



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTEM

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSYSTEMU

Na základě údajů dostupných k 25. listopadu 2011 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny<sup>1</sup>. Hospodářská aktivita v eurozóně ve druhé polovině roku 2011 oslabila. Příčinou byl pokles světové poptávky a významné zhoršení důvěry podniků i spotřebitelů v uplynulých měsících v podmínkách zvýšené nejistoty vyvolané zesíleným napětím na finančních trzích, přičemž v řadě zemí eurozóny výrazně klesly ceny akcií a zhoršily se podmínky financování. Za předpokladu, že se finanční krize nebude dále stupňovat, by podle projekcí mělo v roce 2012 dojít k oživení růstu reálného HDP a v roce 2013 k dalšímu mírnému zlepšení. Očekává se však, že toto oživení bude tlumeno restrukturalizací rozvah, která probíhá v řadě sektorů, a nepříznivými podmínkami financování, které ve sledovaném období budou panovat v mnoha částech eurozóny. Zároveň se očekává, že oživení bude podporováno světovou poptávkou a zpomalením růstu cen energií a potravin, což podpoří reálné příjmy, ale také příznivým vlivem velmi nízkých krátkodobých úrokových sazeb a opatření na obnovu fungování finančního systému na domácí poptávku. Průměrné meziroční tempo růstu HDP se podle projekcí bude pohybovat mezi 1,5 a 1,7 % v roce 2011, mezi -0,4 a 1,0 % v roce 2012 a mezi 0,3 a 2,3 % v roce 2013. Inflace měřená HICP zůstane v eurozóně krátkodobě na zvýšených hodnotách, ale poté bude výrazně klesat. Průměrná míra celkové inflace měřené HICP by měla dosáhnout úrovně mezi 2,6 a 2,8 % v roce 2011, mezi 1,5 a 2,5 % v roce 2012 a mezi 0,8 a 2,2 % v roce 2013. Tento vývoj do značné míry odráží snížení srovnávací základny pro ceny energií a potravin v roce 2012 a předpokládanou stabilitu či pokles cen komodit. Očekává se, že inflace bez započtení cen potravin a energií vzroste ve sledovaném období pouze mírně, neboť domácí poptávka bude poměrně slabá a růst nákladů práce mírný.

### Box 1

#### METODICKÉ PŘEDPOKLADY O ÚROKOVÝCH SAZBÁCH, SMĚNNÝCH KURZECH, CENÁCH KOMODIT A OPATŘENÍCH FISKÁLNÍ POLITIKY

Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzávěrku údajů 17. listopadu 2011.<sup>1</sup> 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 1,4 % v roce 2011, 1,2 % v roce 2012 a 1,4 % v roce 2013. Tržní očekávání nominálních výnosů desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 4,4 % v roce 2011, 5,3 % v roce 2012 a 5,6 % 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 se v celém sledovaném období budou postupně zvyšovat. Podmínky pro poskytování úvěrů v eurozóně jako celku budou mít nepříznivý vliv na 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 cena barelu ropy Brent dosáhne 111,5 USD v roce 2011, 109,4 USD v roce 2012 a 104,0 USD v roce 2013. Ceny neenergetických komodit v amerických dolarech by v roce 2011 měly vzrůst o 17,8 %, v roce 2012 klesnout o 7,3 % a v roce 2013 opět stoupnout o 4,3 %.

<sup>1</sup> Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu sestavují společně pracovníci ECB a národních centrálních bank eurozóny. Zpracovávají se dvakrát za rok a slouží Radě guvernérů jako podklad pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Více informací o použitých metodách a postupech naleznete 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.

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 pohybovat na úrovni 1,40 v roce 2011 a 1,36 v letech 2012 a 2013. Předpokládá se, že efektivní směnný kurz eura v průměru zůstane v roce 2011 beze změny a v roce 2012 oslabí o 0,9 %.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 25. listopadu 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.

1 Předpoklady o cenách ropy a potravin vycházejí z cen futures do konce sledovaného období. U ostatních komodit se předpokládá, že ceny budou do čtvrtého čtvrtletí 2012 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

## MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

Růst světové ekonomiky v roce 2011 zvolnil. Ve druhé polovině roku byl příznivý vliv odezdnívání poruch v dodavatelském řetězci, které se vytvořily v důsledku přírodních katastrof v Japonsku, zastíněn obnoveným napětím na světových finančních trzích, které bylo převážně způsobeno prohloubením krize státních dluhopisů v eurozóně a rostoucími obavami ohledně udržitelnosti fiskálního vývoje v ostatních hlavních vyspělých ekonomikách. To postupně narušilo důvěru spotřebitelů i podniků po celém světě. Pokud jde o budoucí vývoj, očekává se postupné oživení, ačkoli některé překážky jako např. pokračující potřeba očištění rozvah a nepříznivá situace na trhu s bydlením a trhu práce v některých hlavních vyspělých ekonomikách implikují delší období pomalého růstu, zejména ve vyspělých ekonomikách, což bude omezovat tempo globálního oživení. Růst rozvíjejících se ekonomik bude pokračovat poměrně silným tempem, ale očekává se jeho zpomalení v důsledku dřívějšího zpříšňování hospodářské politiky s cílem zmírnit finanční nerovnováhy a inflační tlaky, ale také v důsledku očekávané slabší zahraniční poptávky a přelévání nepříznivých dopadů celosvětových finančních turbulencí. Růst světového HDP mimo eurozónu, který v roce 2010 činil 7,5 %, by měl podle projekcí zpomalit na 4,1 % v roce 2011 a 3,9 % v roce 2012. Poté opět zrychlí na 4,5 % v roce 2013. Růst zahraniční poptávky v eurozóně podle odhadů poklesne z 11,8 % v roce 2010 na 6,4 % v roce 2011 a 4,8 % v roce 2012. V roce 2013 se pak zvýší na 6,9 %.

## PROJEKCE RŮSTU REÁLNÉHO HDP

Reálný HDP eurozóny rostl ve třetím čtvrtletí 2011 jen mírně. Jeho mezičtvrtletní tempo růstu zůstalo beze změny oproti druhému čtvrtletí na hodnotě 0,2 %. Zatímco hospodářskou aktivitu ve druhém čtvrtletí 2011 negativně ovlivňovalo několik dočasných celosvětových i domácích faktorů, slabé tempo růstu v eurozóně v posledních několika měsících v rostoucí míře odráželo vliv krize státních dluhopisů v eurozóně a s ní spojeného zpříšňování fiskální politiky v některých zemích eurozóny. V eurozóně nepříznivý vliv zvýšené nejistoty související se zesíleným napětím na finančních trzích vedl k výraznému snížení důvěry podniků i spotřebitelů, prudkému propadu cen akcií v celé eurozóně a zhoršení podmínek financování pro domácnosti a nefinanční podniky v řadě zemí. Vzhledem k tomu, že zahraniční poptávka v roce 2011 rovněž oslabila, neočekává se, že by externí faktory v krátkém období vyvážily nepříznivý dopad uvedených domácích faktorů. Za předpokladu, že se finanční krize nebude dále stupňovat, by podle projekcí mělo v roce 2012 dojít k oživení růstu reálného HDP a v roce 2013 k dalšímu mírnému zlepšení. Očekává se však, že toto oživení bude ve sledovaném období tlumeno restrukturalizací rozvah, která probíhá v řadě sektorů, a nepříznivými podmínkami financování, které panují v mnoha částech eurozóny. Zároveň se očekává, že oživení bude podporováno rostoucí světovou poptávkou a zpomalením růstu cen energií a potravin, což podpoří reálné příjmy, ale také příznivým vlivem velmi nízkých krátkodobých úrokových sazeb a opatření na obnovu fungování finančního systému na domácí poptávku. Celkově se očekává, že oživení bude pozvolné. Meziroční tempo růstu reálného HDP v eurozóně se bude pohybovat mezi 1,5 a 1,7 % v roce 2011, mezi -0,4 a 1,0 % v roce 2012 a mezi 0,3 a 2,3 % v roce 2013.

Růst soukromé spotřeby v eurozóně bude podle projekcí víceméně utlumený až do poloviny roku 2012, což bude způsobeno zejména slabým růstem reálného disponibilního důchodu, a poté mírně zrychlí. Růst nominálního disponibilního důchodu bude omezován slabým růstem zaměstnanosti spolu s mírným zvyšováním mezd a transferových příjmů, které bude tlumeno zpřísnováním fiskální politiky v několika zemích eurozóny. Ačkoli nepříznivý dopad předchozího růstu cen komodit utlumil reálný disponibilní důchod, očekává se, že tlaky na růst cen komodit budou slábnout, což postupně podpoří růst reálného disponibilního důchodu. Míra úspor v eurozóně by podle projekcí měla ve zbytku sledovaného období zůstat zhruba na současné úrovni. Příčinou je očekávání, že tlak na růst míry úspor plynoucí ze zvýšené nejistoty a oslabené důvěry bude víceméně vyrovnán potřebou omezit úspory kvůli slabému vývoji reálných příjmů, aby došlo k vyrovnání spotřeby. Vzhledem k pouze mírnému nárůstu zaměstnanosti by se míra nezaměstnanosti v eurozóně měla během roku 2012 mírně zvýšit a v následujícím období by měla klesat jen pomalu.

Očekává se, že v eurozóně bude vývoj soukromých investic do jiných aktiv než rezidenčních nemovitostí v podmínkách zvýšené nejistoty utlumený v důsledku nadále nepříznivých podmínek financování v některých zemích eurozóny. V blízké budoucnosti bude stagnovat a ve zbytku sledovaného období bude oživovat pouze postupně. Jeho oživení bude podporováno posilujícím růstem vývozu, mírným zvýšením domácí poptávky a relativně stabilní ziskovostí. Předpokládaný růst investic do rezidenčních nemovitostí bude ještě slabší v důsledku pokračujících změn na trhu s bydlením v některých zemích, které se rovněž projevují v poměrně utlumeném vývoji cen rezidenčních nemovitostí. Investice vládního sektoru by měly v letech 2011 a 2012 výrazně klesnout. V roce 2013 by se měly stabilizovat díky souborům fiskálních konsolidačních opatření v několika zemích eurozóny.

V souladu s vývojem zahraniční poptávky se očekává oslabení tempa růstu vývozu v blízké budoucnosti a jeho postupné zrychlování během roku 2012. Podobnou trajektorii projekce předpokládají i pro růst dovozu. Celkově se očekává, že příspěvek čistého vývozu k mezičtvrtletnímu růstu HDP bude ve sledovaném období kladný díky mírně vyššímu tempu růstu vývozu od začátku roku 2012.

**Tabulka 1 Makroekonomické projekce pro eurozónu**

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

	2010	2011	2012	2013
HICP	1,6	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2
Reálný HDP	1,8	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3
Soukromá spotřeba	0,8	0,3 – 0,5	-0,4 – 0,6	0,0 – 1,8
Vládní spotřeba	0,5	-0,3 – 0,5	-0,5 – 0,7	-0,3 – 1,3
Hrubá tvorba fixního kapitálu	-0,6	1,6 – 2,4	-1,6 – 1,8	-0,5 – 4,3
Vývoz (zboží a služby)	10,8	5,4 – 7,2	0,3 – 6,1	2,1 – 8,9
Dovoz (zboží a služby)	9,2	4,0 – 5,4	-0,5 – 5,1	1,7 – 8,1

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

Očekává se, že současná krize nepříznivě ovlivnila potenciální růst, ačkoli přesný rozsah tohoto vlivu zůstává velmi nejistý. Je pravděpodobné, že celkově slabá hospodářská aktivita bude potenciální růst dále snižovat. Vzhledem k slabému růstovému výhledu se však záporná mezera výstupu bude v roce 2012 rozšiřovat, než v roce 2013 dojde k jejímu mírnému zúžení.

## PROJEKCE CEN A NÁKLADŮ

V důsledku předchozího růstu cen komodit a do určité míry také zvýšení nepřímých daní by měla celková míra inflace měřené HICP v eurozóně v prvním čtvrtletí 2012 i nadále převyšovat 2 %. Poté se očekává

její výrazné zmírnění. Tento vývoj převážně odráží klesající příspěvek cen energií v důsledku odeznívání vlivu předchozího růstu cen ropy a jejich předpokládaného postupného poklesu během sledovaného období. Po odeznění tlaků, které jsou v současné době nahromaděny ve výrobním řetězci, by měl růst cen potravin od poloviny roku 2012 zmírňovat. Očekává se, že inflace bez započtení cen potravin a energií vzroste pouze mírně, neboť domácí poptávka bude poměrně slabá a růst nákladů práce mírný. Průměrné tempo celkové inflace měřené HICP by se mělo pohybovat mezi 2,6 a 2,8 % v roce 2011, mezi 1,5 a 2,5 % v roce 2012 a mezi 0,8 a 2,2 % v roce 2013.

Vnější cenové tlaky se zmírnily a ve sledovaném období se předpokládá jejich značný pokles, způsobený zejména stabilizací nebo snižováním cen komodit. Částečně v důsledku pomalejšího tempa růstu světového obchodu a nižší světové inflace by meziroční tempo růstu deflátoru dovozu, které na začátku roku 2011 dosáhlo své nejvyšší hodnoty, mělo v roce 2012 prudce klesat a dále se mírně snižovat i v roce 2013. Pokud jde o domácí cenové tlaky, meziroční růst náhrady na zaměstnance by měl v první polovině roku 2012 zpomalit, což bude odrážet převážně dopad jednorázových plateb z první poloviny roku 2011. Meziroční tempo růstu náhrady na zaměstnance by se ve druhé polovině roku 2012 mělo zvýšit a poté se stabilizovat. Tento vývoj odráží vliv některých protichůdných faktorů. Na jedné straně by měly působit tlaky na růst náhrady na zaměstnance vyplývající z předchozího růstu spotřebitelské inflace. Na druhé straně by celkové zpomalení hospodářské aktivity a pokračující nepříznivá situace na trhu práce měly vytvářet tlak na pokles mezd. Vzhledem k relativně vysoké spotřebitelské inflaci v tomto roce projekce předpokládají snížení reálné náhrady na zaměstnance v letech 2011 a 2012, po kterém bude následovat její mírné oživení. Očekává se, že tempo růstu jednotkových mzdových nákladů se v roce 2012 poněkud zvýší a poté bude klesat. Tento vývoj odráží cyklické zpomalení růstu produktivity v roce 2012 – daný výrazným oslabením růstu hospodářské aktivity a pouze částečným přizpůsobením zaměstnanosti – a jeho následné zrychlení v roce 2013. Očekávaný růst ziskových marží zůstane v roce 2011 i v roce 2012 na nízké úrovni vzhledem k utlumené agregátní poptávce a zrychlujícímu růstu jednotkových mzdových nákladů. Pro rok 2013 se očekává oživení růstu ziskových marží spojené s růstem hospodářské aktivity. K inflaci bude v roce 2011 i v roce 2012 významně přispívat růst regulovaných cen a nepřímých daní, který bude projevem pokračující fiskální konsolidace v několika zemích eurozóny. V roce 2013 by jejich vliv měl být menší, přestože tento předpoklad částečně odráží nedostatek podrobných informací o fiskálních opatřeních pro tento rok.

## POROVNÁNÍ S PROJEKCEMI ZE ZÁŘÍ 2011

V porovnání s makroekonomickými projekcemi pro eurozónu zveřejněnými v Měsíčním bulletinu ze září 2011, které sestavili pracovníci ECB, bylo zúženo rozpětí projekcí růstu reálného HDP na rok 2011 a rozpětí na rok 2012 bylo výrazně revidováno směrem dolů. Tyto revize odrážejí zejména dopad slabší důvěry a zhoršujících se podmínek financování na domácí poptávku jako důsledek zvýšené nejistoty v souvislosti s krizí státních dluhopisů i revizí zahraniční poptávky směrem dolů. Dodatečné zpřísnění fiskální politiky a zhoršení podmínek financování v některých zemích eurozóny vedlo také ke snížení střednědobého výhledu pro růst reálného HDP. Pokud jde o inflaci měřenou HICP, rozpětí projekcí pro roky 2011 a 2012 byla mírně revidována směrem nahoru. Je to důsledkem vyšších cen ropy vyjádřených v eurech, které se promítly do růstu inflace, i vyššího příspěvku nepřímých daní. Očekává se, že dopad těchto faktorů na růst inflace převáží nad vlivem změn ziskových marží a tempa růstu mezd, které souvisejí s revizí hospodářské aktivity směrem dolů.

Tabulka 2 Porovnání s projekcemi ze září 2010

(průměrné procentní změny za rok)

	2011	2012
Reálný HDP – září 2011	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2
Reálný HDP – prosinec 2011	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0
HICP – září 2011	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2
HICP – prosinec 2011	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5

## Box 2

### PROGNÓZY 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 odborníků Eurosystemu, 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 vliv počtu pracovních dnů (viz tabulka níže).

Prognózy, které jsou v současné době k dispozici od různých institucí, předpokládají, že meziroční růst reálného HDP v eurozóně se bude v roce 2011 pohybovat mezi 1,5 a 1,6 %, mezi 0,2 a 1,1 % v roce 2012 a mezi 1,3 a 1,6 % v roce 2013. Všechny dostupné prognózy růstu spadají do rozpětí obsažených v projekcích odborníků Eurosystemu nebo jsou jim velmi blízko.

Průměrná meziroční inflace měřená HICP by se podle prognóz ostatních institucí měla pohybovat v roce 2011 mezi 2,5 a 2,7 %, v roce 2012 mezi 1,5 a 1,8 % a v roce 2013 mezi 1,2 a 1,8 %. Tyto prognózy inflace rovněž spadají do rozpětí obsažených v projekcích odborníků Eurosystemu nebo jsou jim velmi blízko. Projekce pro rok 2012 jsou ve spodní polovině rozpětí projekcí odborníků Eurosystemu.

### Srovnání prognóz růstu reálného HDP a inflace měřené HICP v eurozóně

(průměrné procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP			Inflace měřená HICP		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
MMF	září 2011	1,6	1,1	1,5	2,5	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	listopad 2011	1,6	0,8	1,6	2,6	1,8	1,8
Consensus Economics Forecasts	listopad 2011	1,6	0,4	1,5	2,7	1,8	1,8
OECD	listopad 2011	1,6	0,2	1,4	2,6	1,6	1,2
Evropská komise	listopad 2011	1,5	0,5	1,3	2,6	1,7	1,6
Projekce odborníků Eurosystemu	prosinec 2011	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2

Zdroje: European Commission Economic Forecasts, Autumn 2011, IMF World Economic Outlook, September 2011, OECD Economic Outlook, November 2011, Consensus Economics Forecasts a the ECB's Survey of Professional Forecasters.

Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu a prognózy OECD uvádějí meziroční tempa růstu očištěná o vliv počtu pracovních dní, zatímco Evropská komise a MMF pracují s meziročními tempy růstu, která o vliv počtu pracovních dní 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 kopii pro vzdělávací a nekomerční účely je povoleno s uvedením zdroje.