



**EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA**

## **Makroekonomické projekce pro eurozónu vypracované odborníky Eurosystemu**

*Na základě údajů dostupných k 17. květnu 2004 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny.<sup>1</sup> Podle těchto projekcí by měl průměrný roční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2004 tempa v rozmezí 1,4 až 2,0 % a v roce 2005 pak mezi 1,7 a 2,7 %. Průměrné tempo růstu celkového harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) by se v roce 2004 mělo pohybovat mezi 1,9 a 2,3 %, v roce 2005 pak mezi 1,1 a 2,3 %.*

Projekce jsou založené na řadě předpokladů o úrokových sazbách, směnných kurzech, cenách ropy, světovém obchodu mimo eurozónu a opatřeních fiskální politiky. Především se vychází z metodického předpokladu, že krátkodobé tržní úrokové sazby a dvojstranné směnné kurzy se v daném časovém horizontu nezmění. V případě dlouhodobých úrokových sazeb i cen ropy a neenergetických komodit se vychází z tržních očekávání.<sup>2</sup> U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny. Počítá se však pouze s opatřeními, která již byla schválena parlamentem, nebo která byla podrobně rozpracována a u nichž je pravděpodobné, že legislativním procesem projdou.

K vyjádření nejistot spojených s projekcemi je výsledek pro každou proměnnou uváděn jako rozpětí možných hodnot. Tato rozpětí jsou výsledkem rozdílů mezi skutečnými hodnotami a jejich dřívějšími projekcemi, které po řadu let zpracovávaly centrální banky eurozóny. Šíře těchto rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrných absolutních hodnot těchto rozdílů.

---

<sup>1</sup> Projekce odborníků Eurosystemu sestavují společně pracovníci ECB a národních centrálních bank eurozóny. Zpracovávají se dvakrát za rok a slouží Radě guvernérů jako podklad pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Více informací o použitých metodách a postupech naleznete v publikaci „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“, ECB, June 2001.

<sup>2</sup> U krátkodobých úrokových sazeb měřených tříměsíční sazbou Euribor se předpokládá, že během období, pro které jsou tyto projekce vypracovány, zůstanou stabilní na úrovni mírně nad 2,0 %. Metodický předpoklad neměnnosti směnných kurzů je výrazem očekávání, že kurz eura k americkému dolaru zůstane v tomto období na úrovni 1,19 a že efektivní kurz eura bude v porovnání s průměrem roku 2003 o 0,9 % vyšší. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně ukazují na mírný nárůst z průměrné hodnoty 4,3 % v roce 2004 na 4,4 % v roce 2005. Na základě vývoje trhů s futures se očekává, že roční průměr ceny ropy klesne v roce 2005 na 31,8 USD za barel z ceny 34,6 USD za barel v roce 2004. Dolarové ceny neenergetických komodit by podle očekávání měly v roce 2004 vzrůst o 18 % a v roce 2005 pak zůstat prakticky nezměněny.

## Mezinárodní prostředí

Od podzimu 2003 dochází k silnějšímu a rozsáhlejšímu oživení světové hospodářské aktivity. K tomuto vývoji dochází zčásti díky expanzivní hospodářské politice a příznivým podmínkám pro financování, ale také v důsledku lepší finanční situace podniků. Pokud se naplní výše zmíněný předpoklad, že ceny ropy budou postupně klesat a rizikové prémie na finančních trzích budou mírné, zůstane oživení hospodářské aktivity silné po celé období.

K růstu světové ekonomiky by i nadále měly nejvíce přispívat Spojené státy a asijské ekonomiky mimo Japonska. Očekává se, že motorem růstu ve Spojených státech bude oživení investic a v důsledku průběžně se zlepšujících podmínek na trhu práce také silná soukromá spotřeba. Díky mohutnému vnitřnímu tempu růstu by měl růst HDP asijských ekonomik mimo Japonska zůstat silný. Pohled do jiných oblastí světa přináší různorodější výsledky, i když silnější poptávka ve Spojených státech a v asijských zemích mimo Japonska by měla posílit hospodářskou aktivitu ve většině regionů. V japonské ekonomice by mělo i nadále pokračovat oživení, přičemž domácí poptávku posílí probíhající strukturální reformy a uvolnění deflačních tlaků. Růst reálného HDP ve Spojeném království by měl po celé období zůstat dynamický. Navíc se očekává pokračování poměrně silného růstu v zemích, které se 1. května 2004 staly členy EU, a v ekonomikách, které procházejí transformací. Celkově se odhaduje, že *růst světového reálného HDP mimo země eurozóny* stoupne z 4,5 % v roce 2003 na zhruba 5,0 % v letech 2004 a 2005.

U růstu světového obchodu se předpokládá vývoj, který bude odpovídat růstu světového reálného HDP. Růst *vnějších exportních trhů eurozóny* by měl posílit z necelých 6 % v roce 2003 a dosáhnout v letech 2004 i 2005 úrovně zhruba 8 %.

## Projekce růstu reálného HDP

Odhaduje se, že po vzestupu v prvním čtvrtletí letošního roku zůstane mezičtvrtletní růst reálného HDP eurozóny po celé období poměrně silný, i když v mezičtvrtletních změnách během roku 2004 mohou být jisté rozdíly. Průměrný roční růst reálného HDP by měl v roce 2004 posílit na úroveň mezi 1,4 a 2,0 % a v roce 2005 dosáhnout 1,7 až 2,7 %. I přes určitou ztrátu podílu ekonomik eurozóny na některých trzích v důsledku dřívější apreciace eura by předpokládané zvýšení zahraniční poptávky mělo vést k posílení vývozu z eurozóny. Vzhledem k silnějšímu růstu investic i soukromé spotřeby by ve sledovaném období mělo být hospodářské oživení v eurozóně založeno na více faktorech. Podle projekcí nebudou k růstu reálného HDP v tomto období výrazně přispívat investice do zásob ani čisté vývozy.

V souladu s obvyklým cyklickým vývojem by se *celková zaměstnanost* měla v roce 2004 pomalu zvyšovat a následně posílit v roce 2005. Díky růstu podílu ekonomicky aktivního obyvatelstva na celkové populaci by měla vzrůst nabídka práce. Projekce vývoje nabídky práce a zaměstnanosti naznačují, že míra nezaměstnanosti nejspíš začne klesat ke konci sledovaného období.

V rámci domácích výdajů jako složky HDP dosáhne po stagnaci zaznamenané během většiny roku 2003 podle odhadů *soukromá spotřeba* v roce 2004 průměrného ročního růstu mezi 1,0 a 1,4 %. V roce 2005 by měla posílit

na 1,4 až 2,6 %. Vývoj spotřebních výdajů by měl obecně odpovídat vývoji reálného disponibilního důchodu domácností. Míra úspor domácností by měla během dvou let, pro které jsou tyto projekce zpracovány, zůstat zhruba na stejné úrovni. Obavy spojené s vývojem veřejných financí a především s budoucností systémů zdravotnictví a důchodového zabezpečení pravděpodobně budou i nadále omezovat pokles míry úspor v daném období. S růstem hospodářské aktivity a se zlepšením podmínek na trhu práce by se však měla postupně zvyšovat důvěra spotřebitelů, což by vedlo ke snížení úspor vyvolaných obavami z budoucího vývoje. Vzhledem k pomalému růstu zaměstnanosti by měl zůstat růst reálného disponibilního důchodu domácností také v roce 2004 poměrně utlučený. V roce 2005 by jej však měl podpořit silnější růst zaměstnanosti a také rychlejší zvyšování reálných mezd, které posílí nižší inflace. Pozitivní dopady na reálný disponibilní důchod domácností, které bude mít v roce 2004 snížení daní z příjmů a odvodů na sociální zabezpečení, budou do velké míry vyváženy vyššími nepřímými daněmi a regulovanými cenami (včetně odvodů na zdravotní pojištění). Na základě současných rozpočtových plánů se zároveň předpokládá, že během sledovaného období poklesne podíl, jakým k růstu reálného HDP přispívá *vládní spotřeba*.

Mezičtvrtletní změna v *celkových investicích do stálých aktiv* se ve čtvrtém čtvrtletí roku 2003 navrátila do kladných čísel a předpokládá se, že ve sledovaném období budou tyto investice přispívat k oživení domácí poptávky v eurozóně. Průměrné roční tempo jejich růstu by se v roce 2004 mělo zvýšit na 0,7 až 2,9 % a v roce 2005 by se mělo pohybovat v rozmezí od 1,9 do 5,1 %. Na oživení celkových investic by se měly podílet především *podnikatelské investice*, k nimž přispívá zlepšení celosvětové hospodářské situace a nízká úroveň reálných úrokových sazeb. Po několikaletém poklesu by mělo ve sledovaném období dojít k mírnému růstu *soukromých investic do nemovitostí*.

Zaměříme-li se na obchod, zjistíme že průměrná roční změna celkových vývozu by podle projekcí měla v roce 2004 vzrůst na hodnotu v rozmezí 3,2 až 6,0 % a v roce 2005 pak na 5,0 až 8,2 %.<sup>3</sup> Mimo jiné v důsledku dřívějšího posilování eura zůstane růst vývozu z eurozóny pravděpodobně nižší než růst exportních trhů, na které vývozy z eurozóny směřují. Podle těchto projekcí by měly celkové dovozy růst v roce 2004 tempem v rozmezí 2,8 až 6,2 % a v roce 2005 pak mezi 5,0 a 8,4 %. Projekce vývoje dovozu odpovídá vývoji celkových konečných výdajů v eurozóně, ale také se v ní odráží zpožděné tlaky na růst dovozu v důsledku dřívější apreciacie eura.

### **Projekce cen a nákladů**

Průměrné tempo růstu celkového *harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP)* by se v roce 2004 mělo pohybovat mezi 1,9 až 2,3 %, v roce 2005 pak mezi 1,1 a 2,3 %. Při naplnění výše zmíněných předpokladů o vývoji cen ropy by měly energetické komodity výrazně působit na růst inflace měřené HICP v roce 2004, avšak v roce 2005 by měly být vzhledem k inflaci neutrální. Zvýšení nepřímých daní a regulovaných cen, ke kterým došlo na začátku roku 2004, povedou v tomto roce k výraznému růstu HICP ve složce neenergetické komodity. V roce 2005 by mělo tempo růstu ve složce neenergetické komodity klesat a odrážet tak snížení cenových tlaků v eurozóně a omezený růst dovozních cen. Podle předpokladů vývoje ve fiskální oblasti by se navíc měla zvýšení nepřímých daní a regulovaných cen promítat do inflace v roce 2005 pouze velmi mírně.

---

<sup>3</sup> Projekce týkající se obchodní výměny jsou v souladu s údaji v národních účtech. To znamená, že zahrnují obchodní výměnu v rámci eurozóny.

V důsledku apreciacie eura od jara 2002 a slabých externích inflačních tlaků nadále v roce 2003 klesaly dovozní ceny. Očekává se, že v roce 2004 zůstanou v podstatě beze změny, jelikož předpokládaný pokles cen ropy bude vyvážen opožděnými dopady dřívější apreciacie eura. V roce 2005 by mělo dojít k velmi mírnému růstu dovozních cen.

Vzhledem ke stávající úrovni mezd a jen mírnému zlepšení podmínek na trhu práce se předpokládá, že růst nominální mzdy na zaměstnance se ve sledovaném období v podstatě nezmění. Projekce růstu reálného HDP a zaměstnanosti naznačují, že v daném horizontu dojde k růstu produktivity práce, která se tak dostane na začátku roku 2005 na úroveň blížíící se dlouhodobému průměru. V důsledku toho by měl v letech 2004 a 2005 *růst jednotkových mzdových nákladů* poklesnout. Tento pokles by mělo doprovázet mírné rozšíření *ziskových rozpětí*, které by pak podpořilo investice.

#### **Tabulka: Makroekonomické projekce**

(průměrné meziroční změny v %)<sup>1)</sup>

	2003	2004	2005
HICP	2,1	1,9 – 2,3	1,1 – 2,3
Reálný HDP	0,5	1,4 – 2,0	1,7 – 2,7
Soukromá spotřeba	1,0	1,0 – 1,4	1,4 – 2,6
Vládní spotřeba	2,0	0,9 – 1,9	0,4 – 1,4
Hrubá tvorba fixního kapitálu	- 0,8	0,7 – 2,9	1,9 – 5,1
Vývoz (zboží a služby)	- 0,2	3,2 – 6,0	5,0 – 8,2
Dovoz (zboží a služby)	1,7	2,8 – 6,2	5,0 – 8,4

*U každé proměnné a časového horizontu vychází rozpětí z průměrného absolutního rozdílu mezi skutečnými výsledky a minulými projekcemi centrálních bank v eurozóně. Projekce reálného HDP a jeho složek ukazují údaje očištěné od vlivu počtu pracovních dní. Projekce vývozu a dovozu obsahují i obchod uvnitř eurozóny.*

## Rámeček A

### Srovnání s projekcemi z prosince 2003

Ve srovnání s makroekonomickými projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu v prosinci 2003 se současné projekce růstu HDP v eurozóně téměř neliší. Malé snížení u hodnot očekávaných pro rok 2005 je výsledkem změn ve vývoji mezičtvrtletního růstu v průběhu roku, které technicky snižují průměrný roční růst očekávaný v roce 2005.

Spodní hranice rozsahu hodnot očekávaných pro rok 2004 u ročního tempa růstu celkového HICP byla zvýšena především v důsledku úpravy předpokladu vývoje cen ropy, který je pro rok 2004 zhruba o 30 % a pro rok 2005 pak zhruba o 20 % vyšší. Dopad cen ropy na inflaci v eurozóně měřenou pomocí HICP však tlumí celá řada faktorů. Zaprvé, projekce vývoje HICP ve složce ceny potravin byla v porovnání s projekcemi z prosince 2003 snížena, jelikož dopad zvýšení cen potravin, ke kterému v roce 2003 došlo v důsledku nepříznivého počasí, odezněl rychleji, než se očekávalo. Zadruhé, zvýšení daně na tabák bylo na začátku roku 2004 poněkud nižší, než se očekávalo podle předpokladů vývoje ve fiskální oblasti, ze kterých se vycházelo u projekcí v prosinci 2003. Zatřetí, růst nominální mzdy na zaměstnance byl pro sledované období v porovnání s projekcemi z prosince 2003 mírně upraven směrem dolů. Díky tomu byl také mírně snížen růst jednotkových mzdových nákladů očekávaný v roce 2004.

### Srovnání makroekonomických projekcí

*(průměrné meziroční změny v %)*

	2003	2004	2005
HICP – červen 2004	2,1	1,9 – 2,3	1,1 – 2,3
HICP – prosinec 2003	2,0 – 2,2	1,3 – 2,3	1,0 – 2,2
Reálný HDP – červen 2004	0,5	1,4 – 2,0	1,7 – 2,7
Reálný HDP – prosinec 2003	0,2 – 0,6	1,1 – 2,1	1,9 – 2,9

## Rámeček B

### Prognózy dalších institucí

Pro eurozónu je k dispozici řada prognóz, které prováděly různé mezinárodní instituce i organizace v soukromém sektoru. Tyto prognózy však nejsou vzájemně přesně srovnatelné, ani je nelze srovnávat s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu, neboť byly dokončovány v rozdílných obdobích a pro odvození předpokladů pro vývoj fiskálních, finančních a externích proměnných používají odlišné metody. Prognózy obsažené v přehledech organizace Consensus Economics a v ECB Survey of Professional Forecasters pracují s různými předpoklady, které nejsou blíže specifikovány. Na rozdíl od projekcí odborníků Eurosystemu nejsou tyto prognózy zpravidla podmíněny předpokladem, že krátkodobé úrokové sazby zůstanou pro dané období beze změny.

I přes rozdílné předpoklady se prognózy, které jsou v současné době k dispozici od dalších institucí, shodují v tom, že v eurozóně bude docházet k postupnému ožívování ekonomické aktivity, které povede k průměrnému ročnímu růstu HDP mírně nad úroveň 1,5 % v roce 2004 a v rozmezí přibližně 2 až 2,5 % v roce 2005. Prognózy pro rok 2004 jsou velice podobné, u prognóz pro rok 2005 jsou již větší rozdíly. Zatímco prognózy Evropské komise, OECD a MMF předpokládají, že roční růst HDP dosáhne v roce 2005 úrovně 2,3 nebo 2,4 %, prognózy Consensus Economics Forecasts a Survey of Professional Forecasters předpovídají roční tempo růstu HDP ve výši 2,0 a 2,1 %.

**Tabulka 1: Srovnání prognóz růstu reálného HDP v eurozóně**

(meziroční změny v %)

	Datum zveřejnění		2003	2004	2005
Evropská komise	duben	2004	0,4	1,7	2,3
MMF	duben	2004	0,4	1,7	2,3
OECD	duben	2004	0,5	1,6	2,4
Consensus Economics Forecasts	duben	2004	0,4	1,6	2,0
Survey of Professional Forecasters	duben	2004	0,5	1,6	2,1

*Pramen: European Commission Economic Forecasts Spring 2004; IMF World Economic Outlook April 2004; OECD Economic Outlook No. 75; Consensus Economics Forecasts a ECB's Survey of Professional Forecasters*

*Pozn.: Prognózy Evropské komise pracují s meziročními tempy růstu bez očištění od vlivu počtu pracovních dní, která jsou pro rok 2004 v důsledku vyššího počtu pracovních dní v tomto roce o cca 0,25 procentního bodu vyšší než tempo růstu očištěné od vlivu počtu pracovních dní, což je metodika používaná v projekcích Eurosystemu. Prognózy OECD pracují s meziročními tempy růstu očištěnými od vlivu počtu pracovních dní, u ostatních prognóz se neuvádí, která z těchto metodik byla při vykazování údajů použita.*

Podle těchto prognóz poklesne v roce 2004 průměrná roční míra inflace měřená HICP na úroveň mezi 1,7 a 1,8 %. Pro rok 2005 předpovídají prognózy inflaci měřenou HICP na úrovni 1,6 %, výjimku tvoří Survey of Professional Forecasters s očekávanou inflací měřenou pomocí HICP na úrovni 1,8 % a OECD s očekávanou hodnotou 1,4 %.

**Tabulka 2: Srovnání prognóz celkové inflace měřené HICP v eurozóně**

(meziroční změny v %)

	Datum zveřejnění		2003	2004	2005
Evropská komise	duben	2004	2,1	1,8	1,6
MMF	duben	2004	2,1	1,7	1,6
OECD	duben	2004	2,1	1,7	1,4
Consensus Economics Forecasts	duben	2004	2,1	1,7	1,6
Survey of Professional Forecasters	duben	2004	2,1	1,8	1,8

*Pramen: European Commission Economic Forecasts Spring 2004; IMF World Economic Outlook April 2004; OECD Economic Outlook No. 75; Consensus Economics Forecasts a ECB's Survey of Professional Forecasters*