



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSYSTÉMU

Na základě údajů dostupných k 23. listopadu 2012 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny.<sup>1</sup> Po mírném poklesu hospodářské aktivity ve třetím čtvrtletí 2012 by měl reálný HDP v krátkodobém horizontu dále o něco klesnout. Tento krátkodobý výhled odráží slabou vnější poptávku i kombinovaný nepříznivý dopad na domácí poptávku vyvolaný slabou náladou v souvislosti s napětím na finančních trzích eurozóny, fiskální konsolidací, vysokými cenami komodit a se snižováním zadluženosti v soukromém sektoru. Pokud nedojde k dalšímu zintenzivnění napětí na finančních trzích, měl by reálný HDP během roku 2013 mírně oživit. Podporovat by jej měl příznivý vliv oživení vnější poptávky a zlepšení cenové konkurenceschopnosti na vývoz, kladný vliv akomodativní orientace měnové politiky na soukromou domácí poptávku a pozitivní dopad poklesu inflace na disponibilní důchod, a to především díky nižším cenám potravin a komodit. Podle těchto projekcí by měl průměrný roční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2012 tempa na úrovni mezi -0,6 a -0,4 %, v roce 2013 mezi -0,9 a 0,3 % a v roce 2014 mezi 0,2 % a 2,2 %.

Inflace měřená HICP v eurozóně by měla ve sledovaném období klesat. Průměrná míra celkové inflace měřené HICP by se měla v roce 2012 pohybovat na úrovni kolem 2,5 %, v roce 2013 mezi 1,1 a 2,1 % a v roce 2014 mezi 0,6 a 2,2 %. Očekává se, že tento pokles bude tažen zpomalením růstu cen ve složce energií a potravin v kontextu klesajících cen komodit. Inflace měřená HICP s vyloučením potravin a energií by měla v horizontu projekcí zůstat celkově stabilní.

### 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 uzavěrku údajů 15. listopadu 2012. 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 0,6 %, v roce 2013 na 0,2 % a v roce 2014 na 0,3 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 3,8 % v roce 2012, 3,6 % v roce 2013 a 4,0 % v roce 2014. 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 dosáhnou v roce 2013 svého dna a následně budou postupně růst. Podmínky pro poskytování úvěrů by v roce 2012 i v roce 2013 měly mít nepříznivý vliv na hospodářskou aktivitu v eurozóně a v roce 2014 by měly být relativně neutrální. Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzavěrky se očekává, že průměrná cena barelu ropy Brent dosáhne v roce 2012 úrovně 111,7 USD, v roce 2013 úrovně 105,0 USD a v roce 2014 pak 100,5 USD. Ceny neenergetických komodit v amerických dolarech by měly v roce 2012 poklesnout o 7,5 %, v roce 2013 o 1,5 % a v roce 2014 by měly vzrůst o 3,3 %.<sup>1</sup>

<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 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.

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 po celé období projekcí pohybovat na úrovni 1,28. Předpokládá se, že efektivní směnný kurz eura v roce 2012 oslabí o 5,5 % a v roce 2013 o 0,9 %.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 23. listopadu 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 období projekcí. U ostatních neenergetických zemědělských komodit se předpokládá, že ceny budou do čtvrtého čtvrtletí 2013 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

## MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

Očekává se, že růst reálného HDP ve světě (mimo eurozónu) postupně oživí z letošní hodnoty 3,7 % na 3,8 % v roce 2013 a 4,5 % v roce 2014. Po poklesu dynamiky růstu ve druhém čtvrtletí 2012 ukazují poslední údaje o HDP v některých regionech na mírné oživení celosvětové hospodářské aktivity koncem roku 2012. Ve střednědobém horizontu by tempo růstu světové ekonomiky mělo být v rozvinutých ekonomikách tlumeno omezenými strukturálními změnami v různých sektorech a potřebou v těchto ekonomikách dále korigovat rozvahy ve veřejném i soukromém sektoru. I přes dosažený pokrok v některých oblastech, zejména na trhu s bydlením v USA, zůstává míra zadlužení na zvýšené úrovni v řadě hlavních rozvinutých ekonomik. Na rozvíjejících se trzích se v důsledku slabší vnější poptávky a dopadu dřívějšího ztuhnutí politik tempo růstu zmírnilo. Uvolnění měnové politiky v posledních měsících spolu s fiskálními stimulačními opatřeními v některých zemích a lepšími finančními podmínkami by mělo v rozvíjejících se ekonomikách podpořit postupné oživení růstu. Očekává se, že světový obchod bude v krátkodobém horizontu slabý a že během příštího roku bude postupně oživovat. Z hlediska meziročního tempa růstu by vnější poptávka eurozóny měla v roce 2012 vzrůst o 3,4 %, v roce 2013 o 3,7 % a v roce 2014 pak o 6,8 %.

## PROJEKCE RŮSTU REÁLNÉHO HDP

Reálný HDP v eurozóně, který se ve druhém čtvrtletí 2012 snížil o 0,2 % a v prvním čtvrtletí stagnoval, poklesl během třetího čtvrtletí o 0,1 %. Domácí poptávka během prvních třech čtvrtletí 2012 klesala. Soukromá spotřeba byla utlumená a odrážela slabý reálný disponibilní důchod. Navíc se zdá, že křehká spotřebitelská nálada v kontextu napětí na finančních trzích eurozóny a rostoucí nezaměstnanosti zabránila výraznějšímu vyrovnání spotřeby v čase. Nízké a klesající využití výrobních kapacit, zhoršující se perspektiva poptávky, zvýšená nejistota a nepříznivé podmínky pro poskytování úvěrů v některých zemích utlumily investice podniků. K růstu přispíval během prvních třech čtvrtletí 2012 čistý vývoz, i když z velké části v důsledku slabého růstu dovozu. V důsledku pokračujícího nepříznivého dopadu těchto faktorů by měl reálný HDP v blízké budoucnosti dále klesat.

V dalším období se očekává, že pokud napětí na finančních trzích dále nezesílí, reálný HDP eurozóny se bude během prvního pololetí příštího roku stabilizovat a následně bude postupně oživovat. V roce 2013 je pravděpodobné, že postupné posilování růstu vývozu podporované vývojem vnější poptávky a zvýšenou konkurencí bude kladně přispívat k růstu reálného HDP, neboť dovoz zůstane v kontextu slabé celkové poptávky utlumený. Dále se očekává, že oživení bude podporováno příznivým dopadem akomodativní orientace měnové politiky na domácí soukromou poptávku a kladným vlivem poklesu inflace na reálný disponibilní důchod v důsledku nižších cen potravin a komodit. Nepříznivý dopad na domácí poptávku v důsledku zvýšené nejistoty, fiskální konsolidace a přetrvávající potřeby snižovat zadluženost v některých zemích by však měl během období projekcí slábnout jen pozvolna. Celkově by mělo předpokládané oživení zůstat podle historických měřítek utlumené. Reálný HDP eurozóny by měl v meziročním průměrném vyjádření v roce 2012 růst na úrovni mezi -0,6 a -0,4 %, v roce 2013 mezi -0,9 a 0,3 % a v roce 2014 mezi 0,2 a 2,2 %.

Bližší pohled ukazuje, že by růst vývozu mimo eurozónu měl být během druhé poloviny roku 2012 slabý a následně získat na dynamice a odrážet tak postupné posilování vnější poptávky eurozóny. Po nedávném oživení by měl podíl zemí eurozóny na exportních trzích v roce 2013 a 2014 mírně klesnout a obnovit tak svůj dlouhodobý sestupný trend. Vývoz mezi zeměmi eurozóny by měl růst mnohem pomaleji než vývoz z eurozóny, a to v důsledku poměrně slabé domácí poptávky v eurozóně.

Očekává se, že v eurozóně bude objem soukromých investic do jiných aktiv než rezidenčních nemovitostí v blízké budoucnosti výrazně klesat v důsledku zvýšené nejistoty, slabé podnikatelské nálady, nízkého využití výrobních kapacit, slabé perspektivy poptávky i nepříznivých podmínek pro poskytování úvěrů v některých zemích. Oživit by měl později v průběhu sledovaného období a podporovat by jej měla posilující domácí i zahraniční poptávka, velmi nízké úrokové sazby a zlepšující se ziskové marže. Probíhající restrukturalizace rozvah, nejistota spojená s napětím na finančních trzích eurozóny a nepříznivé finanční podmínky v některých zemích eurozóny však pravděpodobně budou v horizontu projekcí nadále tlumit oživení podnikových investic. Investice do rezidenčních nemovitostí by měly po celé období klesat v důsledku slabého růstu disponibilního důchodu, křehké spotřebitelské nálady a možná i v důsledku dalších změn na trzích s bydlením v některých zemích. Tyto nepříznivé dopady by měly více než kompenzovat relativní atraktivitu 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 souborů opatření fiskální konsolidace vyhlášených v několika zemích eurozóny měly až do konce roku 2014 klesat.

**Tabulka 1 Makroekonomické projekce pro eurozónu**

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

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
HICP <sup>2)</sup>	2,7	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2
Reálný HDP	1,5	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2
Soukromá spotřeba	0,1	-1,2 – -1,0	-1,1 – -0,1	-0,4 – 1,4
Vládní spotřeba	-0,2	-0,6 – 0,2	-1,2 – 0,0	-0,4 – 1,2
Hrubá tvorba fixního kapitálu	1,6	-4,2 – -3,4	-4,2 – -1,0	-1,0 – 3,6
Vývoz (zboží a služby)	6,5	2,1 – 3,7	-0,4 – 5,0	2,0 – 8,6
Dovoz (zboží a služby)	4,3	-1,1 – 0,3	-1,7 – 3,7	1,7 – 7,7

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

2) Vykázané nulové rozpětí za rok 2012 je důsledkem zaokrouhlení.

Soukromá spotřeba by v blízkém horizontu měla dále klesat. To odráží prudký pokles reálného disponibilního důchodu, který je jen částečně kompenzován přechodným výrazným poklesem míry úspor v souvislosti s tím, jak se domácnosti snaží vyrovnávat spotřebu. Slabý reálný disponibilní důchod odráží prudký pokles zaměstnanosti, růst spotřebitelských cen nad rámec růstu nominální náhrady na zaměstnance, opatření fiskální konsolidace v některých zemích eurozóny a nízké nepracovní příjmy. Soukromá spotřeba by se měla během roku 2013 stabilizovat a odrážet tak mírné oživení reálného disponibilního důchodu, neboť nepříznivé dopady fiskální konsolidace a snižování zaměstnanosti by měly postupně odeznívat. Reálný důchod by mělo podporovat také oslabení tlaků na ceny komodit. Soukromá spotřeba v roce 2014 mírně posílí v důsledku oživení pracovních příjmů díky zlepšení podmínek na trzích práce. Postupný růst míry úspor očekávaný od počátku roku 2013, který bude odrážet nepříznivou situaci na trzích práce a odeznění dřívějšího vyrovnávání spotřeby domácností, by však měl oživení soukromé spotřeby tlumit. Vládní spotřeba by měla v letech 2012 a 2013 klesat v důsledku konsolidačního úsilí a v roce 2014 by měla mírně posílit.

Očekává se, že dovoz zboží ze zemí mimo eurozónu ve druhé polovině letošního roku oslabí a během roku 2013 opět získá více na dynamice, i když jej bude stále omezovat slabá celková poptávka. V důsledku silnějšího růstu vývozu doprovázeného slabým dovozem by po celé období projekcí měl čistý vývoz kladně přispívat k růstu HDP.

Předpokládá se, že slabá aktivita během posledních několika let 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 výhledu růstu reálného HDP by se záporná mezeira výstupu měla v letech 2012 a 2013 rozšiřovat a v roce 2014 mírně zúžit.

## PROJEKCE CEN A NÁKLADŮ

Celková inflace měřená HICP by měla klesnout z průměrné hodnoty zhruba 2,5 % v roce 2012 na úroveň mezi 1,1 a 2,1 % v roce 2013 a mezi 0,6 a 2,2 % v roce 2014. Pokles inflace v roce 2013 odráží především očekávaný silný pokles tempa růstu cen energií a v menší míře i potravin. Tento pokles tempa růstu cen energií lze připsat hlavně očekávanému odeznívání dopadu dřívějšího růstu cen ropy a předpokládanému postupnému poklesu cen ropy během období projekcí. Obdobně odráží pokles tempa růstu cen potravin předpoklad, že se ceny potravinářských komodit ve světě i v Evropě v průběhu sledovaného období mírně uvolní a zároveň odezní dopad jejich nedávného růstu. Naopak inflace měřená HICP s vyloučením potravin a energií by měla zůstat celkově stabilní. Zjevná absence cyklického chování tohoto ukazatele inflace odráží různorodý vývoj základních faktorů. Očekává se, že v letech 2012 a 2013 bude růst nepřímých daní a regulovaných cen vyvolávat tlaky na růst inflace a kompenzovat tak tlaky na její pokles vyvolané slabou domácí poptávkou. V roce 2014 by měl být dopad zvyšování daní malý, což zčásti odráží skutečnost, že pro uvedený rok je v současnosti k dispozici jen málo údajů, přičemž postupné uzavírání mezery výstupu v důsledku oživení aktivity by mělo růst cen v menší míře omezovat.

Vnější cenové tlaky v posledních měsících mírně zesílily, a to v kontextu vyšších cen ropy a potravinářských komodit. Vzhledem k předpokládanému poklesu cen komodit v horizontu projekcí by mělo průměrné meziroční tempo růstu deflátoru dovozu v roce 2013 a znovu v roce 2014 výrazně klesnout. Pokud jde o domácí cenové tlaky, meziroční tempo růstu náhrad na zaměstnance by mělo zůstat v letech 2013 a 2014 celkově stabilní. Tempo růstu jednotkových mzdových nákladů by mělo letos oživit a v roce 2013 zůstat na vysoké úrovni, neboť mzdy porostou více než produktivita, zatímco v roce 2014 by mělo v důsledku cyklického růstu produktivity klesnout. Ziskové marže by měly v roce 2012 a znovu v roce 2013 klesat a tlumit tak v prostředí slabé poptávky výraznější růst jednotkových mzdových nákladů. V následujícím období by klesající jednotkové mzdové náklady a zlepšující se hospodářské podmínky měly podporovat oživení ziskových marží.

## POROVNÁNÍ S PROJEKCEMI ZE ZÁŘÍ 2012

V porovnání s makroekonomickými projekcemi pracovníků ECB zveřejněnými v letošním zářijovém vydání Měsíčního bulletinu byla horní hranice rozpětí předpokládaného růstu reálného HDP pro rok 2012 upravena směrem dolů, aby odrážela slabší krátkodobý výhled. Projekce rozpětí růstu reálného HDP pro rok 2013 se rovněž posunula směrem dolů a odráží tak dopad dalších snah o fiskální konsolidaci v některých zemích eurozóny na domácí poptávku a nepříznivý dopad nižší zahraniční poptávky na růst vývozu. Projekce navíc vyjadřuje negativnější hodnocení dopadu zvýšené nejistoty na domácí poptávku a zejména na tvorbu fixního kapitálu v souvislosti s napětím na finančních trzích eurozóny. Pokud jde o inflaci měřenou HICP, rozpětí projekce pro rok 2012 se zužuje a pro rok 2013 obsahuje úpravu směrem dolů. To odráží dřívější posilování eura a nižší ceny ropy v amerických dolarech.

**Tabulka 2 Porovnání s projekcemi ze září 2012**

(průměrné procentní změny za rok)

	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Reálný HDP – září 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
Reálný HDP – prosinec 2012	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3
HICP – září 2012	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5
HICP – prosinec 2012	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1

**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 0,4 % až 0,5 %, což odpovídá rozpětí v projekcích odborníků Eurosystemu. V roce 2013 by měl růst reálného HDP dosáhnout úrovně mezi -0,1 a +0,3 %, což odpovídá horní polovině rozpětí v projekcích odborníků Eurosystemu. V roce 2014 by měl růst reálného HDP dosáhnout úrovně mezi 1,2 a 1,4 %, což odpovídá rozpětí v projekcích odborníků Eurosystemu.

Pokud jde o inflaci, prognózy od dalších institucí ukazují na průměrnou roční inflaci měřenou HICP v roce 2012 na úrovni mezi 2,3 a 2,5 %, což je mírně pod intervalem projekcí odborníků Eurosystemu. V letech 2013 a 2014 by měla inflace měřená HICP dosáhnout průměrné úrovně mezi 1,6 a 1,9 % a mezi 1,2 a 1,9 %, což pro oba roky odpovídá rozpětím uvedeným v projekcích sestavených odborníky Eurosystemu.

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

(průměrné procentní změny za rok)

	<b>Datum zveřejnění</b>	<b>Růst HDP</b>			<b>Inflace měřená HICP</b>		
		<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
MMF	říjen 2012	-0,4	0,2	1,2	2,3	1,6	1,4
Survey of Professional Forecasters	listopad 2012	-0,5	0,3	1,3	2,5	1,9	1,9
Consensus Economics Forecasts	listopad 2012	-0,5	0,0	1,2	2,5	1,9	1,7
Euro Zone Barometer	listopad 2012	-0,5	0,1	1,3	2,5	1,9	1,9
OECD	listopad 2012	-0,4	-0,1	1,3	2,4	1,6	1,2
Evropská komise Projekce odborníků Eurosystemu	listopad 2012	-0,4	0,1	1,4	2,5	1,8	1,6
	prosinec 2012	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2

Zdroje: European Commission Economic Forecasts, Autumn 2012; IMF World Economic Outlook, October 2012; OECD Economic Outlook, November 2012; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a ECB's Survey of Professional Forecasters.

Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Euro systému 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 za rok 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.