



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

Box

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ PRACOVNÍKY ECB

Na základě údajů dostupných k 23. únoru 2012 sestavili pracovníci ECB projekce makroekonomického vývoje eurozóny<sup>1</sup>. Průměrný meziroční růst reálného HDP by měl v roce 2012 dosáhnout úrovně v rozmezí -0,5 a 0,3 % a v roce 2013 mezi 0,0 a 2,2 %. Inflace by měla v roce 2012 dosáhnout tempa mezi 2,1 a 2,7 %, v roce 2013 pak mezi 0,9 a 2,3 %.

### 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 16. února 2012.

Předpoklad ohledně krátkodobých úrokových sazeb má čistě technický ráz. Krátkodobé sazby se měří tříměsíční sazbou EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Tato metoda ukazuje na průměrnou hodnotu těchto krátkodobých úrokových sazeb 0,9 % v roce 2012 i 2013. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 4,6 % v roce 2012 a 5,0 % v roce 2013. S ohledem na vývoj forwardových úrokových sazeb a postupné promítání změn tržních sazeb do sazeb z úvěrů se očekává, že krátkodobé i dlouhodobé sazby z bankovních úvěrů poskytnutých nefinančnímu soukromému sektoru na úrovni eurozóny se budou v následujících čtvrtletích snižovat, a zatímco dlouhodobé úrokové sazby dosáhnou nejnižší úrovně v polovině roku 2012, krátkodobé úrokové sazby dosáhnou minima na konci roku 2012. Ačkoliv se očekává, že opatření měnové politiky Eurosystemu budou podporovat podmínky poskytování úvěrů v eurozóně jako celku, tyto podmínky by měly i nadále zůstat celkově relativně přísné.

Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzávěrky se očekává, že průměrná cena barelu ropy Brent dosáhne 115,1 USD v roce 2012 a 110,2 USD v roce 2013. Ceny neenergetických komodit v amerických dolarech<sup>2</sup> by měly v roce 2012 poklesnout o 3,1 % a v roce 2013 vzrůst o 3,8 %. Očekává se, že dvojstranné směnné kurzy eura zůstanou ve sledovaném období beze změny na úrovni průměrné hodnoty za dvoutýdenní období končící ke dni uzávěrky 16. února 2012. To by znamenalo, že směnný kurz eura k americkému dolaru dosáhne úrovně 1,31 v roce 2012 a 1,32 v roce 2013. Předpokládá se, že efektivní směnný kurz eura oslabí o 4,0 % v roce 2012 a v roce 2013 zůstane beze změny. U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 22. únoru 2012. U těchto plánů se počítá se všemi opatřeními, která již byla schválena národními parlamenty nebo která již byla vládami dostatečně podrobně rozpracována a je u nich pravděpodobné, že legislativním procesem úspěšně projdou.

<sup>1</sup> Makroekonomické projekce pracovníků ECB doplňují projekce odborníků Eurosystemu, které sestavují dvakrát za rok společně odborníci ECB a národních centrálních bank eurozóny. Použité postupy odpovídají postupům uplatňovaným v projekcích odborníků Eurosystemu, které jsou popsány v publikaci „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“, ECB, June 2001, která je k dispozici na internetových stránkách ECB. 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 prvního čtvrtletí 2013 a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

## Předpoklady o mezinárodním prostředí

Růst reálného HDP ve světě (mimo země eurozóny) odhadovaný v roce 2011 na úrovni 4,1 % by měl v roce 2012 oslabit na 3,8 % a poté posílit na 4,3 % v roce 2013. V druhé polovině roku 2011 souviselo hospodářské zpomalení ve světě s utlumením reálných příjmů v důsledku vyšších cen komodit, zvýšenou mírou nejistoty i averze k riziku, což vedlo k napětí na celosvětových finančních trzích. Poslední údaje, především v případě Spojených států, však naznačují, že se na konci roku do určité míry projevily cyklický stabilizační účinek. Toto tvrzení podporují především předběžné signály stabilizace ukazatelů podnikatelské a spotřebitelské důvěry stejně jako mírné uvolňování podmínek na celosvětových finančních trzích. Nicméně střednědobá perspektiva hospodářského růstu zůstává utlumená, a to zejména ve vyspělých ekonomikách, kde především pokračující potřeba očistit rozvahy brzdí růst. V tomto ohledu zůstává stupeň zadluženosti domácností v několika vyspělých zemích na zvýšené úrovni, a to i přes pokračující strukturální změny zadluženosti soukromého sektoru. Navíc v několika vyspělých ekonomikách omezuje domácí poptávku rovněž pokles veřejných výdajů zaměřený na obnovení udržitelných fiskálních sald. Naopak rozvíjející se ekonomiky by měly ve sledovaném období i nadále růst mnohem rychlejším tempem než vyspělé ekonomiky. Nicméně lze očekávat mírné zpomalení růstu rozvíjejících se ekonomik, které by mělo vést ke zmírnění tlaků z přehřátí, jež doposud panovaly v některých klíčových zemích této skupiny (např. v Číně). Zatímco rozvíjející se asijské země tedy pravděpodobně čeká „měkké přistání“, v zemích střední a východní Evropy se očekává pomalejší růst. Růst zahraniční poptávky v eurozóně by měl v roce 2012 dosáhnout úrovně 4,3 % a v roce 2013 hodnoty 6,5 % a odrážet tak oživení světové ekonomiky.

## Projekce růstu reálného HDP

Dynamika růstu reálného HDP v eurozóně během roku 2011 oslabila, přičemž ve čtvrtém čtvrtletí ekonomická aktivita poklesla. Zpomalení aktivity v roce 2011 souviselo mimo jiné s hospodářským zpomalením ve světě, vysokými cenami komodit a nepříznivým dopadem krize státních dluhopisů eurozóny na důvěru spotřebitelů i podniků. Navíc zde působilo zhoršení podmínek poskytování úvěrů a další zpřísnění fiskální orientace v některých zemích eurozóny. Tyto nepříznivé faktory by měly v první polovině roku 2012 i nadále tlumit ekonomickou aktivitu, i když jejich vliv bude čím dál více kompenzován příznivým dopadem posilující zahraniční poptávky, nižším efektivním směnným kurzem a podporou běžných i mimořádných opatření měnové politiky. Za předpokladu, že finanční krize opět nezesílí, lze v druhé polovině roku 2012 očekávat mírné oživení růstu reálného HDP a jeho další mírné zlepšení v roce 2013, a to pod vlivem postupného posilování domácí poptávky a příznivého dopadu čistého vývozu v důsledku rostoucí zahraniční poptávky a slabšího směnného kurzu. Oživení domácí poptávky by mělo být podporováno poklesem tempa růstu cen energií a potravin, což podpoří reálné disponibilní důchody, a také příznivým vlivem velmi nízkých krátkodobých úrokových sazeb a opatřeními na podporu fungování finančního systému. Očekává se však, že toto oživení bude s pokračující fiskální konsolidací tlumeno, nepříznivé podmínky poskytování úvěrů by se měly uvolňovat jen pozvolně, přičemž v řadě sektorů stále probíhá restrukturalizace rozvah. Růst reálného HDP by měl na konci sledovaného období vzrůst nad úroveň potenciálního růstu, což povede k zúžení negativní mezery výstupu. Celkově se očekává, že oživení bude pozvolné. Reálný HDP by měl v meziročním vyjádření v roce 2012 růst na úrovni mezi -0,5 a 0,3 % a v roce 2013 mezi 0,0 a 2,2 %.

Bližší pohled na složky poptávky ukazuje, že tempo růstu vývozu mimo eurozónu by mělo v roce 2012 zesílit a v roce 2013 získat na dynamice, což odpovídá vývoji zahraniční poptávky v eurozóně a zvýšené konkurenceschopnosti související se slabším efektivním směnným kurzem eura. Podnikové investice by měly v blízké budoucnosti nejdříve klesat a v roce 2013 pak postupně oživovat. Toto oživení bude podporováno posilujícím růstem vývozu, zvýšením domácí poptávky, nízkými úrokovými sazbami a relativně stabilní ziskovostí. Investice do rezidenčních nemovitostí by měly v roce 2012 zůstat velice slabé a v roce 2013 by mělo dojít k jejich postupnému posilování. Zatímco v některých zemích

pokračující korekce na trhu s bydlením i nadále tlumí oživení, v dalších zemích se zřejmě zvýšila atraktivnost investic do rezidenčních nemovitostí ve srovnání s jinými formami investic, a to i v souvislosti s vyšší mírou vnímaného rizika spojeného s alternativními investicemi. Investice vládního sektoru by v souladu s předpoklady souborů opatření fiskální konsolidace vyhlášených v několika zemích eurozóny měly v roce 2012 poklesnout a pak se v roce 2013 stabilizovat.

Podle současných odhadů se soukromá spotřeba ve čtvrtém čtvrtletí roku 2011 snížila. Očekává se, že během roku 2012 bude její vývoj i nadále poměrně utlumený a poté postupně zrychlí. Růst nominálního disponibilního důchodu bude zpočátku omezován poklesem zaměstnanosti a následně jejím pouze slabým růstem. Dále se očekává, že i tempo růstu mezd a transferových příjmů bude tlumeno, a to zčásti z důvodu zpříšňování fiskální politiky v několika zemích eurozóny. Reálný disponibilní důchod však bude postupem času s očekávaným oslabováním nepříznivého dopadu předchozího růstu cen komodit posilovat. Míra úspor by měla během sledovaného období mírně klesat. I přes mírnou důvěru, že míra úspor posiluje, se totiž očekává, že vyrovnávání spotřeby v souvislosti s nepříznivým vývojem reálného důchodu bude v roce 2012 a 2013 úspory tlumit. Za poklesem míry úspor budou stát také nízké úrokové sazby. Vládní spotřeba v reálném vyjádření by měla během sledovaného období zůstat slabá a odrážet tak dopad souborů opatření fiskální konsolidace oznámených v několika zemích eurozóny.

Očekává se, že růst dovozu ze zemí mimo eurozónu bude ve sledovaném období postupně získávat na dynamice. Růst dovozu ze zemí mimo eurozónu by měl víceméně v souladu s historickým vývojem růst rychleji než celková poptávka. V důsledku o něco silnějšího růstu vývozu by měl ve sledovaném období příspěvek čistého vývozu k růstu reálného HDP klesat, nicméně zůstat stále kladný.

**Tabulka A Makroekonomické projekce pro eurozónu**

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

	2011	2012	2013
HICP	2,7	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3
Reálný HDP	1,5	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
Soukromá spotřeba	0,2	-0,7 – 0,1	0,0 – 1,6
Vládní spotřeba	0,2	-0,6 – 0,2	-0,1 – 1,3
Hrubá tvorba fixního kapitálu	1,6	-2,6 – 0,2	-0,9 – 3,7
Vývoz (zboží a služby)	6,4	0,1 – 5,1	0,7 – 8,1
Dovoz (zboží a služby)	4,1	-1,1 – 3,5	0,7 – 7,3

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

2) Údaje za eurozónu včetně Estonska. Výpočet průměrné procentní změny HICP za rok 2011 vychází ze složení eurozóny v roce 2010, které již Estonsko zahrnuje.

### Projekce cen a nákladů

Podle předběžného odhadu Eurostatu dosahovala v únoru 2012 celková míra inflace měřená HICP úrovně 2,7 %, což je také průměrná hodnota za celý rok 2011. V nadcházejících čtvrtletích se očekává její zpomalení. Průměrné tempo inflace měřené HICP by mělo v roce 2012 dosáhnout úrovně mezi 2,1 a 2,7 % a v roce 2013 mezi 0,9 a 2,3 %. Toto snížení je z velké části důsledkem klesajícího příspěvku cen energií, neboť se ve sledovaném období předpokládá postupný pokles cen ropy společně s odezníváním vlivu předchozího růstu. Růst potravinářské složky HICP by se měl v roce 2012 a 2013 také zmírňovat. Předpokládá se totiž, že ceny potravinářských komodit zůstanou po několika příštích čtvrtletích stabilní.

Inflace HICP bez započtení potravin a energií by měla ve sledovaném období zůstat rovněž celkově stabilní. Domácí cenové tlaky by měly být v souvislosti s pomalým růstem domácí poptávky a umírněným vývojem mzdových nákladů slabé, nicméně se očekává, že budou víceméně vykompenzovány dopadem předpokládaného zvýšení nepřímých daní a regulovaných cen.

Vnější cenové tlaky se v uplynulých měsících poněkud zvýšily, a to především z důvodu znehodnocení eura, což vedlo mimo jiné k vyšším cenám komodit vyjádřeným v eurech. To by v nadcházejících čtvrtletích mělo působit na růst deflátoru dovozu. Tyto faktory by však měly být více než vykompenzovány vlivy srovnávací základny, a to především v souvislosti s prudkým nárůstem cen komodit v roce 2011. Proto se na počátku roku 2012 očekává snížení meziročního tempa růstu deflátoru dovozu a jeho další zmírňování v roce 2013. V souvislosti s domácími cenovými tlaky se v roce 2012 očekává zpomalení tempa růstu náhrady na zaměstnance, jelikož zhoršující se podmínky na trhu práce budou vytvářet tlak na pokles. Poté by se mělo meziroční tempo růstu náhrady na zaměstnance postupně zvyšovat s podporou posilující ekonomické aktivity. Očekává se, že meziroční tempo růstu jednotkových mzdových nákladů zůstane v roce 2012 a 2013 celkově stabilní. Růst ziskové marže by měl být v roce 2012 mírný, a to v důsledku utlumené agregátní poptávky. V roce 2013 se v souladu se zlepšujícím se výhledem ekonomické aktivity očekává poněkud vyšší růst ziskové marže. K inflaci měřené HICP bude během celého sledovaného období významně přispívat růst regulovaných cen, který je projevem pokračující fiskální konsolidace v několika zemích eurozóny. Vliv nepřímých daní by měl být v roce 2012 a 2013 také významný.

#### Porovnání s projekcemi z prosince 2011

V porovnání s makroekonomickými projekcemi pro eurozónu sestavenými odborníky Eurosystemu a zveřejněnými v Měsíčním bulletinu z prosince 2011 byla rozmezí růstu reálného HDP pro rok 2012 a 2013 revidována mírně směrem dolů. Revize směrem dolů je důsledkem především slabší zahraniční poptávky, vyšších cen ropy, další fiskální konsolidace a poněkud přísnějších podmínek poskytování úvěrů, a to i navzdory nižším krátkodobým a dlouhodobým úrokovým sazbám a vyšším kurzům na akciových trzích. Rozpětí míry inflace měřené HICP pro rok 2012 i 2013 je poněkud vyšší než v projekcích z prosince 2011, a to především v důsledku vyšších cen energií a slabšího směnného kurzu eura, ale částečně také pod vlivem vyšších cen potravin a nepřímých daní.

Tabulka B Porovnání s projekcemi z prosince 2011

(průměrné procentní změny za rok)

	2012	2013
Reálný HDP – prosinec 2011	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3
Reálný HDP – březen 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
HICP – prosinec 2011	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2
HICP – březen 2012	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3

#### Porovnání s prognózami dalších institucí

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

Podle prognóz, které jsou v současnosti k dispozici od dalších organizací a institucí, by mělo tempo růstu reálného HDP v eurozóně dosáhnout v roce 2012 úrovně mezi -0,5 a 0,2 % a v roce 2013 mezi 0,8 a 1,4 %, což v obou případech odpovídá rozpětím uvedeným v projekcích pracovníků ECB. Pokud jde o vývoj inflace, dostupné prognózy očekávají, že průměrná roční míra inflace měřená HICP bude v roce 2012 v rozpětí mezi 1,5 a 2,1 %, tedy na úrovni či pod úrovní spodní hranice rozpětí v projekcích pracovníků ECB. Dostupné prognózy pro rok 2013 očekávají, že inflace měřená HICP dosáhne úrovně mezi 1,2 a 1,7 %, což je v rozpětí projekcí sestavených pracovníky ECB.

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

(průměrné procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP		Inflace měřená HICP	
		2012	2013	2012	2013
OECD	listopad 2011	0,2	1,4	1,6	1,2
Evropská komise	únor 2012 / listopad 2011	-0,3	1,3	2,1	1,6
MMF	leden 2012 / září 2011	-0,5	0,8	1,5	
Survey of Professional Forecasters	únor 2012	-0,1	1,1	1,9	1,7
Consensus Economics Forecasts	únor 2012	-0,3	0,9	2,0	1,7
Projekce pracovníků ECB	březen 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3

Zdroje: European Commission Interim Forecast, February 2012 (hodnoty pro rok 2012) a European Commission Economic Forecast, Autumn 2011 (hodnoty pro rok 2013), IMF World Economic Outlook, January 2012 (v případě růstu reálného HDP) a World Economic Outlook, September 2011 (v případě inflace), OECD Economic Outlook, November 2011, Consensus Economics Forecasts a průzkum Survey of Professional Forecasters prováděný ECB.

Poznámky: 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, 2012

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

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