 nabírat na intenzitě. Růstu podnikových investic napomůže očekávané postupné posilování domácí i zahraniční poptávky, velmi nízká úroveň úrokových sazeb, potřeba postupně obnovit kapitál po několika letech utlumených investic, méně nepříznivý vliv nabídky úvěrů a posílení ziskových marží v souvislosti s ožíváním hospodářské aktivity. Kombinovaný nepříznivý dopad nízké míry využívání kapacit, potřeby dále

restrukturizovat rozvahy a nepříznivých podmínek financování v některých zemích eurozóny a některých sektorech však bude omezovat jen postupně. Investice do rezidenčních nemovitostí by měly v letošním a příštím roce zůstat utlumené, a to především v důsledku potřeby další konsolidace na trzích s bydlením v některých zemích, slabého růstu disponibilního důchodu a očekávání dalšího poklesu cen rezidenčních nemovitostí. Nepříznivý dopad těchto faktorů by měl více než kompenzovat vliv relativní atraktivity investic do rezidenčních nemovitostí v některých dalších zemích, v nichž jsou tyto investice podporovány historicky nízkými úroky z hypotečních úvěrů a rostoucími cenami rezidenčních nemovitostí. Investice vládního sektoru by v důsledku očekávaných opatření fiskální konsolidace v několika zemích eurozóny měly po celý horizont projekcí zůstat slabé.

Očekává se, že soukromá spotřeba bude po zbytek roku mírná, a to v kontextu stagnujícího současného trendu růstu reálného disponibilního důchodu a celkově nezměněné míry úspor. Soukromá spotřeba by měla v roce 2014 získat mírně na dynamice. Podporovat by ji mělo oslabení nepříznivého dopadu fiskální konsolidace a oživení pracovních příjmů v souvislosti se zlepšováním podmínek na trhu práce, a to i přes slabší růst míry úspor. Očekává se, že v horizontu projekcí podíl domácností, které by měly zvýšit svůj podíl úspor v kontextu rostoucího disponibilního důchodu a potřeby snížit zadluženost, bude více než kompenzovat podíl domácností, které svou míru úspor v prostředí klesajícího disponibilního důchodu a nízkého výnosu z úspor nadále snižují. Vládní spotřeba by měla v roce 2013 celkově stagnovat v důsledku konsolidačního úsilí a v roce 2014 by měla mírně posílit.

Dovoz ze zemí mimo eurozónu by měl v horizontu projekcí oživit, i když jej bude nadále tlumit stále slabá celková poptávka. Přebytek běžného účtu by měl v letech 2013 a 2014 vzrůst.

Tabulka A Makroekonomické projekce pro eurozónu

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

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

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

2) V projekcích pro rok 2014 se uvádí Lotyšsko jako součást eurozóny. Výpočet průměrné procentní změny za rok 2014 vychází ze složení eurozóny v roce 2013, které již Lotyšsko zahrnuje.

Projekce cen a nákladů

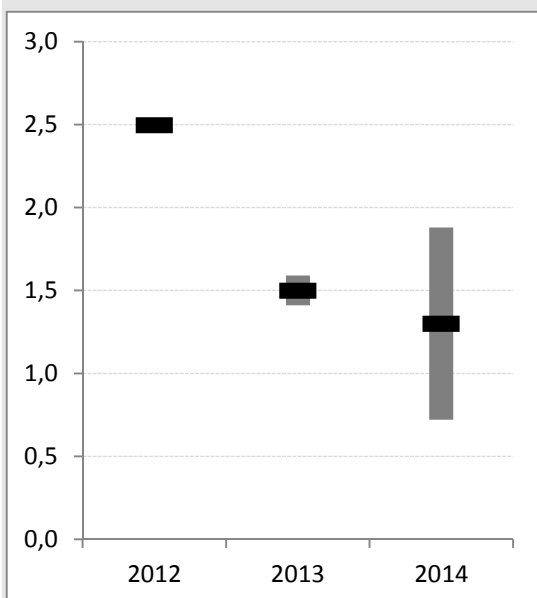
Celková inflace měřená HICP, která podle předběžného odhadu Eurostatu činila v letošním srpnu 1,3 %, by podle projekcí měla dosáhnout v roce 2013 průměrné úrovně 1,5 % a v roce 2014 pak 1,3 %. Inflace měřená HICP se v první polovině roku 2013 výrazně snížila v důsledku silného poklesu tempa růstu cen

energií oproti jeho zvýšené úrovni v roce 2012. Pokles tempa cen energií pak odrážel pokles cen ropy a apreciaci eura během loňského roku i vlivy srovnávací základny v souvislosti s odezněním dopadu dřívějšího růstu cen ropy. Pokud jde o další vývoj, ceny energií by měly v horizontu projekcí mírně klesat a odrážet tak předpokládaný vývoj cen ropy. V horizontu projekcí by podíl složky energií na celkové inflaci měřené HICP měl být zanedbatelný a tedy výrazně nižší, než je jeho historický průměr, což do určité míry vysvětluje mírný profil celkové inflace. I přes neobvyklé nárůsty cen nezpracovaných potravin zůstal růst cen potravin během první poloviny roku 2013 celkově beze změn. Pokud jde o další vývoj, tempo růstu cen potravin by mělo mírně zpomalit díky vlivům srovnávací základny a očekávanému počátečnímu poklesu mezinárodních i evropských cen potravinářských surovin. Inflace měřená HICP s vyloučením potravin a energií v první polovině roku 2013 zmírnila a odrážela tak slabý vývoj hospodářské aktivity. Očekává se, že v roce 2014 mírně vzroste a bude odrážet mírné oživení hospodářské aktivity a rostoucí vnější cenové tlaky.

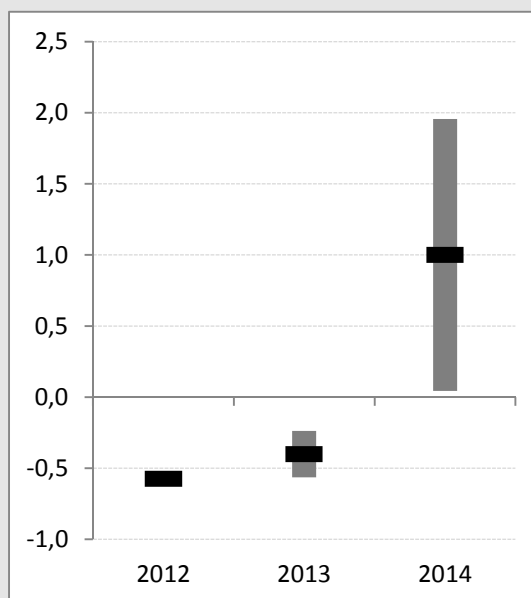
Makroekonomické projekce

(průměrné procentní změny za rok)

a) HICP v eurozóně



b) Reálný HDP v eurozóně¹⁾



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

Podrobnější pohled ukazuje, že se vnější cenové tlaky během první poloviny roku 2013 uvolnily díky efektivní apreciaci eura a poklesu cen ropných a neropných komodit, což vedlo k poklesu dovozního deflátoru. Dovozní deflátor by však během roku 2014 měl postupně růst v souvislosti s odezníváním vlivu dřívější apreciacie eura spolu s očekávaným růstem cen neenergetických komodit a posílením dynamiky poptávky po dovozu. Pokud jde o domácí cenové tlaky, meziroční tempo růstu náhrady na zaměstnance by mělo v roce 2013 i v roce 2014 zůstat utlumené v důsledku slabé situace na trhu práce. Vzhledem k letošnímu očekávanému prudkému poklesu růstu spotřebitelských cen by tempo růstu reálné náhrady na zaměstnance po poklesu v letech 2011 a 2012 mělo v roce 2013 posílit a v horizontu projekcí nadále mírně oživovat. Meziroční tempo růstu reálné náhrady na zaměstnance by v roce 2014 mělo zůstat výrazně pod tempem růstu produktivity a odrážet tak slabý trh práce. Tempo růstu jednotkových mzdových nákladů by podle projekcí mělo v letech 2013 a 2014 zpomalovat, neboť cyklické zvýšení růstu produktivity více než kompenzuje malé oživení tempa růstu náhrady na zaměstnance. Po silném

poklesu v roce 2012 by ukazatel ziskových marží (vypočtený jako poměr deflátoru HDP v základních cenách k jednotkovým mzdovým nákladům) měl v roce 2013 stagnovat a odrážet tak slabou domácí aktivitu. V následujícím období by nižší tempo růstu jednotkových mzdových nákladů a postupně se zlepšující hospodářské podmínky měly podporovat oživení ziskových marží. Růst regulovaných cen a nepřímých daní, který je součástí plánů fiskální konsolidace, by se v letech 2013 a 2014 měl výrazně podílet na inflaci měřené HICP, i když o něco méně než v roce 2012.

Porovnání s projekcemi odborníků Eurosystemu z června 2013

V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu, které byly zveřejněny v Měsíčním bulletinu v červnu 2013, byla projekce růstu reálného HDP pro rok 2013 upravena o 0,2 procentního bodu směrem nahoru, což odráží především aktuální údaje. Projekce pro rok 2014 byla upravena o 0,1 procentního bodu směrem dolů a odráží tak dopad slabší zahraniční poptávky, silnější efektivní směnný kurz eura a vyšší úrokové sazby. Projekce celkové inflace měřené HICP byla pro rok 2013 upravena o 0,1 procentního bodu směrem nahoru a odráží tak vyšší než očekávané ceny potravin a předpoklady vyšších cen ropy. Projekce inflace pro rok 2014 zůstává beze změny.

Tabulka B Porovnání s projekcemi z června 2013

(průměrné procentní změny za rok)

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

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 zcela srovnávat s makroekonomickými projekcemi pracovníků ECB, neboť byly dokončovány v rozdílných obdobích. Navíc pro odvození předpokladů pro vývoj fiskálních, finančních a externích proměnných, včetně cen ropy a dalších komodit, používají odlišné (částečně nespecifikované) metodiky. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očišťování údajů o vliv počtu pracovních dní.

Rozpětí prognóz růstu reálného HDP v eurozóně pro roky 2013 a 2014, které jsou v současnosti k dispozici od dalších organizací a institucí, sou v rozpětí nejistoty projekcí pracovníků ECB a blíží se středu jejich intervalů. Pokud jde o inflaci, rozpětí prognóz inflace HICP pro rok 2013 vypracované dalšími organizacemi a institucemi je mírně vyšší než rozpětí nejistoty v projekcích pracovníků ECB a také vyšší než střed jejich intervalu. Pro rok 2014 je rozpětí prognóz inflace HICP vypracované dalšími organizacemi a institucemi uvnitř intervalu projekcí pracovníků ECB a blízko středu jejich intervalu.

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

(průměrné procentní změny za rok)

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

Zdroje: European Commission Economic Forecast, Spring 2013; IMF World Economic Outlook Update, July 2013 v případě růstu reálného HDP a World Economic Outlook, April 2013 v případě inflace; OECD Economic Outlook, May 2013; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a Survey of Professional Forecasters ECB.

Poznámky: Jak makroekonomické projekce pracovníků ECB, tak 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.

SHRnutí KAPITOL MĚSÍČNÍHO BULLETINU ECB, ZÁŘÍ 2013

HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ

1 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ EUROZÓN

Globální oživení je i nadále utlumené a jeho intenzita se liší podle regionu. Ukazatele z výběrových šetření se zřejmě zotavily, i když důvěra zůstává slabá, což naznačuje, že k oživení světové ekonomiky bude pravděpodobně docházet jen pomalu. Ve většině hlavních vyspělých ekonomik mimo eurozónu existují známky toho, že se perspektiva hospodářského růstu zlepšuje, avšak růst bude ve střednědobém horizontu nadále omezován několika faktory. V rozvíjejících se tržních ekonomikách perspektiva hospodářského růstu zřejmě poněkud ztrácí dynamiku, nicméně se stále očekává, že růst bude v těchto ekonomikách větší než ve vyspělých zemích a že v nadcházejícím období významně přispěje k hospodářské aktivitě ve světě. Růst světového obchodu přitom zůstává slabý a ukazatele z výběrových šetření nadále naznačují pomalé oživení. Pokud jde o spotřebitelské ceny, inflace byla ve vyspělých ekonomikách v červenci celkově stabilní, zatímco na rozvíjejících se trzích je vývoj smíšený.

2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

2.1 PENÍZE A ÚVĚRY MFI

Pokud jde o široké peníze, meziroční růst se ve druhém čtvrtletí a v červenci 2013 dále zmínil, i když částečně vlivem srovnávací základny. Zároveň se v eurozóně objevily znaky ustupující finanční fragmentace, která je však stále výrazná. Snížení fragmentace bylo podporováno zlepšenými podmínkami financování bank, pokračujícím přílivem kapitálu od investorů nerezidentů a přesunem finančních prostředků ze zahraničí do zemí v eurozóně, které mají finanční obtíže. Uvedené faktory rovněž umožnily výrazné snížení přebytečné likvidity centrálních bank. Tato zlepšená situace na finančních trzích a ve financování bank však dosud nevedla ke zvýšení objemu úvěrů pro nefinanční soukromý sektor. Zatímco úvěry pro domácnosti se v průběhu druhého čtvrtletí zřejmě celkově stabilizovaly, objem úvěrů pro nefinanční podniky ve druhém čtvrtletí a v červenci 2013 dále zřetelně poklesl.

2.2 FINANČNÍ INVESTICE NEFINANČNÍHO SEKTORU A INSTITUCIONÁLNÍCH INVESTORŮ

Roční tempo růstu finančních investic nefinančních sektorů v prvním čtvrtletí 2013 mírně pokleslo na 2,3 % a odráželo tak pokračující oslabení hospodářského prostředí a nižší příležitosti k realizaci příjmů. Podobně se vyvíjelo roční tempo růstu finančních investic pojišťoven a penzijních fondů, které také pokleslo, a to na 3,3 % v prvním čtvrtletí. Investiční fondy zaznamenaly ve druhém čtvrtletí 2013 další příliv investic. Tento příliv nicméně nedosahoval objemů pozorovaných ve dvou předchozích čtvrtletích. Příčinou byl zejména měsíční odliv v červnu (jenž je třeba chápat v kontextu dočasného zvýšení volatility na finančních trzích v uvedeném měsíci).

2.3 ÚROKOVÉ SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU

Úrokové sazby peněžního trhu v době od června do začátku září 2013 mírně vzrostly. Signalizace budoucí měnové politiky ECB současně v tomto období vyvinula určitý tlak na pokles očekávání, pokud jde o úrokové sazby peněžního trhu (např. futures EURIBOR), i na snížení jejich volatility. S výjimkou mírného dočasného zvýšení na konci července zůstala sazba EONIA stabilní a na nízké úrovni, což je

projevem historicky nízkých základních úrokových sazeb ECB a skutečnosti, že je na jednodenním peněžním trhu nadále pozorován vysoký objem přebytečné likvidity.

2.4 TRHY DLUHOPISŮ

Mezi koncem května a 4. zářím 2013 se výnosy dlouhodobých státních dluhopisů s ratingem AAA v eurozóně celkově zvýšily zhruba o 40 bazických bodů na 2,1 %. V celkovém zvýšení se tak projevil vliv přelévání vývoje ve Spojených státech i zveřejňování pozitivních ekonomických údajů pro eurozónu. Ve Spojených státech se výnosy dlouhodobých státních dluhopisů zvýšily zhruba o 80 bazických bodů a 4. září dosahovaly 2,9 %. Došlo k tomu v situaci zveřejňování pozitivních ekonomických údajů a zvýšeného očekávání, že se bude snižovat objem nákupu dluhopisů v rámci programu kvantitativního uvolňování Federálního rezervního systému. V eurozóně se většina diferenciálů vůči německým státním dluhopisům mírně snížila. Nejistota ohledně budoucího vývoje na trhu s dluhopisy v eurozóně měřená implikovanou volatilitou mírně vzrostla. Ukazatele dlouhodobých inflačních očekávání vycházející z údajů trhu byly nadále plně v souladu s cenovou stabilitou.

2.5 AKCIOVÉ TRHY

V době od konce května do 4. září 2013 ceny akcií v eurozóně a ve Spojených státech vzrostly zhruba o 1 %. Na obou stranách Atlantiku podpořilo akciové trhy zveřejňování pozitivních ekonomických údajů. Jejich účinek však byl částečně oslaben očekáváním méně akomodačního přístupu měnové politiky, zejména v USA. V červnu v obou regionech ceny akcií poklesly v důsledku nejistoty na finančním trhu plynoucí z očekávání, že se bude bezprostředně snižovat objem nákupu dluhopisů Federálním rezervním systémem. Poté, co Rada guvernérů vydala sdělení o signalizaci budoucí měnové politiky a Federální rezervní systém poskytl určitá vysvětlení, v červenci ceny akcií v obou regionech vzrostly. V eurozóně v reakci na zveřejňování pozitivních ekonomických údajů během větší části srpna pokračovaly v růstu. Nejistota na akciových trzích v eurozóně měřená implikovanou volatilitou v průběhu sledovaného období mírně vzrostla.

2.6 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Reálné náklady financování nefinančních podniků v eurozóně zůstaly mezi dubnem a červencem 2013 stabilní, což odráží pokles nákladů na vlastní zdroje a na dlouhodobé bankovní úvěry, jenž byl kompenzován nárůstem nákladů na tržní dluh a na krátkodobé bankovní úvěry. Pokud jde o finanční toky, objem bankovních úvěrů pro nefinanční podniky se ve druhém čtvrtletí 2013 nadále snižoval. Pokles úvěrů je především důsledkem slabé ekonomické aktivity v situaci přísných podmínek pro poskytování úvěrů bankami v některých částech eurozóny. Emise podnikových dluhových cenných papírů byly i nadále značné, od začátku roku však výrazně zpomalily.

2.7 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE SEKTORU DOMÁCNOSTÍ

Podmínky financování domácností v eurozóně byly ve druhém čtvrtletí 2013 charakterizovány mírným poklesem sazeb bankovních úvěrů – zejména středně- a dlouhodobých, jakož i setrvalou a značnou heterogenitou mezi jednotlivými státy. Meziroční tempo růstu úvěrů MFI pro domácnosti eurozóny (očištěné o prodej a sekuritizaci úvěrů) se od začátku roku stabilizovalo na mírně kladné úrovni a v červenci 2013 činilo 0,3 %. Nejnovější údaje tak nadále naznačují, že vývoj v oblasti úvěrů domácnostem je utlumený, a zčásti odráží potřebu snížit dluh domácností v řadě zemí. Odhaduje se nicméně, že poměr dluhu domácností k hrubému disponibilnímu důchodu ve druhém čtvrtletí v důsledku stagnace důchodu a mírného zvýšení dluhu dále mírně vzrostl. Zatížení domácností úrokovými platbami se přitom celkově nezměnilo.

3 CENY A NÁKLADY

Podle předběžného odhadu Eurostatu klesla v eurozóně meziroční inflace měřená HICP z 1,6 % v červenci 2013 na 1,3 % v srpnu. Na základě aktuálních předpokladů vývoje cen energie a směnných kurzů se očekává, že meziroční míra inflace zůstane v nadcházejících měsících nízká, zejména v důsledku vývoje cen energie. Při pohledu z odpovídající střednědobé perspektivy se očekává, že základní cenové tlaky zůstanou utlumené a budou tak odrážet plošné oslabení agregátní poptávky a mírné tempo oživení. Středně- až dlouhodobá inflační očekávání zůstávají pevně ukotvena v souladu s cenovou stabilitou.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu ze září 2013, které sestavili pracovníci ECB. Podle těchto projekcí by měla meziroční inflace měřená HICP být v roce 2013 na úrovni 1,5 % a v roce 2014 na 1,3 %. Ve srovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu z června 2013 byla projekce inflace na rok 2013 revidována o 0,1 procentního bodu směrem nahoru, přičemž projekce na rok 2014 zůstává beze změny. Očekává se, že rizika ohrožující výhled cenového vývoje zůstanou ve střednědobém horizontu nadále celkově vyrovnaná.

4 PRODUKT, POPTÁVKA A TRH PRÁCE

Reálný HDP v eurozóně po šesti čtvrtletích záporného tempa hospodářského růstu vzrostl ve druhém čtvrtletí 2013 mezičtvrtletně o 0,3 %. Tento nárůst lze částečně vysvětlit přechodnými vlivy povětrnostních podmínek v prvním pololetí tohoto roku. Od té doby se ukazatele důvěry získané z průzkumů v období do srpna z předchozích nízkých úrovní dále zlepšily, což celkově potvrzuje postupné oživení hospodářské aktivity, které bylo již dříve očekáváno. Po zbytek letošního roku a v roce 2014 se v souladu se základním scénářem očekává, že se bude produkt zotavovat pomalým tempem, a to zejména v důsledku postupného zlepšování domácí poptávky podpořené akomodačním přístupem měnové politiky. Pro hospodářskou aktivitu v eurozóně by mělo být přínosné také postupné posilování vnější poptávky po vývozu. Vedle toho se zdá, že se v reálné ekonomice postupně projevuje celkové zlepšení na finančních trzích, ke kterému dochází od loňského léta, i pokrok dosažený v oblasti fiskální konsolidace. Navíc měla na reálný důchod v nedávné době pozitivní vliv obecně nižší inflace. Nezaměstnanost v eurozóně je přitom stále vysoká a na hospodářskou aktivitu bude nadále negativně působit nezbytná korekce rozvah ve veřejném i soukromém sektoru.

Toto hodnocení se odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu ze září 2013, které sestavili pracovníci ECB. Podle těchto projekcí by měl reálný HDP v roce 2013 meziročně o 0,4 % poklesnout a v roce 2014 o 1,0 % vzrůst. Ve srovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu z června 2013 byla projekce na rok 2013 revidována o 0,2 procentního bodu směrem nahoru, což odráží především aktuální údaje. Projekce na rok 2014 byla revidována o 0,1 procentního bodu směrem dolů. Hospodářský výhled v eurozóně nadále zůstává spojen s riziky zpomalení ekonomického růstu.

5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

Podle nejnovějších finančních statistických údajů vlád zemí eurozóny se sestupný trend poměru schodku veřejných financí k HDP v eurozóně, který trval od poloviny roku 2010, v prvním čtvrtletí roku 2013 zastavil, zatímco nárůst poměru veřejného dluhu k HDP se mírně zrychlil. V červnu 2013 rozhodla Rada ECOFIN, že se řadě zemí prodlouží lhůta pro nápravu jejich nadměrného schodku; u většiny zemí o více než rok. Pro navrácení veřejných financí na udržitelnou dráhu je třeba rozhodné úsilí v oblasti fiskální konsolidace. Významným nástrojem k dalšímu posílení fiskálního dohledu bude provedení „balíčku“ dvou nařízení, na jejichž základě bude Evropská komise prověřovat návrhy státních rozpočtů.