



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSYSTÉMU

Na základě údajů dostupných k 20. listopadu 2009 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny.<sup>1</sup> V souladu s perspektivou pomalého hospodářského oživení ve světě by měl průměrný roční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2009 tempa v rozmezí -4,1 až -3,9 %, v roce 2010 by měl vzrůst na úroveň mezi 0,1 a 1,5 % a v roce 2011 mezi 0,2 a 2,2 %. Míra inflace by měla ve sledovaném období zůstat mírná a tlumit by ji měla mezera výstupu v eurozóně. Průměrné tempo růstu celkové inflace měřené HICP by se v roce 2009 mělo pohybovat kolem 0,3 %, v roce 2010 by mělo vzrůst na úroveň mezi 0,9 a 1,7 % a v roce 2011 by mělo dosáhnout úrovně mezi 0,8 a 2,0 %.

### Box A

#### 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 12. listopadu 2009.<sup>1</sup> Předpoklad ohledně krátkodobých úrokových sazeb má čistě technický charakter. 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 1,2 % v roce 2009 i v roce 2010. Následně by v roce 2011 měly vzrůst na 2,4 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně ukazují na průměrnou hodnotu 4,0 % v roce 2009 a na mírný nárůst na 4,1 % v roce 2010 a 4,6 % 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 tržních 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 62,2 USD za barel v roce 2009, 81,4 USD za barel v roce 2010 a 85,9 USD za barel v roce 2011. Očekává se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech výrazně poklesnou – v roce 2009 o 22,3 %, avšak v roce 2010 by měly vzrůst o 24,7 % a v roce 2011 by měly vykázat mírnější růst na úrovni 4,0 %.

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 by znamenalo, že kurz eura k americkému dolaru se v roce 2009 bude pohybovat na úrovni 1,39 a v roce 2010 a 2011 na úrovni 1,49 a že efektivní kurz eura v roce 2009 posílí v průměru o 0,8 % a v roce 2010 dále o 2,2 %.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny, které byly k dispozici k 20. listopadu 2009. 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.

<sup>2</sup> Viz box s názvem „Potential output estimates for the euro area“ v Měsíčním bulletinu z července 2009.

## MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

Výhled celosvětového hospodářského vývoje vykazuje známky zlepšení, přičemž obrat k oživení nastal ve druhém čtvrtletí 2009. V blízké budoucnosti by oživení mělo být nerovnoměrné, neboť je taženo především dopadem měnových a fiskálních stimulů, posílením obchodu a vývojem zásob. Ačkoli některé z faktorů mají pouze přechodný vliv, postupné zlepšování podmínek financování by mělo poskytnout trvalejší podporu předpokládanému celosvětovému oživení. Celkově by měl celosvětový hospodářský růst zůstat během sledovaného období pod úrovní dřívějších trendů, jelikož zejména vyspělé ekonomiky procházejí pomalým oživením a jsou dlouhodobě ovlivněny krizí. Reálný HDP ve světě mimo země eurozóny by měl v roce 2009 podle odhadu klesnout v průměru o 0,6 %, ale v roce 2010 by měl vzrůst o 3,5 % a v roce 2011 o 3,9 %. Růst na vývozních trzích eurozóny by měl v roce 2009 ještě výrazněji klesnout, a to na -12,2 %, a v roce 2010 a 2011 by měl oživit na 4,2 % a 4,7 %.

## PROJEKCE RŮSTU REÁLNÉHO HDP

Růst reálného HDP eurozóny se ve třetím čtvrtletí 2009 vrátil do kladných hodnot a reálný HDP poprvé od prvního čtvrtletí 2008 dosáhl růstu. Dostupné poznatky naznačují, že růst posílila řada faktorů, jako jsou soubory stimulačních opatření, cyklus vývoje zásob a zrychlení obchodu. Jakmile tyto částečně přechodné faktory počátkem roku 2010 pomínou, růst HDP by měl opět zmírnit. Po celé období projekcí do roku 2011 by hospodářskou aktivitu měl postupně podporovat vývoz a silnější domácí poptávka. Oživení ve sledovaném období podporují zpožděné vlivy opatření měnové politiky a výrazné snahy směřující k obnovení funkcí finančního systému. Růst by však měl zůstat slabší než před recesí, a to v důsledku potřeby korigovat rozvahy v řadě sektorů a dále skutečnosti, že spotřebu tlumí slabá perspektiva na trhu práce. V ročním vyjádření by se míra růstu reálného HDP po tempu růstu 0,5 % v roce 2008 měla v roce 2009 pohybovat mezi -4,1 a -3,9 %, v roce 2010 by měla oživit na úroveň mezi 0,1 a 1,5 % a v roce 2011 mezi 0,2 a 2,2 %.

V rámci domácích složek HDP se očekává, že celkové investice budou klesat až do začátku roku 2011, i když pomalejším tempem. Soukromé investice s výjimkou rezidenčních nemovitostí by měly být tlumeny nízkým využíváním kapacit, slabou poptávkou, vysokou mírou nejistoty a nízkými zisky. Investice do rezidenčních nemovitostí by měly být v některých zemích tlumeny pokračujícími korekcemi na trzích s bydlením. Na základě souborů fiskálních opatření, které oznámilo několik zemí eurozóny, by vládní investice v reálném vyjádření měly v roce 2009 a v roce 2010 silně růst a následující rok by pak měly klesnout.

Očekává se, že růst soukromé spotřeby bude utlumený. Reálné příjmy z práce by měly klesat téměř po celé projekční období, i když reálné příjmy by měly být podpořeny mírným růstem mezd, nízkou inflací a vládními transfery. Také v kontextu hospodářské nejistoty, rostoucí nezaměstnanosti a zmírňujících cen rezidenčních nemovitostí by po celé sledované období měl růst opatrnostních úspor patrný během roku 2009 odeznít pouze do určité míry.

**Tabulka 1 Makroekonomické projekce pro eurozónu**

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

	2008	2009	2010	2011
HICP	3,3	0,3 – 0,3	0,9 – 1,7	0,8 – 2,0
Reálný HDP	0,5	-4,1 – -3,9	0,1 – 1,5	0,2 – 2,2
Soukromá spotřeba	0,4	-1,2 – -1,0	-0,2 – 0,8	0,2 – 1,8
Vládní spotřeba	2,0	2,2 – 3,0	0,5 – 1,7	0,4 – 1,8
Hrubá tvorba fixního kapitálu	-0,6	-11,3 – -10,5	-3,1 – -0,1	-1,7 – 2,3
Vývoz (zboží a služby)	0,8	-14,5 – -12,5	0,6 – 5,6	0,7 – 6,5
Dovoz (zboží a služby)	0,9	-12,6 – -11,0	0,4 – 4,6	0,8 – 5,4

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

2) Vykázané hodnoty vycházejí ze složení eurozóny, které zahrnuje Slovensko již v roce 2008, s výjimkou údajů o HICP, kde je Slovensko zahrnuto až od roku 2009. Výpočet průměrné procentní změny za rok 2009 vychází ze složení eurozóny, které zahrnuje údaje za Slovensko již pro rok 2008.

Po prudkém poklesu na přelomu roku začala v polovině roku 2009 posilovat zahraniční poptávka po vývozech z eurozóny. Růst zahraniční poptávky by měl podpořit postupné oživení vývozu, i když cenová konkurenceschopnost by měla působit na jeho pokles. Během roku 2009 citelně poklesl dovoz do eurozóny, ale podle projekcí by měl v příštích dvou letech s oživením konečné spotřeby posilovat. Vzhledem k tomu, že pro rok 2009 je pokles u vývozu ještě citelnější než u dovozu, přispívá čistý vývoz výrazně k poklesu HDP v roce 2009. Od roku 2010 by měl být příspěvek čistého vývozu mírně kladný.

Počet odpracovaných hodin v eurozóně by měl klesat až do roku 2011, a odrážet tak opožděnou reakci na prudký pokles produkce zaznamenaný až do poloviny roku 2009 a očekávané oslabení hospodářské aktivity. I když odpovídající korekce probíhá zpočátku většinou prostřednictvím snížení počtu hodin na osobu, stále více se očekává, že bude působit na snížení počtu zaměstnaných. V kontextu prudkého oslabení aktivity by měla poptávku po práci tlumit také obvyklá nepružnost mezd směrem dolů. V horizontu projekcí by míra nezaměstnanosti měla vzrůst, a odrážet tak pokles zaměstnanosti.

Očekává se, že krize bude v tomto horizontu tlumit potenciální růst. Pokles potenciálního růstu odráží nevyhnutelný růst strukturální nezaměstnanosti, nižší míru participace a silný pokles investic. Tento vývoj bude působit na pokles kapitálové vybavenosti. 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 odhadovaná mezera výstupu měla po sledované období zůstat výrazně záporná.<sup>2</sup>

## PROJEKCE CEN A NÁKLADŮ

Po dosažení svého minima -0,4 % ve třetím čtvrtletí 2009 by se meziroční míra inflace měřené HICP měla ve čtvrtém čtvrtletí 2009 vrátit do kladných hodnot. Tento vývoj je důsledkem především silných vlivů srovnávací základny vyplývajících z dřívějšího poklesu cen komodit. Následně by míra inflace měla zůstat mírná a tlumit by ji měla mezera výstupu v eurozóně. Průměrná míra roční inflace by se měla pohybovat v roce 2009 kolem 0,3 % a v roce 2010 by měla vzrůst na úroveň mezi 0,9 a 1,7 % a v roce 2011 mezi 0,8 a 2,0 %. Meziroční tempo změny HICP bez započtení energií by mělo sledovat sestupný trend do roku 2010 a odrážet tak oslabení agregátní poptávky. V roce 2011 by mělo zůstat na mírné úrovni.

Pokles vnějších cenových tlaků během roku 2009 by se v blízké budoucnosti měl obrátit a odrážet tak především předpokládaný vývoj cen komodit, ale také oživení cen konkurence. Pokud jde o domácí cenové tlaky, mzdové tlaky během roku 2009 výrazně oslabily v souvislosti se zhoršením situace na

pracovním trhu a poklesem inflace. Z hlediska dalšího vývoje by měl růst mezd zůstat mírný. Roční růst jednotkových mzdových nákladů však v roce 2009 prudce zrychlil, a to především v důsledku poklesu produktivity a skutečnosti, že mzdy reagovaly na pokles hospodářské aktivity jen pomalu. Pokud jde o další vývoj, s předpokládaným oživením produktivity v souladu s cyklickým zlepšením by měly jednotkové mzdové náklady v roce 2010 klesnout a v roce 2011 oživit jen mírně. I když ziskové marže z velké míry absorbovaly prudký růst jednotkových mzdových nákladů v roce 2009, později ve sledovaném období by měly opět růst v souvislosti se snahou podniků kompenzovat část předchozího poklesu, jakmile hospodářská aktivita ožíví.

## POROVNÁNÍ S PROJEKCEMI ZE ZÁŘÍ 2009

Pokud jde o růst reálného HDP, bylo rozpětí projekcí pro rok 2009 mírně zúženo v porovnání s rozpětím uvedeným v Měsíčním bulletinu ze září 2009. Rozpětí pro rok 2010 bylo upraveno směrem nahoru. Tato úprava částečně odráží dopady předchozích úprav týkající se konce roku 2009.

U míry inflace měřené HICP je hodnota pro rok 2009 uvnitř rozpětí zveřejněného v září 2009. Rozpětí pro rok 2010 je nyní o něco vyšší.

**Tabulka 2 Porovnání s projekcemi ze září 2009**

(průměrné procentní změny za rok)

	2009	2010
Reálný HDP – září 2009	-4,4 – -3,8	-0,5 – 0,9
Reálný HDP – prosinec 2009	-4,1 – -3,9	0,1 – 1,5
HICP – září 2009	0,2 – 0,6	0,8 – 1,6
HICP – prosinec 2009	0,3 – 0,3	0,9 – 1,7

## Box B

### 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 vlivu 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 2009 poklesne o 3,8 až 4,2 %. Následně by měl být růst HDP kladný a pohybovat se mezi 0,3 a 1,2 % v roce 2010 a mezi 1,3 a 1,7 % v roce 2011. Všechny tyto prognózy celkově 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 2009 na úrovni mezi 0,2 a 0,3 %, v roce 2010 mezi 0,8 a 1,2 % a v roce 2011 mezi 0,7 a 1,6 %. Tyto prognózy inflace celkově spadají do rozpětí obsažených v projekcích odborníků Eurosystemu.

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

(průměrné procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP			Inflace měřená HICP		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011
MMF	říjen 2009	-4,2	0,3	1,3	0,3	0,8	0,8
Survey of Professional Forecasters	říjen 2009	-3,9	1,0	1,6	0,3	1,2	1,6
Evropská komise	listopad 2009	-4,0	0,7	1,5	0,3	1,1	1,5
Consensus Economics Forecasts	listopad 2009	-3,8	1,2	1,5	0,3	1,1	1,5
OECD	listopad 2009	-4,0	0,9	1,7	0,2	0,9	0,7
Projekce odborníků Euro systému	prosinec 2009	-4,1 – -3,9	0,1 – 1,5	0,2 – 2,2	0,3 – 0,3	0,9 – 1,7	0,8 – 2,0

Zdroje: European Commission Economic Forecasts, Autumn 2009; IMF World Economic Outlook, October 2009; OECD preliminary Economic Outlook, November 2009; Consensus Economics Forecasts; a ECB's Survey of Professional Forecasters.

Poznámka: Makroekonomické projekce odborníků Euro systému 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, 2009

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.