



## EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

### Makroekonomické projekce pro eurozónu vypracované odborníky Eurosystemu

Na základě údajů dostupných k 20. listopadu 2004 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny.<sup>1</sup> Průměrný roční růst reálného HDP by se měl v roce 2004 pohybovat v rozmezí 1,6 až 2,0 %, v roce 2005 mezi 1,4 a 2,4 % a v roce 2006 mezi 1,7 a 2,7 %. Průměrné tempo růstu celkového harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) by se v roce 2004 mělo pohybovat mezi 2,1 a 2,3 %, v roce 2005 mezi 1,5 a 2,5 %, v roce 2006 pak mezi 1,0 a 2,2 %.

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 surovin 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 úspěšně projdou.

K vyjádření nejistoty ohledně projekcí 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 rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrných absolutních hodnot těchto rozdílů.

### Mezinárodní prostředí

Zdá se, že vývoj světové ekonomiky dosáhl v rámci hospodářského cyklu svého vrcholu, ceny ropy se během roku 2004 zvyšovaly a nyní lze očekávat postupný návrat k neutrálnější hospodářské politice. Značný světový ekonomický růst ve sledovaném horizontu bude tedy podle projekcí během následujících dvou let mírně

<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 nezměněny na úrovni 2,16 %. Metodický předpoklad neměnnosti směnných kurzů je výrazem očekávání, že kurz eura k americkému dolaru zůstane v tomto období na úrovni 1,29 a že efektivní kurz eura bude v porovnání s průměrem roku 2003 o 6,1 % vyšší. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně ukazují na mírný nárůst z průměrné hodnoty 4,2 % v roce 2004 na 4,5 % v roce 2006. Očekává se, že roční průměrné ceny neenergetických komodit (vyjádřeno v USD) stoupnou v roce 2004 o 18 %, v roce 2005 zůstanou na přibližně stejné úrovni a v roce 2006 stoupnou o 5 %. Na základě vývoje trhů s futures se očekává, že roční průměr cen ropy stoupne v roce 2005 na 44,4 USD za barel z ceny 39,0 USD v roce 2004. Pro rok 2006 se očekává, že roční průměr cen ropy klesne na 40,8 USD za barel.

oslabovat. Zvyšování cen ropy a neenergetických komodit však bude mít zároveň za důsledek vyšší celosvětovou inflaci.

Také v USA se i nadále očekává dynamický růst reálného HDP, který však bude postupně zpomalovat a již neporooste takovým tempem, jako ve druhé polovině roku 2003 a na začátku roku 2004. V nejaponské části Asie bude přes zvýšené ceny ropy a zpřísnění hospodářské politiky v Číně růst HDP i nadále značně vyšší, než je celosvětový průměr. Růst v ostatních velkých ekonomikách by měl zůstat dynamický. Navíc lze očekávat, že země, které 1. května 2004 přistoupily k EU, budou i nadále zaznamenávat poměrně rychlý růst.

Za rok 2004 se očekává roční *růst světového reálného HDP mimo země eurozóny* v průměrné výši 5,5 % a předpokládá se, že během let 2005 a 2006 klesne na zhruba 4,5 %. Růst *vnějších exportních trhů eurozóny* dosáhl v roce 2004 podle odhadů 8,7 % a v letech 2005 a 2006 se očekává pokles na 8,0 %, resp. 7,5 %.

### **Projekce růstu reálného HDP**

Podle prvního odhadu Eurostatu dosáhl ve třetím čtvrtletí letošního roku mezičtvrtletní růst reálného HDP eurozóny tempa 0,3 %, v prvním a druhém čtvrtletí letošního roku byl zaznamenán růst ve výši 0,7 %, resp. 0,5 %. Během období, pro které jsou tyto projekce vypracovány, by se mezičtvrtletní tempo růstu mělo vrátit k úrovni 0,5 %. Průměrný roční růst reálného HDP by se tudíž v roce 2004 měl dle odhadů pohybovat v rozmezí 1,6 až 2,0 %, v roce 2005 pak mezi 1,4 a 2,4 % a v roce 2006 mezi 1,7 a 2,7 %. Růst vývozu, který se předpokládá vzhledem k očekávanému pokračování silné zahraniční poptávky, by ve sledovaném období měl nadále podporovat ekonomickou aktivitu a také domácí poptávka by měla růst stabilním tempem.

*Celková zaměstnanost* by ve sledovaném období měla mírně posílit. Díky lepším vyhlídkám a strukturálním reformám na trhu práce v některých zemích eurozóny roste podíl ekonomicky aktivního obyvatelstva na celkové populaci, v důsledku čehož se bude podle očekávání zvyšovat nabídka pracovních sil. Projekce vývoje nabídky práce a zaměstnanosti naznačují, že míra nezaměstnanosti by měla ve druhé polovině roku 2005 začít klesat.

V rámci domácích výdajů jako složek HDP dosáhne *soukromá spotřeba* v roce 2004 podle odhadů průměrného ročního růstu mezi 0,9 a 1,3 %. Na kupní sílu domácností má negativní vliv omezený růst mzdových příjmů a výrazné zvyšování cen energie. V roce 2005 by se růst spotřeby měl podle odhadů pohybovat v rozmezí od 1,1 do 2,1 % a v roce 2006 mezi 1,2 a 2,8 %. Silnější růst zaměstnanosti, vyšší reálné mzdy v důsledku nižší inflace a příznivý vývoj dalších složek příjmů se pozitivně promítnou do reálného disponibilního důchodu domácností. Míra úspor domácností by měla během období, pro které jsou tyto projekce zpracovány, zůstat přibližně na stejné úrovni. S určitým zlepšováním podmínek na trhu práce by se měla zvyšovat důvěra spotřebitelů. Míra úspor však zůstane pravděpodobně poměrně vysoká kvůli obavám, které jsou spojeny s vývojem veřejných financí a zejména dlouhodobou budoucností systémů zdravotní péče a důchodového zabezpečení. Na základě

současných rozpočtových plánů se také předpokládá, že během sledovaného období mírně poklesne podíl, kterým k růstu reálného HDP přispívá *vládní spotřeba*.

Podle odhadů dochází v druhé polovině roku 2004 k mírnému růstu *celkových investic do stálých aktiv*. Jejich průměrný roční růst by se v roce 2004 měl pohybovat v rozmezí 1,2 až 2,2 %, v roce 2005 pak mezi 1,7 a 4,7 % a v roce 2006 mezi 2,1 a 5,3 %. Na oživení celkových investic by se měly podílet především *podnikatelské investice*, které budou dle očekávání těžit z příznivých úvěrových podmínek, vyšších zisků podniků a zlepšující se perspektivy vývoje poptávky. Ve sledovaném období by mělo dojít k mírnému růstu *soukromých investic do bytových nemovitostí*.

Průměrná meziroční změna celkových vývozů by se podle projekcí měla v roce 2004 pohybovat v rozmezí 4,5 až 7,3 %, v roce 2005 mezi 4,6 a 7,8 %, v roce 2006 pak mezi 4,8 a 8,0 %.<sup>3</sup> Poté, co se v roce 2003 značně snížil podíl zemí eurozóny na exportních trzích mimo eurozónu, k čemuž došlo zejména v důsledku posilování eura, by měl nyní tento podíl zůstat ve sledovaném období přibližně konstantní. Průměrné roční tempo růstu celkového dovozu by mělo být v souladu s průměrným ročním tempem růstu vývozu. Projekce vývoje dovozu odpovídá vývoji celkových konečných výdajů v eurozóně, ale také se v ní odrážejí zpožděné tlaky na růst dovozu v důsledku dřívější apreciacie eura. Celkově vzato se tedy neočekává, že by ve sledovaném období obchodní bilance výrazněji přispěla k růstu HDP – vývoz i dovoz budou přibližně vyrovnané.

### **Projekce cen a nákladů**

Průměrné roční tempo růstu celkového HICP by se v roce 2004 mělo dle odhadů pohybovat v rozmezí 2,1 až 2,3 %. V roce 2005 se očekává tempo růstu mezi 1,5 a 2,5 % a v roce 2006 mezi 1,0 a 2,2 %. Předpoklady vývoje cen ropy naznačují, že energetická složka bude mít v roce 2005 značný vliv na růst inflace měřené HICP, a naopak v roce 2006 by měla mírně působit na její pokles. V roce 2005 by mělo tempo růstu cen neenergetických surovin jako složky HICP mírně klesat a odrážet tak omezený růst dovozních cen a nadále limitované tlaky na růst nákladů v eurozóně. Ve srovnání se zásadním vlivem změn, které byly provedeny v roce 2004, jsou předpoklady vývoje ve fiskální oblasti pro rok 2005 a 2006 ovlivněny zvýšením nepřímých daní a regulovaných cen jen v menší míře.

I přes nedávný růst cen ropy by dovozní ceny měly v průměru v důsledku opožděných dopadů apreciacie eura zůstat v roce 2004 prakticky beze změny. Předpoklady týkající se cen komodit a směnných kurzů naznačují, že ve sledovaném období dojde k mírnému růstu dovozních cen.

Růst nominální mzdy na zaměstnance by měl během sledovaného období zůstat mírný. Tato projekce zohledňuje stávající úroveň mezd a předpokládané mírné zlepšení podmínek na trhu práce, zároveň však vychází z úvahy,

---

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

že sekundární dopady vyšších cen ropy na nominální mzdy zůstanou omezené. Projekce růstu reálného HDP a míry zaměstnanosti naznačují, že růst produktivity práce bude v daném horizontu i nadále poměrně silný, přestože se očekává mírný pokles. V důsledku tohoto vývoje mezd a produktivity by měl v letech 2005 a 2006 růst jednotkových mzdových nákladů zůstat mírný.

#### Tabulka: Makroekonomické projekce

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

	2003	2004	2005	2006
HICP	2,1	2,1 – 2,3	1,5 – 2,5	1,0 – 2,2
Reálný HDP	0,5	1,6 – 2,0	1,4 – 2,4	1,7 – 2,7
Soukromá spotřeba	1,1	0,9 – 1,3	1,1 – 2,1	1,2 – 2,8
Vládní spotřeba	1,6	0,9 – 2,1	0,3 – 1,3	0,7 – 1,7
Hrubá tvorba fixního kapitálu	-0,6	1,2 – 2,2	1,7 – 4,7	2,1 – 5,3
Vývoz (zboží a služby)	0,2	4,5 – 7,3	4,6 – 7,8	4,8 – 8,0
Dovoz (zboží a služby)	2,0	5,0 – 7,6	4,8 – 8,2	4,8 – 8,2

- 1) U každé proměnné a období vychází rozpětí z průměrného absolutního rozdílu mezi skutečnými výsledky a minulými projekcemi centrálních bank zemí eurozóny. Projekce reálného HDP a jeho složek ukazují údaje očištěné od vlivu počtu pracovních dní. Projekce vývozu a dovozu obsahují i obchod uvnitř eurozóny.

## Box A

### Porovnání s makroekonomickými projekcemi pracovníků ECB ze září 2004

Ve srovnání s makroekonomickými projekcemi, které vyšly v Měsíčním bulletinu ze září 2004, byly zásadním způsobem revidovány předpoklady vývoje cen ropy a směnných kurzů. Ceny ropy jsou nyní o 21 % vyšší než v předpokladech zářijových projekcí; nominální efektivní kurz eura je vyšší o 4,2 %. Revize předpokladů pro úrokové sazby jsou malé.

Ve srovnání s makroekonomickými projekcemi pracovníků ECB, které vyšly v Měsíčním bulletinu ze září 2004, byly sníženy projekce rozpětí růstu reálného HDP pro rok 2005. Vysvětlení poskytují výše zmíněné a revidované předpoklady vývoje cen ropy i efektivního kurzu eura. Ve třetím čtvrtletí tohoto roku rostl reálný HDP pomaleji, než se očekávalo, a to automaticky snižuje projekci průměrného ročního tempa růstu reálného HDP pro rok 2005.

Rozpětí stanovená v projekcích pro HICP zůstávají pro rok 2004 beze změny, ale pro rok 2005 byla ve srovnání s projekcemi ze září 2004 mírně korigována směrem nahoru. Tato změna je však omezená, protože dopad vyšších cen ropy je zmírněn korekcemi původně nižších předpokladů pro směnné kurzy. Revize předpokladů pro jednotkové mzdové náklady jsou malé.

### Srovnání makroekonomických projekcí

(průměrné meziroční změny v %)

	2003	2004	2005
HICP – prosinec 2004	2,1	2,1– 2,3	1,5 – 2,5
HICP – září 2004	2,1	2,1 – 2,3	1,3 – 2,3
Reálný HDP – prosinec 2004	0,5	1,6 – 2,0	1,4 – 2,4
Reálný HDP – září 2004	0,5	1,6 – 2,2	1,8 – 2,8

## Box B

### 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 srovnávat s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu, neboť byly dokončovány v rozdílných obdobích a používají odlišné metody pro odvození předpokladů pro vývoj fiskálních, finančních a externích proměnných, včetně cen ropy. Prognózy obsažené v přehledech společnosti 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 v daném období beze změny.

I přes rozdílné předpoklady se prognózy, které jsou v současné době k dispozici od různých institucí, shodují v tom, že roční růst HDP v eurozóně se bude v roce 2005 v průměru pohybovat mezi 1,9 a 2¼ % a v roce 2006 mezi 2¼ a 2½ %. Prognózy pro rok 2005 jsou si velmi podobné. Prognózy, které vypracovala Evropská komise, a Survey of Professional Forecasters předpovídají pro rok 2006 roční růst HDP ve výši 2,2 %, zatímco OECD předpovídá tempo růstu 2,5 %.

Je třeba mít na zřeteli, že ani Evropská komise, ani zpráva MMF neočišťuje roční tempo růstu od vlivu počtu pracovních dní v roce. Vzhledem k vyššímu počtu pracovních dní v roce 2004 bude za tento rok průměrné roční tempo růstu HDP v eurozóně neočištěné od vlivu počtu pracovních dní zhruba o čtvrt procentního bodu vyšší než tempo růstu očištěné od vlivu počtu pracovních dní. To znamená, že po zohlednění počtu pracovních dní předpovídá zpráva Evropské komise i zpráva MMF v roce 2005 zvýšení tempa růstu HDP v eurozóně. Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu a 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.

#### Tabulka A: Srovnání prognóz růstu reálného HDP v eurozóně

(meziroční změny v %)

	Datum zveřejnění	2004	2005	2006
Evropská komise	říjen 2004	2,1	2,0	2,2
MMF	září 2004	2,2	2,2	-
OECD	listopad 2004	1,8	1,9	2,5
Consensus Economics Forecasts	listopad 2004	1,9	1,9	-
Survey of Professional Forecasters	listopad 2004	1,9	2,0	2,2

Zdroje: *European Commission Economic Forecasts Autumn 2004; IMF World Economic Outlook September 2004; OECD Economic Outlook No 76; Consensus Economics Forecasts a Survey of Professional Forecasters ECB. Prognózy Evropské komise a MMF uvádějí roční tempa růstu neočištěná od vlivu počtu pracovních dní.*

Podle prognóz by měla průměrná inflace měřená HICP klesnout v roce 2005 na úroveň mezi 1,8 a 1,9 %. Výjimkou je prognóza OECD, která předpokládá inflaci ve výši 2,0 %. Evropská komise i OECD shodně předpokládají, že inflace měřená HICP klesne v roce 2006 na 1,7 %, Survey of Professional Forecasters předpovídá inflaci měřenou HICP ve výši 1,9 %.

#### Tabulka B: Srovnání prognóz celkové inflace měřené HICP v eurozóně

(meziroční změny v %)

	Datum zveřejnění	2004	2005	2006
Evropská komise	říjen 2004	2,1	1,9	1,7
MMF	září 2004	2,1	1,9	-
OECD	listopad 2004	2,1	2,0	1,7
Consensus Economics Forecasts	listopad 2004	2,2	1,9	-
Survey of Professional Forecasters	listopad 2004	2,1	1,9	1,9

Zdroje: *European Commission Economic Forecasts Autumn 2004; IMF World Economic Outlook September 2004; OECD Economic Outlook No 76; Consensus Economics Forecasts a Survey of Professional Forecasters ECB.*

