



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTEM

Box

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ PRACOVNÍKY ECB

Na základě informací dostupných k 23. srpnu 2013 sestavili pracovníci ECB projekce makroekonomického vývoje eurozóny.¹ Podle těchto projekcí by měl reálný HDP v roce 2013 klesnout o 0,4 % a v roce 2014 vzrůst o 1,0 %. Inflace měřená HICP by v roce 2013 měla dosáhnout průměrné hodnoty 1,5 % a v roce 2014 1,3 %.

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. srpna 2013.

Předpoklad ohledně krátkodobých úrokových sazeb má čistě technický charakter. Krátkodobé sazby se měří tříměsíční sazbou EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Podle této metodiky vychází průměrná úroveň těchto krátkodobých úrokových sazeb v roce 2013 na 0,2 % a v roce 2014 na 0,5 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 3,0 % v roce 2013 a 3,5 % v roce 2014. S ohledem na vývoj forwardových tržních úrokových sazeb a postupné promítání změn tržních sazeb do sazeb z úvěrů se očekává, že kompozitní sazby z bankovních úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru v eurozóně dosáhnou ve druhé polovině roku 2013 svého dna a následně budou postupně růst. Podmínky pro poskytování úvěrů by v roce 2013 měly mít na hospodářský růst v eurozóně nepříznivý vliv a v roce 2014 by měly být více neutrální.

Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzávěrky se předpokládá, že průměrná cena barelu ropy Brent dosáhne v roce 2013 úrovně 107,8 USD a v roce 2014 úrovně 102,8 USD. Ceny neenergetických komodit v amerických dolarech² by podle předpokladů měly v roce 2013 klesnout o 5,4 % a v roce 2014 o 0,1 %.

Očekává se, že dvojstranné směnné kurzy eura zůstanou v horizontu projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky. To by znamenalo, že oproti úrovni 1,29 USD za 1 EUR v roce 2012 vzroste kurz eura k americkému dolaru v roce 2013 na hodnotu 1,32 USD za 1 EUR a v roce 2014 na hodnotu 1,33 USD za 1 EUR. Předpokládá se, že průměrný roční efektivní směnný kurz eura v roce 2013 vzroste o 3,6 % a v roce 2014 o 0,7 %.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 23. srpnu 2013. 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 Makroekonomické projekce pracovníků ECB doplňují projekce odborníků Eurosystemu, které sestavují dvakrát za rok společně odborníci 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. Rozpětí projekcí 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.

² Předpoklady o cenách ropy a potravin vycházejí z cen futures do konce období projekcí. U ostatních komodit se předpokládá, že ceny budou sledovat ceny futures do druhého čtvrtletí 2014 a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

Projekce pro mezinárodní prostředí

Očekává se, že růst reálného HDP ve světě (mimo eurozónu) v horizontu projekcí postupně oživí z hodnoty 3,4 % v roce 2013 na 4,0 % v roce 2014. Obecně v souladu s projekcemi zveřejněnými v Měsíčním bulletinu v červnu 2013 došlo ve vyspělých ekonomikách v první polovině roku 2013 k určitému posílení tempa růstu. Naopak tempo růstu rozvíjejících se ekonomik se poněkud zmírnilo kvůli slabší domácí poptávce a utlumení vývozu způsobenému nižšími cenami komodit (které ovlivňují vývozce komodit) a slabou zahraniční poptávkou. V krátkodobém horizontu naznačují ukazatele důvěry pokračování mírné hospodářské aktivity ve světě. Krátkodobou perspektivu hospodářského růstu především v některých rozvíjejících se ekonomikách rovněž nepříznivě ovlivní jisté zpřísnění podmínek financování, ke kterému došlo od posledního sestavení projekcí částečně v souvislosti se změnou tržního hodnocení rozsahu stimulačních měnových opatření v USA v budoucnosti. Očekává se, že tempo globálního oživení bude i nadále pozvolné. Na růst vyspělých ekonomik bude mít dopad pokračující, avšak dosud neúplná restrukturalizace soukromého sektoru a fiskální konsolidace. Oživení na některých hlavních rozvíjejících se trzích, jako je např. Čína, bude rovněž nevýrazné, protože hospodářskou aktivitu omezují strukturální faktory. Vzhledem k tomu, že poptávka ze strany hlavních obchodních partnerů eurozóny roste pomaleji než ve zbytku světa, je zahraniční poptávka eurozóny poněkud slabší; v roce 2013 by měla zahraniční poptávka narůst o 2,9 % a v roce 2014 by mělo dojít ke zrychlení tempa růstu na 5 %.

Projekce růstu reálného HDP

Po šesti po sobě jdoucích čtvrtletích, kdy reálný HDP klesal, byl ve druhém čtvrtletí roku 2013 zaznamenán nárůst reálného HDP o 0,3 %. K růstu reálného HDP ve druhém čtvrtletí kladně přispěla domácí poptávka a čistý vývoz, zatímco změny stavu zásob představovaly mírně záporný příspěvek. Relativně silný nárůst hospodářské aktivity ve druhém čtvrtletí lze do určité míry vysvětlit přechodnými vlivy souvisejícími zejména s počasím.

Předpokládá se, že po odeznění těchto přechodných vlivů bude růst reálného HDP ve třetím čtvrtletí roku 2013 nižší, ovšem zůstane nadále kladný. Pomineme-li dopad těchto přechodných vlivů, bude hospodářskou aktivitu v celém horizontu projekcí podporovat příznivý vliv postupného posilování zahraniční poptávky na vývoz. Domácí poptávka bude v krátkodobém horizontu těžit z poklesu tempa růstu cen komodit, který by měl podpořit reálné příjmy. Dále se očekává, že domácí poptávku posílí také akomodační přístup měnové politiky, ještě podpořený signalizací budoucí měnové politiky přicházející od Rady guvernérů ECB, a nárůst důvěry v podmínkách snižující se nejistoty. V delší perspektivě by měla domácí poptávka rovněž profitovat z méně restriktivního zaměření fiskální politiky a slábnoucích omezení v poskytování úvěrů. Nepříznivý dopad, který má na domácí poptávku omezený vývoj na trhu práce a přetrvávající potřeba snižovat zadluženost v některých zemích, by však měl v horizontu projekcí slábnout jen pozvolna. Celkově se očekává, že oživení zůstane podle historických měřítek utlumené a mezera výstupu tak zůstane v záporných hodnotách. V meziročním průměrném vyjádření se očekává v roce 2013 pokles reálného HDP o 0,4 %, převážně v důsledku negativního přenosového efektu, v roce 2014 by měl následovat nárůst o 1 %. Za tímto vývojem hospodářského růstu stojí stabilně rostoucí příspěvek domácí poptávky spolu s kladným, i když klesajícím příspěvkem čistého vývozu.

Bližší pohled na složky poptávky ukazuje, že by vývoz mimo eurozónu měl být po zbytek roku 2013 mírný a v roce 2014 získat na dynamice především díky poměrně vytrvalému posilování vnější poptávky eurozóny. Očekává se, že podnikové investice budou v období od konce roku 2013 nabírat na intenzitě. Růstu podnikových investic napomůže očekávané postupné posilování domácí i zahraniční poptávky, velmi nízká úroveň úrokových sazeb, potřeba postupně obnovit kapitál po několika letech utlumených investic, méně nepříznivý vliv nabídky úvěrů a posílení ziskových marží v souvislosti s oživováním hospodářské aktivity. Kombinovaný nepříznivý dopad nízké míry využívání kapacit, potřeby dále

restrukturizovat rozvahy a nepříznivých podmínek financování v některých zemích eurozóny a některých sektorech však bude omezovat jen postupně. Investice do rezidenčních nemovitostí by měly v letošním a příštím roce zůstat utlumené, a to především v důsledku potřeby další konsolidace na trzích s bydlením v některých zemích, slabého růstu disponibilního důchodu a očekávání dalšího poklesu cen rezidenčních nemovitostí. Nepříznivý dopad těchto faktorů by měl více než kompenzovat vliv relativní atraktivity investic do rezidenčních nemovitostí v některých dalších zemích, v nichž jsou tyto investice podporovány historicky nízkými úroky z hypotečních úvěrů a rostoucími cenami rezidenčních nemovitostí. Investice vládního sektoru by v důsledku očekávaných opatření fiskální konsolidace v několika zemích eurozóny měly po celý horizont projekcí zůstat slabé.

Očekává se, že soukromá spotřeba bude po zbytek roku mírná, a to v kontextu stagnujícího současného trendu růstu reálného disponibilního důchodu a celkově nezměněné míry úspor. Soukromá spotřeba by měla v roce 2014 získat mírně na dynamice. Podporovat by ji mělo oslabení nepříznivého dopadu fiskální konsolidace a oživení pracovních příjmů v souvislosti se zlepšováním podmínek na trhu práce, a to i přes slabší růst míry úspor. Očekává se, že v horizontu projekcí podíl domácností, které by měly zvýšit svůj podíl úspor v kontextu rostoucího disponibilního důchodu a potřeby snížit zadluženost, bude více než kompenzovat podíl domácností, které svou míru úspor v prostředí klesajícího disponibilního důchodu a nízkého výnosu z úspor nadále snižují. Vládní spotřeba by měla v roce 2013 celkově stagnovat v důsledku konsolidačního úsilí a v roce 2014 by měla mírně posílit.

Dovoz ze zemí mimo eurozónu by měl v horizontu projekcí oživit, i když jej bude nadále tlumit stále slabá celková poptávka. Přebytek běžného účtu by měl v letech 2013 a 2014 vzrůst.

Tabulka A Makroekonomické projekce pro eurozónu

(průměrné procentní změny za rok)^{1), 2)}

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

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

2) V projekcích pro rok 2014 se uvádí Lotyšsko jako součást eurozóny. Výpočet průměrné procentní změny za rok 2014 vychází ze složení eurozóny v roce 2013, které již Lotyšsko zahrnuje.

Projekce cen a nákladů

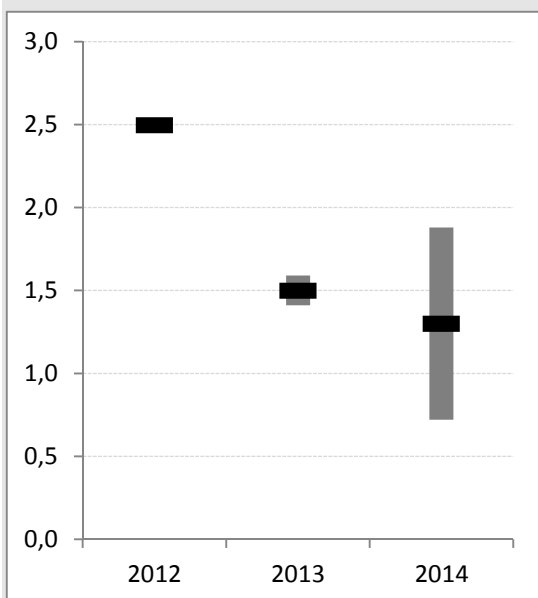
Celková inflace měřená HICP, která podle předběžného odhadu Eurostatu činila v letošním srpnu 1,3 %, by podle projekcí měla dosáhnout v roce 2013 průměrné úrovně 1,5 % a v roce 2014 pak 1,3 %. Inflace měřená HICP se v první polovině roku 2013 výrazně snížila v důsledku silného poklesu tempa růstu cen

energií oproti jeho zvýšené úrovni v roce 2012. Pokles tempa cen energií pak odrážel pokles cen ropy a apreciaci eura během loňského roku i vlivy srovnávací základny v souvislosti s odezněním dopadu dřívějšího růstu cen ropy. Pokud jde o další vývoj, ceny energií by měly v horizontu projekcí mírně klesat a odrážet tak předpokládaný vývoj cen ropy. V horizontu projekcí by podíl složky energií na celkové inflaci měřené HICP měl být zanedbatelný a tedy výrazně nižší, než je jeho historický průměr, což do určité míry vysvětluje mírný profil celkové inflace. I přes neobvyklé nárůsty cen nezpracovaných potravin zůstal růst cen potravin během první poloviny roku 2013 celkově beze změn. Pokud jde o další vývoj, tempo růstu cen potravin by mělo mírně zpomalit díky vlivům srovnávací základny a očekávanému počátečnímu poklesu mezinárodních i evropských cen potravinářských surovin. Inflace měřená HICP s vyloučením potravin a energií v první polovině roku 2013 zmírnila a odrážela tak slabý vývoj hospodářské aktivity. Očekává se, že v roce 2014 mírně vzroste a bude odrážet mírné oživení hospodářské aktivity a rostoucí vnější cenové tlaky.

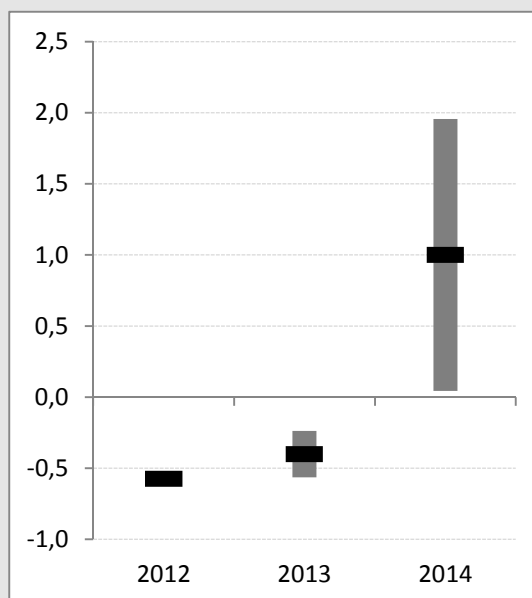
Makroekonomické projekce

(průměrné procentní změny za rok)

a) HICP v eurozóně



b) Reálný HDP v eurozóně¹⁾



1) Projekce reálného HDP ukazují údaje očištěné o vliv počtu pracovních dní.

Podrobnější pohled ukazuje, že se vnější cenové tlaky během první poloviny roku 2013 uvolnily díky efektivní apreciaci eura a poklesu cen ropných a neropných komodit, což vedlo k poklesu dovozního deflátoru. Dovozní deflátor by však během roku 2014 měl postupně růst v souvislosti s odezníváním vlivu dřívější apreciacie eura spolu s očekávaným růstem cen neenergetických komodit a posílením dynamiky poptávky po dovozu. Pokud jde o domácí cenové tlaky, meziroční tempo růstu náhrady na zaměstnance by mělo v roce 2013 i v roce 2014 zůstat utlumené v důsledku slabé situace na trhu práce. Vzhledem k letošnímu očekávanému prudkému poklesu růstu spotřebitelských cen by tempo růstu reálné náhrady na zaměstnance po poklesu v letech 2011 a 2012 mělo v roce 2013 posílit a v horizontu projekcí nadále mírně oživovat. Meziroční tempo růstu reálné náhrady na zaměstnance by v roce 2014 mělo zůstat výrazně pod tempem růstu produktivity a odrážet tak slabý trh práce. Tempo růstu jednotkových mzdových nákladů by podle projekcí mělo v letech 2013 a 2014 zpomalovat, neboť cyklické zvýšení růstu produktivity více než kompenzuje malé oživení tempa růstu náhrady na zaměstnance. Po silném

poklesu v roce 2012 by ukazatel ziskových marží (vypočtený jako poměr deflátoru HDP v základních cenách k jednotkovým mzdovým nákladům) měl v roce 2013 stagnovat a odrážet tak slabou domácí aktivitu. V následujícím období by nižší tempo růstu jednotkových mzdových nákladů a postupně se zlepšující hospodářské podmínky měly podporovat oživení ziskových marží. Růst regulovaných cen a nepřímých daní, který je součástí plánů fiskální konsolidace, by se v letech 2013 a 2014 měl výrazně podílet na inflaci měřené HICP, i když o něco méně než v roce 2012.

Porovnání s projekcemi odborníků Eurosystemu z června 2013

V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu, které byly zveřejněny v Měsíčním bulletinu v červnu 2013, byla projekce růstu reálného HDP pro rok 2013 upravena o 0,2 procentního bodu směrem nahoru, což odráží především aktuální údaje. Projekce pro rok 2014 byla upravena o 0,1 procentního bodu směrem dolů a odráží tak dopad slabší zahraniční poptávky, silnější efektivní směnný kurz eura a vyšší úrokové sazby. Projekce celkové inflace měřené HICP byla pro rok 2013 upravena o 0,1 procentního bodu směrem nahoru a odráží tak vyšší než očekávané ceny potravin a předpoklady vyšších cen ropy. Projekce inflace pro rok 2014 zůstává beze změny.

Tabulka B Porovnání s projekcemi z června 2013

(průměrné procentní změny za rok)

	2013	2014
Reálný HDP – červen 2013	-0,6 [-1,0 – -0,2]	1,1 [0,0 – 2,2]
Reálný HDP – září 2013	-0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]
HICP – červen 2013	1,4 [1,3 – 1,5]	1,3 [0,7 – 1,9]
HICP – září 2013	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]

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 zcela 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 dní.

Rozpětí prognóz růstu reálného HDP v eurozóně pro roky 2013 a 2014, které jsou v současnosti k dispozici od dalších organizací a institucí, sou v rozpětí nejistoty projekcí pracovníků ECB a blíží se středu jejich intervalů. Pokud jde o inflaci, rozpětí prognóz inflace HICP pro rok 2013 vypracované dalšími organizacemi a institucemi je mírně vyšší než rozpětí nejistoty v projekcích pracovníků ECB a také vyšší než střed jejich intervalu. Pro rok 2014 je rozpětí prognóz inflace HICP vypracované dalšími organizacemi a institucemi uvnitř intervalu projekcí pracovníků ECB a blízko středu jejich intervalu.

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

(průměrné procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP		Inflace měřená HICP	
		2013	2014	2013	2014
OECD	květen 2013	-0,6	1,1	1,5	1,2
Evropská komise	květen 2013	-0,4	1,2	1,6	1,5
MMF	červenec 2013	-0,6	0,9	1,7	1,5
Survey of Professional Forecasters	srpen 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Consensus Economics Forecasts	srpen 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Euro Zone Barometer	srpen 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Projekce pracovníků ECB	září 2013	-0,4	1,0	1,5	1,3
		[-0,6 – -0,2] [0,0 – 2,0]		[1,4 – 1,6] [0,7 – 1,9]	

Zdroje: European Commission Economic Forecast, Spring 2013; IMF World Economic Outlook Update, July 2013 v případě růstu reálného HDP a World Economic Outlook, April 2013 v případě inflace; OECD Economic Outlook, May 2013; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a Survey of Professional Forecasters ECB.

Poznámky: Jak makroekonomické projekce pracovníků ECB, tak 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, 2013

Adresa: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt nad Mohanem, Německo
 Poštovní adresa: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Germany
 Tel.: +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 pouze s uvedením zdroje.