



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSYSTÉMU

Na základě údajů dostupných k 20. květnu 2008 sestavili odborníci Eurosystemu projekce makroekonomického vývoje eurozóny.<sup>1</sup> Podle těchto projekcí by měl průměrný roční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2008 tempa v rozmezí 1,5 až 2,1 % a v roce 2009 mezi 1,0 a 2,0 %. Průměrné tempo růstu celkového harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) by se v roce 2008 mělo pohybovat mezi 3,2 a 3,6 % a v roce 2009 mezi 1,8 a 3,0 %.

### Box 1

#### METODICKÉ PŘEDPOKLADY

Projekce odborníků Eurosystemu jsou založené na řadě předpokladů o úrokových sazbách, směnných kurzech, cenách ropy a opatřeních fiskální politiky.

V případě úrokových sazeb i cen komodit se vychází z tržních očekávání (datum pro uzávěrku údajů bylo 14. května 2008).<sup>2</sup> Předpoklady o krátkodobých úrokových sazbách měřených tříměsíční sazbou EURIBOR vycházejí z forwardových sazeb a odrážejí momentální stav výnosové křivky k datu uzávěrky. Tyto předpoklady ukazují na průměrnou hodnotu 4,9 % v roce 2008 a na pokles na hodnotu 4,3 % v roce 2009.<sup>3</sup> Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně ukazují na postupný nárůst z průměrné hodnoty 4,4 % v roce 2008 na 4,6 % v roce 2009. Základní projekce obsahuje také předpoklad, že rozpětí dlouhodobých sazeb bankovních úvěrů a tržních sazeb ve sledovaném období zůstanou na stávající úrovni a budou tak odrážet současnou zvýšenou nejistotu na finančních trzích. Na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzávěrky se očekává, že průměrné roční ceny ropy v roce 2008 dosáhnou 113,3 USD za barel a v roce 2009 pak 117,7 USD za barel. Očekává se, že průměrný roční růst cen neenergetických komodit (bez potravin) vyjádřený v amerických dolarech dosáhne 13,8 % v roce 2008 a 6,2 % v roce 2009. Mezinárodní ceny potravin by měly vzrůst o 44 % v roce 2008 a o 6,1 % v roce 2009.

Především se vychází z metodického předpokladu zachování dvojstranných směnných kurzů eura v daném časovém horizontu na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky. To naznačuje, že kurz eura k americkému dolaru se bude pohybovat na úrovni 1,54 a že efektivní kurz eura bude v roce 2008 o 6,4 % vyšší než jeho průměr za rok 2007 a v roce 2009 bude o 0,4 % vyšší než jeho průměr za rok 2008.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny. U těchto plánů se počítá se všemi opatřeními, která již byla schválena národními parlamenty, nebo která byla podrobně rozpracována a u nichž je pravděpodobné, že legislativním procesem úspěšně projdou.

#### MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

Tempo světového hospodářského růstu (mimo eurozónu) by mělo v roce 2008 oslabit a následně během roku 2009 postupně zrychlovat. Toto zmírnění pro rok 2008 odráží především zpomalení hospodářského

- 1 Projekce odborníků Eurosystemu sestávají 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. K vyjádření nejistoty ohledně projekcí je výsledek pro každou proměnnou uveden jako rozpětí možných hodnot. Tato rozpětí jsou výsledkem rozdílů mezi skutečnými hodnotami a jejich projekcemi za několik předchozích let. Šíře rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrných absolutních hodnot těchto rozdílů. V důsledku vývoje na finančních trzích a vývoje cen je však v současnosti nejistota spojená s projekcemi pravděpodobně vyšší, než je obvyklé.
- 2 Předpoklady o cenách ropy a potravin vycházejí z cen futures do konce roku 2009. U ostatních komodit se předpokládá, že ceny budou sledovat ceny futures do poloviny roku 2009 a následně se budou vyvíjet v souladu s hospodářskou aktivitou ve světě.
- 3 Tržní očekávání měřená forwardovými sazbami se mohou mírně lišit od sazeb futures EURIBOR. Viz metodická poznámka v boxu „Makroekonomické projekce pro eurozónu sestavené pracovníky ECB“ v Měsíčním bulletinu z března 2007.

růstu ve Spojených státech i v řadě dalších rozvinutých ekonomik, které jsou ovlivněny pokračujícími turbulencemi na finančních trzích. Po slabém prvním pololetí 2008 by hospodářská aktivita ve Spojených státech měla oživovat. Podpořit by ji mělo měnové uvolnění a přechodně také stimuly v podobě nedávných fiskálních opatření i pokračující silný čistý vývoz. I když se očekává, že zpomalení ve Spojených státech se přenesou do dalších ekonomik a zejména k nejbližším obchodním partnerům USA, předpokládá se, že jeho vliv na rozvíjející se trhy a na země produkující komodity zůstane poměrně omezený.

Celkově by růst reálného HDP ve světě mimo země eurozóny měl dosáhnout průměru zhruba 4,0 % v roce 2008 i v roce 2009. Růst na vývozních trzích eurozóny by měl podle projekcí dosáhnout úrovně zhruba 5,6 % v roce 2008 a 5,8 % v roce 2009.

## PROJEKCE RŮSTU REÁLNÉHO HDP

Tempo hospodářského růstu v eurozóně od roku 2006 zmiřňuje. Poslední ukazatele toto zpomalení potvrzují. Je vyvoláno růstem cen komodit, zhodnocováním směnného kurzu a zpomalením hospodářského růstu ve světě. Podle předběžného odhadu Eurostatu ukazuje mezičtvrtletní růst reálného HDP eurozóny na úrovni 0,8 % po hodnotě 0,3 % dosažené ve čtvrtém čtvrtletí 2007. Vzhledem k tomu, že tento velmi příznivý výsledek částečně souvisí s přechodnými faktory a ve čtvrtletních tempích růstu se předpokládá určitá volatilita, růst hospodářské aktivity v eurozóně by podle projekcí měl v dalších čtvrtletích zpomalit. Očekává se, že hospodářská aktivita začne zrychlovat v roce 2009 a bude těžit z celosvětového ekonomického oživení. Koncem sledovaného období by tempo hospodářského růstu mělo dosahovat mezičtvrtletních hodnot kolem 0,5 %. Za této situace by se měl průměrný roční růst reálného HDP pohybovat v roce 2008 mezi 1,5 a 2,1 % a ovlivňovat by jej měl účinek přenosu z hospodářského růstu v roce 2007 na úrovni 0,7 procentního bodu. V roce 2009 by měl růst reálného HDP dosáhnout úrovně mezi 1,0 a 2,0 %.

Tabulka 1 Makroekonomické projekce pro eurozónu

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

	2007	2008	2009
HICP	2,1	3,2–3,6	1,8–3,0
Reálný HDP	2,7	1,5–2,1	1,0–2,0
Soukromá spotřeba	1,6	1,1–1,5	0,9–2,1
Vládní spotřeba	2,1	1,3–2,3	1,2–2,2
Hrubá tvorba fixního kapitálu	4,7	1,3–3,5	-0,4–2,8
Vývoz (zboží a služby)	5,7	3,5–6,3	2,4–5,6
Dovoz (zboží a služby)	5,2	2,9–6,3	2,2–5,6

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

2) Vykázané hodnoty zahrnují Kypr a Maltu již v roce 2007 s výjimkou hodnot HICP, v nichž jsou Kypr a Malta zachyceny až od roku 2008. Váhy Kypru a Malty na HDP eurozóny jsou zhruba 0,2 % a 0,1 %.

V rámci domácích složek HDP by měl růst soukromé spotřeby v roce 2008 oslabit zejména v důsledku poklesu reálných příjmů vyvolaného vyššími cenami komodit. V roce 2009 by díky zmírnění inflace a postupnému oživení reálných příjmů měl opět zrychlit růst soukromé spotřeby. Vládní spotřeba by ve sledovaném období měla růst mírným tempem.

Podnikatelské investice by měly ve sledovaném období zpomalit a odrážet tak cyklické zpomalení a napjatější podmínky financování. Očekává se však, že budou nadále růst rychlým tempem a podporovat je bude vysoká míra využívání kapacit a ohlášený nedostatek výrobních kapacit. Soukromé investice do rezidenčních nemovitostí by měly ve sledovaném období zpomalit a odrážet tak kromě cyklického výkyvu probíhající korekce na trhu rezidenčních nemovitostí a zpřísnění úvěrových standardů. Předpokládá se, že po očekávaném poklesu v roce 2008 by v roce 2009 mělo dojít k citelnému oživení vládních investic. Celkově by se průměrné roční tempo růstu celkových investic do stálých aktiv mělo pohybovat v rozmezí 1,3 až 3,5 % v roce 2008 a mezi -0,4 a 2,9 % v roce 2009.

Růst vývozu bude ve sledovaném období ovlivňován zpomalením hospodářské aktivity ve světě. Navíc by se měl podíl zemí eurozóny na exportních trzích mimo eurozónu snížit vlivem zvýšené konkurence z rozvíjejících se trhů a vlivem ztrát cenové konkurenceschopnosti. Průměrné roční tempo růstu celkového dovozu by mělo být o něco nižší než tempo růstu celkového vývozu, a čistý vývoz by tedy měl ve sledovaném období představovat mírně kladný příspěvek k růstu HDP.

Míra zaměstnanosti by měla ve sledovaném období pokračovat v růstu, i když mírnějším tempem, a odrážet tak vývoj hospodářské aktivity i tlumící vliv silnějšího růstu reálných mezd na poptávku po práci. Rovněž se předpokládá, že růst pracovní síly bude pomalejší než v předchozích letech. Tento vývoj souvisí s předpokládaným poklesem růstu počtu obyvatel v produktivním věku i předpokládaným zmírněním růstu participace na trhu práce, které vychází částečně z méně příznivého vývoje poptávky po práci a z předpokládaného slábnoucího vlivu reforem na trhu práce. Za této situace by míra nezaměstnanosti ve sledovaném období měla zůstat na téměř stejné úrovni.

## PROJEKCE CEN A NÁKLADŮ

Růst míry inflace měřené pomocí HICP zaznamenaný od konce roku 2007 lze z velké míry vysvětlit vývojem cen energií a potravin. Pokud jde o budoucí vývoj, související vnější cenové tlaky by na základě současných cen futures na ropu a potravinářské komodity měly v roce 2009 oslabit, a to částečně vlivem nedávného zhodnocení směnného kurzu eura.

Pokud jde o domácí cenové tlaky, vycházejí projekce z očekávání, že ve sledovaném období porostou mzdy v celé ekonomice rychleji než v předchozích letech a budou tak odrážet dostupné údaje o mzdových dohodách a náznaky napjaté situace na trhu práce. V roce 2008 by se měl růst produktivity zpomalit v důsledku cyklického vývoje a výrazně zrychlit by měl růst jednotkových mzdových nákladů. Vliv tohoto růstu na inflaci by měl být tlumen poklesem růstu ziskových marží v důsledku zpomalení ekonomiky. V roce 2009 by měl domácí cenové tlaky tlumit silnější růst produktivity a nižší růst mezd, ale růst ziskových marží by měl znovu zrychlit. Na růst inflace bude ve sledovaném období mít vliv také vývoj regulovaných cen a nepřímých daní.

V důsledku všech těchto faktorů by se průměrné tempo růstu celkového HICP mělo pohybovat mezi 3,2 a 3,6 % v roce 2008 a v roce 2009 poklesnout na úroveň mezi 1,8 a 3,0 %.

## POROVNÁNÍ S PROJEKCEMI Z BŘEZNA 2008

Pokud jde o růst reálného HDP, stávající rozpětí pro rok 2008 se podle projekcí pohybuje v horní části rozpětí obsaženého v makroekonomických projekcích sestavených pracovníky ECB, které byly zveřejněny v Měsíčním bulletinu v březnu 2008, a to z velké části díky příznivým posledním údajům za první čtvrtletí. Rozpětí pro rok 2009 bylo upraveno směrem dolů, což odpovídá očekávanému vlivu vyšších cen energií a silnějšího směnného kurzu eura, než se dříve předpokládalo. Pokud jde o inflaci měřenou pomocí HICP, rozpětí projekcí pro rok 2008 i pro rok 2009 byla upravena směrem nahoru, a odrážejí tak především předpoklad vyšších cen energií oproti projekcím z března.

Tabulka 2 Porovnání s projekcemi z března 2008

(průměrné procentní změny za rok)

	2008	2009
Reálný HDP – březen 2008	1,3–2,1	1,3–2,3
Reálný HDP – červen 2008	1,5–2,1	1,0–2,0
HICP – březen 2008	2,6–3,2	1,5–2,7
HICP – červen 2008	3,2–3,6	1,8–3,0

## 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 srovnávat s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu, neboť byly dokončovány v rozdílných obdobích, a nejsou tedy zcela aktuální. Navíc pro odvození předpokladů pro vývoj fiskálních, finančních a externích proměnných včetně cen ropy používají odlišné (částečně nespecifikované) metodiky. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očišťování údajů o vliv počtu pracovních dnů (viz tabulka).

Prognózy, které jsou v současné době k dispozici od různých institucí, předpokládají, že roční růst HDP v eurozóně se bude v roce 2008 pohybovat mezi 1,4 a 1,7 % a mezi 1,2 a 1,6 % v roce 2009. Všechny dostupné prognózy růstu tedy spadají do rozpětí obsažených v projekcích Eurosystemu. Podle prognóz by se průměrná roční inflace měřená HICP měla pohybovat v roce 2008 na úrovni mezi 2,8 a 3,4 %, což znamená, že řada prognóz je pod intervalem použitým v projekcích Eurosystemu, a to patrně v důsledku starších předpokladů o cenách komodit. Pro rok 2009 jsou prognózy v rámci intervalů použitých v projekcích 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	
		2008	2009	2008	2009
MMF	duben 2008	1,4	1,2	2,8	1,9
Evropská komise	duben 2008	1,7	1,5	3,2	2,2
Survey of Professional Forecasters	duben 2008	1,6	1,6	3,0	2,2
Consensus Economics Forecasts	květen 2008	1,5	1,6	3,1	2,1
OECD	červen 2008	1,7	1,4	3,4	2,4
Projekce odborníků Eurosystemu	červen 2008	1,5–2,1	1,0–2,0	3,2–3,6	1,8–3,0

Zdroje: European Commission Economic Forecasts, Spring 2008; IMF World Economic Outlook, April 2008; OECD Economic Outlook No 83 – June 2008, preliminary edition; Consensus Economics Forecasts; a the ECB's Survey of Professional Forecasters.

Pozn.: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu a prognózy OECD uvádějí roční tempa růstu očištěná od vlivu 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, 2008

Adresa: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Německo

Poštovní adresa: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Německo

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.