



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

Box

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ PRACOVNÍKY ECB

Na základě údajů dostupných k 25. srpnu 2011 sestavili pracovníci ECB projekce makroekonomického vývoje eurozóny.<sup>1</sup> Podle těchto projekcí by měl průměrný roční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2011 tempa v rozmezí 1,4 a 1,8 % a v roce 2012 mezi 0,4 a 2,2 %. Inflace by měla být v roce 2011 mezi 2,5 a 2,7 % a v roce 2012 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 18. srpna 2011.

Předpoklad ohledně krátkodobých úrokových sazeb má čistě technický charakter. 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 1,3 % v roce 2011 a 1,0 % v roce 2012. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 4,2 % v roce 2011 i v roce 2012. Předpokládá se, že promítání tržních sazeb do úrokových sazeb z bankovních úvěrů bude fungovat v souladu s vývojem v minulosti ve většině částí eurozóny. V některých částech – především tam, kde panuje napětí na trzích vládních dluhopisů – by však toto promítání mělo být doprovázeno nepříznivými vlivy na rizikové prémii u bankovních úvěrů. Očekává se, že podmínky na straně nabídky úvěrů se budou postupně dále normalizovat, ale ve sledovaném období budou nadále mírně tlumit hospodářskou aktivitu.

Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzávěrky se očekává, že průměrná roční cena barelu ropy Brent dosáhne 110,1 USD v roce 2011 a 106,5 USD v roce 2012. Ceny neenergetických komodit v amerických dolarech<sup>2</sup> by v roce 2011 měly vzrůst o 19,6 % a v roce 2012 klesnout o 0,8 %.

Očekává se, že dvojstranné směnné kurzy eura zůstanou ve sledovaném období beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 18. srpna 2011. To znamená, že by se kurz eura k americkému dolaru měl v roce 2011 pohybovat na úrovni 1,42 a v roce 2012 na úrovni 1,43 a že efektivní kurz eura v roce 2011 mírně posílí v průměru o 0,2 % a v roce 2012 oslabí o 0,2 %.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 19. srpnu 2011. 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.

<sup>1</sup> Makroekonomické projekce pracovníků ECB doplňují projekce odborníků Eurosystemu, které sestavují 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 jejich ceny budou sledovat ceny futures do třetího čtvrtletí 2012 a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

## Předpoklady o mezinárodním prostředí

Tempo celosvětového růstu v posledních měsících zmírnilo. Toto zpomalení zčásti odráží přechodné faktory, jako je dopad přírodní a jaderné katastrofy na japonské hospodářství a na světové dodavatelské řetězce i tlumící vlivy vysokých cen komodit na příjmy v hlavních rozvinutých ekonomikách. Pokud jde o budoucí vývoj, postupná náprava narušených dodavatelských řetězců by měla ve druhém pololetí letošního roku mírně podpořit růst. Vyšší než očekávaná míra nezaměstnanosti, nižší důvěra podniků a spotřebitelů v rozvinutých ekonomikách a pokračující oslabení na trhu bydlení v USA by však měly nepříznivě ovlivňovat růst. Navíc se očekává, že nedávný posun nálady na světových finančních trzích, který by sice neměl zastavit světové hospodářské oživení, bude mít ve druhé polovině roku 2011 další negativní odezvy jak na straně důvěry, tak bohatství. Ve střednědobém horizontu by následky finanční krize měly v rozvinutých ekonomikách negativně působit na dynamiku oživení a odrážet tak potřebu korigovat rozvahy ve více sektorech. To v některých rozvinutých ekonomikách narušuje perspektivu rychlého zlepšení na trzích práce. Naopak růst v rozvíjejících se ekonomikách by měl zůstat poměrně silný, s přetrvávajícími tlaky z přehřívání. Průměrný růst reálného HDP ve světě mimo země eurozóny by měl z úrovně 4,1 % v roce 2011 posílit na 4,4 % v roce 2012. Růst zahraniční poptávky eurozóny by měl v roce 2011 dosáhnout 7,0 % a v roce 2012 úrovně 6,8 %. Tato tempa růstu jsou v porovnání s prognózami odborníků Eurosystemu z června 2011 nižší a výrazně odrážejí revizi směrem dolů pro výhled ekonomiky USA.

## Projekce růstu reálného HDP

Po silném růstu v eurozóně v prvním čtvrtletí 2011, který byl tažen oživením stavební výroby, došlo v několika posledních měsících k výraznému zpomalení hospodářské aktivity. Stejně jako v případě celosvětové ekonomiky tlumily aktivitu v eurozóně nepříznivé vlivy spojené s přírodní a jadernou katastrofou v Japonsku i opožděný dopad dřívějšího růstu cen ropy. Dynamika v eurozóně oslabila také v důsledku domácích faktorů, jako jsou nižší ceny akcií, zpřísnění fiskální politiky, přísnější podmínky nabídky úvěrů a zvýšená nejistota, které se odrážely v rostoucích rizikových premiích v souvislosti s krizí státních dluhopisů i se zhoršením důvěry podniků a spotřebitelů. Vzhledem k tomu, že by některé tyto faktory měly podle očekávání mít v blízké budoucnosti nadále nepříznivý vliv, reálný HDP by měl ve druhé polovině roku 2011 růst jen mírně. V dalším období se očekává, že hospodářská dynamika postupně oživí, neboť vývoz z eurozóny by měl těžit z rostoucí zahraniční poptávky, zatímco domácí poptávka by měla postupně posilovat, podpořená akomodativní orientací měnové politiky, opatřeními přijatými k obnovení fungování finančního systému a v neposlední řadě dopadem silné celosvětové poptávky na domácí důchod. Očekává se, že reálný HDP bude v meziročním vyjádření růst v roce 2011 na úrovni mezi 1,4 a 1,8 % a v roce 2012 mezi 0,4 a 2,2 %.

Bližší pohled na složky poptávky ukazuje, že tempo růstu vývozu mimo eurozónu by mělo do roku 2012 zůstat relativně silné, i když pod úrovní tempa expanze zahraniční poptávky v eurozóně v roce 2012, což odpovídá trendu poklesu podílu zemí eurozóny na exportních trzích. Po silném oživení v prvním čtvrtletí 2011 by celkové investice měly po zbytek roku růst jen mírně a oživit by měly v roce 2012. Podnikové investice by po sledované období měly stabilně růst. Podporovat by je měla rostoucí ziskovost, stálý růst vývozu a vznik překážek v důsledku nedostatečné kapacity. Růst investic do rezidenčních nemovitostí by naproti tomu měl po celé sledované období zůstat relativně utlumený, a to v důsledku pokračujících korekcí na trzích s bydlením v některých zemích, což se v projekcích odráží také v mírném růstu cen rezidenčních nemovitostí. Navíc by měly klesat až do konce roku 2012 vládní investice, jak v současnosti naznačují soubory opatření fiskální konsolidace oznámené v několika zemích eurozóny.

Soukromá spotřeba by měla v roce 2011 být dosti utlumená a oživit by měla mírně v roce 2012 a odrážet tak především trend růstu reálného disponibilního důchodu. Zatímco nepříznivý dopad dřívějšího růstu

cen komodit by měl tlumit růst reálného disponibilního důchodu po zbytek roku 2011, očekává se, že inflační tlaky následně oslabí a podpoří tak dynamiku růstu reálného disponibilního důchodu v roce 2012. Vládní spotřeba by v reálném vyjádření měla do roku 2012 růst jen mírně a odrážet tak soubory opatření fiskální konsolidace oznámené v několika zemích eurozóny. Tempo růstu dovozu ze zemí mimo eurozónu by mělo během letošního roku mírně oživit a následně se v roce 2012 stabilizovat a během období projekcí zrychlit více než celková poptávka. V důsledku o něco silnějšího růstu vývozu by měl být ve sledovaném období příspěvek čistého obchodu k růstu HDP kladný, nicméně klesající.

**Tabulka A Makroekonomické projekce pro eurozónu**

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

	2010	2011	2012
HICP	1,6	2,5–2,7	1,2–2,2
Reálný HDP	1,7	1,4–1,8	0,4–2,2
Soukromá spotřeba	0,8	0,3–0,7	0,0–1,6
Vládní spotřeba	0,5	-0,2–0,8	-0,7–0,5
Hrubá tvorba fixního kapitálu	-0,8	2,2–3,6	0,8–5,4
Vývoz (zboží a služby)	11,0	5,6–8,4	2,3–9,7
Dovoz (zboží a služby)	9,3	4,7–7,3	2,0–9,2

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

2) Údaje se týkají eurozóny včetně Estonska s výjimkou údajů o HICP za rok 2010. Výpočet průměrné procentní změny HICP za rok 2011 vychází ze složení eurozóny v roce 2010, které již Estonsko zahrnuje.

### Projekce cen a nákladů

Meziroční inflace měřená HICP dosáhla v eurozóně v srpnu 2011 úrovně 2,5 %. Celková inflace měřená HICP by měla v dalších měsících zůstat nad 2 % především v důsledku dopadu dřívějších silných růstů cen ropných a neropných komodit na ceny energií a potravin. V dalším období by se podle současných cen futures na komodity měl růst cen dovozů zmírnit. Naopak domácí cenové tlaky by měly pomalu růst a odrážet tak rostoucí náklady práce a promítání nárůstu cen komodit v minulosti a ve sledovaném období vést k postupnému růstu inflace měřené HICP (bez započtení cen potravin a energií). Celkově by se podle těchto projekcí měla průměrná meziroční celková inflace pohybovat mezi 2,5 a 2,7 % v roce 2011 a mezi 1,2 a 2,2 % v roce 2012. Očekává se, že růst náhrad na zaměstnance zůstane ve sledovaném období relativně mírný a bude tak odrážet očekávané málo výrazné zlepšení podmínek na trzích práce. V důsledku dílčí a opožděné reakce nominálních mezd na růst spotřebitelských cen se očekává, že reálná náhrada na zaměstnance se v roce 2011 sníží a poté pomalu poroste. Vzhledem k tomu, že by podle projekcí měl růst produktivity zmírnit, očekává se, že jednotkové mzdové náklady v roce 2011 ožíví a v roce 2012 porostou rychlejším tempem. V důsledku toho by růst ziskových marží měl zůstat v roce 2011 a 2012 omezený a odrážet tak rovněž očekávaný mírný růst agregátní poptávky.

## Porovnání s projekcemi z června 2011

V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu, které byly zveřejněny v Měsíčním bulletinu v červnu 2011, byla rozpětí projekcí růstu reálného HDP v roce 2011 a 2012 upravena směrem dolů. Revize výhledu na rok 2011 a 2012 odrážejí jak nižší zahraniční poptávku, tak slabší domácí poptávku, kterou tlumí mimo jiné vyšší nejistota, snížená důvěra, nižší ceny akcií a přísnější podmínky na straně nabídky úvěrů, tedy faktory, které celkově převažují nad kladnými vlivy výrazné revize směrem dolů u metodického předpokladu průměrných sazeb z úvěrů v eurozóně. Revize směrem dolů pro rok 2012 odráží také dopad dodatečného fiskálního zpřísnění v některých zemích eurozóny. Pokud jde o inflaci měřenou HICP, projekce rozpětí pro rok 2011 byla ponechána beze změny, rozpětí pro rok 2012 je o něco užší než v projekcích z června 2011.

Tabulka B Porovnání s projekcemi z června 2011

(průměrné procentní změny za rok)

	2011	2012
Reálný HDP – červen 2011	1.5–2.3	0.6–2.8
Reálný HDP – září 2011	1.4–1.8	0.4–2.2
HICP – červen 2011	2.5–2.7	1.1–2.3
HICP – září 2011	2.5–2.7	1.2–2.2

## 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 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.

Podle prognóz, které jsou v současnosti k dispozici od dalších organizací a institucí, by tempo růstu reálného HDP eurozóny mělo dosáhnout v roce 2011 úrovně mezi 1,6 a 2,0 %, což je o něco výše, než je rozpětí uvedené v projekcích pracovníků ECB, a v roce 2012 mezi 1,5 a 2,0 %, což se blíží horní hranici rozpětí v projekcích pracovníků ECB. Pokud jde o inflaci, dostupné prognózy ukazují na průměrnou roční inflaci měřenou HICP v roce 2011 na úrovni 2,6 %, která je v intervalu projekcí pracovníků ECB. Prognózy inflace měřené HICP pro rok 2012 se pohybují v rozpětí 1,6 a 2,0 %, což je rovněž v intervalu projekcí sestavených pracovníky ECB.

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

(průměrné procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP		Inflace HICP	
		2011	2012	2011	2012
OECD	květen 2011	2,0	2,0	2,6	1,6
Evropská komise	květen 2011	1,6	1,8	2,6	1,8
MMF	červen 2011	2,0	1,7	2,6	1,8
Survey of Professional Forecasters	srpen 2011	1,9	1,6	2,6	2,0
Consensus Economics Forecasts	srpen 2011	1,9	1,5	2,6	1,9
Projekce pracovníků ECB	září 2011	1,4–1,8	0,4–2,2	2,5–2,7	1,2–2,2

Zdroje: European Commission Economic Forecasts, Spring 2011; IMF World Economic Outlook Update, June 2011; OECD Economic Outlook, May 2011; Consensus Economics Forecasts; a the ECB's Survey of Professional Forecasters.

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, 2011

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.