



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSYSTÉMU

Na základě údajů dostupných k 24. květnu 2012 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny.<sup>1</sup> Za předpokladu, že nedojde k dalšímu zintenzivnění finanční krize, by měl růst reálného HDP ve sledovaném období postupně oživovat a odrážet tak silnější zahraniční poptávku a postupné posilování domácí poptávky. Očekává se, že oživení domácí poptávky bude stále více podporováno příznivým dopadem velmi nízké úrovně krátkodobých úrokových sazeb a poklesem tempa růstu cen energií a potravin, z čehož budou těžit reálné příjmy. Podpořit domácí poptávku by měla také opatření k obnově fungování finančního systému. Očekává se však, že oživení hospodářské aktivity bude tlumeno korekcí rozvah v řadě sektorů. Podle těchto projekcí by měl průměrný roční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2012 tempa v rozmezí -0,5 až 0,3 % a v roce 2013 mezi 0,0 a 2,0 %.

Inflace v eurozóně měřená HICP by měla dosáhnout v roce 2012 úrovně mezi 2,3 a 2,5 % a odrážet tak tlaky z vyšších cen energií, nižšího směnného kurzu eura a růstu nepřímých daní. S postupným odezníváním dopadu vysokých cen komodit by měla míra celkové inflace klesat a v roce 2013 dosáhnout úrovně mezi 1,0 a 2,2 %. Inflace měřená HICP bez započtení potravin a energií by v letech 2012 a 2013 měla zůstat celkově stabilní, neboť očekávaný nárůst nepřímých daní a regulovaných cen by měl kompenzovat protiinflační tlaky vyplývající ze slabé domácí poptávky a mírného růstu mzdových nákladů.

### 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 15. května 2012.<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. Podle této metodiky vychází průměrná úroveň krátkodobých úrokových sazeb v roce 2012 na 0,8 % a v roce 2013 na 0,7 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 4,2 % v roce 2012 a 4,5 % v roce 2013. S ohledem na vývoj forwardových úrokových sazeb a postupné promítání změn tržních sazeb do sazeb z úvěrů se očekává, že krátkodobé sazby z bankovních úvěrů zůstanou ve sledovaném období v zásadě beze změny, zatímco sazby z dlouhodobých bankovních úvěrů by se měly v roce 2013 mírně zvýšit. Podmínky pro poskytování úvěrů v eurozóně jako celku by v roce 2012 měly mít celkově nepříznivý vliv na hospodářskou aktivitu a v roce 2013 být 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 114,6 USD v roce 2012 a 107,9 USD v roce 2013. Ceny neenergetických komodit v amerických dolarech by měly v roce 2012 poklesnout o 8,0 % a v roce 2013 vzrůst o 1,6 %.

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

<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.

k americkému dolaru se bude v letech 2012 a 2013 pohybovat na úrovni 1,30. Předpokládá se, že efektivní směnný kurz eura v roce 2012 oslabí o 4,4 % a v roce 2013 o 0,3 %.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 24. květnu 2012. 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 neenergetických nezemědělských komodit se předpokládá, že ceny budou do druhého čtvrtletí 2013 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

## MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

Očekává se, že postupné zrychlování hospodářské aktivity ve světě během sledovaného období budou podporovat zlepšující se finanční podmínky v prostředí akomodativní měnové politiky. Určitý stimul pro hospodářskou aktivitu ve světě v roce 2012 by měla představovat také obnova a odstranění poruch dodavatelských vztahů v souvislosti s přírodními katastrofami v Japonsku a Thajsku. Ve střednědobém horizontu by tempo růstu vnějšího prostředí eurozóny měla tlumit značně nepříznivá situace na trzích práce a bydlení i potřeba 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. Očekává se, že růst reálného HDP ve světě mimo eurozónu klesne v roce 2012 z loňské hodnoty 4,1 % na 3,8 % a v roce 2013 oživí na 4,3 %. Zahraniční poptávka v eurozóně by měla v roce 2012 vzrůst o 4,0 % a v roce 2013 o 6,4 %.

## PROJEKCE RŮSTU REÁLNÉHO HDP

Po poklesu o 0,3 % ve čtvrtém čtvrtletí 2011 růst reálného HDP v eurozóně během prvního čtvrtletí 2012 stagnoval a ve druhém čtvrtletí letošního roku by měl oslabit. Křehkost hospodářské aktivity pozorovatelná v poslední době je především důsledkem slabé domácí poptávky a odráží nepříznivý vliv krize státních dluhopisů v eurozóně na důvěru spotřebitelů a podniků, vysoké ceny ropy, nepříznivé podmínky pro poskytování úvěrů a zpřísnění orientace fiskální politiky v některých zemích eurozóny.

Co se týče dalšího vývoje, pokud se finanční krize dále neprohloubí, růst reálného HDP by měl ve sledovaném období oživit. Oživení odráží zrychlení růstu světového obchodu a tedy i zahraniční poptávky a dále postupné posilování domácí poptávky. Očekává se, že oživení domácí poptávky bude podporováno velmi nízkou úrovní krátkodobých úrokových sazeb a příznivým dopadem nižšího tempa růstu cen energií a potravin na reálný disponibilní důchod domácností. Domácí poptávku by měla podpořit také opatření k obnově fungování finančního systému. Je pravděpodobné, že oživení bude podle historických měřítek poměrně utlumené z důvodu potřeby restrukturalizovat rozvahy ve veřejném i soukromém sektoru v několika zemích eurozóny. Reálný HDP eurozóny 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 2,0 %.

Podrobnější pohled ukazuje, že by růst vývozu z eurozóny měl ve sledovaném období získat na dynamice a odrážet tak především posilování zahraniční poptávky a dřívější růst cenové konkurenceschopnosti ve vývozu. Podíl eurozóny na exportních trzích, který v poslední době oživil, by se měl ve sledovaném období stabilizovat.

Očekává se, že v eurozóně bude objem soukromých investic do jiných aktiv než rezidenčních nemovitostí v blízké budoucnosti dále klesat a poté zaznamená oživení. Tento vývoj bude podporován rostoucí poptávkou, nízkými úrokovými sazbami a zlepšujícími se ziskovými přírůzkami. Investice do rezidenčních nemovitostí by měly ve sledovaném období oživit pouze nepatrně. Oživení investic do rezidenčních nemovitostí je nadále tlumeno pokračující korekcí na trzích s bydlením v některých zemích. Tento nepříznivý vývoj je částečně kompenzován zvýšenou atraktivitou investic do bydlení (v poměru k jiným formám investic) v některých dalších zemích, kde by investice do rezidenčních nemovitostí měly

být taženy také nízkými sazbami hypotečních úvěrů. Investice vládního sektoru by v souladu s předpoklady souborů opatření fiskální konsolidace vyhlášených v několika zemích eurozóny měly po celé sledované období klesat.

Soukromá spotřeba by měla zůstat utlumená po celý rok 2012, neboť velký pokles reálného disponibilního důchodu je jen částečně kompenzován poklesem míry úspor a odráží tak vyrovnání spotřeby v čase. Velký pokles reálného disponibilního důchodu je důsledkem jak poklesu zaměstnanosti a snížení reálné náhrady na zaměstnance, tak opatření fiskální konsolidace a slabých nepracovních příjmů. Soukromá spotřeba by v roce 2013 měla mírně vzrůst a odrážet tak především oživení reálného disponibilního důchodu, neboť nepříznivý dopad výše uvedených faktorů postupně odeznívá, a podporovat by ji mělo také oslabení tlaků na ceny komodit. Vládní spotřeba by v reálném vyjádření měla zůstat celkově stabilní jak v roce 2012, tak v roce 2013.

Tempo růstu dovozu ze zemí mimo eurozónu by mělo ve sledovaném období získat na dynamice, i když by jej měla slabá domácí poptávka stále tlumit. V důsledku silnějšího růstu vývozu by po celé sledované období měl být příspěvek čistého vývozu k růstu reálného HDP výrazný.

**Tabulka 1: Makroekonomické projekce pro eurozónu**

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

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

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

Předpokládá se, že pokračující krize nepříznivě ovlivnila potenciální růst, ačkoli přesný rozsah tohoto vlivu zůstává velmi nejistý. Je pravděpodobné, že potenciální růst produkce bude dále snižovat pokračující slabá úroveň zaměstnanosti a investic. Vzhledem k slabému růstovému výhledu by se však záporná mezera výstupu měla v roce 2012 rozšiřovat a v roce 2013 mírně zúžit.

## PROJEKCE CEN A NÁKLADŮ

Inflace měřená HICP by v roce 2012 měla dosáhnout průměrné úrovně mezi 2,3 a 2,5 %. Tato relativně zvýšená míra inflace odráží růst cen ropy, dopad oslabeného směnného kurzu eura a růst nepřímých daní. Očekává se, že inflace se výrazně sníží a v roce 2013 dosáhne průměrné úrovně mezi 1,0 a 2,2 %. Hlavním faktorem tohoto poklesu míry inflace bude očekávaný vývoj složky energií. S předpokládaným postupným poklesem cen ropy během sledovaného období a odezníváním dopadu dřívějšího růstu by měl příspěvek cen energií k celkové inflaci v roce 2013 klesnout. Příspěvek složky potravin by se měl rovněž snížit, i když výrazně méně. Inflace měřená HICP bez započtení potravin a energií by podle projekcí měla v letech 2012 a 2013 zůstat celkově stabilní, neboť očekávaný růst nepřímých daní a regulovaných cen bude vyvolávat tlaky na její růst a kompenzovat tak tlaky na její pokles vyvolané slabou domácí poptávkou a mírným růstem nákladů práce.

Podrobnější pohled ukazuje, že vnější cenové tlaky se na přelomu roku zvýšily v důsledku rostoucích cen ropy a slabšího směnného kurzu eura. Metodické předpoklady o směnných kurzech a cenách komodit však naznačují, že by tyto vnější tlaky měly ve sledovaném období oslabit. Navíc meziroční tempo růstu deflátoru dovozu bude podléhat rozsáhlým vlivům srovnávací základny, až růst za loňský rok přestane hrát roli v meziročním srovnání. Meziroční tempo růstu by tedy mělo ve sledovaném období prudce klesnout. Pokud jde o domácí cenové tlaky, meziroční tempo růstu náhrady na zaměstnance by mělo v roce 2012 mírně zpomalit a v roce 2013 by tento pokles měl o něco zesílit, a to v důsledku zhoršujících se podmínek na trhu práce. Vzhledem ke zvýšené průměrné míře inflace v roce 2012 se očekává, že reálná náhrada na zaměstnance bude klesat. V roce 2013 by měla oživit a odrážet tak předpokládaný pokles míry inflace, ale po celé sledované období by měla růst pomaleji než produktivita. Meziroční tempo růstu jednotkových mzdových nákladů by v roce 2012 mělo v důsledku cyklického oslabení růstu produktivity opět vzrůst. Očekává se, že následně v roce 2013 jejich růst zmírní, neboť produktivita vzroste a mzdové tlaky zůstanou omezené. Ziskové marže by měly v roce 2012 klesnout a tlumit tak prudký růst jednotkových mzdových nákladů v kontextu slabé agregátní poptávky. V prostředí slabšího růstu jednotkových mzdových nákladů v důsledku silnějšího růstu produktivity a posílení poptávky by podle projekcí měly ziskové marže v roce 2013 oživit. Růst regulovaných cen a nepřímých daní, který odráží probíhající fiskální konsolidaci v řadě zemí eurozóny, by měl v letech 2012 a 2013 nadprůměrně přispívat k inflaci měřené HICP.

## POROVNÁNÍ S PROJEKCEMI Z BŘEZNA 2012

V porovnání s makroekonomickými projekcemi pracovníků ECB zveřejněnými v letošním březnovém vydání Měsíčního bulletinu zůstalo rozpětí růstu reálného HDP pro rok 2012 beze změny, zatímco rozpětí pro rok 2013 se mírně zúžilo. Pokud jde o inflaci měřenou HICP, rozpětí projekcí pro rok 2012 i 2013 se zúžilo.

Tabulka 2: Porovnání s projekcemi z března 2012

(průměrné procentní změny za rok)

	2012	2013
Reálný HDP – březen 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
Reálný HDP – červen 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
HICP – březen 2012	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3
HICP – červen 2012	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2

## 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 dalších institucí, předpokládají, že reálný HDP v eurozóně v roce 2012 poklesne o 0,1 % až 0,4%, což odpovídá rozpětí v projekcích odborníků

Eurosystému. V roce 2013 by měl růst reálného HDP dosáhnout úrovně mezi 0,8 a 1,0 %, což rovněž odpovídá rozpětí v projekcích odborníků Eurosystému.

Pokud jde o inflaci, prognózy od dalších institucí ukazují na průměrnou roční inflaci měřenou HICP v roce 2012 na úrovni mezi 2,0 a 2,4 %, což je v intervalu projekcí odborníků Eurosystému nebo mírně pod tímto intervalem. V roce 2013 by měla inflace měřená HICP dosáhnout průměrné úrovně mezi 1,6 a 1,9 %, což odpovídá rozpětí uvedenému v projekcích sestavených odborníky Eurosystému.

#### 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
MMF	duben 2012	-0,3	0,9	2,0	1,6
Survey of Professional Forecasters	květen 2012	-0,2	1,0	2,3	1,8
Consensus Economics Forecasts	květen 2012	-0,4	0,8	2,4	1,8
OECD	květen 2012	-0,1	0,9	2,4	1,9
Evropská komise	květen 2012	-0,3	1,0	2,4	1,8
Projekce odborníků Eurosystému	červen 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2

Zdroje: European Commission Economic Forecasts, Spring 2012, IMF World Economic Outlook, April 2012, OECD Economic Outlook, May 2012, Consensus Economics Forecasts a the ECB's Survey of Professional Forecasters.

Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystému 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, 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.