



Září 2017

Makroekonomické projekce pro eurozónu sestavené pracovníky ECB¹

Hospodářská expanze v eurozóně by měla v horizontu projekcí pokračovat tempem výrazně přesahujícím tempo růstu potenciálního produktu. Po pokrizovém maximu 2,2 % v roce 2017 by měl roční růst reálného HDP dosáhnout v letech 2018 a 2019 v průměru zhruba 1,8 %. Velmi akomodační nastavení měnové politiky, dřívější pokrok dosažený ve snižování zadluženosti v jednotlivých sektorech a pokračující zlepšování podmínek na pracovním trhu by měly zachovat domácí poptávku. Současně by i přes nedávné posílení kurzu eura mělo celosvětové oživení podporovat vývoz z eurozóny.

Celková inflace by měla v krátkodobém horizontu poklesnout, a to především v důsledku změn ve srovnávací základně ve složce energií, a následně opět růst a dosáhnout 1,5 % v roce 2019. Jádrová inflace, i když je utlumená nedávným posilováním směnného kurzu eura, by měla postupně růst v důsledku očekávaného uzavírání mezery výstupu.

1

Reálná ekonomika

Příznivé indexy důvěry naznačují, že hospodářské oživení zůstane robustní.

Tempo růstu reálného HDP podporované silným příspěvkem domácí poptávky dosáhlo ve druhém čtvrtletí 2017 úrovně 0,6 %. Podmínky na trhu práce se v posledních měsících nadále zlepšují a míra nezaměstnanosti klesá rychleji, než se předpokládalo. Vzhledem k tomu, že by se tempo růstu vývozu mělo po silné dynamice z počátku roku 2017 spíše vrátit ke svým běžným hodnotám, tempo růstu reálného HDP by mělo v blízkém horizontu mírně oslabit, ale mělo by zůstat výrazně nad tempem růstu potenciálního produktu, a to v souladu se zvýšenou úrovní důvěry spotřebitelů a podnikatelského sektoru.

¹ Tyto makroekonomické projekce sestavené pracovníky ECB slouží Radě guvernérů jako podklad pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Projekce sestavené pracovníky ECB nebo odborníky Eurosystemu Rada guvernérů neschvaluje ani nutně neodrážejí její názory na výhled pro eurozónu. Informace o použitých metodách a postupech naleznete v publikaci *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, ECB, červenec 2016, která je k dispozici na internetových stránkách ECB. Datum uzávěrky pro metodické předpoklady, jako jsou ceny ropy a směnné kurzy, bylo 14. srpna 2017 (viz box 1). Datum uzávěrky pro zohlednění ostatních informací bylo 21. srpna 2017, s výjimkou čtvrtletních národních účtů zveřejněných pro Španělsko dne 24. srpna, které byly rovněž vzaty v úvahu.

Stávající makroekonomické projekce pokrývají období 2017–2019. Projekce na takto dlouhé období jsou spojeny s velmi vysokou mírou nejistoty a tuto skutečnost je třeba vzít v úvahu při jejich interpretaci. Viz článek „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections“ v Měsíčním bulletinu ECB z května 2013.

Viz <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>, kde je k dispozici verze dat k vybraným tabulkám a grafům.

Ve střednědobém horizontu by výhled růstu nadále měla táhnout domácí poptávka, podporovaná příznivými podmínkami financování a zlepšujícími se podmínkami na trzích práce. Pokud jde o delší než krátkodobý výhled, měla by v horizontu projekcí soukromou spotřebu a investiční výdaje nadále podporovat řada příznivých faktorů. Do ekonomiky se nadále promítá velmi akomodační nastavení měnové politiky ECB a očekávání budoucích tržních úrokových sazeb (zohledněná v metodických předpokladech této projekce) zůstávají v horizontu projekcí na nízké úrovni. Úvěrování soukromého sektoru nadále roste v důsledku nízkých úrokových sazeb a příznivých podmínek bankovních úvěrů. Soukromá spotřeba by měla těžit z probíhajícího zlepšování podmínek na trzích práce. Podnikové investice se budou nadále zotavovat a odrážet tak z části posilování ziskových marží v kontextu slabší potřeby snižovat zadluženost a rostoucích poptávkových tlaků. Investice do bytových nemovitostí budou podporovány příznivou perspektivou příjmů a podmínkami financování i nízkými výnosy z alternativních investic. Růst by měly podporovat i externí příznivé faktory v kontextu posilující hospodářské aktivity ve světě a odpovídajícího zlepšování zahraniční poptávky eurozóny.

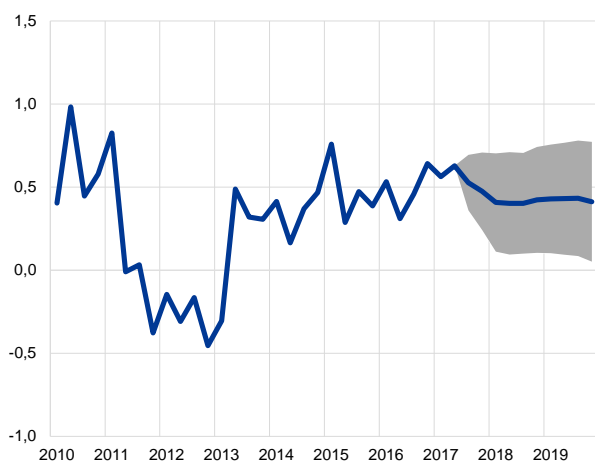
Graf 1

Makroekonomické projekce¹⁾

(čtvrtletní údaje)

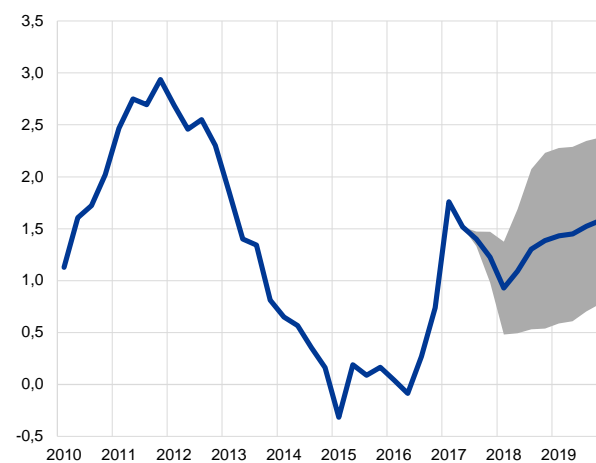
Reálný HDP v eurozóně²⁾

(mezičtvrtletní změny v procentech)



HICP v eurozóně

(meziroční změny v procentech)



1) Rozpětí v okolí středových projekcí vycházejí z rozdílů mezi skutečnými hodnotami a jejich projekcemi za několik let. Šíře rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrné absolutní hodnoty těchto rozdílů. Metodika použitá pro výpočet rozpětí včetně korekce v případě mimořádných událostí je popsána v publikaci *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ECB, prosinec 2009, která je dostupná na internetových stránkách ECB.

2) Údaje očištěné o vliv počtu pracovních dnů.

Soukromá spotřeba by v horizontu projekcí měla zůstat robustní. Aktuální ukazatele spotřebitelské důvěry, které zůstávají výrazně nad svým dlouhodobým průměrem, ukazují na odolné spotřebitelské výdaje v blízkém horizontu, které budou rovněž podporovány probíhajícím zlepšováním podmínek na trhu práce. Ve střednědobém horizontu by se měla soukromá spotřeba vyvíjet prakticky v souladu s reálným disponibilním důchodem.

Růst nominálního disponibilního důchodu by měl v horizontu projekcí posilovat, i když je pravděpodobné, že růst reálné kupní síly domácností bude tlumit vyšší inflace. Příspěvek hrubých mezd a platů k růstu nominálního

disponibilního důchodu by měl podle předpokladů zůstat v horizontu projekcí relativně stabilní, neboť nižší růst zaměstnanosti je víceméně kompenzován vyšším tempem růstu náhrad na zaměstnance. Růst ostatních osobních příjmů by měl podle projekcí zůstat příznivý v důsledku kladného vývoje v oblasti zisků a důchodů z vlastnictví. I když tempo růstu reálného disponibilního důchodu v nedávné době zvolnilo, mělo by do určité míry posílit a v horizontu projekcí zůstat robustní.

Růst soukromé spotřeby by měl být podporován zlepšujícími se podmínkami bankovních úvěrů a posilovat by jej měla měnověpolitická opatření ECB a pokrok dosažený ve snižování zadluženosti.

I když nízké úrokové sazby měly dopad jak na úrokové výnosy, tak úrokové platby domácností, mají tendenci přerozdělovat zdroje od čistých střadatelů k čistým dlužníkům. Vzhledem k tomu, že čistí dlužníci mají zpravidla vyšší mezní sklon ke spotřebě, mělo by toto přerozdělování podporovat celkovou soukromou spotřebu. Růst spotřeby by měl být navíc podpořen také pokrokem dosaženým v procesu snižování zadluženosti.

Míra úspor domácností by měla v horizontu projekcí víceméně nadále stagnovat. Tato celková stabilita míry úspor na úrovni eurozóny zastírá protichůdné faktory. Tlaky na pokles vycházejí z klesající nezaměstnanosti (naznačující nižší obezřetnostní úspory), zlepšujících se úvěrových podmínek a nízkých úrokových sazeb, zatímco tlaky na růst jsou důsledkem přetrvávající potřeby snižovat hrubou zadluženost a vyhlazování spotřeby v kontextu cyklického oživení.

Box 1

Metodické předpoklady o úrokových sazbách, směnných kurzech a cenách komodit

V porovnání s projekcemi z června 2017 zahrnují metodické předpoklady výrazné posílení efektivního směnného kurzu eura a o něco nižší úrokové sazby. Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzávěrku údajů 14. srpna 2017. Krátkodobé sazby odkazují na tříměsíční sazbu EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Podle této metodiky vychází průměrná úroveň těchto krátkodobých úrokových sazeb v roce 2017 na -0,3 %, v roce 2018 na -0,3 % a v roce 2019 na -0,1 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 1,1 % v roce 2017, 1,3 % v roce 2018 a 1,6 % v roce 2019.² V porovnání s projekcemi z června 2017 byla tržní očekávání krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb revidována směrem dolů o 10–20 bazických bodů.

Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures (průměr za dvoutýdenní období končící ke dni uzávěrky 14. srpna) se očekává, že cena barelu ropy Brent vzroste z úrovně 44,0 USD v roce 2016 na 51,8 USD v roce 2017, na 52,6 USD v roce 2018 a na 53,1 USD v roce 2019. Z tohoto vývoje vyplývá, že v porovnání s projekcemi z června 2017 jsou ceny ropy v amerických dolarech v roce 2017 vyšší o 0,5 %, v roce 2018 o 2,3 % a v roce 2019 o 3,0 %.

² Základem pro předpoklad týkající se nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně je vážený průměr výnosů z referenčních desetiletých dluhopisů těchto zemí, vážený hodnotami ročního HDP a extrapolovaný podle budoucí trajektorie odvozené od nominálního výnosu ze všech desetiletých dluhopisů v eurozóně publikovaného ECB, přičemž původní nesoulad mezi oběma časovými řadami zůstává v horizontu projekcí beze změny. Předpokládá se, že spready mezi výnosy státních dluhopisů jednotlivých zemí a odpovídajícím průměrem za eurozónu zůstanou v horizontu projekcí konstantní.

Očekává se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech porostou v roce 2017 výrazně a poté o něco mírněji.³

Předpokládá se, že dvoustranné směnné kurzy eura zůstanou v horizontu projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 14. srpna. To by znamenalo, že průměrný směnný kurz eura bude v roce 2017 na úrovni 1,13 USD za euro a v letech 2018 a 2019 na úrovni 1,18 USD za euro v porovnání s 1,09 USD za euro podle projekcí z června 2017. Efektivní směnný kurz eura (vůči 38 obchodním partnerům) je v roce 2017 vyšší o 2,1 % a v letech 2018 a 2019 vyšší zhruba o 4,4 %, než byl předpoklad v projekcích z června 2017.

Metodické předpoklady

	Září 2017				Červen 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Tříměsíční sazba EURIBOR (v % p.a.)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v % p.a.)	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,2	1,5	1,8
Cena ropy (v USD za barel)	44,0	51,8	52,6	53,1	44,0	51,6	51,4	51,5
Ceny neenergetických komodit v USD (procentní změny za rok)	-3,9	9,0	5,4	4,2	-3,9	6,4	2,0	4,5
Směnný kurz USD/EUR	1,11	1,13	1,18	1,18	1,11	1,08	1,09	1,09
Nominální efektivní směnný kurz eura (EER38) (procentní změny za rok)	3,8	2,3	2,6	0,0	3,7	-0,4	0,3	0,0

Očekává se, že oživení investic do bytových nemovitostí bude pokračovat.

Investice do bytových nemovitostí v mnoha zemích eurozóny v posledních čtvrtletích výrazně oživily. Tento vývoj podpořily příznivé podmínky financování, realokace portfolií směrem k investicím do bytových nemovitostí v kontextu nízkých výnosů z alternativních dlouhodobých investičních příležitostí a probíhající zlepšování podmínek na pracovních trzích. Kromě toho ve většině zemí eurozóny nejspíše skončily korekce na trzích s bydlením. Základní podmínky pro další oživení investic do bytových nemovitostí v horizontu projekcí přetrvávají. Nicméně se očekává určitý pokles dynamiky, který v některých zemích odráží etapu vyzrálosti cyklu na trhu bytových nemovitostí i slábnoucí dopad pobídek a v dalších zemích přetrvávající potřebu snižování zadluženosti a dále nepříznivý demografický vývoj.

Očekává se, že oživení podnikatelských investic bude v horizontu projekcí pokračovat.

Toto oživení by mělo být podpořeno několika faktory: důvěra podnikatelského sektoru zůstává zvýšená v souvislosti s velmi příznivými očekáváními v oblasti výroby a objemu zakázek; využívání kapacit nadále překračuje své průměrné předkrizové úrovně; podmínky financování by měly v horizontu zůstat velmi podpůrné; je zapotřebí modernizovat kapitálový fond po několika letech utlumených investic a předpokládá se, že se zvýší ziskové marže v sektoru nefinančních podniků již tak vykazujícím nadbytek hotovosti. Navíc v kontextu

³ Předpoklady o cenách ropných a potravinářských komodit vycházejí z cen futures do konce horizontu projekcí. U ostatních neenergetických nezemědělských komodit se předpokládá, že ceny budou do třetího čtvrtletí 2018 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

rostoucích cen aktiv a mírného růstu dluhového financování v zemích eurozóny poklesl pákový poměr v sektoru nefinančních podniků. Současně se očekává, že výhled podnikatelských investic budou nadále negativně ovlivňovat některé faktory, včetně očekávaného slabšího tempa růstu potenciálního produktu a omezení zprostředkovatelské kapacity bank v některých zemích.

Box 2

Mezinárodní prostředí

Světová ekonomika si udržuje solidní tempo růstu. Po přechodném poklesu na začátku roku ukazují tvrdá data i výsledky průzkumů na oživení růstu reálného HDP ve světě ve druhém čtvrtletí. Ukazatele podnikatelské a spotřebitelské důvěry naznačují, že nálada zůstává optimistická. Finanční podmínky v rozvinutých ekonomikách i přes oživení výnosů z dlouhodobých dluhopisů nadále podporují hospodářskou aktivitu, a to i díky akomodačním měnovým politikám. Finanční trhy v rozvíjejících se tržních ekonomikách zůstávají odolné a příliv kapitálu do těchto ekonomik zůstává silný. Pokud jde o další vývoj, hospodářská aktivita ve světě by měla mírně zrychlovat. Výhled ve vyspělých ekonomikách předpokládá pokračující cyklické oživení s tím, jak se budou postupně uzavírat jejich mezery výstupu. Zlepšující se hospodářskou aktivitu podporuje měnová a fiskální politika, i když očekávání fiskálního stimulu ve Spojených státech byla po posunu v politickém diskurzu revidována směrem dolů. Pokud jde o rozvíjející se tržní ekonomiky, růst zůstane odolný v zemích dovážejících komodity, jako jsou Indie a Čína, zatímco v případě vývozců komodit se očekává, že aktivita po hlubokých recesích v těchto ekonomikách dosáhne svého dna. Světový obchod (mimo eurozónu) by měl vzrůst v roce 2017 o 3,7 % a v letech 2018–2019 o 3,8 %. Oživení hospodářské aktivity od roku 2016 z velké míry odráží postupné zmírňování hluboké recese v ekonomikách vyvážejících komodity. V porovnání s projekcemi z června 2017 je růst reálného HDP ve světě z velké míry beze změny, přičemž revize směrem dolů ve Spojených státech (po revizích předpokladů o budoucím fiskálním stimulu) jsou kompenzovány očekáváními vyšší odolnosti v rozvíjejících se tržních ekonomikách.

Mezinárodní prostředí

(procentní změny za rok)

	Září 2017				Červen 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Reálný HDP ve světě (mimo eurozónu)	3,2	3,7	3,8	3,8	3,2	3,5	3,8	3,8
Světový obchod (mimo eurozónu) ¹⁾	1,1	5,3	3,8	3,8	0,9	4,4	3,8	3,9
Zahraniční poptávka eurozóny ²⁾	1,6	4,7	3,4	3,5	1,3	3,7	3,4	3,5

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

2) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu obchodních partnerů eurozóny.

Dynamika světového obchodu na začátku roku 2017 překvapivě posílila. Pokud jde o budoucí vývoj, světový obchod by měl v souladu s globální hospodářskou aktivitou ve střednědobém horizontu růst. Zahraniční poptávka eurozóny by se měla zvýšit z úrovně 4,7 % v roce 2017 na 3,4 % v roce 2018 a 3,5 % v roce 2019. V porovnání s projekcemi z června 2017 došlo k revizi směrem nahoru, a to o 1,1 procentního bodu v roce 2017, což odráží silnější údaje za první čtvrtletí.

Vývoz mimo eurozónu by měl být tlumen ztrátami konkurenceschopnosti vyplývajícími z nedávného posílení eura.

Díky podpoře silné zahraniční poptávky a oslabení eura ve druhé polovině roku 2016 a začátkem roku 2017 rostl vývoz mimo eurozónu v prvním čtvrtletí 2017 výrazným tempem. Pokud jde o další vývoj, vývoz mimo eurozónu by měl růst vysokým tempem v celém horizontu projekcí a odrážet tak solidní zahraniční poptávku ve vyspělých i rozvíjejících se ekonomikách. Očekává se nicméně, že vývoz mimo eurozónu bude v horizontu projekcí negativně ovlivněn silnějším kurzem eura, což má za následek přehodnocení vývoje podílů na vývozním trhu směrem dolů, takže se nyní předpokládá pokles těchto podílů v horizontu projekcí o 1,1 procentního bodu. Na rozdíl od vývozu by dovoz ze zemí mimo eurozónu měl těžit z vývoje domácí poptávky, který je o něco příznivější, a ze silnějšího směnného kurzu eura, což do určité míry snižuje celkový příspěvek čistého vývozu k hospodářskému růstu.

V prostředí mírného růstu potenciálního produktu se očekává, že zbývající nevyužitá kapacita budou během horizontu projekcí absorbovány.

Na rozdíl od poměrně silného skutečného reálného růstu HDP by měl potenciální produkt v horizontu projekcí růst mírně nad úroveň 1 %. Utlumené tempo růstu potenciálního produktu odráží především poměrně nízký příspěvek kapitálu po delším období historicky nízké úrovně investic. Pracovní trh by měl k růstu potenciálního produktu nadále přispívat kladně, což souvisí především s rostoucí mírou participace pracovní síly v důsledku strukturálních reforem v minulosti. Příspěvek pracovního trhu však zůstane v souvislosti s odeznívajícím příspěvkem počtu osob v produktivním věku o něco nižší, než činil průměr před krizí. Příspěvek souhrnné produktivity výrobních faktorů by měl být také mírně nižší než před krizí.

Očekává se, že stávající zlepšování podmínek na trzích práce bude v horizontu projekcí dále pokračovat.

Zaměstnanost co do počtu osob se v prvním čtvrtletí 2017 zvýšila o 0,4 % a odhaduje se, že ve druhém čtvrtletí 2017 rostla obdobným tempem. Silný růst zaměstnanosti v poslední době měl plošný charakter napříč zeměmi, lze jej však částečně připsat příznivým dočasným faktorům (např. fiskálním stimulačním opatřením v některých zemích eurozóny). Protože se očekává, že vliv těchto faktorů bude postupně slábnout, předpokládá se určitý pokles dynamiky růstu zaměstnanosti, odrážející rovněž rostoucí mezeru v nabídce kvalifikovaných pracovníků.

Ve střednědobém výhledu se očekává růst produktivity práce, odrážející její cyklický průběh.

Intenzivnější využívání kapitálu i pracovních sil v kontextu zužující se mezery výstupu, růst počtu odpracovaných hodin na osobu a určitý nárůst souhrnné produktivity výrobních faktorů naznačují setrvalé posilování růstu produktivity.

Míra nezaměstnanosti by měla dále klesat.

Míra nezaměstnanosti se ve druhém čtvrtletí 2017 snížila na 9,2 %, což je nejnižší úroveň od března 2009. Pokud jde o budoucí vývoj, počet nezaměstnaných by měl nadále výrazně klesat. Míra nezaměstnanosti by měla v roce 2019 poklesnout na 8,1 %, ale zůstat nad svou předkrizovou úrovní (7,5 % v roce 2007).

V porovnání s projekcemi z června 2017 došlo k revizi růstu reálného HDP pro rok 2017 směrem nahoru a pro následující období ke změně víceméně nedochází. Revize směrem nahoru pro rok 2017 souvisí především s nedávnými překvapivými údaji o silnějším růstu HDP. V obecnější rovině je výhled silnější domácí poptávky, a to v souladu s příznivým indexem podnikatelské a spotřebitelské důvěry i nižšími úrokovými sazbami, kompenzován negativním dopadem na vývoz vyplývajícím ze ztráty cenové konkurenceschopnosti v důsledku nedávného zhodnocení eura.

2 Ceny a náklady

Očekává se, že inflace měřená HICP bude v horizontu projekcí vykazovat křivku ve tvaru písmene V, neboť vlivy srovnávací základny související s růstem cen energií inflaci v krátkodobém horizontu oslabují, a následně ustoupí postupnému oživení jádrové inflace. Podle projekcí by měla celková inflace měřená HICP v roce 2017 dosáhnout průměrné hodnoty 1,5 %, v roce 2018 klesnout na 1,2 % a v roce 2019 posílit na 1,5 %. Vlivy srovnávací základny implikují značný pokles příspěvku růstu cen energií v rámci HICP k celkové inflaci mezi rokem 2017 a 2018. Předpokládáný, i když slabý nárůst cen ropy po zbytek horizontu projekcí, jak se odráží v křivce futures na ceny ropy, implikuje určité oživení růstu cen energií v rámci HICP v roce 2019. Nedávné oživení růstu cen potravin v rámci HICP by mělo v horizontu projekcí zůstat víceméně beze změny, což bude mimo jiné odrážet oproti předpokladům o něco silnější nárůst cen potravinářských komodit. Pokračující hospodářské oživení by mělo v horizontu projekcí postupně tlačit na inflaci měřenou HICP bez započtení cen potravin a energií. Jedním z nejdůležitějších faktorů ovlivňujících tento nárůst bude očekávané zvyšování mzdových nákladů, jak se bude snižovat objem nevyužitých zdrojů na trhu práce.

Zlepšování podmínek na trhu práce je vnímáno jako hlavní zdroj rostoucích domácích nákladových tlaků v nadcházejících letech. Tempo růstu náhrad na zaměstnance by se z úrovně 1,5 % v roce 2017 mělo postupně zvyšovat na 2,3 % v roce 2019. Vzhledem k očekávanému cyklickému posílení tempa růstu produktivity by měl růst jednotkových mzdových nákladů posílit o něco méně, a to z 0,8 % v roce 2017 na 1,4 % v roce 2019. Za významné faktory tohoto oživení růstu mezd se považuje menší stagnace na trhu práce v eurozóně a zvyšující se nedostatek nabídky práce v některých částech eurozóny. Nadto lze očekávat, že se nedávné výrazné oživení celkové inflace časem promítne do vyššího růstu nominálních mezd v zemích eurozóny, kde procesy tvorby mezd zahrnují prvky retrospektivní indexace nebo očekávání. Navíc se předpokládá, že řada faktorů, které v současné době tlumí růst mezd, bude postupně odeznívat. Patří sem potřeba mírnit růst mezd s cílem obnovit cenovou konkurenceschopnost v některých zemích a potlačovaný pokles mezd, který souvisel se závaznou nepružností nominálních mezd směrem dolů během krize. Dále pak se očekává, že vyprší opatření snižující příspěvky na sociální zabezpečení.

Ziskové marže by měly v horizontu projekcí růst. Zvýšení cen ropy a jejich dopad na vstupní výrobní náklady a v obecnější rovině na směnné relace tlumily začátkem

roku 2017 ziskové marže. S tím, jak budou tyto tlumící účinky odeznívat, by měly ziskové marže těžit z pokračujícího hospodářského oživení, přičemž budou v horizontu projekcí do určité míry omezovány posilujícím tempem růstu jednotkových mzdových nákladů.

Vnější cenové tlaky v posledních čtvrtletích silně vzrostly a očekává se, že určitou růstovou dynamiku si udrží také v horizontu projekcí. Roční tempo růstu dovozních cen by mělo v roce 2017 dosáhnout kladné hodnoty poté, co čtyři roky klesalo. Důvodem tohoto obratu v roce 2017 je hlavně vzestup cen ropy a neenergetických komodit od roku 2016. Očekávané následné uvolnění tempa růstu odráží zmírnění vývoje cen komodit i tlumící efekt nedávného posílení eura. V obecnější rovině se očekává, že základní inflační tlaky ve světě budou v horizontu projekcí postupně posilovat s tím, jak světové výrobní náklady porostou v souladu s uzavírající se mezerou výstupu ve světě. Tato skutečnost by však vzhledem k přetrvávající vysoké úrovni volných kapacit ve světě a ke globálním konkurenčním tlakům neměla vyvíjet výrazný tlak na růst dovozních cen v eurozóně.

V porovnání s projekcemi z června 2017 byl výhled inflace měřené HICP upraven mírně směrem dolů. Posílení směnného kurzu eura od předcházejících projekcí vyvíjí tlak na pokles inflace měřené HICP. V případě jádrové inflace je tento tlumící tlak částečně kompenzován zlepšeným výhledem domácí poptávky v eurozóně (viz box 3).

Box 3

Hodnocení dopadu nedávného posílení eura na výhled inflace v eurozóně

Nominální efektivní směnný kurz eura v posledních několika měsících posílil a desetidenní průměr se k datu uzávěrky stávajících projekcí (14. srpna 2017) nacházel 4,4 % nad úrovní předpokládanou v projekcích z června 2017. Tento box pojednává o faktorech, které by měly být zohledněny při hodnocení dopadu nedávného posílení eura na výhled inflace v eurozóně.

I když podléhají výrazné různorodosti, standardně modelované elasticity obecně naznačují, že kurzový šok rozsahu, který byl pozorován v posledních měsících, bude mít nezanedbatelný dopad na výhled inflace v eurozóně.⁴ Tyto modelované elasticity však platí pouze pro exogenní kurzové šoky. Nedávné posílení kurzu bylo naopak pravděpodobně způsobeno do velké míry dalším zlepšením výhledu hospodářského růstu v eurozóně, což následně odráží zlepšený výhled domácí poptávky. To by mělo být při hodnocení dopadu nedávného posílení výhledu inflace zohledněno.

V projekcích ze září 2017 je celkový dopad posílení kurzu na inflaci považován za znatelně mírnější, než implikují standardně modelované elasticity, které se obecně vztahují na exogenní kurzové šoky. Empirické studie z poslední doby potvrzují endogenitu vývoje směnného

⁴ Viz např. článek „Exchange rate pass-through into euro area inflation“, *Economic Bulletin*, číslo 7, ECB, 2016.

kurzu a ilustrují šokovou závislost vlivu vývoje směnného kurzu na inflaci⁵. To znamená, že reakce cen na změnu směnného kurzu se může lišit v závislosti na základní povaze šoku nebo šoků, které pohyb směnného kurzu zapříčinily především, neboť se tak mohou odrážet různé transmisní kanály. V případě, že je posílení kurzu zcela způsobeno příznivým poptávkovým šokem, naznačují empirické odhady dokonce tlaky na růst cen, a to prostřednictvím posíleného výhledu domácí poptávky. Protože jsou očekávání příznivějšího hospodářského růstu – odrážející zlepšený výhled domácí poptávky – jedním z klíčových faktorů nedávného posílení eura, tlumící efekty tohoto zpevnění na inflaci by měly být znatelně nižší, než by implikoval čistě exogenní kurzový šok, jehož dopad zachycují standardně modelované elasticity.

3 Fiskální výhled

Podle projekcí by v průměru mělo být nastavení fiskální politiky v horizontu projekcí v zásadě neutrální. Nastavení fiskální politiky se měří změnou cyklicky očištěného primárního salda bez státní podpory finančního sektoru. Nastavení v roce 2017 je ovlivněno oživením vládních investic po slabém výsledku v roce 2016 a jednorázové platbě v Německu určené producentům atomové energie (zhruba 0,2 % domácího HDP)⁶. Celkově neutrální nastavení odráží vzájemně se kompenzující vlivy jak na výdajové, tak příjmové straně.

V horizontu projekcí by poměry schodku a zadluženosti veřejných financí k HDP měly klesat. Fiskální projekce předpokládá postupné snižování schodku veřejných financí po celé období, a to především díky zlepšení cyklické složky a poklesu úrokových plateb. Cyklicky očištěné primární saldo zůstává prakticky beze změny. Poměr vládního dluhu k HDP by měl v horizontu projekcí dále klesat, což by mělo být podpořeno zlepšováním primárního salda a příznivým diferencíalem mezi úrokovou sazbou a tempem růstu.⁷

Ve srovnání s projekcemi z června 2017 je výhled rozpočtového deficitu víceméně beze změny, zatímco ukazatel zadluženosti je o něco nižší, což odráží především příznivější diferencíál mezi úrokovou sazbou a tempem růstu v roce 2017.

⁵ Viz např. Shambaugh, J., „A new look at pass-through“, *Journal of International Money and Finance*, sv. 27, číslo 4, s. 560–591, červen 2008; Forbes, K., Hjortsoe, I. a Nenova, T., „The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through“, *Discussion Paper*, č. 43, Bank of England, External MPC Unit, listopad 2015; a Ciccarelli, M. a Osbat, C., „Low inflation in the euro area: Causes and consequences“, *Occasional Paper Series*, č. 181, ECB, leden 2017.

⁶ Stalo se tak po rozhodnutí ústavního soudu, který prohlásil daň z jaderného paliva uloženou v období 2011–2016 za neústavní.

⁷ Diferencíál se počítá jako rozdíl mezi nominální efektivní úrokovou sazbou z dluhu a tempem růstu nominálního HDP.

Tabulka 1

Makroekonomické projekce pro eurozónu¹⁾

(meziroční změny v %)

	září 2017				červen 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Reálný HDP	1,8	2,2	1,8	1,7	1,7	1,9	1,8	1,7
		[2,1–2,3] ²⁾	[1,0–2,6] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾		[1,6–2,2] ²⁾	[0,8–2,8] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾
Soukromá spotřeba	2,0	1,7	1,8	1,5	1,9	1,5	1,6	1,4
Vládní spotřeba	1,8	1,2	1,2	1,1	1,8	1,2	1,2	1,1
Hrubá tvorba fixního kapitálu	4,1	4,0	3,9	3,1	3,6	3,7	3,4	3,0
Vývoz ³⁾	3,2	4,7	3,7	3,8	2,8	4,8	4,3	4,1
Dovoz ³⁾	4,5	5,2	4,6	4,2	4,0	5,2	4,6	4,3
Zaměstnanost	1,4	1,5	1,0	0,8	1,4	1,4	1,0	0,9
Míra nezaměstnanosti (v % pracovní síly)	10,0	9,1	8,6	8,1	10,0	9,4	8,8	8,3
HICP	0,2	1,5	1,2	1,5	0,2	1,5	1,3	1,6
		[1,4–1,6] ²⁾	[0,6–1,8] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾		[1,4–1,6] ²⁾	[0,6–2,0] ²⁾	[0,7–2,5] ²⁾
HICP bez započtení energií	0,9	1,2	1,3	1,5	0,9	1,2	1,4	1,6
HICP bez započtení energií a potravin	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,7
HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,5	0,8	1,1	1,4	1,7
Jednotkové mzdové náklady	0,8	0,8	1,2	1,4	0,9	1,1	1,3	1,5
Náhrady na zaměstnance	1,2	1,5	2,0	2,3	1,3	1,7	2,1	2,4
Produktivita práce	0,4	0,7	0,8	0,9	0,3	0,5	0,8	0,9
Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP) ⁵⁾	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3
Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)	89,1	87,5	86,0	84,2	89,2	87,9	86,4	84,7
Saldo běžného účtu (v % HDP)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,4	2,8	2,8	2,9

1) Reálný HDP a jeho složky ukazují údaje očištěné o vliv počtu pracovních dní.

2) Rozpětí v okolí 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. Metodika použitá pro výpočet rozpětí včetně korekce v případě mimořádných událostí je popsána v publikaci *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ECB, prosinec 2009, která je dostupná na internetových stránkách ECB.

3) Včetně obchodu v rámci eurozóny.

4) Dílčí index vychází z odhadu skutečného dopadu nepřímých daní. Může se lišit od údajů Eurostatu, které předpokládají úplné a okamžité promítnutí vlivu daní do HICP.

5) Vypočítá se jako saldo vládního sektoru snížené o přechodné vlivy hospodářského cyklu a dočasná opatření přijatá vládami (metodika ESCB viz *Working Paper Series č. 77*, ECB, září 2001 a *Working Paper Series č. 579*, ECB, leden 2007). Projekce strukturálního salda není odvozená od celkové hodnoty mezery výstupu. Podle metodiky ESCB se cyklické složky vypočítávají odděleně za různé příjmové a výdajové položky. Více informací viz box „Cyclical adjustment of the government budget balance“ v Měsíčním bulletinu ECB z března 2012 a box „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position“ ve vydání Měsíčního bulletinu ECB ze září 2014.

Box 4

Citlivostní analýzy

Projekce vycházejí z velké míry z metodických předpokladů o vývoji určitých klíčových proměnných. Vzhledem k tomu, že některé z těchto proměnných mohou mít na projekce eurozóny velký dopad, může zkoumání jejich citlivosti s ohledem na alternativní vývoj těchto základních předpokladů pomoci analyzovat rizika, která se s projekcemi pojí. Tento box pojednává o nejistotě spojené s některými klíčovými základními předpoklady a o citlivosti projekcí, která s těmito proměnnými souvisí.

1) Alternativní vývoj cen ropy

Alternativní modely vývoje cen ropy ukazují na riziko vyšších cen ropy v horizontu projekcí, než naznačují futures.

Metodické předpoklady o vývoji cen ropy pro základní projekce založené na trzích s futures očekávají mírně vzestupný trend profilu cen ropy s cenou barelu ropy Brent dosahující na konci roku 2019 úrovně kolem 53 USD. Tento vývoj předpokládán ve futures na ceny ropy odpovídá mírnému nárůstu světové poptávky po ropě, což je scénář spojený s rozbíhajícím se světovým hospodářským oživením. Pokud jde o faktory nabídky, prodloužení dohody mezi Organizací zemí vyvážejících ropu (OPEC) a hlavními producenty mimo OPEC nevedlo k nárůstu křivky futures na ropu, pravděpodobně vzhledem ke stále vysoké – ač klesající – úrovni zásob ropy a obavám, že by se někteří největší producenti ropy mohli od dohody odchýlit. Pokles konvenční produkce byl navíc částečně kompenzován výrazným nárůstem produkce břidlicové ropy ve Spojených státech. Kombinace alternativních modelů používaných odborníky Eurosystemu⁸ při přípravě predikcí cen ropy během horizontu projekcí v současné době naznačuje mírně vyšší ceny ropy než ceny obsažené v metodických předpokladech. Takový vývoj může být v souladu s dalšími neočekávanými výpadky dodávek v krátkodobém a střednědobém výhledu. To může zároveň vyústit v neočekávaně rychlejší nárůst nesouladu mezi nabídkou a poptávkou a v důsledku toho i zvyšování cen ropy. Naplnění alternativního vývoje cen ropy, v němž jsou ceny ropy do roku 2019 o 3,8 % vyšší než v základním scénáři, by jen nepatrně tlumilo růst reálného HDP, přičemž by s sebou neslo mírně rychlejší růst inflace měřené HICP (o 0,1 procentního bodu v roce 2019).

2) Alternativní vývoj směnného kurzu

Tato citlivostní analýza se pro názornost zabývá mechanickým dopadem silnějšího

směnného kurzu eura oproti základní projekci.

Pro názornost je alternativní vývoj směnného kurzu eura založen na 75. percentilu rozdělení na základě rizikově neutrálních hustot pravděpodobnosti odvozených z opcí pro směnný kurz USD/EUR ke dni 14. srpna 2017. Tento vývoj předpokládá postupné posilování eura vůči americkému dolaru až na kurz 1,31 USD/EUR v roce 2019, což je hodnota o přibližně 11 % vyšší než předpoklad základní projekce pro uvedený rok. Příslušné předpoklady ohledně nominálního efektivního směnného kurzu eura odrážejí obvyklé tendence minulého vývoje, přičemž změny kurzu USD/EUR odpovídají změnám efektivního směnného kurzu s elasticitou kolem 52 %. Důsledkem tohoto předpokladu je postupná rostoucí divergence efektivního směnného kurzu eura od základní projekce až na hodnotu, která je přibližně 6 % nad úrovní základní projekce na rok 2019. V tomto scénáři naznačuje průměr výsledků řady makroekonomických modelů pracovníků ECB pro roky 2018 i 2019 tempo růstu reálného HDP nižší o 0,3 procentního bodu, přičemž inflace měřená HICP by byla nižší o 0,4 procentního bodu v roce 2018 a o 0,5 procentního bodu v roce 2019. Je třeba poznamenat, že tyto odhadované dopady na hospodářský růst a inflaci se vztahují pouze na případ zcela exogenního kurzového šoku (viz informace v boxu 3).

⁸ Viz kombinace čtyř modelů představená v článku „Forecasting the price of oil“, *Economic Bulletin*, číslo 4, ECB, 2015.

Box 5

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 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 dnů (viz tabulka).

Jak vyplývá z tabulky, prognózy růstu reálného HDP a inflace měřené HICP, které jsou momentálně k dispozici od ostatních institucí, odpovídají celkově rozpětím kolem projekcí pracovníků ECB (uvedeným v tabulce v závorkách).

Srovnání prognóz růstu reálného HDP a inflace měřené HICP v eurozóně

(meziroční změny v %)

	Datum zveřejnění	Růst HDP			Inflace měřená HICP		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Projekce pracovníků ECB	září 2017	2,2 [2,1-2,3]	1,8 [1,0-2,6]	1,7 [0,6-2,8]	1,5 [1,4-1,6]	1,2 [0,6-1,8]	1,5 [0,7-2,3]
Evropská komise	květen 2017	1,7	1,8	–	1,6	1,3	–
OECD	červen 2017	1,8	1,8	–	1,7	1,4	–
Šetření Euro Zone Barometer	srpen 2017	2,0	1,8	1,5	1,6	1,4	1,7
Prognózy Consensus Economics	srpen 2017	2,0	1,8	1,4	1,5	1,3	1,7
Výběrové šetření mezi prognostiky	červenec 2017	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,6
MMF	červenec 2017	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5	1,7

Zdroje: Evropská hospodářská prognóza Evropské komise, jaro 2017; IMF Article IV country report, 25. července 2017; OECD Economic Outlook, červen 2017; prognózy Consensus Economics, srpen 2017; MJEconomics pro šetření Euro Zone Barometer, srpen 2017 a Výběrové šetření ECB mezi prognostiky, červenec 2017.

Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu a pracovníků ECB a prognózy OECD uvádějí meziroční tempa růstu očištěná o vliv počtu pracovních dnů, zatímco Evropská komise a MMF pracují s meziročními tempy růstu, která o vliv počtu pracovních dnů za rok očištěna nejsou. U ostatních prognóz se neuvádí, která z těchto metodik byla při vykazování údajů použita.

© Evropská centrální banka, 2017

Poštovní adresa: 60640 Frankfurt am Main, Německo

Telefon: +49 69 1344 0

Internetové stránky: www.ecb.europa.eu

Všechna práva vyhrazena. Reprodukce pro vzdělávací a nekomerční účely je povolena za předpokladu, že je uveden zdroj.

ISSN 2529-4415 (pdf)

Katalogové číslo EU QB-CE-17-002-CS-N (pdf)