



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

Box

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ PRACOVNÍKY ECB

Stávající hospodářský výhled je spojen s vysokou mírou nejistoty, neboť je zásadním způsobem závislý na nadcházejících opatřeních hospodářské politiky i na reakci na tato rozhodnutí ze strany subjektů soukromého sektoru a finančních trhů. V tomto kontextu sestavili na základě údajů dostupných k 24. srpnu 2012 pracovníci ECB projekce makroekonomického vývoje eurozóny.<sup>1</sup> Podle těchto projekcí by měl průměrný meziroční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2012 tempa v rozmezí -0,6 a -0,2 % a v roce 2013 v rozmezí -0,4 a 1,4 %. Inflace by měla být v roce 2012 na úrovni mezi 2,4 a 2,6 % a v roce 2013 mezi 1,3 a 2,5 %.

### 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. srpna 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. Podle této metodiky vychází průměrná úroveň krátkodobých úrokových sazeb v roce 2012 na 0,6 % a v roce 2013 na 0,3 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 4,0 % v roce 2012 a 4,2 % 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 kompozitní sazby z bankovních úvěrů poskytnutých nefinančnímu soukromému sektoru v eurozóně dosáhnou svého dna, přičemž sazby z dlouhodobých bankovních úvěrů by měly dosáhnout minima zhruba v polovině roku 2012 a sazby z krátkodobých bankovních úvěrů by měly dosáhnout minimálních hodnot přibližně koncem roku 2012. Podmínky pro poskytování úvěrů by v roce 2012 i v roce 2013 měly mít nepříznivý vliv na hospodářskou aktivitu v eurozóně.

Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzávěrky se očekává, že cena barelu ropy Brent dosáhne v roce 2012 úrovně 111,7 USD a v roce 2013 pak 107,3 USD. Ceny neenergetických komodit v amerických dolarech<sup>2</sup> by měly v roce 2012 poklesnout o 8,3 % a v roce 2013 o 0,3 %.

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 by znamenalo, že kurz eura k americkému dolaru se bude v letech 2012 a 2013 pohybovat na úrovni 1,26 resp. 1,23. Předpokládá se, že efektivní směnný kurz eura v roce 2012 oslabí o 6,3 % a v roce 2013 o 2,1 %.

U fiskální politiky jsou základem projekcí opatření, která již byla schválena národními parlamenty nebo která již byla vládami dostatečně podrobně rozpracována a je u nich pravděpodobné, že legislativním

<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 období projekcí. U ostatních komodit se předpokládá, že ceny budou sledovat ceny futures do třetího čtvrtletí 2013 a dále se budou vyvíjet v souladu s vývojem hospodářské aktivity ve světě.

procesem úspěšně projdou. V roce 2012 se očekávají výrazná konsolidační opatření včetně růstu daní v několika zemích, zatímco v roce 2013 by tato opatření měla být menší a více zaměřená na výdajovou stranu.

### Předpoklady o mezinárodním prostředí

Očekává se, že růst reálného HDP ve světě (mimo eurozónu) oživí z letošní hodnoty 3,8 % na 4,0 % v roce 2013. I když nedávno zveřejněné údaje o růstu reálného HDP za druhé čtvrtletí 2012 potvrdily poměrně synchronizované zmírnění dynamiky světového růstu, očekává se, že hospodářský růst ve světě začne ve druhé polovině roku 2012 postupně oživovat a podporovat by jej měly zlepšující se finanční podmínky v prostředí akomodativní měnové politiky. Očekává se však, že tempo růstu v hlavních rozvinutých ekonomikách bude tlumeno nepříznivou situací na trzích práce a bydlení těchto ekonomik i potřebou dále korigovat rozvahy ve veřejném i soukromém sektoru. Na rozvíjejících se trzích tempo růstu v poslední době zmírnilo, ale zůstává solidní a přispívá tak významně ke světovému hospodářskému růstu. Zahraniční poptávka v eurozóně by měla v roce 2012 vzrůst o 4,2 % a v roce 2013 o 5,8 %.

### Projekce růstu reálného HDP

Po stagnaci v prvním čtvrtletí 2012 poklesl reálný HDP ve druhém čtvrtletí 2012 o 0,2 %. Pokračující a dlouhodobé oslabení aktivity, které začalo na jaře 2011, odráží z velké míry křehkost domácí poptávky, která více než převažuje nad kladnými vnějšími příspěvky k růstu. Ve druhé polovině roku 2012 by měl reálný HDP mírně klesnout, neboť hospodářskou aktivitu nadále ovlivňují nepříznivý dopad vysokých cen komodit, zpřísnění fiskální orientace, nízká důvěra spotřebitelů a podniků a nepříznivé podmínky pro poskytování úvěrů v některých zemích. Pokud jde o další vývoj, růst reálného HDP by měl během roku 2013 postupně posilovat. Z počátku by zlepšující se vnější prostředí a zvýšená konkurenceschopnost měly podpořit vývoz. Je také pravděpodobné, že toto oživení bude podporováno příznivým dopadem velmi nízkých krátkodobých úrokových sazeb na soukromou spotřebu a předpokládaným poklesem tempa růstu cen energií a potravin, z čehož budou těžit reálné příjmy. Domácí poptávku by navíc měla podpořit opatření na obnovení fungování finančního systému. Probíhající restrukturalizace rozvah a nepříznivé finanční podmínky v některých zemích eurozóny však pravděpodobně budou v horizontu projekcí nadále tlumit očekávané oživení. Celkově by mělo předpokládané oživení zůstat podle historických měřítek utlumené a vést po celý horizont projekcí k záporné mezeře výstupu. Reálný HDP by měl v meziročním vyjádření růst v roce 2012 na úrovni mezi -0,6 a -0,2 % a v roce 2013 mezi -0,4 a 1,4 %.

Bližší pohled na složky poptávky ukazuje, že by růst vývozu mimo eurozónu měl během druhé poloviny roku 2012 získat na dynamice a následně dále oživovat a odrážet tak postupné posilování vnější poptávky eurozóny i růst cenové konkurenceschopnosti ve vývozu. Podnikové investice by měly po zbytek roku 2012 klesat v důsledku zvýšené nejistoty a slabé nálady i nepříznivých podmínek pro poskytování úvěrů v některých zemích. Oživit by měly opět v roce 2013 a podporovat by je mělo posilování domácí i zahraniční poptávky, velmi nízká úroveň úrokových sazeb, očekávání nižších cenových tlaků a zlepšování ziskových marží. Investice do rezidenčních nemovitostí by měly v blízkém horizontu klesat a od závěru roku 2012 pak mírně oživit. Očekává se, že investice do rezidenčních nemovitostí budou nadále tlumeny potřebou provádět další konsolidaci s cílem napravit dřívější excesy na trzích s bydlením v některých zemích. Tyto nepříznivé vlivy by však měly být kompenzovány, i když jen zčásti, zvýšenou relativní atraktivitou investic do rezidenčních nemovitostí v některých dalších zemích, v nichž jsou tyto investice značně podporovány historicky nízkými úroky z hypotečních úvěrů. Investice vládního sektoru by v důsledku souborů opatření fiskální konsolidace vyhlášených v několika zemích eurozóny měly po celé období projekcí klesat.

Soukromá spotřeba by měla po celý rok 2012 klesat a odrážet tak pokles reálného disponibilního důchodu v důsledku jak poklesu zaměstnanosti a snížení reálné náhrady na zaměstnance, tak opatření fiskální konsolidace a slabých nepracovních příjmů. Pokles míry úspor v souvislosti s tím, jak se domácnosti

snaží s postupem času vyrovnávat spotřebu, by měl zčásti kompenzovat pokles reálného disponibilního důchodu. Tento pokles míry úspor by měl být tlumen přetrvávajícím růstem nezaměstnanosti a slabou spotřebitelkou náladou, což pravděpodobně zvýší obezřetnostní úspory. Soukromá spotřeba by měla během roku 2013 mírně růst a odrážet tak oživení reálného disponibilního důchodu, neboť nepříznivý dopad výše uvedených faktorů by měl postupně odeznívat. Podporovat reálný důchod by mělo také oslabení tlaků na ceny komodit. Vládní spotřeba by měla v letech 2012 a 2013 klesat v důsledku konsolidačního úsilí.

Po poklesu v první polovině roku 2012 by měl dovoz zboží ze zemí mimo eurozónu v jeho druhé polovině opět vzrůst a následně získat více na dynamice, i když jej bude omezovat dosud stále slabá celková poptávka. V důsledku silnějšího růstu vývozu by po celé období projekcí měl být příspěvek čistého vývozu k růstu HDP výrazný. Běžný účet, který byl v roce 2011 vyrovnaný, by měl v období projekcí vykazovat v důsledku rostoucího obchodního přebytku zvyšující se kladné saldo.

#### Tabulka A Makroekonomické projekce pro eurozónu

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

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

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

#### Projekce cen a nákladů

Očekává se, že celková inflace, která v srpnu činila 2,6 %, zůstane nad úrovní 2 % po celý rok 2012, a to v důsledku vysokých cen energií, oslabení eura a růstu nepřímých daní v některých zemích. Inflace by v roce 2012 měla dosáhnout průměrné úrovně mezi 2,4 a 2,6 %. V roce 2013 by měla poklesnout na úroveň mezi 1,3 a 2,5 %, a to především v důsledku vývoje cen energií, který byl se měl během období projekcí výrazně uvolnit a odrážet předpokládaný postupný pokles cen ropy. V roce 2013 by mělo klesnout i tempo růstu cen potravin. Inflace měřená HICP s vyloučením potravin a energií by měla po období projekcí zůstat celkově stabilní. Tlaky na růst cen v souvislosti s nedávným oslabením eura a růstem nepřímých daní a regulovaných cen v některých zemích by měly být celkově kompenzovány protiinflačními tlaky v důsledku působení slabé domácí poptávky a vysoké nezaměstnanosti.

Podrobnější pohled ukazuje, že vnější cenové tlaky tažené v minulosti rostoucími cenami ropy a oslabováním eura, by se měly během období projekcí uvolnit. Zejména předpoklady o stabilizaci směnného kurzu eura a o poklesu cen ropy naznačují, že roční tempo růstu dovozového deflátoru by mělo postupně klesat. Pokud jde o domácí cenové tlaky, meziroční tempo růstu náhrad na zaměstnance by mělo v roce 2012 klesat a v roce 2013 zůstat slabé a odrážet tak zhoršující se situaci na trhu práce a opatření fiskální konsolidace v některých zemích. Očekává se, že mzdy by v roce 2012 měly růst méně než ceny, a reálná náhrada na zaměstnance by tak měla letos klesat a stabilizovat se v roce 2013. Měla by však

zůstat výrazně nižší než tempo růstu produktivity. Tempo růstu jednotkových mzdových nákladů by mělo v roce 2012 oživit a v roce 2013 poklesnout, a to především v důsledku vývoje produktivity. Ukazatel ziskových marží by měl v roce 2012 klesnout a pohlcovat tak vliv rostoucích jednotkových mzdových nákladů v prostředí slabé poptávky. V následujícím období by zpomalující růst jednotkových mzdových nákladů a zlepšující se hospodářské podmínky měly podporovat oživení ziskových marží. Růst regulovaných cen a nepřímých daní jako součást plánů fiskální konsolidace by měl v letech 2012 a 2013 výrazně přispívat k inflaci měřené HICP.

### Porovnání s projekcemi z června 2012

V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu, které byly zveřejněny v Měsíčním bulletinu v červnu 2012, byla rozpětí projekcí růstu reálného HDP v eurozóně v roce 2012 a 2013 upravena směrem dolů. Většina těchto úprav směrem dolů se týká dvou posledních čtvrtletí 2012 a naznačují záporný statistický přenos do roku 2013. Pokud jde o inflaci měřenou HICP, rozpětí projekcí pro rok 2012 a 2013 jsou o něco vyšší než v projekcích z června 2012 a odrážejí hlavně dopad slabšího směnného kurzu eura.

Tabulka B Porovnání s projekcemi z června 2012

(průměrné procentní změny za rok)

	2012	2013
Reálný HDP – červen 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
Reálný HDP – září 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
HICP – červen 2012	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2
HICP – září 2012	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5

### 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 nespecifikované) metodiky. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očištění údajů o vliv počtu pracovních dnů.

Podle prognóz, které jsou v současnosti k dispozici od dalších organizací a institucí, by mělo tempo růstu reálného HDP eurozóny dosáhnout v roce 2012 úrovně mezi -0,5 a -0,1 %, což je blízko rozpětí uvedenému v projekcích pracovníků ECB. Dostupné prognózy pro rok 2013 se pohybují v rozpětí 0,3 a 1,0 %, což je v intervalu projekcí sestavených pracovníky ECB. Pokud jde o vývoj inflace, dostupné prognózy naznačují, že průměrná roční míra inflace měřená HICP bude v roce 2012 v rozpětí mezi 2,0 a 2,4 %, tedy pod úrovní rozpětí v projekcích pracovníků ECB. Dostupné prognózy pro rok 2013 očekávají, že inflace měřená HICP dosáhne úrovně mezi 1,6 a 1,9 %, 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	květen 2012	-0,1	0,9	2,4	1,9
Evropská komise	květen 2012	-0,3	1,0	2,4	1,8
MMF	červenec 2012	-0,3	0,7	2,0	1,6
Survey of Professional Forecasters	srpen 2012	-0,3	0,6	2,3	1,7
Consensus Economics Forecasts	srpen 2012	-0,5	0,3	2,3	1,7
Euro Zone Barometer	srpen 2012	-0,5	0,3	2,3	1,8
Projekce pracovníků ECB	září 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5

Zdroje: European Commission Economic Forecast, Spring 2012; IMF World Economic Outlook Update, July 2012, v případě růstu reálného HDP, a World Economic Outlook, April 2012, v případě inflace; OECD Economic Outlook, May 2012; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a Survey of Professional Forecasters ECB.

Poznámky: Jak makroekonomické projekce pracovníků ECB, tak 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  
 Postal address: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Německo  
 Tel.: +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.