

ÚVODNÍ SLOVO

Na základě pravidelné hospodářské a měnové analýzy a v souladu se signalizací měnové politiky rozhodla Rada guvernérů na svém zasedání 4. prosince 2014, že ponechá základní úrokové sazby ECB beze změny. Pokud jde o mimořádná opatření měnové politiky, zahájil Eurosystem nákup krytých dluhopisů a cenných papírů krytých aktivy. Tyto programy nákupů potvrzují alespoň dva roky. Druhá cílená dlouhodobější refinanční operace bude provedena v nejbližší době a po ní bude následovat do června 2016 šest dalších operací. Tato opatření budou mít jako celek znatelný dopad na rozvahu Eurosystemu, která by měla směřovat k objemu, který měla na začátku roku 2012.

V následujících měsících tato opatření dále plošněji uvolní nastavení měnové politiky, podpoří signalizaci budoucích základních úrokových sazeb ECB prováděnou Radou guvernérů a posílí skutečnost, že v cyklu měnové politiky existují mezi hlavními rozvinutými ekonomikami významné a rostoucí rozdíly. Aktuální makroekonomické projekce pro eurozónu však naznačují nižší inflaci doprovázenou slabším růstem reálného HDP a utlumenou dynamikou měnového vývoje.

V této souvislosti Rada guvernérů počátkem roku opět posoudí dosažený měnový stimul, rozšíření rozvahy a výhled cenového vývoje. Dále také vyhodnotí širší dopad nedávného vývoje cen ropy na střednědobé inflační trendy v eurozóně. Rada guvernérů se nadále jednomyslně shoduje na závazku využívat v rámci svého mandátu i nekonvenční nástroje, bude-li nutné se dále zabývat riziky příliš dlouhého období nízké inflace. To by s sebou neslo změnu velikosti, tempa a struktury opatření na začátku příštího roku. V návaznosti na žádost Rady guvernérů urychlili pracovníci ECB a příslušné výbory Eurosystemu technické přípravy na další opatření, která by v případě potřeby mohla být včas zavedena. Smyslem všech těchto opatření měnové politiky je podpořit pevné ukotvení střednědobých až dlouhodobých inflačních očekávání v souladu s cílem Rady guvernérů dosáhnout míru inflace pod 2 %, ale blízko této úrovně a přispět k tomu, aby se míra inflace k této úrovni vrátila.

Pokud jde o hospodářskou analýzu, reálný růst HDP v eurozóně v třetím čtvrtletí letošního roku mezičtvrtletně vzrostl o 0,2 %. To odpovídá dřívějším náznakům, že v eurozóně došlo k oslabení dynamiky růstu, což vedlo v aktuálních prognózách k revidování výhledu růstu reálného HDP směrem dolů. Aktuální statistické údaje a výsledky průzkumů do listopadu tento výhled slabšího růstu v dalším období potvrzují. Současně přetrvává výhled mírného hospodářského oživení. Na jedné straně by domácí poptávku měla podporovat opatření měnové politiky, pokračující zlepšování podmínek financování, pokrok dosažený v oblasti fiskální konsolidace a strukturálních reforem a výrazně nižší ceny energií podporující reálný disponibilní důchod. Z oživení ve světě by měla těžit poptávka po vývozu. Na druhé straně je pravděpodobné, že oživení bude nadále tlumeno vysokou nezaměstnaností, značnou nevyužitou kapacitou a nezbytnými korekcemi rozvah ve veřejném i soukromém sektoru.

Tyto faktory se odrážejí také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z prosince 2014, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by měl meziroční růst reálného HDP dosáhnout 0,8 % v roce 2014, 1,0 % v roce 2015 a 1,5 % v roce 2016. V porovnání s makroekonomickými projekcemi ze září 2014 sestavenými pracovníky ECB byly projekce reálného růstu HDP revidovány výrazně směrem dolů. Úpravy směrem dolů byly provedeny v projekcích jak u domácí poptávky, tak u čistého vývozu.

S hospodářským výhledem eurozóny jsou spojena rizika hospodářského zpomalení. Zejména slabá růstová dynamika může spolu s vysokými geopolitickými riziky tlumit důvěru a zejména soukromé investice. Jedno z klíčových rizik zhoršení ekonomického výhledu představuje také nedostatečný pokrok v oblasti strukturálních reforem v zemích eurozóny.

Podle předběžného odhadu Eurostatu činila v listopadu 2014 meziroční inflace měřená HICP 0,3 %, přičemž v říjnu dosahovala úrovně 0,4 %. V porovnání s předchozím měsícem odráží tento vývoj především silnější pokles tempa růstu cen energií a o něco slabší meziroční tempo růstu cen služeb. Pokud vezmeme v úvahu stávající prostředí velmi nízké inflace, bude důležité posoudit širší dopad

nedávného vývoje cen ropy na střednědobé inflační trendy a vyhnout se efektu přelévání do inflačních očekávání a vývoje mezd.

Vzhledem k nedávnému vývoji cen ropy je nezbytné si uvědomit, že prognózy a projekce vycházejí z metodických předpokladů, a to zejména v případě cen ropy a směnných kurzů. Na základě informací dostupných v polovině listopadu se v době dokončování makroekonomických projekcí pro eurozónu z prosince 2014 odborníky Eurosystemu předpokládalo, že meziroční inflace měřená HICP dosáhne v roce 2014 úrovně 0,5 %, v roce 2015 pak 0,7 % a v roce 2016 hodnoty 1,3 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi pro eurozónu ze září 2014, které sestavili pracovníci ECB, byly tyto projekce revidovány výrazně směrem dolů. Tyto úpravy odrážejí především nižší ceny ropy v eurech a dopad výhledu růstu, který byl revidován směrem dolů, ale nezahrnují zatím propad cen ropy za posledních několik týdnů po datu uzávěrky pro tyto projekce. V dalších měsících by vzhledem k nedávnému snížení cen ropy mohlo opět dojít k poklesu inflace měřené HICP.

Rada guvernérů bude tato rizika cenového výhledu ve střednědobém horizontu nadále pečlivě sledovat. V tomto kontextu se zaměří především na možné dopady zpomalené dynamiky růstu, geopolitického vývoje, vývoje směnných kurzů a cen energií a transmissi opatření měnové politiky. Rada guvernérů bude zejména obezřetná, pokud jde o širší dopad nedávného vývoje cen ropy na střednědobé inflační trendy v eurozóně.

Z hlediska měnové analýzy podporují údaje za říjen 2014 hodnocení, že základní růst širokých peněz (M3) byl utlumený – jeho meziroční růst dosáhl v říjnu úrovně 2,5 % a od září se nezměnil. Meziroční růst M3 je nadále podporován jeho nejlikvidnějšími složkami, přičemž meziroční tempo růstu úzkého peněžního agregátu M1 dosáhlo v říjnu hodnoty 6,2 %.

Meziroční tempo změny úvěrů nefinančním podnikům (očištěné o prodeji a sekuritizaci úvěrů) činilo v říjnu -1,6 % (v září -1,8 %) a vykazovalo tak postupné oživení z nejnižší úrovně -3,2 % v únoru. Čisté měsíční splátky, které před rokem vykazovaly historicky vysoké hodnoty, během posledních měsíců

v průměru klesly. Dynamika úvěrů nefinančním podnikům nadále odráží zpožděnou reakci na hospodářský cyklus, úvěrové riziko, faktory nabídky úvěrů a probíhající korekci rozvah ve finančním i nefinančním sektoru. Meziroční tempo růstu úvěrů domácnostem (očištěné o prodej a sekuritizaci úvěrů) dosáhlo v říjnu 0,6 %, zatímco v září 0,5 %. Další stabilizaci úvěrových toků by měla podpořit zavedená opatření měnové politiky a dokončení komplexního hodnocení prováděného ECB.

Celkově tedy porovnání výsledků hospodářské analýzy a signálů z analýzy měnového vývoje potvrzuje, že je nutné pečlivě sledovat rizika spojená s cenovým vývojem ve střednědobém horizontu a podle potřeby zajistit přípravu na další akomodaci měnové politiky.

Měnová politika se zaměřuje na zachování cenové stability ve střednědobém horizontu a její akomodační nastavení přispívá k podpoře hospodářské aktivity. K posílení investiční aktivity, tvorby pracovních míst a růstu produktivity však musí rozhodnou měrou přispívat i další oblasti hospodářské politiky. Je třeba, aby v několika zemích získalo na dynamice zejména rozhodné provádění reforem na trzích zboží, služeb a práce i opatření ke zlepšení prostředí pro podnikání firem. Je nezbytné, aby byly strukturální reformy zaváděny důvěryhodným a účinným způsobem, neboť to zvýší očekávání vyšších příjmů a podpoří podniky, aby již dnes zvýšily investice a tak uspíšily hospodářské oživení. Fiskální politika by měla podporovat hospodářské oživení a současně zajistit udržitelnost zadlužení v souladu s paktem stability a růstu, který nadále ukotvuje důvěru. Všechny země by měly využít dostupné možnosti k nastavení prorůstověji orientované fiskální politiky. Oživení podpoří i Investiční plán pro Evropu, který Evropská komise oznámila 26. listopadu 2014.

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



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU Z PROSINCE 2014 SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSYSTÉMU¹

Ekonomická aktivita se ukázala být slabší, než se čekalo na začátku roku, a to především v důsledku nečekaně slabého růstu investic a vývozu. Současná fáze mírného růstu by měla podle projekcí pokračovat i v roce 2015. Během roku 2015 by se ale měla dostat do popředí řada podpůrných vnějších i domácích faktorů, mimo jiné velmi akomodační nastavení měnové politiky v eurozóně – podpořené standardními a mimořádnými opatřeními přijatými v červnu a září 2014 – přičemž se následně očekává, že se tempo růstu reálného HDP ještě mírně zvýší. Reálný HDP by měl podle projekcí v roce 2014 vzrůst o 0,8 %, v roce 2015 o 1,0 % a v roce 2016 o 1,5 %. Jelikož tato tempa stále více překračují odhadovaný potenciální růst, mezera výstupu se ve sledovaném období bude pomalu uzavírat, ale v roce 2016 zůstane záporná. Výhled růstu reálného HDP byl ve srovnání s projekcí zveřejněnou v Měsíčním bulletinu v září 2014 výrazně snížen.

Inflace v eurozóně měřená HICP by měla v nejbližším období zůstat na nízké úrovni a vykázat ve sledovaném období pouze postupný růst. Podle projekcí by měla v roce 2014 dosáhnout průměrné hodnoty 0,5 %, v roce 2015 0,7 % a v roce 2016 1,3 %. Nedávný pokles cen ropy výrazně utlumil krátkodobý výhled vývoje inflace. Očekává se ale, že postupné zúžení záporné mezery výstupu a rostoucí vnější cenové tlaky, posílené nižším směnným kurzem eura, podpoří zvýšení inflace měřené HICP ve sledovaném období. Stávající záporná mezera výstupu ovšem zabrání silnému růstu inflace. V porovnání s projekcí zveřejněnou v Měsíčním bulletinu v září 2014 byl výhled inflace měřené HICP upraven výrazně směrem dolů.

Tento článek shrnuje makroekonomické projekce pro eurozónu na období 2014–2016. Projekce za období tak dlouhého horizontu jsou spojeny s velkou mírou nejistoty.² Při jejich interpretaci je toto třeba vzít v úvahu. Je třeba také zdůraznit, že nedávná mimořádná opatření měnové politiky byla v těchto projekcích brána v úvahu pouze v té míře, v níž již ovlivnila finanční proměnné, a nepromítly se zde další kanály transmise. To znamená, že základní projekce s největší pravděpodobností podhodnocuje dopad těchto souborů měnověpolitických opatření.

MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

Dynamika světového hospodářského oživení by podle projekcí měla dále posilovat, i když jen postupně. Očekává se, že růst reálného HDP ve světě (mimo eurozónu) v horizontu projekcí oživí z hodnoty 3,6 % v roce 2014 na 4,2 % v roce 2016. Předpokládá se ale, že oživení zůstane v jednotlivých regionech nerovnoměrné. Po spíše utlumené ekonomické aktivitě na začátku roku 2014 dochází v některých vyspělých zemích mimo eurozónu víceméně k oživení tempa růstu. Oproti tomu tempo růstu na rozvíjejících se trzích zůstalo celkově nízké s tím, že mezi jednotlivými regiony existují jisté rozdíly. V delší perspektivě by globální ekonomická aktivita měla postupně posilovat, ale nadále se předpokládá, že oživení zůstane mírné. Zatímco některé hlavní vyspělé ekonomiky těží z odeznívání nepříznivých faktorů, není kvůli rostoucím strukturálním problémům a zpříšňování finančních podmínek pravděpodobné, že by se rozvíjející se ekonomiky vrátily k tempům růstu z předkrizového období.

¹ Makroekonomické projekce sestavené odborníky Eurosystemu slouží Radě guvernérů jako podklad pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Informace o použitých metodách a postupech naleznete v publikaci *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ECB, June 2001, která je k dispozici na internetových stránkách ECB. Datum uzávěrky pro použití aktuálních informací pro tyto projekce bylo 20. listopadu 2014.

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

Dynamika světového obchodu zůstala v první polovině roku slabá. Předpokládá se ale, že růst světového obchodu dosáhl ve druhém čtvrtletí svého minima a během sledovaného období zrychlí z 2,7 % v roce 2014 na 5,2 % v roce 2016 (svět bez eurozóny). Jeho elasticita na globální ekonomickou aktivitu na konci horizontu projekcí by měla zůstat nižší než před světovou krizí. Vzhledem k tomu, že poptávka hlavních obchodních partnerů eurozóny po dovozu by měla zesilovat pomalejším tempem než ve zbytku světa, projekce předpokládají, že růst zahraniční poptávky eurozóny bude mírně slabší než růst světového obchodu (viz tabulka 1).

Tabulka 1 Mezinárodní prostředí

(procentní změny za rok)

	Prosinec 2014				Září 2014			Revize od září 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reálný HDP ve světě (mimo eurozónu)	3,7	3,6	4,0	4,2	3,7	4,2	4,3	-0,1	-0,1	-0,1
Světový obchod (mimo eurozónu) ¹⁾	3,4	2,7	3,9	5,2	3,9	5,5	5,9	-1,2	-1,6	-0,7
Zahraněční poptávka eurozóny ²⁾	2,9	2,3	3,4	4,9	3,5	5,0	5,6	-1,2	-1,6	-0,6

Poznámka: Úpravy se počítají z nezaokrouhlených hodnot.

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

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

V porovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu v září 2014 byl výhled růstu ve světě upraven mírně směrem dolů, zatímco výhled zahraniční poptávky eurozóny byl snížen výrazněji. Revize výhledu zahraniční poptávky eurozóny odrážejí nižší hodnoty dat a úpravu trajektorie růstu elasticity světového obchodu na hospodářskou aktivitu směrem dolů k dlouhodobé úrovni, jejímž účelem bylo zohlednit chyby prognóz z minulosti.

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 13. listopadu 2014. Krátkodobé sazby odkazují na tříměsíční sazbu EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Podle této metodiky vychází průměrná úroveň těchto krátkodobých úrokových sazeb v roce 2014 na 0,2 % a v letech 2015 a 2016 na 0,1 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 2,0 % v roce 2014, 1,8 % v roce 2015 a 2,1 % v roce 2016.¹ S ohledem na vývoj úrokových sazeb na forwardových trzích a postupné promítání změn tržních sazeb do sazeb z úvěrů se očekává, že kompozitní sazby z bankovních úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru v eurozóně během roku 2014 a 2015 mírně poklesnou a následně budou v průběhu roku 2016 mírně růst.

Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzávěrky 13. listopadu se očekává, že cena barelu ropy Brent poklesne ze 102,6 USD ve třetím čtvrtletí 2014 na 85,6 USD v roce 2015 a následně v roce 2016 vzroste na 88,5 USD. Předpokládá se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech v letech 2014 a 2015 výrazně klesnou a v roce 2016 se zvýší.²

Očekává se, že dvoustranné směnné kurzy eura zůstanou v horizontu projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 13. listopadu 2014. To by znamenalo, že směnný kurz eura bude v roce 2014 na úrovni 1,33 USD za euro a v letech 2015 a 2016 na úrovni 1,25 USD za euro.

Metodické předpoklady

	Prosinec 2014				Září 2014			Revize od září 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Tříměsíční sazba EURIBOR (v % p.a.)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,1
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v % p.a.)	2,9	2,0	1,8	2,1	2,3	2,2	2,5	-0,2	-0,4	-0,4
Cena ropy (v USD za barel)	108,8	101,2	85,6	88,5	107,4	105,3	102,7	-5,7	-18,8	-13,8
Ceny neenergetických komodit v USD (meziroční změny v %)	-5,0	-6,3	-4,8	3,8	-4,8	0,1	4,4	-1,5	-4,9	-0,6
Směnný kurz USD/EUR	1,33	1,33	1,25	1,25	1,36	1,34	1,34	-1,9	-6,7	-6,7
Nominální efektivní směn. kurz eura (EER20) (meziroční změna v %)	3,8	0,5	-2,8	0,0	1,4	-0,8	0,0	-0,9	-2,0	0,0

Poznámka: Úpravy se počítají z nezaokrouhlených hodnot.

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

Fiskální předpoklady odrážejí plnění rozpočtu v roce 2014, informace zahrnuté do návrhů rozpočtových zákonů nebo schválených rozpočtových zákonů na rok 2015, návrhů rozpočtových plánů předložených v souvislosti s evropským semestrem a vnitrostátní střednědobé rozpočtové plány dostupné k 20. listopadu 2014. U těchto plánů se počítá se všemi opatřeními, která již byla národními parlamenty schválena nebo která byla vládami dostatečně podrobně rozpracována a u nichž je pravděpodobné, že jejich legislativní proces bude úspěšně završen. Informace o plnění rozpočtu v roce 2014 a fiskálních opatřeních plánovaných na rok 2015 celkově naznačují zhruba neutrální diskreční fiskální politiku na úrovni eurozóny. Fiskální konsolidační opatření v některých zemích jsou víceméně kompenzována snížením přímých daní v několika zemích a nárůstem výdajů.

V porovnání s vydáním Měsíčního bulletinu ze září 2014 zahrnují změny metodických předpokladů výrazně nižší ceny ropy a neenergetických komodit v amerických dolarech, oslabení efektivního kurzu eura a nižší krátkodobé i dlouhodobé 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 v horizontu projekcí konstantní.
- 2 Předpoklady o cenách ropných a potravinářských komodit vycházejí z cen futures do konce horizontu projekcí. U ostatních neenergetických nerostných komodit se předpokládá, že ceny budou do čtvrtého čtvrtletí 2015 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě. Projekce výstupních cen zemědělské produkce EU (v eurech), které se používají při prognózování spotřebitelských cen potravin, se vytvářejí na základě ekonometrického modelu, který bere v potaz vývoj mezinárodních cen potravinářských komodit.

PROJEKCE RŮSTU REÁLNÉHO HDP

Poslední hospodářský vývoj nepotvrdil oživení, které se očekávalo na začátku roku. Reálný HDP rostl ve druhém a třetím čtvrtletí 2014 pouze mírně poté, co došlo k odeznění dočasných faktorů, které hospodářskou aktivitu podpořily v prvním čtvrtletí. K nižší než očekávané hospodářské aktivitě došlo v souvislosti s utlumeným vývojem světového obchodu, rostoucími obavami ohledně výhledu domácího růstu, k nimž zřejmě přispělo pozastavení procesu hospodářských reforem v některých zemích, přetrvávající geopolitické napětí a nižší než předpokládaný růst investic do rezidenčních nemovitostí v některých zemích.

Očekává se, že růst reálného HDP zůstane v nejbližším období mírný. Dopad nepříznivých faktorů, které bránily růstu na začátku roku, bude nadále zpomalovat růst v několika dalších čtvrtletích. To naznačují ukazatele podnikatelské a spotřebitelské důvěry, které od jara oslabily a jejichž hodnoty nyní ukazují na

pokračující, ale pouze mírný růst aktivity v nejbližším období. Především se očekává, že soukromé investice zůstanou do začátku roku 2015 utlumené.

Několik základních veličin ale zůstává příznivých a podporuje očekávané zrychlení růstu v roce 2015 a dalších letech. Domácí poptávka by měla těžit z akomodačního nastavení měnové politiky, lepšího fungování procesu transmise měnové politiky (jenž byl dále posílen nedávnými standardními a mimořádnými opatřeními ECB), celkově neutrální fiskální orientace po letech výrazné fiskální restrikce a jistého zlepšení podmínek pro poskytování úvěrů. Vedle toho by soukromá spotřeba měla těžit z rychlejšího růstu reálného disponibilního důchodu, který bude příznivě ovlivněn především klesajícími cenami komodit, ale i zrychlujícího – byť jen mírného – růstu mezd a zaměstnanosti a v souvislosti se zlepšením růstu zisků také rostoucích ostatních osobních příjmů (včetně rozděleného zisku). Celkovou ekonomickou aktivitu také ve sledovaném období rostoucí měrou podpoří příznivý dopad předpokládaného postupného posilování zahraniční poptávky na vývoz, který bude dále zesílen dopadem oslabení eura.

Očekává se ale, že oživení zůstane z historického hlediska mírné, jelikož růst bude ve střednědobém horizontu nadále tlumit řada faktorů. Zbývající potřeba korekce rozvah v soukromém a veřejném sektoru by měla v horizontu projekcí slábnout jen postupně. Navíc se očekává, že zpomalení soukromé spotřeby v důsledku vysoké míry nezaměstnanosti v některých zemích bude vyprchávat jen pozvolna a investiční výdaje budou nadále omezovány vysokými přebytky volné kapacity v některých zemích. Průměrné meziroční tempo růstu reálného HDP by mělo dosáhnout hodnoty 0,8 % v roce 2014, 1,0 % v roce 2015 a 1,5 % v roce 2016.

Podrobnější pohled na složky poptávky ukazuje, že výdaje na soukromou spotřebu si udržují ve sledovaném období mírnou dynamiku v důsledku zrychlení růstu reálného disponibilního důchodu. Po několika letech výrazného oslabení dojde ke zrychlení růstu reálného disponibilního důchodu díky silnějším mzdovým příjmům (odrážejícím rostoucí zaměstnanost a mírně vyšší růst mezd), rostoucímu příspěvku ostatních osobních příjmů (zejména příjmů vázaných na zisk) a nízkých cen komodit. Soukromou spotřebu podpoří také rostoucí čisté jmění domácností a nízké náklady na financování.

Míra úspor by měla stagnovat a zůstat na historicky nízkých hodnotách. Zde se odrážejí protikladné vlivy. Na jedné straně velice nízké úrokové sazby a postupně se snižující nezaměstnanost povedou ke zpomalení růstu míry úspor. Na druhou stranu některé vlivy působí na její růst, jelikož zvyšující se disponibilní důchod v některých zemích snižuje potřebu použít úspory na spotřebu. Zaznamenané oslabení spotřebitelské důvěry by mohlo posílit motivaci pro tvorbu opatrnostních úspor. V některých zemích také přetrvávají zvýšené tlaky na domácnosti, aby snižovaly své zadlužení, což má další vliv na růst míry úspor.

Výhled investic do rezidenčních nemovitostí zůstává utlumený. Investice do rezidenčních nemovitostí by měly během roku 2015 získávat na dynamice. Tento vývoj souvisí s oživením ekonomické aktivity v prostředí nízkých sazeb hypotečních úvěrů a lepších podmínek pro poskytování úvěrů a s postupně klesající potřebou korekcí na trhu s bydlením. V některých zemích však korekce na trhu s bydlením nebo stále slabý růst reálného disponibilního důchodu nadále tlumí výstavbu rezidenčních nemovitostí. V některých zemích se navíc zdá, že příznivý dopad historicky nízkých sazeb hypotečních úvěrů je slabší, než se původně čekalo.

Podnikové investice by měla podpořit řada faktorů, a to očekávané postupné posílení domácí a zahraniční poptávky, velmi nízká úroveň úrokových sazeb, potřeba modernizovat investiční statky po několika letech utlumených investic, zlepšení podmínek pro poskytování úvěrů a určité posílení ziskových marží v souvislosti s oživením hospodářské aktivity. Vedle toho se očekává, že nepříznivé faktory vyplývající z potřeby podnikového sektoru snížit finanční páku po poklesu poměru dluhu k HDP v posledních letech postupně oslabí. Zadluženost ale zůstává na zvýšené úrovni, a tak by potřeba snížit finanční páku mohla nadále tlumit růst.

Odhaduje se, že růst podnikových investic zůstane v nejbližším období poměrně nízký. Navzdory výše uvedeným podpurným faktorům došlo v nedávné době k poklesu důvěry podniků. Zdá se, že některé nepříznivé faktory budou výrazně tlumit podnikové investice. Platí to především pro stále nepříznivé,

i když zlepšující se, podmínky financování v některých zemích, obavy ohledně pomalého tempa strukturálních reforem v určitých zemích a přetrvávající geopolitické napětí. Vedle toho na podnikové investice nepříznivě působí nejistota ohledně výhledu poptávky.

Předpokládá se, že zahraniční poptávka eurozóny se mírně zvýší s oživením globální ekonomické aktivity. Vývoz z eurozóny se ve druhém pololetí 2014 mírně zvýší víceméně v souladu se zahraniční poptávkou. Vývoz by měl během roku 2015 získat na dynamice v důsledku postupného posilování zahraniční poptávky a příznivého dopadu nedávného oslabení eura. Očekává se, že podíly na exportních trzích zůstanou v horizontu projekcí v zásadě beze změny. Dovozy ze zemí mimo eurozónu se v horizontu projekcí zvýší jen mírně a bude odrážet utlumený růst poptávky v eurozóně a nižší kurz eura. Příspěvek čistého vývozu k růstu reálného HDP ke konci horizontu projekcí by měl být kladný, i když jen mírně. Přebytek běžného účtu platební bilance ve sledovaném období vzroste a v roce 2016 dosáhne hodnoty 2,4 % HDP.

Zaměstnanost nedávno zaznamenala poměrně rychlý a silný nárůst. K oživení u ní docházelo již od poloviny roku 2013, nejprve z hlediska odpracovaných hodin, ale později také z hlediska počtu zaměstnaných osob. Ve druhém čtvrtletí 2014 se počet zaměstnaných osob zvýšil meziročně o 0,4 %, přičemž reálný HDP vzrostl o 0,8 %. Toto poměrně rychlé oživení zřejmě odráží stimulující dopad utlumeného růstu mezd v minulosti a pravděpodobně i kladný vliv nedávných reforem na trzích práce. Tyto reformy – například zvýšená decentralizace mzdových vyjednávání, snížená ochrana zaměstnanosti a pružnější pracovní programy – pravděpodobně vedly k rychlejší a silnější reakci zaměstnanosti na vývoj produktu než v minulosti, i když s výraznými rozdíly mezi jednotlivými zeměmi.

Očekává se, že podmínky na trzích práce v eurozóně se v horizontu projekcí mírně zlepší. Počet zaměstnaných osob bude podle odhadů ve druhém pololetí 2014 nadále mírně oživovat a předpokládá se, že si toto tempo růstu zhruba zachová i v horizontu projekcí. Toto oživení zaměstnanosti odráží pokračující trend poměrně rychlé a silné reakce na zvýšení tempa růstu ekonomické aktivity. Očekává se, že pracovní síla bude mírně růst v důsledku imigrace a postupně se zlepšující situace na trhu práce, která stimuluje participaci některých skupin obyvatelstva. Míra nezaměstnanosti by se měla v horizontu projekcí snížit, zůstane ale mnohem vyšší než v předkrizovém období.

V porovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu v září 2014 byla projekce růstu reálného HDP za roky 2014–2016 upravena směrem dolů o 1,0 procentního bodu. Tato revize je způsobena slabším výhledem vývozu, jelikož výhled zahraniční poptávky eurozóny byl výrazně snížen v důsledku nižších hodnot dat a úpravy trajektorie růstu elasticity světového obchodu na hospodářskou aktivitu směrem dolů k dlouhodobé úrovni. Úprava růstu směrem dolů je také způsobena slabšími podnikovými investicemi vzhledem k nedávnému poklesu důvěry a rostoucích obavám ohledně výhledu domácího růstu. Investice do rezidenčních nemovitostí byly také výrazně revidovány směrem dolů vzhledem k silnější potřebě dalších korekcí na trzích nemovitostí v některých zemích a tomu, že dopad historicky nízkých sazeb hypotečních úvěrů byl v předchozích projekcích zřejmě nadhodnocen. Soukromá spotřeba byla také upravena směrem dolů, což odráželo snížení předpokládaného růstu náhrad na zaměstnance a slabší než očekávané rozdělení zisků v důsledku celkově slabšího hospodářského prostředí.

Nedávna mimořádná opatření měnové politiky jsou do základní projekce zahrnuta jen prostřednictvím svého vlivu na již pozorované údaje a na metodické finanční předpoklady vycházející z údajů trhu, a to prostřednictvím tržních úrokových sazeb a cen akcií a také prostřednictvím směnného kurzu. Základní projekce může tudíž podhodnocovat příznivý dopad nedávných mimořádných opatření měnové politiky, jelikož dodatečné kanály nejsou zahrnuty (viz box 2).

Tabulka 2 Makroekonomické projekce pro eurozónu¹⁾

(procentní změny za rok)

	Prosinec 2014				Září 2014			Revize od září 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reálný HDP ³⁾	-0,4	0,8	1,0	1,5	0,9	1,6	1,9	0,0	-0,6	-0,3
	[0,7 – 0,9] ⁴⁾ [0,4 – 1,6] ⁴⁾ [0,4 – 2,6] ⁴⁾ [0,7 – 1,1] ⁴⁾ [0,6 – 2,6] ⁴⁾ [0,6 – 3,2] ⁴⁾									
Soukromá spotřeba	-0,6	0,8	1,3	1,2	0,7	1,4	1,6	0,1	-0,2	-0,4
Vládní spotřeba	0,3	0,9	0,5	0,4	0,7	0,4	0,4	0,2	0,0	-0,1
Hrubá tvorba fixního kapitálu	-2,5	0,7	1,4	3,2	1,1	3,1	3,9	-0,5	-1,8	-0,7
Vývoz ⁵⁾	2,2	3,2	3,2	4,8	3,1	4,5	5,3	0,0	-1,3	-0,5
Dovoz ⁵⁾	1,3	3,3	3,7	4,9	3,5	4,5	5,3	-0,3	-0,8	-0,3
Zaměstnanost	-0,9	0,4	0,6	0,5	0,3	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,2
Míra nezaměstnanosti (v % pracovní síly)	11,9	11,6	11,2	10,9	11,6	11,2	10,8	0,0	0,0	0,2
HICP	1,4	0,5	0,7	1,3	0,6	1,1	1,4	-0,1	-0,4	-0,1
	[0,5 – 0,5] ⁴⁾ [0,2 – 1,2] ⁴⁾ [0,6 – 2,0] ⁴⁾ [0,5 – 0,7] ⁴⁾ [0,5 – 1,7] ⁴⁾ [0,7 – 2,1] ⁴⁾									
HICP bez započtení energií	1,4	0,8	1,1	1,3	0,8	1,3	1,6	0,0	-0,2	-0,2
HICP bez započtení energií a potravin	1,1	0,8	1,0	1,3	0,9	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní ⁶⁾	1,0	0,7	1,0	1,3	0,8	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
Jednotkové mzdové náklady	1,3	1,1	1,1	0,8	1,0	0,8	1,1	0,1	0,4	-0,3
Náhrady na zaměstnance	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	1,8	2,2	0,0	-0,3	-0,4
Produktivita práce	0,4	0,5	0,4	1,0	0,6	1,0	1,1	-0,1	-0,6	-0,1
Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)	-2,9	-2,6	-2,5	-2,2	-2,6	-2,4	-1,9	0,0	-0,1	-0,3
Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP) ⁷⁾	-2,3	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-0,2	-0,1	-0,1
Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)	90,8	92,0	91,8	91,1	93,9	93,1	91,5	-1,9	-1,3	-0,4
Saldo běžného účtu (v % HDP)	2,0	2,1	2,2	2,4	2,3	2,3	2,4	-0,1	0,0	0,0

1) V projekcích na rok 2015 a 2016 se uvádí Litva jako součást eurozóny. Výpočet průměrných procentních změn za rok 2015 vychází ze složení eurozóny v roce 2014, které již zahrnuje Litvu.

2) Úpravy se vypočítají z nezaokrouhlených hodnot.

3) Údaje očištěné o vliv počtu pracovních dnů.

4) Rozpětí v okolí projekcí vycházejí z rozdílů mezi skutečnými hodnotami a jejich projekcemi za několik předchozích let. Šíře rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrné absolutní hodnoty těchto rozdílů. Metodika použitá pro výpočet rozpětí včetně korekce v případě mimořádných událostí je popsána v publikaci *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ECB, December 2009, která je dostupná na internetových stránkách ECB.

5) Včetně obchodu v rámci eurozóny.

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

7) Vypočítá se jako saldo vládního sektoru snížené o přechodné vlivy hospodářského cyklu a dočasná opatření přijatá vládami (metodika ESCB viz *Working Paper Series*, No 77, ECB, September 2001 a *Working Paper Series*, No 579, ECB, January 2007). Projekce strukturálního salda není odvozená od celkové hodnoty mezery výstupu. Podle metodiky ESCB se cyklické složky vypočítávají odděleně za různé příjmové a výdajové položky. Více informací viz box „Cyclical adjustment of the government budget balance“ v Měsíčním bulletinu z března 2012 a box „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position“ ve vydání Měsíčního bulletinu ze září 2014.

Box 2
ZOHLEDNĚNÍ NEDÁVNÝCH MIMOŘÁDNÝCH OPATŘENÍ MĚNOVÉ POLITIKY V PROJEKČÍCH

Soubory měnověpolitických opatření zaměřených na uvolnění podmínek úvěrování oznámených 5. června a 4. září 2014 zahrnovaly řadu mimořádných měnověpolitických opatření, která jsou

uplatňována formou úvěrových operací, a to cílených dlouhodobějších refinančních operací, a přímých operací, a to programu nákupu cenných papírů krytých aktivy a programu nákupu krytých dluhopisů.

Dopad těchto opatření na výhled růstu a inflace se odráží v základním scénáři pouze v té míře, v níž již ovlivnila finanční proměnné, zejména úrokové sazby, ceny akcií a směnný kurz eura. V důsledku tohoto technického přístupu nejsou jisté dodatečné potenciální kanály v základním scénáři zachyceny. K nim patří například kanál přímého promítání těchto opatření do snížení nákladů na financování bank v eurozóně. Druhým kanálem, který není součástí základního scénáře, je kanál obnovování rovnováhy portfolia, který odráží skutečnost, že by mohly rozsáhlé injekce likvidity v souvislosti s každým z těchto tří opatření měnové politiky posílit motivaci investorů, aby snížili přebytečný objem hotovosti, kterou drží, prostřednictvím nákupu a tím zvýšení ceny – a tedy snížení výnosu – alternativních finančních nástrojů, a to jiných, než které nakoupila centrální banka.

Základní projekce tak pravděpodobně celkově podhodnocuje vliv zmíněných souborů opatření měnové politiky, což představuje riziko zvýšení růstu a inflace oproti základní projekci.

PROJEKCE CEN A NÁKLADŮ

Podle předběžného odhadu Eurostatu dosahovala celková inflace měřená HICP v listopadu 2014 úroveň 0,3 %. Současná nízká úroveň inflace odráží utlumené ceny energií související s nedávným poklesem cen ropy, nízkým růstem cen potravin a mírnými trendy cen neenergetického průmyslového zboží a služeb.

Očekává se, že inflace měřená HICP setrvá v nejbližším období na nízké úrovni. Poté by měla během sledovaného období růst jen postupně až na hodnotu 1,4 % ve čtvrtém čtvrtletí 2016. Očekává se, že nárůst inflace měřené HICP během sledovaného období bude způsoben postupným zužováním záporné mezery výstupu a zvyšujícími se vnějšími cenovými tlaky. Tyto tlaky odrážejí zejména přechod od tlaku na pokles k tlaku na růst cenové hladiny, vyplývající z cen komodit a promítání minulého oslabování směnného kurzu eura.

Mezera výstupu, která v eurozóně zůstává, společně s předpokládaným mírným vývojem cen komodit zamezí výraznějšímu nárůstu inflace v eurozóně. Záporná mezera výstupu by se měla do roku 2016 jen částečně zúžit, což by s sebou mělo přinést mírný nárůst mezd a ziskových marží. Celkově se očekává, že inflace měřená HICP zůstane značně utlumená a v průměru dosáhne 0,5 % v roce 2014, 0,7 % v roce 2015 a 1,3 % v roce 2016. Inflace měřená HICP bez započtení potravin a energií by měla průměrně činit 0,8 % v roce 2014, 1,0 % v roce 2015 a 1,3 % v roce 2016.

Vnější cenové tlaky v současné době tlumí inflační výhled, avšak očekává se, že během sledovaného období posílí a budou tak odrážet předpokládané posílení světové poptávky, nižší směnný kurz eura a v roce 2016 také očekávaný nárůst cen komodit. V poslední době byl tlak na pokles cen v eurozóně posílen vnějším cenovým vývojem. Stagnující růst světové ekonomiky, pokles cen ropných i neropných komodit a zpevnění eura v minulosti vedly v letech 2013 a 2014 k poklesu dovozních cen v eurozóně. V nadcházejícím období, až tyto vlivy postupně pominou, se očekává, že deflátor dovozu ze zemí mimo eurozónu v roce 2016 poroste.

Zlepšení na trhu práce a zužující se mezera výstupu by měly během sledovaného období vyvolat mírný nárůst domácích cenových tlaků. Růst náhrad na zaměstnance by měl během tohoto období mírně posílit, ale přesto zůstat na nízké úrovni, a to vzhledem k probíhajícím procesům korekcí a umírněnému vývoji mezd v několika zemích eurozóny. K uvedenému mírnému růstu mezd přispívá také prostředí nízké inflace. Tempo růstu jednotkových mzdových nákladů by mělo během sledovaného období mírně klesat. Tento pokles odráží skutečnost, že nad malým oživením růstu náhrad na zaměstnance převládá silnější růst produktivity. Mírný vývoj jednotkových mzdových nákladů je jedním z hlavních zdrojů očekávaných nízkých domácích nákladových tlaků do konce sledovaného období.

Ziskové marže (měřené rozdílem mezi deflátorem HDP v cenách výrobních faktorů a růstem jednotkových mzdových nákladů) by se měly v roce 2014 snížit, v roce 2015 stabilizovat a v roce 2016

by mělo v důsledku posílení hospodářské aktivity a zejména zmírnění vývoje jednotkových mzdových nákladů dojít k jejich vzestupu.

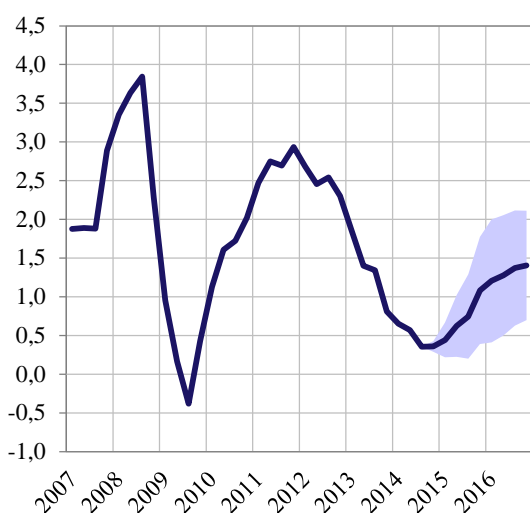
Ve srovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu v září 2014 byla projekce celkové inflace revidována směrem dolů, a to v roce 2014 o 0,1 procentního bodu, v roce 2015 o 0,4 procentního bodu a v roce 2016 o 0,1 procentního bodu. Toto snížení odráží především nižší ceny ropy v eurech, překvapivě nižší výsledky některých neenergetických složek v nedávné době a dopad výhledu hospodářského růstu revidovaného směrem dolů. Ten je v roce 2016 částečně kompenzován silnějším kladným příspěvkem růstu cen energií v rámci HICP, který je způsoben slabším směnným kurzem a nárůstem cen futures na ropu oproti projekci ze září. Inflace měřená HICP bez započtení potravin a energií byla rovněž revidována směrem dolů, což odráží slabší dynamiku vývoje mezd a ziskových marží a také nepřímé promítání nedávného oslabení směnného kurzu do vývoje cen.

Graf 1 Makroekonomické projekce¹⁾

(čtvrtletní údaje)

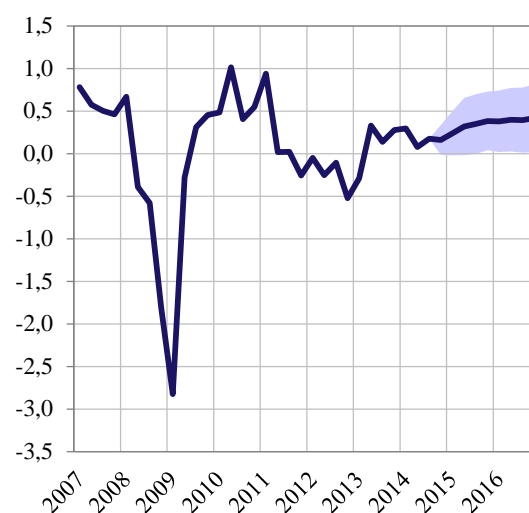
HICP v eurozóně

(meziroční procentuální změny)



Reálný HDP v eurozóně²⁾

(mezičtvrtletní procentuální změny)



1) Rozpětí v okolí středových projekcí vycházejí z rozdílů mezi skutečnými hodnotami a jejich projekcemi za několik předchozích let. Šíře rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrné absolutní hodnoty těchto rozdílů. Metodika použitá pro výpočet rozpětí včetně korekce v případě mimořádných událostí je popsána v publikaci *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ECB, December 2009, která je dostupná na internetových stránkách ECB.

2) Údaje očištěné o vliv počtu pracovních dnů.

FISKÁLNÍ VÝHLED

Orientace fiskální politiky bude ve sledovaném období celkově neutrální. Očekává se, že po značném zpřísnění v předchozích letech bude orientace fiskální politiky, měřená jako změna cyklicky očištěného primárního salda, v letech 2014 a 2015 mírně expanzivní a v roce 2016 neutrální.

Poměr schodku veřejných financí k HDP by měl během sledovaného období postupně klesat. Pokles bude podpořen zlepšováním pozice ekonomiky eurozóny v rámci cyklu. Strukturální saldo rozpočtu by se mělo během sledovaného období zlepšovat jen zvolna, což bude odrážet zhruba neutrální fiskální politiku. Míra veřejného dluhu začne klesat počínaje rokem 2015, a to v důsledku nedávného zlepšování primárního salda a příznivějšího diferenciálu mezi úroky a hospodářským růstem.

V porovnání s fiskálními projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu ze září 2014 se výhled deficitu a dynamika vývoje růstu vládního dluhu poněkud zhoršily v důsledku méně příznivého

makroekonomického výhledu a mírného uvolnění diskrečních fiskálních politik. Revize poměru dluhu k HDP směrem dolů je především důsledkem uplatnění nových statistických standardů ESA 2010.

Box 3

CITLIVOSTNÍ ANALÝZA

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

1) Alternativní vývoj cen ropy

Předpoklady o cenách ropy ve stávajících projekcích odborníků Eurosystemu vycházejí z tržních očekávání založených na vývoji cen futures na ropu. S ohledem na vývoj cen ropy na trzích futures během předchozího dvoutýdenního období se k datu uzávěrky údajů 13. listopadu předpokládalo, že cena ropy Brent klesne z úrovně 102,6 USD za barel ve třetím čtvrtletí 2014 na 85,6 USD v roce 2015 a v roce 2016 vzroste na 88,5 USD. Po dni uzávěrky však ceny ropy a futures na ropu dále poklesly v situaci, kdy nabídka ropy byla více než dostatečná a poptávka po ní slabá, a zejména poté, co 27. listopadu 2014 Organizace zemí vyvážejících ropu (OPEC) rozhodla zachovat současnou úroveň produkce. Dne 2. prosince 2014 se na základě futures na ropu předpokládalo, že cena ropy Brent klesne v roce 2015 na úroveň 73,2 USD a v roce 2016 vzroste na 78,1 USD za barel, tedy na úroveň o 14,5 % a 11,7 % nižší, než předpokládala základní projekce.

Na základě makroekonomických modelů odborníků Eurosystemu vznikl předpoklad, že alternativní vývoj cen ropy by zapříčinil, že inflace v eurozóně měřená HICP bude o zhruba 0,4 procentního bodu pod základní projekcí na rok 2015 a 0,1 procentního bodu pod základní projekcí na rok 2016. Alternativní vývoj ceny ropy by současně podpořil růst reálného HDP v roce 2015 i 2016 o zhruba 0,1 procentního bodu.

2) Alternativní vývoj směnného kurzu

Základní projekce předpokládá nezměněný efektivní směnný kurz eura až do konce sledovaného období. Zhoršující se výhled růstu v eurozóně oproti ekonomice Spojených států a očekávání rozdílného nastavení měnových politik v obou ekonomikách by však mohly vést k oslabení eura. Důsledkem takového vývoje by bylo tržní očekávání dlouhého období nízkých úrokových sazeb v eurozóně a rychlejšího návratu k obvyklým hodnotám ve Spojených státech. Alternativní trend vývoje eura předpokládající výraznější oslabení byl odvozen od 25. percentilu rozdělení na základě rizikově neutrálních hustot pravděpodobnosti odvozených z opcí pro směnný kurz EUR/USD ke dni 13. listopadu 2014. Tento trend předpokládá postupné oslabení eura vůči americkému dolaru až na kurz 1,17 v roce 2016, což je hodnota o 6,1% nižší než předpoklad základní projekce. Příslušné předpoklady ohledně nominálního efektivního kurzu eura odráží obvyklé tendence minulého vývoje, přičemž změny kurzu EUR/USD odráží změny efektivního směnného kurzu eura s elasticitou kolem 52 %. Důsledkem je postupná divergence efektivního směnného kurzu eura od základní projekce až na hodnotu 3,2 % pod úroveň základní projekce v roce 2016. V tomto scénáři naznačují výsledky jednotlivých makroekonomických modelů odborníků Eurosystemu pro rok 2015 a 2016 vyšší růst reálného HDP o 0,1–0,3 procentního bodu a vyšší inflaci měřenou HICP o 0,1–0,4 procentního bodu.

3) Dodatečná fiskální konsolidace

Jak je uvedeno v boxu 1, mezi předpoklady fiskální projekce patří všechna opatření fiskální politiky, která již byla schválena národními parlamenty nebo která již byla dostatečně podrobně rozpracována vládami a je u nich pravděpodobné, že legislativním procesem úspěšně projdou. V případě většiny zemí opatření

zahrnutá do základní projekce nevyhovují požadavkům na fiskální konsolidaci podle nápravné nebo preventivní části Paktu stability a růstu. Závazek splnit tyto požadavky je celkově promítnut v programech stability pro rok 2014 a v dokumentaci programů EU a MMF. Základní opatření k dosažení těchto cílů však často buď chybí, nebo nejsou dostatečně specifikována. V základní projekci tedy nejsou zohledněna. Je tedy nezbytné, aby do roku 2016 některé vlády přijaly dodatečná fiskální konsolidační opatření nad rámec opatření zahrnutých do základní projekce, a je zároveň pravděpodobné, že dané vlády tato opatření přijmou.

Předpoklady citlivostní analýzy fiskálního vývoje

Východním bodem citlivostní analýzy fiskálního vývoje je „fiskální mezera“ mezi rozpočtovými cíli vlád a základními rozpočtovými projekcemi. Při měření pravděpodobné dodatečné fiskální konsolidace jsou využity podmínky a informace o rozsahu a struktuře této mezery, které jsou specifické pro jednotlivé země. Tyto informace slouží zejména k zachycení nejistot ohledně fiskálních cílů, pravděpodobnosti dodatečných opatření fiskální konsolidace, která mají – na rozdíl od ostatních faktorů snižujících schodek – dopad na agregátní poptávku, a souvisejících makroekonomických zpětných vazeb.

Na základě tohoto přístupu bylo vyhodnoceno jako pravděpodobné, že některá další opatření fiskální konsolidace budou mít v roce 2015 a 2016 vliv na poptávku, a v důsledku toho bude koncem roku 2016 činit kumulativní objem dodatečné konsolidace zhruba 0,2 % HDP. Pokud jde o strukturu fiskálních opatření, citlivostní analýza se snaží začlenit profily nejpravděpodobnějších dodatečných konsolidačních opatření podle zemí a časového průběhu. Pro eurozónu jako celek je v tomto hodnocení fiskální konsolidace mírně vychýlena na výdajovou stranu rozpočtu.

Makroekonomické důsledky dodatečné fiskální konsolidace

Výsledky simulací důsledků citlivostní analýzy fiskálního vývoje pro růst reálného HDP a inflaci měřenou HICP v eurozóně provedených v modelu ECB New Area-Wide Model (NAWM²) jsou shrnuty v níže uvedené tabulce.

Důsledky dodatečné fiskální konsolidace pro růst reálného HDP jsou v roce 2014 a 2015 omezené, ale očekává se, že v roce 2016 budou dosahovat úrovně zhruba -0,1 procentního bodu. Důsledky pro inflaci měřenou HICP by měly být po celé sledované období zanedbatelné.

Stávající analýza tak ukazuje na mírná protirůstová rizika základní projekce růstu reálného HDP v roce 2016, protože v základní projekci zatím nejsou zahrnuta všechna zamýšlená fiskální konsolidační opatření. Zároveň existují zanedbatelná rizika spojená s projekcí inflace.

Odhadované makroekonomické důsledky dodatečné fiskální konsolidace pro růst HDP a inflaci měřenou HICP v eurozóně

(v % HDP)

	2014	2015	2016
Vládní rozpočtové cíle ¹⁾	-2,7	-2,2	-1,7
Základní fiskální projekce	-2,6	-2,5	-2,2
Souhrnná dodatečná fiskální konsolidace ²⁾	0,0	0,0	0,2
Vliv dodatečné fiskální konsolidace na poptávku (v procentních bodech) ³⁾			
Růst reálného HDP	0	0	-0,1
Inflace měřená HICP	0	0	0

1) Nominální cíle jsou obsaženy v nejnovější dokumentaci programů EU a MMF pro příslušné země; u zbylých zemí jsou obsaženy v návrzích rozpočtových zákonů nebo ve schválených rozpočtových zákonech na rok 2015, případně v aktualizovaném znění programu stability na rok 2014.

2) Citlivostní analýza vycházející z hodnocení odborníků Eurosystemu.

3) Odchylny 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.

Je třeba zdůraznit, že tato citlivostní analýza fiskálního vývoje se zaměřuje pouze na potenciální krátkodobé efekty pravděpodobné dodatečné fiskální konsolidace. Přestože i dobře navržená konsolidační opatření mívají často nepříznivý krátkodobý vliv na růst reálného HDP, jsou s nimi spojené příznivé dlouhodobější důsledky pro hospodářskou aktivitu, které se neprojeví v horizontu těchto projekcí.³ Výsledky této analýzy by tedy neměly být vykládány tak, že zpochybňují potřebu dodatečné konsolidace v horizontu projekcí. Pro obnovení zdravých veřejných financí v eurozóně je další konsolidační úsilí naopak nezbytné. Bez takové konsolidace existuje riziko negativního dopadu na ceny státních dluhopisů. Také vliv na důvěru by mohl být negativní, což by mohlo bránit hospodářskému oživení.

- 1 Veškeré simulace byly provedeny za předpokladu, že nedojde ke změně politik ani ke změnám jakýchkoli dalších proměnných souvisejících s metodickými předpoklady či mezinárodním prostředím eurozóny.
- 2 Podrobnější popis modelu New Area-Wide Model viz Christoffel, K., Coenen, G. and 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, October 2008.
- 3 Podrobnější analýzu makroekonomických důsledků fiskální konsolidace obsahuje článek s názvem „Fiscal multipliers and the timing of consolidation“, *Monthly Bulletin*, ECB, April 2014.

Box 4

PROGNÓZY DALŠÍCH INSTITUCÍ

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

Srovnání prognóz růstu reálného HDP a inflace měřené HICP v eurozóně

(procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP			Inflace měřená HICP		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Projekce odborníků Eurosystemu	prosinec 2014	0,8	1,0	1,5	0,5	0,7	1,3
		[0,7 – 0,9][0,4 – 1,6][0,4 – 2,6][0,5 – 0,5][0,2 – 1,2][0,6 – 2,0]					
Evropská komise	listopad 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,8	1,5
OECD	listopad 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,6	1,0
Euro Zone Barometer	listopad 2014	0,8	1,2	1,6	0,5	0,9	1,3
Consensus Economics Forecasts	listopad 2014	0,8	1,1	1,5	0,5	0,9	1,3
Survey of Professional Forecasters	listopad 2014	0,8	1,2	1,5	0,5	1,0	1,4
MMF	říjen 2014	0,8	1,3	1,7	0,5	0,9	1,2

Zdroje: European Commission European Economic Forecast, Autumn 2014; IMF World Economic Outlook, October 2014; OECD Economic Outlook, November 2014; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a ECB 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.

Podle prognóz, které jsou v současnosti k dispozici od dalších institucí, by měl růst reálného HDP v eurozóně v roce 2014 být stejný jako hodnota uvedená v projekcích odborníků Eurosystemu. Projekce růstu reálného HDP v roce 2015 a 2016 jsou podobné projekcím odborníků Eurosystemu nebo mírně vyšší. Průměrná meziroční inflace měřená HICP za rok 2014 se očekává na stejné úrovni jako v projekcích odborníků Eurosystemu. Projekce inflace měřené HICP na rok 2015, které připravila většina ostatních institucí, jsou mírně vyšší než projekce odborníků Eurosystemu. Inflace měřená HICP by podle dalších dostupných projekcí měla v roce 2016 dosáhnout průměrné hodnoty mezi 1,0 a 1,5 %, zatímco

v projekci odborníků Eurosystemu dosahuje hodnoty 1,3 %. V současnosti se všechny dostupné prognózy na roky 2015 a 2016 pohybují v rámci rozpětí projekcí odborníků Eurosystemu uvedených v tabulce.



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTEM

SHRNUTÍ KAPITOL MĚSÍČNÍHO BULLETINU ECB, PROSINEC 2014

HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ

1 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ EUROZÓNÝ

Oživení světové ekonomiky postupně pokračuje. Po poněkud utlumeném růstu na počátku roku dynamika v některých rozvinutých ekonomikách posiluje. Podporuje ji slábnutí nepříznivých faktorů a akomodační politika. Rozdíly v ekonomických výhledech mezi jednotlivými hospodářskými regiony i v jejich rámci se však zvětšují a stále více odrážejí spíše strukturální než cyklické faktory, což ovlivňuje důvěru, vývoj na finančních trzích a hospodářské politiky. Aktuální údaje z výběrových šetření ukazují na určité zpomalení dynamiky hospodářského růstu ve čtvrtém čtvrtletí. Geopolitická rizika na Ukrajině, v Rusku a na Blízkém východě zůstávají na zvýšené úrovni, i když zatím s omezenými dopady na hospodářskou aktivitu ve světě a na ceny energií. Světový obchod zůstal v prostředí stagnující investiční aktivity v řadě zemí slabý, ale ve třetím čtvrtletí došlo k jeho oživení, i když z nízké úrovně. Tempo růstu cen ve světě v posledních měsících pokleslo. Důvodem jsou především prudce klesající ceny ropy. Očekává se, že inflační tlaky zůstanou v prostředí nadbytečné kapacity a klesajících cen komodit slabé.

2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

2.1 PENÍZE A ÚVĚRY MFI

Informace dostupné za třetí čtvrtletí a říjen 2014 potvrzují, že tempo růstu peněžní zásoby a úvěrů je v prostředí nízké inflace nadále utlumené. Současně došlo k mírnému oživení růstu agregátu M3 z minimálních hodnot v dubnu. Dále se potvrdily náznaky, že ve druhé čtvrtině roku bylo dosaženo bodu obratu v dynamice úvěrů (zejména pokud jde o úvěry nefinančním podnikům). V této souvislosti se očekává, že pokles nejistoty po komplexním hodnocení dokončeném ECB i po aktuálních opatřeních měnové politiky podpoří jak motivaci bank poskytovat úvěry, tak promítnutí příznivých podmínek financování bank do úvěrových podmínek. Pokud jde o další protipoložky M3, tvorba peněz v eurozóně byla ve třetím čtvrtletí a v říjnu podporována dalším poklesem dlouhodobějších finančních závazků a snížením tlumícího dopadu poklesu úvěrů. V ročním vyjádření byla hlavním zdrojem tvorby peněz v eurozóně nadále akumulace čistých zahraničních aktiv ze strany MFI, i když tempo této akumulace zpomalilo. Snižování hlavních aktiv MFI v říjnu opět posílilo především v důsledku výraznějších propadů v zemích, které nejsou vystaveny tlakům.

2.2 FINANČNÍ INVESTICE NEFINANČNÍHO SEKTORU A INSTITUCIONÁLNÍCH INVESTORŮ

Meziroční tempo růstu finančních investic nefinančního sektoru se ve druhém čtvrtletí 2014 mírně zvýšilo. Nízký růst finančních investic lze zčásti vysvětlit slabými hospodářskými podmínkami a utlumeným vývojem disponibilního důchodu. Meziroční tempo růstu finančních investic pojišťoven a penzijních fondů ve druhém čtvrtletí 2014 vzrostlo. Investiční fondy nadále zaznamenávaly ve třetím čtvrtletí výrazný příliv, zejména na trhu dluhopisů.

2.3 ÚROKOVÉ SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU

Po rozhodnutích Rady guvernérů přijatých v září úrokové sazby peněžního trhu v období od konce srpna do začátku prosince 2014 celkově dále mírně poklesly a tento pokles byl přerušen pouze přechodně volatilitou zhruba na konci měsíce. Mezitím došlo k poklesu přebytečné likvidity, neboť snížení objemu operací na volném trhu bylo jen částečně kompenzováno mírně sníženou absorpcí autonomními faktory.

ECB

Měsíční bulletin
prosinec 2014

2.4 TRHY DLUHOPISŮ

Od konce srpna do začátku prosince 2014 se výnosy z dlouhodobých státních dluhopisů s ratingem AAA v eurozóně snížily, a to po té, kdy přicházely některé slabé údaje za eurozónu a na trhu panovala celková nejistota spojená s výhledem růstu ve světě. Pokles výnosů dlouhodobých státních dluhopisů ve Spojených státech a v Japonsku byl slabší a podléhal určité volatilitě. Výnosy dlouhodobých státních dluhopisů v zemích eurozóny vystavených tlakům vzrostly zhruba v polovině října a odrážely jak nejistotu spojenou s výhledem hospodářského růstu ve světě, tak informace o některých zemích. Ve většině těchto zemí však později došlo ke korekci tohoto růstu. Nejistota investorů ohledně vývoje na trzích dluhopisů v blízké budoucnosti vykazovala ve sledovaném období velké výkyvy, což vedlo k mírnému poklesu v eurozóně a růstu ve Spojených státech a v Japonsku.

2.5 AKCIOVÉ TRHY

Od konce srpna do začátku prosince 2014 byly ceny akcií volatilní. Tento vývoj byl ovlivňován některými smíšenými údaji o hospodářském vývoji ve všech oblastech a celkovou nejistotou na trzích, pokud jde o růst ve světě. Ceny akcií v eurozóně celkově posílily díky oživení v poslední části sledovaného období. Také ve Spojených státech vykázaly ceny akcií, podporované zveřejněnými příznivými hospodářskými údaji, čistý nárůst. Ceny akcií v Japonsku prudce vzrostly v návaznosti na rozhodnutí japonské centrální banky výrazně rozšířit její měnové uvolnění.

2.6 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Reálné náklady financování nefinančních podniků v eurozóně od července do října 2014 mírně klesly. To odráželo pokles reálných nákladů na akcie i krátkodobé bankovní úvěry, což převážilo příspěvek růstu reálných nákladů na tržní dluh a dlouhodobé bankovní úvěry. Ve třetím čtvrtletí 2014 se úvěrové standardy u úvěrů nefinančním podnikům v čistém vyjádření uvolnily. K čistému uvolnění úvěrových standardů došlo podruhé od druhého čtvrtletí 2007. Podle odhadu se celkový tok vnějšího financování do nefinančních podniků na podzim stabilizoval, i když zůstal slabý. Toto oslabení odráží jak pokles čistých splátek úvěrů MFI nefinančním podnikům, tak pokles čistých emisí podnikových cenných papírů.

2.7 FINANČNÍ TOKY A FINANČNÍ POZICE SEKTORU DOMÁCNOSTÍ

Podmínky financování domácností v eurozóně se ve třetím čtvrtletí 2014 vyznačovaly klesajícími sazbami z bankovních úvěrů, i když mezi zeměmi a jednotlivými nástroji byly nadále patrné rozdíly. Vývoj úvěrů domácnostem však zůstal utlumený a odrážel několik faktorů. Patřila k nim stagnující dynamika vývoje disponibilního důchodu domácností, vysoká míra nezaměstnanosti, slabý trh s bydlením, potřeba korekce dřívějšího nadměrného zadlužení a nejistota ohledně ekonomických vyhlídek. Odhady za třetí čtvrtletí 2014 přesto naznačují, že meziroční růst celkových úvěrů domácnostem v uvedeném čtvrtletí nepatrně posílil, přičemž poměr dluhu domácností k hrubému disponibilnímu důchodu se stabilizoval.

3 CENY A NÁKLADY

Podle předběžného odhadu Eurostatu dosáhla v listopadu 2014 meziroční inflace v eurozóně měřená HICP úrovně 0,3 % ve srovnání s 0,4 % v říjnu. V porovnání s předchozím měsícem odráží tento vývoj výraznější meziroční pokles cen energií a poněkud nižší meziroční růst cen služeb. Na základě údajů dostupných v polovině listopadu se v době, kdy odborníci Eurosystemu dokončovali letošní prosincové vydání makroekonomických projekcí, očekávalo, že meziroční inflace měřená HICP dosáhne v roce 2014 úrovně 0,5 %, v roce 2015 pak 0,7 % a v roce 2016 úrovně 1,3 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi ze září 2014, které sestavili pracovníci ECB, tak byla rozpětí projekcí revidována výrazně směrem dolů, a to nejvýrazněji pro rok 2015. Tyto úpravy odrážejí především nižší ceny ropy vyjádřené v eurech a dopad výhledu růstu, který byl revidován směrem dolů, ale zatím nezahrnují pokles cen ropy v posledních několika týdnech po datu uzávěrky pro tyto projekce.

Rizika výhledu cenového vývoje ve střednědobém horizontu budou pečlivě sledována, zejména pokud jde o případné dopady utlumené dynamiky růstu, geopolitického vývoje, vývoje směnných kurzů a cen energií a transmissí opatření měnové politiky. Zvláštní pozornost bude věnována širšímu dopadu nedávného vývoje cen ropy na střednědobé inflační trendy v eurozóně.

4 NABÍDKA, POPTÁVKA A TRH PRÁCE

Reálný HDP v eurozóně ve třetím čtvrtletí letošního roku vzrostl mezičtvrtletně o 0,2 %. To odpovídalo dřívějším náznakům oslabení dynamiky růstu v eurozóně, což v posledních prognózách vedlo k revizi výhledu růstu reálného HDP eurozóny směrem dolů. Aktuální údaje a výsledky šetření do listopadu tento výhled slabšího růstu v dalším období potvrzují. Současně zůstává beze změny výhled mírného hospodářského oživení. Na jednu stranu by měla domácí poptávku podpořit opatření měnové politiky, pokračující zlepšování podmínek financování, pokrok dosažený ve fiskální konsolidaci a strukturálních reformách i výrazně nižší ceny energií podporující reálný disponibilní důchod. Kromě toho by mělo mít hospodářské oživení ve světě kladný vliv na poptávku po vývozu. Na druhou stranu je pravděpodobné, že oživení bude nadále tlumeno vysokou nezaměstnaností, značným objemem nevyužitých kapacit a nezbytnou korekcí rozvah ve veřejném a soukromém sektoru.

Tyto faktory se odrážejí v makroekonomických projekcích pro eurozónu z prosince 2014, které sestavili odborníci Eurosystemu. Podle těchto projekcí by roční reálný HDP měl v roce 2014 vzrůst o 0,8 %, v roce 2015 o 1,0 % a v roce 2016 o 1,5 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi ze září 2014, které sestavili pracovníci ECB, tak byly projekce růstu reálného HDP výrazně revidovány směrem dolů. Úpravy projekcí směrem dolů se týkaly jak domácí poptávky, tak čistého vývozu. Hospodářský výhled v eurozóně je spojen s riziky zpomalení hospodářského růstu.

5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z prosince 2014, které sestavili odborníci Eurosystemu, by se fiskální deficit eurozóny měl v letech 2015 a 2016 nadále snižovat, a to především v důsledku očekávaného hospodářského oživení v eurozóně. Dluh vládního sektoru v eurozóně by měl v roce 2014 dosáhnout vrcholu. Očekává se však, že strukturální fiskální konsolidace se i přes další závazky řady zemí vyplývající z paktu stability a růstu téměř zastaví. Pokud jde o další vývoj, země by se měly snažit své závazky splnit vzhledem k flexibilitě vyplývající z paktu stability a růstu.