



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTEM

Box

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ PRACOVNÍKY ECB

Na základě údajů dostupných k 20. srpnu 2010 sestavili pracovníci ECB projekce makroekonomického vývoje eurozóny.<sup>1</sup> Podle těchto projekcí by měl průměrný roční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2010 tempa v rozmezí 1,4 až 1,8 % a v roce 2011 v rozmezí 0,5 až 2,3 %. Inflace by měla být víceméně stabilní a pohybovat se v roce 2010 mezi 1,5 a 1,7 % a v roce 2011 mezi 1,2 a 2,2 %.

### Metodické předpoklady o úrokových sazbách, směnných kurzech, cenách komodit a opatřeních fiskální politiky

Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách energetických i neenergetických komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzávěrku údajů 13. srpna 2010.<sup>2</sup> Předpoklad ohledně krátkodobých úrokových sazeb má čistě metodický charakter. Krátkodobé sazby se měří tříměsíční sazbou EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Tyto metodické předpoklady ukazují na celkovou průměrnou hodnotu krátkodobých úrokových sazeb 0,8 % v roce 2010 a 1,1 % v roce 2011. Metodické předpoklady o nominálních výnosech z desetiletých státních dluhopisů jsou rovněž odvozeny z tržních očekávání a ukazují na průměrnou hodnotu 3,6 % v roce 2010 a 3,8 % v roce 2011.<sup>3</sup> Základní projekce zohledňuje další zlepšení podmínek financování a vychází tedy z předpokladu, že se ve sledovaném období rozpětí sazeb bankovních úvěrů a výše uvedených úrokových sazeb stabilizují nebo se mírně zúží. Obdobně by se měly ve sledovaném období uvolňovat podmínky na straně nabídky úvěrů. Pokud jde o komodity, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzávěrky se očekává, že průměrné roční ceny ropy dosáhnou 78,8 USD za barel v roce 2010 a 84,0 USD za barel v roce 2011. Očekává se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech výrazně vzrostou – v roce 2010 o 39,1 % a v roce 2011 o dalších 11,0 %.

Očekává se, že dvojstranné směnné kurzy eura zůstanou ve sledovaném období beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky. To naznačuje, že kurz eura k americkému dolaru se bude po celé sledované období pohybovat na úrovni 1,31 a že efektivní kurz eura oslabí v průměru o 6,5 % v roce 2010 a v roce 2011 o dalších 1,4 %.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 17. srpnu 2010. U těchto plánů se počítá se všemi opatřeními, která již byla národními parlamenty schválena nebo která byla vládami podrobně rozpracována a u nichž je pravděpodobné, že legislativním procesem úspěšně projdou.

### Předpoklady o mezinárodním prostředí

Oživení hospodářství ve světě pokračuje, ale očekává se, že slábnoucí příspěvek cyklu zásob a fiskálních stimulů povede ve druhém pololetí 2010 ke zpomalení dynamiky. V dalším období by hospodářskou

<sup>1</sup> Makroekonomické projekce pracovníků ECB doplňují projekce odborníků Eurosystemu, které sestávají dvakrát za rok společně pracovníci ECB a národních centrálních bank eurozóny. Použité postupy odpovídají postupům uplatňovaným v projekcích odborníků Eurosystemu, které jsou popsány v publikaci „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“, ECB, June 2001, která je k dispozici na internetových stránkách ECB. K vyjádření nejistoty ohledně projekcí je výsledek pro každou proměnnou uváděn jako rozpětí možných hodnot. Tato rozpětí vycházejí z rozdílů mezi skutečnými hodnotami a jejich projekcemi za několik předchozích let. Šíře rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrných absolutních hodnot těchto rozdílů. Použitá metodika včetně korekce v případě mimořádných událostí je popsána v publikaci „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“, ECB, December 2009, která je rovněž dostupná na internetových stránkách ECB.

<sup>2</sup> Předpoklady o cenách ropy a potravin vycházejí z cen futures do konce sledovaného období. U ostatních komodit se předpokládá, že ceny budou sledovat ceny futures do třetího čtvrtletí 2011 a dále se budou vyvíjet v souladu s vývojem hospodářské aktivity ve světě.

<sup>3</sup> Metodický předpoklad o dlouhodobých úrokových sazbách v eurozóně je vypočten do data uzávěrky jako průměr referenčních výnosů z desetiletých dluhopisů těchto zemí vážený hodnotami ročního HDP. Následně je prodloužen do sledovaného období za použití profilu vývoje forwardových výnosů odvozeného z výnosové křivky ECB pro eurozónu.

aktivitu ve světě měla podporovat další normalizace finančních trhů i zlepšení důvěry a situace na trhu práce. Zdá se, že růst ve většině rozvíjejících se ekonomik je silný. Naproti tomu v rozvinutých ekonomikách s více utlumeným oživením by slabá perspektiva na trhu práce společně s procesem oddlužování měla růst zpomalovat. I přes předpokládané oživení po celé období projekcí by tedy v několika rozvinutých ekonomikách měla mezera výstupu přetrvat. Reálný HDP ve světě mimo země eurozóny by měl v roce 2010 vzrůst průměrně o 5,1 % a v roce 2011 o 4,4 %. Očekává se, že se tempo růstu na vývozních trzích eurozóny zvýší v roce 2010 na 10,4 % a v roce 2011 na 7,1 % a bude tak odrážet výrazné oživení světového obchodu.

### Projekce růstu reálného HDP

Růst reálného HDP v eurozóně ve druhém čtvrtletí 2010 vykázal prudké oživení. Dostupné údaje naznačují, že silně rostla domácí poptávka, a to částečně v důsledku nárůstu investic poté, co první čtvrtletí bylo ovlivněno nepříznivým počasím. K růstu přispěl také čistý vývoz a vývoj zásob. Po zbytek roku 2010 by tempo růstu mělo podle předchozích předpokladů mírně zpomalit, neboť faktory, které přechodně podpořily růst v počáteční fázi oživení, jako byly fiskální stimuly, cyklus vývoje zásob a oživení obchodu, o něco oslabují. Pokud jde o další vývoj, díky oživení vývozu a postupně rostoucí domácí poptávce by hospodářská aktivita měla posilovat a odrážet tak vliv dřívějších opatření měnové politiky i výrazné úsilí o obnovení fungování finančního systému. Při porovnání s předchozími cykly by však toto oživení mělo zůstat spíše mírné v důsledku potřebných korekcí rozvah ve více sektorech. Dále se očekává, že mírná dynamika příjmů bude tlumit soukromou spotřebu. Tento výhled zohledňuje také probíhající fiskální změny zaměřené na konsolidaci důvěry ve střednědobou udržitelnost. Po poklesu ve výši 4 % v roce 2009 by měl růst reálného HDP oživit, ale ve sledovaném období zůstat mírný a pohybovat se v rozpětí mezi 1,4 a 1,8 % v roce 2010 a mezi 0,5 a 2,3 % v roce 2011. Vzhledem k tomu, že roční potenciální růst je odhadován na nižší úrovni než před krizí, mezera výstupu by se měla ve sledovaném období zužovat.

Tabulka A Makroekonomické projekce pro eurozónu

(průměrné procentní změny za rok)<sup>1), 2)</sup>

	2009	2010	2011
HICP	0,3	1,5 – 1,7	1,2 – 2,2
Reálný HDP	-4,0	1,4 – 1,8	0,5 – 2,3
Soukromá spotřeba	-1,1	0,0 – 0,4	-0,1 – 1,5
Vládní spotřeba	2,6	0,3 – 1,3	-0,1 – 1,1
Hrubá tvorba fixního kapitálu	-11,0	-2,3 – -0,7	-1,6 – 3,0
Vývoz (zboží a služby)	-13,2	7,4 – 10,0	2,9 – 9,3
Dovoz (zboží a služby)	-11,8	5,8 – 8,2	1,6 – 7,8

1) Projekce reálného HDP a jeho složek jsou založeny na údajích očištěných o vliv počtu pracovních dní. Projekce vývozu a dovozu obsahují obchod uvnitř eurozóny.

2) V projekcích pro rok 2011 se uvádí Estonsko jako součást eurozóny. Výpočet průměrné procentní změny za rok 2011 vychází ze složení eurozóny v roce 2010, které již Estonsko zahrnuje.

### Projekce cen a nákladů

Celková inflace měřená HICP, která v srpnu dosáhla 1,6 %, by do konce roku měla mírně vzrůst především v důsledku vývoje cen komodit. V dalším období se očekává, že zatímco se zmírní importovaná inflace, domácí cenové tlaky porostou společně s postupným zlepšováním hospodářské aktivity a povedou k pomalému růstu inflace měřené HICP bez započtení potravin a energií. Celkově by

však inflační tlaky měly být až do roku 2011 omezené a celková inflace by měla zůstat víceméně stabilní na úrovni mezi 1,5 a 1,7 % v roce 2010 a mezi 1,2 a 2,2 % v roce 2011. Tempo růstu náhrady za odpracovanou hodinu by se v eurozóně mělo v roce 2010 snížit. Vzhledem k tomu, že podmínky na trhu práce jsou nadále nepříznivé, očekávají se v roce 2011 slabé dodatečné mzdové tlaky. Při zohlednění očekávaného silného oživení produktivity práce naznačuje v projekcích mzdový profil podstatný pokles jednotkových mzdových nákladů v roce 2010. Tento vývoj by měl umožnit značné oživení ziskových marží v porovnání s výrazným poklesem v roce 2009 a v dalším období by měl následovat mírnější růst.

#### Porovnání s projekcemi z června 2010

V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu, které byly zveřejněny v Měsíčním bulletinu v červnu 2010, se rozpětí projekcí růstu reálného HDP v roce 2010 nachází výrazně nad předchozím rozpětím a odráží tak zejména silnější než očekávané oživení růstu ve druhém čtvrtletí i náznaky lepšího než očekávaného vývoje v další části roku. Pro rok 2011 bylo rozpětí upraveno mírně směrem nahoru a odráží tak především účinky přenosu z očekávaného silnějšího růstu koncem roku 2010.

U inflace měřené HICP bylo rozpětí pro rok 2010 upraveno nepatrně směrem nahoru v porovnání s červnem 2010, pro rok 2011 byla mírně směrem nahoru upravena spodní hranice rozpětí.

#### Tabulka B Porovnání s projekcemi z června 2010

(průměrné procentní změny za rok)

	2009	2010	2011
Reálný HDP – červen 2010	-4,1	0,7 – 1,3	0,2 – 2,2
Reálný HDP – září 2010	-4,0	1,4 – 1,8	0,5 – 2,3
HICP – červen 2010	0,3	1,4 – 1,6	1,0 – 2,2
HICP – září 2010	0,3	1,5 – 1,7	1,2 – 2,2

#### Porovnání s prognózami 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 pracovníků ECB, neboť byly dokončovány v rozdílných obdobích. Navíc pro odvození předpokladů pro vývoj fiskálních, finančních a externích proměnných, včetně cen ropy a dalších komodit, používají odlišné (částečně nespecifikované) metodiky. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očišťování údajů o vliv počtu pracovních dnů (viz tabulka níže).

Podle prognóz, které jsou v současnosti k dispozici od dalších organizací a institucí, by se mělo tempo růstu reálného HDP eurozóny pohybovat v roce 2010 mezi 0,9 a 1,2 %, což je pod rozpětím uvedeným v projekcích pracovníků ECB a pravděpodobně odráží skutečnost, že tyto prognózy byly sestaveny před zveřejněním údajů o silném růstu ve druhém čtvrtletí letošního roku. Rozpětí projekcí pro rok 2011 je mezi 1,3 a 1,8 %, což s rezervou odpovídá intervalu v projekcích pracovníků ECB. Pokud jde o vývoj inflace, dostupné prognózy očekávají v roce 2010 průměrnou roční inflaci měřenou HICP mezi 1,1 a 1,5 %, tedy mírně pod rozpětím uvedeným v projekcích pracovníků ECB. Pro rok 2011 se prognózy inflace měřené HICP pohybují mezi 1,0 a 1,7 % a všechny prognózy s výjimkou prognózy OECD spadají do rozpětí projekcí pracovníků ECB.

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

(průměrné procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP		Inflace měřená HICP	
		2010	2011	2010	2011
OECD	květen 2010	1,2	1,8	1,4	1,0
Evropská komise	květen 2010	0,9	1,5	1,5	1,7
MMF	červenec 2010	1,0	1,3	1,1	1,3
Survey of Professional Forecasters	červenec 2010	1,1	1,4	1,4	1,5
Consensus Economics Forecasts	srpen 2010	1,2	1,4	1,5	1,6
Projekce pracovníků ECB	září 2010	1,4 – 1,8	0,5 – 2,3	1,5 – 1,7	1,2 – 2,2

Zdroj: European Commission spring forecast, May 2010; IMF World Economic Outlook, April 2010 (v případě inflace) a World Economic Outlook Update, July 2010 (v případě růstu HDP), OECD Economic Outlook, May 2010, Consensus Economics Forecasts a the ECB's Survey of Professional Forecasters.

Poznámka: Makroekonomické projekce pracovníků ECB a prognózy OECD uvádějí roční tempa růstu očištěná o vliv počtu pracovních dní, zatímco Evropská komise a MMF pracují s ročními tempy růstu, která o vliv počtu pracovních dní za rok očištěna nejsou. U ostatních prognóz se neuvádí, která z těchto metodik byla při vykazování údajů použita.

© Evropská centrální banka, 2010

Adresa: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Germany  
 Poštovní adresa: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Germany  
 Telefon: +49 69 1344 0  
 Fax: +49 69 1344 6000  
 Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Všechna práva vyhrazena.  
 Zhotovení kopií pro vzdělávací a nekomerční účely je povoleno s uvedením zdroje.