



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

Box

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ PRACOVNÍKY ECB

Na základě údajů dostupných k 22. únoru 2013 sestavili pracovníci ECB projekce makroekonomického vývoje eurozóny¹. Podle těchto projekcí by měl průměrný meziroční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2013 tempa v rozmezí -0,9 a -0,1 % a v roce 2014 v rozmezí 0,0 a 2,0 %. Inflace by měla být v roce 2013 na úrovni mezi 1,2 a 2,0 % a v roce 2014 mezi 0,6 a 2,0 %.

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 14. února 2013.

Předpoklad ohledně krátkodobých úrokových sazeb má čistě technický charakter. Krátkodobé sazby se měří tříměsíční sazbou EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Podle této metodiky vychází průměrná úroveň těchto krátkodobých úrokových sazeb v roce 2013 na 0,3 % a v roce 2014 na 0,5 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 3,2 % v roce 2013 a 3,6 % v roce 2014. S ohledem na vývoj forwardových tržních úrokových sazeb a postupné promítání změn tržních sazeb do sazeb z úvěrů se očekává, že celkové sazby z bankovních úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru v eurozóně dosáhnou v první polovině roku 2013 svého dna a následně budou postupně růst. Očekává se, že podmínky pro poskytování úvěrů budou v roce 2013 mít v průměru stále nepříznivý vliv na hospodářskou aktivitu v eurozóně, ale v roce 2014 by měly být více neutrální.

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 v roce 2013 úrovně 114,1 USD a v roce 2014 úrovně 106,8 USD. Ceny neenergetických komodit v amerických dolarech² by podle předpokladů měly v roce 2013 vzrůst o 1,2 % a v roce 2014 o 2,3 %.

Očekává se, že dvojstranné směnné kurzy eura zůstanou ve sledovaném období beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 14. února 2013. To by znamenalo, že oproti úrovni 1,29 v roce 2012 vzroste kurz eura k americkému dolaru v roce 2013 i v roce 2014 na hodnotu 1,35. Efektivní směnný kurz eura by měl v roce 2013 vzrůst o 4,2 % a v roce 2014 o 0,1 %.

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 procesem úspěšně projdou. Podstatná konsolidační opatření včetně jak zvýšení daní, tak omezení výdajů byla zavedena nebo se očekává, že budou zavedena v roce 2013. Předpoklady pro rok 2014 tak zatím zahrnují pouze velmi omezená opatření fiskální konsolidace.

¹ Makroekonomické projekce pracovníků ECB doplňují projekce odborníků Eurosystemu, které sestávají 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 průměrné absolutní hodnoty 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.

² 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 prvního čtvrtletí 2014 a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

Projekce pro mezinárodní prostředí

Očekává se, že tempo růstu reálného HDP ve světě (bez eurozóny) bude během období projekcí postupně oživovat a z hodnoty 3,7 % v roce 2012 vzroste v roce 2013 na 3,8 % a v roce 2014 dále na 4,4 %. Očekávání tohoto postupného oživení podporují šetření Indexu vedoucích nákupů (mimo eurozónu), která v posledních měsících vzrostla ke svým dlouhodobým průměrům a naznačují tak zlepšení podnikatelské důvěry. Navíc došlo ke zlepšení podmínek na finančních trzích ve světě, jak potvrzují rostoucí ceny na akciových trzích, nižší volatilita na finančních trzích a snížení hlavních spreadů na finančních trzích. Střednědobá perspektiva hlavních rozvinutých ekonomik je však nadále omezená. I přes pokrok dosažený při restrukturalizaci dluhu soukromého sektoru zůstává zadlužení domácností v rozvinutých ekonomikách zvýšené, přičemž potřeba přísnější fiskální politiky by v následujících letech měla perspektivu hospodářského růstu tlumit. Souběžně růst v rozvíjejících se ekonomikách by podle projekcí měl zůstat silný. Tempo růstu zahraniční poptávky eurozóny by mělo v souladu s celkovou perspektivou hospodářského růstu ve světě dosáhnout v roce 2013 úrovně 3,5 % a v roce 2014 pak 6,3 %, zatímco v roce 2012 činilo 3,2 %.

Projekce růstu reálného HDP

Reálný HDP v eurozóně poklesl ve čtvrtém čtvrtletí 2012 o 0,6 %, přičemž ve třetím čtvrtletí činil jeho pokles 0,1 % a ve druhém čtvrtletí 0,2 %. Domácí poptávka v eurozóně ve čtvrtém čtvrtletí 2012 výrazně poklesla, neboť se snížila soukromá spotřeba i investice. Poklesl také vývoz a odrážel tak slabý vývoj obchodu pozorovaný závěrem loňského roku.

Pokud jde o další vývoj, předpokládá se, že se růst reálného HDP během první poloviny roku stabilizuje a od druhé poloviny roku 2013 bude postupně oživovat. V roce 2013 je pravděpodobné, že postupné posilování růstu vývozu – tažené příznivějším vývojem zahraniční poptávky, který bude pouze částečně kompenzován ztrátou konkurenceschopnosti v důsledku posilování eura, – bude kladně přispívat k růstu. Dále se předpokládá, že toto oživení bude podporováno příznivým vlivem akomodačního přístupu měnové politiky na domácí soukromou poptávku i kladným vlivem poklesu inflace na reálný disponibilní důchod, přičemž tento vliv je pak částečně tažen posilováním eura a zčásti předpokládaným poklesem cen komodit. Slabá domácí poptávka v důsledku stále celkově slabé úrovně nálady, přetrvávající potřeby snižovat zadluženost a provádět fiskální konsolidaci v některých zemích by však měla pokračovat. Současně se očekává, že domácí poptávka bude během období projekcí oživovat jen pozvolna. Celkově zůstává předpokládané oživení podle historických měřítek utlumené a mělo by po celý horizont projekcí vést k záporné mezeře výstupu. Reálný HDP by měl v meziročním vyjádření v roce 2013 růst na úrovni mezi -0,9 a -0,1 % a v roce 2014 mezi 0,0 a 2,0 %.

Bližší pohled na složky poptávky ukazuje, že tempo růstu vývozu mimo eurozónu by mělo v roce 2013 a v dalším období získat na dynamice. Tuto perspektivu podporuje postupné posilování zahraniční poptávky eurozóny, i když by ji podle projekcí měla částečně tlumit ztráta konkurenceschopnosti v důsledku posilování eura. Podnikové investice by po pravděpodobném poklesu v posledním čtvrtletí 2012 měly během první poloviny roku 2013 dále mírně oslabit, a to v důsledku stále relativně slabé nálady, nízkého využití výrobních kapacit, křehké perspektivy poptávky a nepříznivých podmínek pro poskytování úvěrů v některých zemích. Po dosažení historicky velmi nízkých úrovní by podíl podnikových investic na HDP měl od druhé poloviny roku 2013 oživovat. Podporovat podnikové investice by mělo postupné posilování domácí i zahraniční poptávky a velmi nízká úroveň úrokových sazeb. Investice do rezidenčních nemovitostí by měly v nadcházejících čtvrtletích dále klesat v důsledku slabého růstu disponibilního důchodu, stále křehké a pouze přechodně oživující spotřebitelské nálady a potřeby další korekce na trzích s bydlením v některých zemích. Tyto nepříznivé dopady by převážily nad vlivem relativní atraktivnosti investic do rezidenčních nemovitostí v některých dalších zemích, v nichž jsou tyto investice podporovány historicky nízkými úroky z hypotečních úvěrů. Investice vládního sektoru by

v důsledku očekávaných opatření fiskální konsolidace v několika zemích eurozóny měly po celé období projekcí klesat.

Soukromá spotřeba ve čtvrtém čtvrtletí 2012 klesla. Je pravděpodobné, že tento vývoj odráží prudký pokles reálného disponibilního důchodu, který je jen částečně kompenzován poklesem míry úspor v souvislosti s tím, jak se domácnosti snaží vyrovnávat spotřebu. Soukromá spotřeba by měla v první polovině roku 2013 dále klesat a mírně oživit během druhé poloviny roku 2013 a převážně tak odrážet trend růstu reálného disponibilního důchodu. V roce 2014 by soukromá spotřeba měla získat na dynamice díky oživení pracovních příjmů v souvislosti se zlepšováním podmínek na trhu práce a odezníváním nepříznivého dopadu opatření fiskální konsolidace. Očekává se však, že oživení soukromé spotřeby v roce 2014 bude tlumeno růstem míry úspor odrážejícím pokračující vysokou nezaměstnanost a potřebu snížit zadlužení domácností. Vládní spotřeba by v roce 2013 měla v důsledku konsolidačního úsilí poklesnout a v roce 2014 mírně vzrůst.

Růst dovozu ze zemí mimo eurozónu by se z nedávné slabé úrovně měl během roku 2013 a v následném období obnovit a odrážet tak postupné oživování celkové poptávky. V důsledku převahy růstu vývozu nad růstem dovozu by měl čistý vývoz během období projekcí kladně přispívat k růstu HDP, i když v menším rozsahu než v roce 2012. Díky rostoucímu obchodnímu přebytku by přebytek běžného účtu měl během období projekcí vzrůst.

Tabulka A Makroekonomické projekce pro eurozónu

(průměrné procentní změny za rok)¹⁾

	2012	2013	2014
HICP	2,5	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0
Reálný HDP	-0,5	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0
Soukromá spotřeba	-1,2	-1,3 – -0,3	-0,3 – 1,5
Vládní spotřeba	0,0	-0,9 – -0,1	-0,4 – 1,2
Hrubá tvorba fixního kapitálu	-4,0	-3,8 – -1,0	-0,9 – 3,5
Vývoz (zboží a služby)	2,9	-1,3 – 3,5	0,8 – 7,8
Dovoz (zboží a služby)	-0,7	-2,1 – 2,3	1,0 – 7,2

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 po předpokládaném silném poklesu meziročního tempa růstu cen energií a v menší míře tempa růstu cen potravin oproti zvýšeným úrovním dosaženým v roce 2012 se celková inflace měřená HICP, která v únoru 2013 činila podle předběžného odhadu Eurostatu 1,8 %, během roku 2013 dále sníží. Předpokládaný pokles tempa růstu cen energií zčásti odráží vliv srovnávací základny v souvislosti s očekávaným odezníváním dopadu dřívějšího růstu cen ropy i jejich předpokládaný postupný pokles během období projekcí. Obdobně odráží očekávaný pokles tempa růstu cen potravin vliv srovnávací základny, neboť dopad dřívějšího růstu odezní, a také předpoklad, že se ceny potravinářských komodit ve světě i v Evropě v průběhu období projekcí mírně uvolní. Inflace měřená HICP bez cen potravin a energií by se v roce 2013 měla nepatrně zmírnit a odrážet tak posilování eura a utlumený hospodářský vývoj. Tato míra inflace by měla v roce 2014 jen slabě vzrůst a odrážet tak mírné oživení hospodářské aktivity. V meziročním průměrném vyjádření by inflace měřená HICP měla z hodnoty 2,5 % v roce 2012 poklesnout v roce 2013 na úroveň mezi 1,2 a 2,0 % a v roce 2014 dále na úroveň mezi 0,6 a 2,0 %.

Podrobnější pohled ukazuje, že se v posledních měsících vnější cenové tlaky vlivem posílení eura uvolnily. Meziroční tempo růstu deflátoru dovozu by podle projekcí mělo v roce 2013 klesnout a následně se v roce 2014 mírně stabilizovat, neboť se předpokládá, že vliv silnějšího směnného kurzu eura na tento pokles odezní. Pokud jde o domácí cenové tlaky, meziroční tempo růstu náhrady na zaměstnance by mělo v roce 2013 i v roce 2014 zůstat utlumené v důsledku slabé situace na trhu práce. Při zohlednění předpokládaného poklesu růstu spotřebitelských cen by reálná náhrada na zaměstnance po poklesu v roce 2011 i v roce 2012 měla během období projekcí postupně růst. Jednotkové mzdové náklady by měly v roce 2013 zůstat relativně zvýšené, neboť růst produktivity bude podstatně slabší než růst mezd. Vzhledem k tomu, že růst produktivity by měl v roce 2014 oživit v důsledku rychlejšího oživení hospodářské aktivity než zaměstnanosti, očekává se, že tempo růstu jednotkových mzdových nákladů zpomalí. Ukazatel ziskových marží vypočtený jako poměr deflátoru HDP v základních cenách k jednotkovým mzdovým nákladům by po silnějším poklesu v roce 2012 měl v průběhu roku 2013 dále mírně klesat a kompenzovat tak relativně silný růst jednotkových mzdových nákladů. V následujícím období by nižší tempo růstu jednotkových mzdových nákladů a postupně se zlepšující hospodářské podmínky měly podporovat oživení ziskových marží. Růst regulovaných cen a nepřímých daní jako součást plánů fiskální konsolidace by měl v letech 2013 a 2014 relativně výrazně přispívat k inflaci měřené HICP, i když bude tato konsolidace mít o něco menší rozsah než v roce 2012.

Porovnání s projekcemi z prosince 2012 sestavenými odborníky Eurosystemu

V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu, které byly zveřejněny v Měsíčním bulletinu v prosinci 2012, byla horní hranice rozpětí projekcí růstu reálného HDP v eurozóně v roce 2013 upravena směrem dolů. Tato úprava z větší části odráží slabý výsledek reálného HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2012, což implikuje mechanicky výraznější záporné působení na průměrný meziroční růst za rok 2013. Mezičtvrtletní tempa růstu za rok 2013 jsou však převážně beze změn. Rozpětí průměrného meziročního růstu reálného HDP za rok 2014 bylo upraveno mírně směrem dolů. Pokud jde o inflaci měřenou HICP, je rozpětí projekcí pro rok 2013 o něco užší. Pro rok 2014 je horní hranice rozpětí o něco nižší než v projekcích z prosince 2012 a odráží tak především dopad silnějšího směnného kurzu eura.

Tabulka B Porovnání s projekcemi z prosince 2012

(průměrné procentní změny za rok)

	2013	2014
Reálný HDP – prosinec 2012	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2
Reálný HDP – březen 2013	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0
HICP – prosinec 2012	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2
HICP – březen 2013	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0

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 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 eurozóny dosáhnout v roce 2013 úrovně mezi -0,3 a 0,0 %, což je blízko horní hranici rozpětí uvedeného v projekcích pracovníků ECB. Dostupné prognózy pro rok 2014 se pohybují v rozpětí mezi 1,0 a 1,4 %, což je v intervalu projekcí sestavených pracovníky ECB. Pokud jde o vývoj inflace, dostupné prognózy naznačují, že průměrná meziroční míra inflace měřená HICP bude v roce 2013 v rozpětí mezi 1,6 a 1,9 % a v roce 2014 mezi 1,2 a 1,8 %, tedy v obou případech uvnitř rozpětí projekcí pracovníků ECB.

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

(průměrné procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP		Inflace HICP	
		2013	2014	2013	2014
OECD	listopad 2012	-0,1	1,3	1,6	1,2
Evropská komise	únor 2013	-0,3	1,4	1,8	1,5
MMF	leden 2013	-0,2	1,0	1,6	1,4
Survey of Professional Forecasters	únor 2013	0,0	1,1	1,8	1,8
Consensus Economics Forecasts	únor 2013	-0,2	1,0	1,8	1,7
Euro Zone Barometer	únor 2013	-0,1	1,2	1,9	1,8
Projekce pracovníků ECB	březen 2013	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0

Zdroje: European Commission Economic Forecasts, Winter 2013; IMF World Economic Outlook Update, January 2013, v případě údajů o růstu reálného HDP; World Economic Outlook, October 2012, v případě údajů o inflaci; OECD Economic Outlook, November 2012; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a Survey of Professional Forecasters ECB.

Pozn.: 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, 2013

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.