



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTEM

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSYSTEMU

Na základě údajů dostupných k 27. květnu 2010 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny<sup>1</sup>. Díky perspektivě hospodářského oživení ve světě by podle těchto projekcí měl průměrný roční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2010 tempa v rozmezí 0,7 a 1,3 % a v roce 2011 mezi 0,2 a 2,2 %. Míra inflace by měla ve sledovaném období zůstat mírná a tlumit by ji mělo jen mírné oživení v eurozóně. Průměrné tempo inflace měřené HICP by se mělo pohybovat mezi 1,4 a 1,6 % v roce 2010 a mezi 1,0 a 2,2 % v roce 2011.

### Box 1

#### 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 20. května 2010.<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. Tyto metodické předpoklady ukazují na celkovou průměrnou hodnotu krátkodobých úrokových sazeb 0,8 % v roce 2010 a 1,1 % v roce 2011. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně ukazují na průměrnou hodnotu 3,9 % v roce 2010 a 4,2 % v roce 2011. Základní projekce zohledňuje nedávné zlepšení podmínek financování a vychází z předpokladu, že se ve sledovaném období rozpětí sazeb bankovních úvěrů a výše uvedených úrokových sazeb mírně zúží. Obdobně by se měly ve sledovaném období postupně uvolňovat podmínky na straně nabídky úvěrů. Pokud jde o komodity, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzávěrky se očekává, že průměrné roční ceny ropy dosáhnou 79,5 USD za barel v roce 2010 a 83,7 USD za barel v roce 2011. Očekává se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech vzrostou – v roce 2010 o 17,9 % a v roce 2011 jen mírněji o 1,2 %.

Očekává se, že dvojstranné směnné kurzy eura zůstanou v daném časovém horizontu beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky. To naznačuje, že kurz eura k americkému dolaru bude v roce 2010 na úrovni 1,30 a v roce 2011 na úrovni 1,26 a že efektivní kurz eura v roce 2010 oslabí v průměru o 6,4 % a v roce 2011 o dalších 1,8 %.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 27. květnu. 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> Předpoklady o cenách ropy a potravin vycházejí z cen futures do konce roku 2011. U ostatních komodit se předpokládá, že ceny budou sledovat ceny futures do konce roku 2010 a dále se budou vyvíjet v souladu s vývojem hospodářské aktivity ve světě.

<sup>1</sup> 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.

## MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

Celosvětový hospodářský výhled nadále vykazuje zlepšení, které je silnější, než se očekávalo v březnových makroekonomických projekcích sestavených pracovníky ECB. Z hlediska dalšího vývoje se očekává, že světový hospodářský růst ve druhém pololetí 2010 přechodně zpomalí a bude tak odrážet odeznívání některých faktorů, které zpočátku oživení podporovaly, jako jsou stimulační opatření a cyklus vývoje zásob. Následně by hospodářskou aktivitu ve světě měla podpořit normalizace finančních podmínek a určité zlepšení důvěry a trhu práce. Celosvětový hospodářský růst by měl zůstat v období 2010–2011 pod úrovní dřívějších trendů, jelikož zejména vyspělé ekonomiky procházejí po finanční krizi pomalým oživením. Reálný HDP ve světě mimo země eurozóny by měl v roce 2010 vzrůst o 4,7 % a v roce 2011 o 4,1 %. Růst na vývozních trzích eurozóny by měl podle odhadu dosáhnout 8,6 % v roce 2010 a 6,0 % v roce 2011.

## PROJEKCE RŮSTU REÁLNÉHO HDP

Růst reálného HDP byl v prvním čtvrtletí 2010 mírný. Dostupné údaje naznačují, že k růstu výrazně přispěl vývoj zásob, zatímco růst domácí poptávky tlumilo několik dalších faktorů, jako bylo ukončení vládních pobídek k nákupu vozidel a nepříznivé počasí. Ve druhém čtvrtletí by měl být růst reálného HDP výrazně silnější a podporovat by jej mělo mimo jiné oživení stavební činnosti. Očekává se však, že po zbytek roku 2010 by měl růst zůstat slabý, neboť faktory, které růst přechodně podporovaly v počáteční fázi oživení, jako byly fiskální stimuly a cyklus vývoje zásob, oslabují. V dalším období by mělo hospodářské oživení posilovat a podporovat by jej měla rostoucí domácí poptávka. Oživení by po celé sledované období měly podporovat zpožděné vlivy opatření měnové politiky a výrazné snahy směřující k obnovení funkcí finančního systému. Podle projekcí by však růst v letech 2010 a 2011 měl zůstat slabší než před recesí, a to v důsledku pokračující potřeby korigovat rozvahy v řadě sektorů. Domácí spotřebu tlumí vysoká nezaměstnanost, omezující úspory a mírný růst příjmů. Tento výhled zohledňuje také probíhající fiskální změny zaměřené na obnovení a konsolidaci důvěry ve střednědobou udržitelnost. V ročním vyjádření by po poklesu o 4,1 % v roce 2009 mělo tempo růstu reálného HDP dosáhnout v roce 2010 mezi 0,7 a 1,3 % a v roce 2011 mezi 0,2 a 2,2 %.

V rámci domácích složek HDP se očekává, že soukromé investice očištěné o investice do rezidenčních nemovitostí zůstanou během roku 2010 slabší a budou omezeny rozsáhlou volnou kapacitou a nejistou perspektivou poptávky, nízkou ziskovostí a omezeními na straně financování. Následně by však měly pomalu oživovat. Po určité krátkodobé volatilitě z počátku roku 2010 související s vývojem počasí by investice do rezidenčních nemovitostí měly zůstat slabé a tlumit by je měly probíhající korekce na trzích s bydlením v některých zemích. Na základě souborů fiskálních opatření, které oznámilo několik zemí eurozóny, a jejich následnému ukončení by se vládní investice v reálném vyjádření měly v roce 2010 stabilizovat a následující rok by pak měly výrazněji klesnout.

Očekává se, že soukromá spotřeba v roce 2010 poroste mírně a následujícím roce bude postupně dále oživovat. Reálné příjmy by měl celkově tlumit očekávaný slabý růst zaměstnanosti. Zároveň by míra úspor měla zůstat výrazně nad svou úroveň v době před krizí, neboť v kontextu vysoké míry ekonomické nejistoty a slabší perspektivy růstu příjmů pokračuje držba některých omezujících úspor. Míra úspor by však měla s postupným zlepšováním hospodářské situace mírně klesat.

**Tabulka 1 Makroekonomické projekce pro eurozónu**

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

	2009	2010	2011
HICP	0,3	1,4 – 1,6	1,0 – 2,2
Reálný HDP	-4,1	0,7 – 1,3	0,2 – 2,2
Soukromá spotřeba	-1,2	-0,2 – 0,4	-0,2 – 1,6
Vládní spotřeba	2,6	0,3 – 1,3	-0,3 – 1,1
Hrubá tvorba fixního kapitálu	-10,8	-3,4 – -1,2	-2,1 – 2,7
Vývoz (zboží a služby)	-13,2	5,5 – 9,1	1,1 – 7,9
Dovoz (zboží a služby)	-12,0	3,8 – 7,0	0,4 – 6,8

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 o HDP se týkají všech 16 zemí eurozóny.

Vývoz z eurozóny se koncem loňského roku vzchopil a počátkem roku 2010 opět silně posiloval. Ve sledovaném období by oživení vývozu mělo pokračovat díky zahraniční poptávce a vyšší konkurenceschopnosti. V důsledku tohoto vývoje projekce předpokládá, že čistý vývoz bude kladně přispívat k růstu HDP v roce 2010 i v roce 2011.

Očekává se, že než se míra nezaměstnanosti stabilizuje, poroste až do prvních měsíců roku 2011 a bude tak odrážet opožděnou reakci na prudký pokles produkce až do poloviny roku 2009 a očekávané slabé oživení hospodářské aktivity, společně s nepružností mezd směrem dolů.

Potenciální růst by měl být mírný a odrážet tak především dopad krize, avšak ve sledovaném období by měl mírně oživit. Tento vývoj je důsledkem růstu strukturální nezaměstnanosti, nižší míry participace pracovní síly a silného poklesu investic, jež dolehne na kapitálovou vybavenost. Rozsah těchto vlivů je však velice nejistý a projekce potenciálního růstu, a tedy i mezery výstupu, jsou spojeny s ještě vyšší mírou nejistoty, než je běžné. Nehledě na to by se odhadovaná mezera výstupu měla mírně zúžit, ale po sledované období by měla zůstat záporná.

## PROJEKCE CEN A NÁKLADŮ

Po silném oživení v březnu 2010 by celková inflace měřená HICP měla ve druhém pololetí 2010 dále mírně vzrůst, a to především v důsledku vlivů srovnávací základny v souvislosti s dřívějším poklesem cen potravin. Následně by se měla inflace o něco zmírnit v souladu s předpokládaným poklesem tempa růstu cen energií. Naopak tempo růstu HICP bez započtení potravin a energií by mělo ve sledovaném období postupně vzrůstat vlivem posilování hospodářské aktivity a zlepšení na trhu práce. Průměrná míra roční inflace by se měla pohybovat mezi 1,4 a 1,6 % v roce 2010 a mezi 1,0 a 2,2 % v roce 2011.

Konkrétně by podle projekce měly vnější cenové tlaky v roce 2010 vzrůst a odrážet tak především předpokládaný vývoj cen komodit a oslabení eura, ale v následujícím roce by měly oslabit. Pokud jde o domácí cenové tlaky, růst náhrady za odpracovanou hodinu by měl v roce 2010 silně klesnout a následně se očekává, že bude jen mírný a postupný. Tento celkový slabý mzdový profil společně s očekávaným silným oživením produktivity práce bude mít za následek podstatné zpomalení růstu jednotkových mzdových nákladů v roce 2010, po němž nastane omezené oživení. Ziskové marže by měly v roce 2010 výrazně posílit a následně růst stabilním tempem. Podporovat by je mělo oživení aktivity a perspektiva mírného růstu mezd.

## POROVNÁNÍ S PROJEKCEMI Z BŘEZNA 2010

Pokud jde o růst reálného HDP, v porovnání s rozpětím zveřejněným v Měsíčním bulletinu z března 2010 bylo rozpětí projekcí pro rok 2010 upraveno směrem nahoru a odráží tak silnější poptávku v krátkodobém horizontu, než se dříve očekávalo. Zároveň bylo rozpětí pro rok 2011 upraveno směrem dolů a odráží tak především revizi směrem dolů u výhledu domácí poptávky.

U inflace měřené HICP je rozpětí projekcí pro rok 2010 blízko horní hranice rozpětí zveřejněného v březnu, zatímco rozpětí pro rok 2011 leží v porovnání s předchozími projekcemi o něco výše. Tato úprava směrem nahoru souvisí především s vlivy silnějších předpokladů u cen komodit v eurech.

Tabulka 2 Porovnání s projekcemi z března 2010

(průměrné procentní změny za rok)

	2010	2011
Reálný HDP – březen 2010	0,4 – 1,2	0,5 – 2,5
Reálný HDP – červen 2010	0,7 – 1,3	0,2 – 2,2
HICP – březen 2010	0,8 – 1,6	0,9 – 2,1
HICP – červen 2010	1,4 – 1,6	1,0 – 2,2

### Box 2

#### PROGNÓZY DALŠÍCH INSTITUCÍ

Pro eurozónu je k dispozici řada prognóz od různých mezinárodních organizací i institucí 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 roční růst reálného HDP v eurozóně se bude v roce 2010 pohybovat mezi 0,9 a 1,2 % a mezi 1,5 a 1,8 % v roce 2011. Všechny dostupné prognózy růstu tedy spadají do rozpětí obsažených v projekcích odborníků Eurosystemu.

Pokud jde o míru inflace, podle dostupných prognóz od ostatních institucí by se průměrná meziroční inflace měřená HICP měla pohybovat v roce 2010 na úrovni mezi 1,1 a 1,5 % a v roce 2011 mezi 1,0 a 1,7 %. Tyto prognózy inflace rovněž spadají do rozpětí obsažených v projekcích odborníků Eurosystemu.

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

(průměrné procentní změny za rok )

	Datum zveřejnění	Růst HDP		Inflace měřená HICP	
		2010	2011	2010	2011
MMF	duben 2010	1,0	1,5	1,1	1,3
Survey of Professional Forecasters	duben 2010	1,1	1,5	1,4	1,5
Evropská komise	květen 2010	0,9	1,5	1,5	1,7
Consensus Economics Forecasts	květen 2010	1,1	1,5	1,3	1,4
OECD	květen 2010	1,2	1,8	1,4	1,0
Projekce odborníků Eurosystemu	červen 2010	0,7 – 1,3	0,2 – 2,2	1,4 – 1,6	1,0 – 2,2

Zdroj: European Commission Economic Forecasts, Spring 2010, IMF World Economic Outlook, April 2010, OECD Economic Outlook, May 2010, Consensus Economics Forecasts a the ECB's Survey of Professional Forecasters.

Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu a prognózy OECD uvádějí roční tempa růstu očištěná o vliv počtu pracovních dní, zatímco Evropská komise a MMF pracují s ročními tempy růstu, která od vlivu počtu pracovních dní očištěná nejsou. U ostatních prognóz se neuvádí, která z těchto metodik byla při vykazování údajů použita.

© Evropská centrální banka, 2010

Adresa: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Německo  
 Poštovní adresa: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Germany  
 Telefon: +49 69 1344 0  
 Fax: +49 69 1344 6000  
 Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Všechna práva vyhrazena.

Zhotovení kopií pro vzdělávací a nekomerční účely je povoleno s uvedením zdroje.