



Září 2018

Makroekonomické projekce pro eurozónu sestavené pracovníky ECB¹

Po silném růstu v roce 2017 se v první polovině roku 2018 hospodářská expanze v eurozóně zpomalila, a to především v důsledku oslabení celosvětového obchodu. I když nejistoty ve světě hospodářský výhled v blízkém horizontu utlumily, předpokládá se, že expanze eurozóny bude pokračovat mírně nad tempem růstu potenciálního produktu a odrážet tak příznivý dopad velmi akomodačního nastavení měnové politiky ECB, zlepšujících se podmínek na trhu práce a silnějších rozvah. Určité zmírnění tempa růstu reálného HDP z 2 % v roce 2018 na 1,7 % v roce 2020 lze vysvětlit především postupným slábnutím stimulačního efektu světového obchodu a rostoucími omezeními na straně nabídky pracovních sil. Inflace měřená HICP by měla v každém roce horizontu projekcí činit průměrně 1,7 %, i když by její čtvrtletní profil měl vykazovat určitou volatilitu. Stabilní vývoj průměrné roční míry inflace v sobě skrývá pokles roční míry složky energií, neboť dopad dřívějšího růstu cen ropy slábne, což je kompenzováno postupně rostoucí jadrovou inflací v důsledku čím dál více svazujících kapacitních omezení.

1 Reálná ekonomika

Po velmi silném růstu v roce 2017 hospodářská expanze v první polovině roku 2018 výrazně oslabila. Návrat z velmi vysokých úrovní růstu souvisí především se slabším impulzem ze zahraničního obchodu a odráží tak dopad slábnoucího světového obchodu umocněný dopadem dřívějšího posilování eura. I když se zdá, že zpomalení hospodářské aktivity je způsobeno především faktory na straně poptávky, je pravděpodobné, že aktivitu v první polovině roku 2018 částečně tlumila také řada přechodných faktorů a faktorů na straně nabídky.

Pokud jde o další vývoj, očekává se, že v příštích několika čtvrtletích zůstane růst reálného HDP v eurozóně stabilní. To odpovídá ukazatelům podnikatelské

¹ Makroekonomické projekce sestavené pracovníky ECB nebo odborníky Eurosystemu slouží Radě guvernérů jako podklad pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Tyto projekce 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 21. srpna 2018 (viz box 1). Datum uzávěrky pro použití dalších informací pro tyto projekce bylo 29. srpna 2018.

Stávající makroekonomické projekce pokrývají období 2018–2020. Projekce na takto dlouhé období jsou spojeny s velmi vysokou mírou nejistoty a tuto skutečnost je při jejich interpretaci třeba vzít v úvahu. 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 přístupná verze dat, která sloužila jako podklad k vybraným tabulkám a grafům.

a spotřebitelské důvěry, které podle historických měřítek zůstávají na vysokých úrovních i přes pokles některých z těchto ukazatelů počátkem roku. Tento výhled potvrzují také předstihové ukazatele, jako jsou EuroCOIN a Conference Board Leading Economic Index.

Tabulka 1

Makroekonomické projekce pro eurozónu¹⁾

(procentní změny za rok)

	září 2018				červen 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Reálný HDP	2,5	2,0	1,8	1,7	2,5	2,1	1,9	1,7
		[1,8–2,2] ²⁾	[1,0–2,6] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾		[1,8–2,4] ²⁾	[0,9–2,9] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾
Soukromá spotřeba	1,7	1,5	1,7	1,6	1,7	1,6	1,7	1,5
Vládní spotřeba	1,2	1,4	1,4	1,3	1,2	1,3	1,3	1,2
Hrubá tvorba fixního kapitálu	2,8	4,0	3,2	2,9	3,3	4,2	3,3	2,8
Vývoz ³⁾	5,6	3,1	3,8	3,6	5,4	4,2	4,4	3,8
Dovoz ³⁾	4,2	3,5	4,5	3,9	4,6	4,1	4,7	4,0
Zaměstnanost	1,6	1,4	0,9	0,8	1,6	1,4	1,1	0,8
Míra nezaměstnanosti (v % pracovní síly)	9,1	8,3	7,8	7,4	9,1	8,4	7,8	7,3
HICP	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5	1,7	1,7	1,7
		[1,6–1,8] ²⁾	[1,1–2,3] ²⁾	[0,9–2,5] ²⁾		[1,6–1,8] ²⁾	[1,0–2,4] ²⁾	[0,9–2,5] ²⁾
HICP bez započtení energií	1,2	1,3	1,6	1,8	1,2	1,3	1,7	1,9
HICP bez započtení energií a potravin	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,6	1,9
HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní ⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,9
Jednotkové mzdové náklady	0,7	1,6	1,3	1,7	0,7	1,5	1,2	1,8
Náhrada na zaměstnance	1,5	2,2	2,2	2,7	1,6	2,3	2,1	2,7
Produktivita práce	0,9	0,6	0,9	1,0	0,9	0,7	0,9	0,9
Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)	-1,0	-0,6	-0,8	-0,5	-0,9	-0,7	-0,8	-0,5
Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP) ⁵⁾	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9
Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)	86,6	84,8	82,8	80,6	86,7	84,8	82,7	80,4
Saldo běžného účtu (v % HDP)	3,5	3,2	2,8	2,8	3,5	2,9	2,5	2,5

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 je k dispozici v boxu „Cyclical adjustment of the government budget balance“ v Měsíčním bulletinu ECB z března 2012 a v boxu „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position“ ve vydání Měsíčního bulletinu ECB ze září 2014.

Ve střednědobém horizontu jsou základní veličiny nadále na úrovni umožňující pokračování hospodářského růstu. Domácí poptávku by měla nadále podporovat řada příznivých faktorů. V ekonomice se nadále projevuje velmi akomodační nastavení měnové politiky ECB. Úvěrování soukromého sektoru pokračuje v růstu v důsledku nízkých úrokových sazeb a příznivých podmínek bankovních úvěrů. K dynamice soukromých výdajů bude přispívat také menší potřeba snižovat

zadluženost. Nastavení fiskální politiky by mělo být v roce 2019 mírně expanzivní a v roce 2020 víceméně neutrální. Velmi dobré podmínky na trhu práce a růst čistého jmění by navíc měly podpořit zvyšování soukromé spotřeby a investic do rezidenčních nemovitostí. Podnikatelské investice budou přitom nadále růst v prostředí rostoucích zisků a vysoké úrovně využívání kapacit. Vývoz z eurozóny by měl těžit z probíhající expanze hospodářské aktivity ve světě a odpovídajícího růstu zahraniční poptávky eurozóny.

Růst reálného HDP by však měl v horizontu projekcí mírně zpomalovat vzhledem k tomu, že některé příznivé faktory postupně slábnou.

Zpomalení zahraniční poptávky v eurozóně by mělo v letech 2018 a 2019 tlumit růst vývozu. Růst zaměstnanosti by měl v letech 2019 a 2020 výrazně zpomalit, a to především v souvislosti se stále více svazujícím nedostatkem pracovních sil v některých zemích. Po předchozích nízkých úrovních míry úspor v souvislosti s cyklickým oživením v některých zemích by měl být růst soukromé spotřeby tlumen návratem vývoje jejich míry k běžným hodnotám.

Růst reálného disponibilního důchodu by měl v letech 2018 a 2019 posílit a následně v roce 2020 oslabit.

Podle projekcí by podíl hrubých mezd a platů na růstu nominálního disponibilního důchodu v roce 2018 měl výrazně vzrůst v důsledku silnějšího růstu mezd a během zbytku horizontu projekcí do určité míry oslabit, neboť další růst nominálních mezd je více než kompenzován dopadem zpomalení růstu zaměstnanosti. Podle předpokladů by měl růst ostatních osobních příjmů v horizontu projekcí postupně oživovat, a to v souladu s rostoucími zisky. Příspěvek čistých fiskálních transferů by měl v roce 2018 zůstat záporný. V kontextu snižování přímého zdanění umocněného rostoucími transfery domácnostem by se měl pak v roce 2019 dostat do kladných hodnot a v roce 2020 dosáhnout neutrálních hodnot. Celkově by složení růstu nominálního disponibilního důchodu mělo být méně příznivé pro výdaje domácností, neboť disponibilní důchody budou taženy více mzdami než zaměstnaností – na její změny spotřeba typicky reaguje o něco výrazněji.

Podle projekcí by soukromá spotřeba měla v horizontu projekcí zůstat odolná. Přispívat k ní by měly příznivé podmínky bankovních úvěrů, které podporují měnověpolitická opatření ECB, a pokrok dosažený ve snižování zadluženosti.

I když nízké úrokové sazby měly dopad na úrokové výnosy a úrokové platby domácností, mají tendenci pomáhat spíše čistým dlužníkům než čistým střadatelům. Vzhledem k tomu, že čistí dlužníci mají obvykle vyšší mezní sklon ke spotřebě, měla by tato skutečnost podporovat celkovou soukromou spotřebu. Spotřebu by navíc měly podporovat také rostoucí čisté jmění domácností a pokrok dosažený při snižování zadlužení.

Během horizontu projekcí by měla míra úspor domácností z historicky nízkých úrovní postupně růst.

Míra úspor během roku 2017 klesala, a to především v důsledku zlepšování hospodářské a finanční situace domácností, určitého uvolnění odkládané poptávky v souvislosti s dříve odsouvanými nákladnějšími nákupy a vlivu velmi nízkých úrokových sazeb na jejich sklon spořit. Míra úspor by měla v horizontu projekcí růst a odrážet tak především návrat k obvyklým hodnotám v kontextu

cyklického oživení. Očekává se, že soukromé domácnosti navíc zvýší úspory v reakci na snižování přímých daní v některých zemích.

Box 1

Metodické předpoklady o úrokových sazbách, směnných kurzech a cenách komodit

V porovnání s projekcemi z června 2018 zahrnují metodické předpoklady silnější efektivní kurz eura, nižší ceny ropy v amerických dolarech a nižší úrokové sazby. Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzávěrku údajů 21. srpna 2018. 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 2018 na -0,3 %, v roce 2019 na -0,2 % a v roce 2020 na 0,0 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 1,1 % v roce 2018, 1,3 % v roce 2019 a 1,6 % v roce 2020.² V porovnání s projekcemi z června 2018 byla tržní očekávání krátkodobých úrokových sazeb revidována směrem dolů, a to pro rok 2019 o 6 bazických bodů a pro rok 2020 o 19 bazických bodů, zatímco očekávání dlouhodobých úrokových sazeb v horizontu projekcí byla revidována dolů o 8 bazických bodů pro rok 2018, o 15 bazických bodů pro rok 2019 a o 17 bazických bodů pro rok 2020.

Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures (průměr za dvoutýdenní období končící ke dni uzávěrky 21. srpna 2018) se očekává, že cena barelu ropy Brent vzroste z úrovně 54,4 USD v roce 2017 na 71,5 USD v roce 2018 a na 71,7 USD v roce 2019 a následně v roce 2020 klesne na 69,0 USD. Z tohoto vývoje vyplývá, že v porovnání s projekcemi z června 2018 budou ceny ropy v amerických dolarech nižší v roce 2018 o 4,0 %, v roce 2019 nižší o 2,5 % a v roce 2020 vyšší o 0,4 %. Předpokládá se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech v roce 2018 mírně vzrostou, v roce 2019 poklesnou a v roce 2020 opět vzrostou.³

Očekává se, že dvoustranné směnné kurzy eura zůstanou v horizontu projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 21. srpna 2018. To by znamenalo, že průměrný směnný kurz eura bude v roce 2018 na úrovni 1,18 USD za euro a v letech 2019–2020 na úrovni 1,14 USD za euro v porovnání s 1,18 USD za euro podle projekcí z června 2018. Efektivní směnný kurz eura (vůči 38 obchodním partnerům) je o 1,5 % silnější ve srovnání s předpokladem z letošních červnových projekcí.

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.

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 2019 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

Metodické předpoklady

	září 2018				červen 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Tříměsíční sazba EURIBOR (v % p.a.)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,2
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v % p.a.)	1,0	1,1	1,3	1,6	1,0	1,2	1,5	1,7
Cena ropy (v USD za barel)	54,4	71,5	71,7	69,0	54,4	74,5	73,5	68,7
Ceny neenergetických komodit v USD (procentní změny za rok)	8,0	1,9	-2,6	4,2	7,9	9,3	2,5	4,1
Směnný kurz USD/EUR	1,13	1,18	1,14	1,14	1,13	1,20	1,18	1,18
Nominální efektivní směnný kurz eura (EER38) (procentní změny za rok)	2,2	5,1	0,6	0,0	2,2	4,4	-0,1	0,0

Růst investic do rezidenčních nemovitostí by měl pokračovat, i když pomalejším tempem. Investice do rezidenčních nemovitostí v letech 2016 a 2017 výrazně oživily. Podporovaly je velmi příznivé finanční podmínky a posilující růst příjmů související s probíhající tvorbou pracovních míst. Zdá se však, že oživení investic do rezidenčních nemovitostí dosáhlo vrcholu počátkem roku 2018. Během horizontu projekcí přetrvávají nejdůležitější podmínky pro další růst investic do rezidenčních nemovitostí, přičemž výběrová šetření ukazují na to, že domácnosti ve stále větší míře plánují během příštích dvou let nákup či stavbu domu nebo zejména jeho opravu. I přes silnou poptávku po bydlení se nicméně očekává, že dynamika tohoto oživení bude tlumena stále více svazujícími kapacitními omezeními v sektoru stavebnictví a nepříznivými demografickými trendy v některých zemích. Navíc by měly být podmínky financování o něco přísnější a je pravděpodobné, že s rostoucími výnosy postupně vzniknou alternativní dlouhodobé investiční příležitosti.

Oživení podnikatelských investic by mělo v horizontu projekcí nadále pokračovat, i když postupně klesajícím tempem. Očekává se, že podnikatelské investice bude nadále podporovat řada faktorů: důvěra podnikatelského sektoru zůstává na velmi vysoké úrovni v souvislosti s příznivými očekáváními v oblasti výroby a velkým objemem zakázek; využívání kapacit zůstává výrazně nad dlouhodobým průměrem a stále více bývá zmiňován nedostatek zařízení jako faktor omezující výrobu ve zpracovatelském průmyslu; podmínky financování by měly v horizontu projekcí zůstat velmi podpůrné; předpokládá se, že se zvýší zisky v souvislosti se sektorem nefinančních podniků již tak vykazujícím nadbytek hotovosti a podniky možná zvýší investice jako způsob, jak kompenzovat omezení na straně nabídky pracovních sil. Silné oživení kurzů akcií zaznamenané v posledních letech, pokračující kumulace aktiv a mírný růst financování z cizích zdrojů navíc posílaly pákový poměr (dluhu k celkovým aktivům) v sektoru nefinančních podniků blízko k historickým minimům. Konsolidovaná hrubá zadluženost (poměr dluhu k důchodu) však poklesla výrazně méně a stále je mírně nad předkrizovou úrovní. Postupná ztráta dynamiky podnikatelských investic během horizontu projekcí odráží celkové zpomalení domácí i zahraniční poptávky.

Box 2

Mezinárodní prostředí

V důsledku rostoucích rizik a nejistot by měl hospodářský růst ve světě v horizontu projekcí postupně zpomalovat. Světové hospodářství v první polovině roku 2018 nadále rostlo stabilním tempem. I když výroba ve světě v posledních několika měsících zmírnila, průzkumy naznačují, že růst globální hospodářské aktivity zůstává na víceméně udržitelné úrovni. V blízké budoucnosti by však dynamika globální ekonomiky měla zmírnit. Na jedné straně rozvinuté ekonomiky nadále těží z akomodační měnové politiky a značného fiskální stimulu ve Spojených státech. Dřívější oživení cen ropy také pomohlo stabilizovat investice v řadě ekonomik vyvážejících ropu. Na druhé straně vzrostla nejistota související s budoucími obchodními vztahy a předpokládá se, že v blízké budoucnosti zasáhne důvěra a investice. Obavy spojené s obchodem, postupná normalizace měnové politiky v rozvinutých ekonomikách a nejistoty související s politikami vedly v posledních měsících ke zpřísnění finančních podmínek, zejména v některých rozvíjejících se ekonomikách. Ve střednědobém horizontu by hospodářská aktivita měla s odezněním cyklických vlivů zpomalit. Ve většině rozvinutých ekonomik jsou záporné mezery výstupu již uzavřeny nebo se zužují a podpůrná opatření budou postupně ukončena. Přechod Číny k trajektorii nižšího hospodářského růstu (která je méně závislá na hospodářskopolitických stimulech) by tento výhled měl tlumit. I když se ekonomiky vyvážející komodity zotavují, stále navíc čelí potřebě fiskální konsolidace. Celkově by tempo světového hospodářského růstu (mimo eurozónu) mělo v roce 2018 dosáhnout úrovně 3,9 % a v roce 2020 poklesnout na 3,7 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z června 2018 byl růst HDP ve světě revidován směrem dolů, a to o 0,1 procentního bodu pro rok 2018 a o 0,2 procentního bodu pro rok 2019. Tyto revize směrem dolů odrážejí slabší výhled v některých rozvíjejících se tržních ekonomikách, zejména v Turecku. Navíc se má za to, že globální investice budou v následujících čtvrtletích tlumeny rostoucím napětím v souvislosti s obchodem a zvýšenou nejistotou ohledně globálního výhledu.

Mezinárodní prostředí

(procentní změny za rok)

	září 2018				červen 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Reálný HDP ve světě (mimo eurozónu)	3,8	3,9	3,7	3,7	3,8	4,0	3,9	3,7
Světový obchod (mimo eurozónu) ¹⁾	5,4	4,6	3,9	3,8	5,2	5,1	4,6	4,0
Zahraniční poptávka eurozóny ²⁾	5,3	4,1	3,6	3,6	5,2	5,2	4,3	3,7

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

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

Po výrazném zpomalení ve druhém čtvrtletí tohoto roku by měl světový obchod mírně vzrůst, ale zůstat v důsledku rostoucích nejistot spojených s obchodním protekcionismem poměrně utlumený. Po silném růstu v roce 2017 došlo v prvních měsících letošního roku ke zpomalení světového obchodu. Pokud jde o další vývoj, dosud zavedená cla mají vliv na poměrně malou část světového obchodu. Zvýšila ale obavy ohledně výhledu obchodních politik a světové ekonomiky, který by měl tlumit globální hospodářskou aktivitu a vyhlídky obchodu. Ve střednědobém výhledu se očekává, že světový obchod poroste zhruba podobným tempem jako globální hospodářská aktivita. Celkově by zahraniční poptávka v eurozóně měla v roce 2018 vzrůst o 4,1 % a do roku 2020 zpomalit na 3,6 %. V porovnání s projekcemi z června 2018 byla revidována směrem dolů o 1,1 procentního bodu pro rok 2018, o 0,7 procentního bodu pro rok 2019 a o 0,1 procentního bodu pro rok 2020. Tyto revize směrem dolů odrážejí zejména pokles dynamiky

pozorovaný v datech v krátkodobém horizontu. V dalším období odrážejí dopad vyšších obchodních cel a vliv slabší očekávané hospodářské aktivity.

Růst vývozu mimo eurozónu by měl být tlumen v souladu se zpomalující zahraniční poptávkou.

Vývoz mimo eurozónu by měl nadále růst podobným tempem jako zahraniční poptávka v eurozóně, což implikuje víceméně stabilní podíly na vývozních trzích v horizontu projekcí. Dovoz ze zemí mimo eurozónu by měl těžit z pozitivního vývoje domácí poptávky a v nadcházejících čtvrtletích i ze silnějšího eura. Vzhledem k tomu, že růst dovozu by měl být podle projekcí o něco rychlejší než růst vývozu, po velmi kladném příspěvku čistého obchodu k hospodářskému růstu v roce 2017 by měl být tento příspěvek v horizontu projekcí víceméně neutrální.

Růst zaměstnanosti by měl zpomalit, neboť nedostatek pracovních sil by měl v některých zemích být stále více svazující.

Počet zaměstnanců v eurozóně se v prvním a druhém čtvrtletí roku 2018 zvýšil o 0,4 %. Nedávný silný růst zaměstnanosti měl plošný charakter napříč zeměmi a výhledová výběrová šetření naznačují pro blízkou budoucnost další solidní růst zaměstnanosti. Dynamika růstu zaměstnanosti by měla nicméně do určité míry oslabit. V roce 2018 by měl dopad několika příznivých přechodných faktorů (jako jsou v některých zemích eurozóny fiskální stimuly) postupně oslabovat. Ke konci horizontu projekcí by se měl v některých zemích zintenzivnit nedostatek pracovních sil.

Růst pracovní síly by měl v horizontu projekcí zmírňovat.

Očekává se, že v horizontu projekcí se bude objem pracovní síly nadále zvyšovat, což bude odrážet čistou imigraci pracovníků, očekávanou integraci uprchlíků a pokračující růst míry participace na trhu práce (včetně obratu efektu odrazeného pracovníka). Tyto kladné vlivy by měl v horizontu projekcí postupně kompenzovat nepříznivý dopad stárnutí populace, neboť starší pracovníci opouštějí trh práce ve větším počtu, než je příliv mladších pracovníků.

Míra nezaměstnanosti by měla v roce 2020 klesnout na 7,4%.

Míra nezaměstnanosti se ve druhém čtvrtletí 2018 snížila na 8,3 %, což je nejnižší úroveň od posledních měsíců roku 2008. Pokud jde o další vývoj, počet nezaměstnaných by měl nadále výrazně klesat a blížit se nejnižší úrovni před krizí.

Produktivita práce by měla v letech 2019 a 2020 vzrůst a odrážet tak svůj cyklický průběh.

Po silném růstu v roce 2017 produktivita práce v první polovině roku 2018 zpomalila a odrážela tak nečekané oslabení hospodářské aktivity. Růst produktivity by se měl ve druhém pololetí 2018 mírně zvýšit a odrážet tak opožděnou reakci zaměstnanosti na oslabení hospodářské aktivity na začátku roku. Pokud jde o další vývoj, výše uvedené zpomalení růstu zaměstnanosti, rostoucí využívání kapitálu v kontextu snižujícího se objemu nevyužitých kapacit, nárůst počtu odpracovaných hodin na osobu a určitý nárůst souhrnné produktivity výrobních faktorů naznačují, že růst produktivity práce se v další části horizontu projekcí zvýší a postupně se přiblíží průměrnému předkrizovému tempu 1,0 %.

Tempo růstu reálného HDP by mělo v horizontu projekcí nadále převyšovat potenciální růst.

Odhaduje se, že tempo růstu potenciálního produktu v posledních letech do určité míry zvýšilo svou dynamiku za podpory rostoucích příspěvků práce a souhrnné produktivity výrobních faktorů. Na konci horizontu projekcí by měl potenciální produkt, i když stále pod úrovní skutečného růstu reálného HDP, zrychlit tempem mírně nižším, než bylo tempo růstu zaznamenané před krizí. Je však třeba poznamenat, že potenciální růst i jeho příčiny jsou nepozorovatelné a odhady jsou spojené se značnou nejistotou.

V porovnání s projekcemi z června 2018 byl růst reálného HDP pro roky 2018 a 2019 revidován mírně směrem dolů.

Tyto revize směrem dolů souvisí převážně se slabším než původně očekávaným příspěvkem čistého obchodu a odrážejí revize směrem dolů u zahraniční poptávky a silnější efektivní směnný kurz eura. Tyto vlivy více než kompenzují kladný dopad, který mají na domácí poptávku nižší úrokové sazby z úvěrů a určitý fiskální stimul.

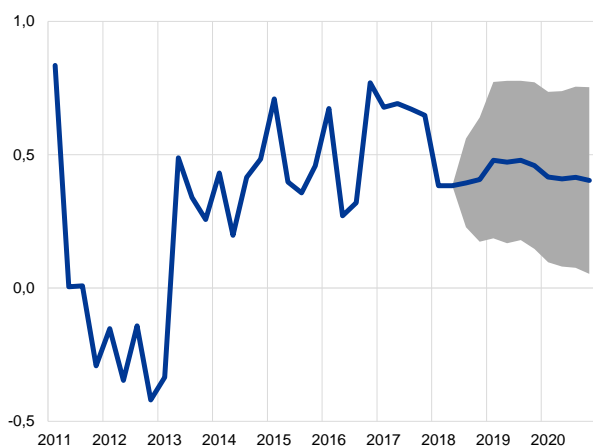
Graf 1

Makroekonomické projekce¹⁾

(čtvrtletní údaje)

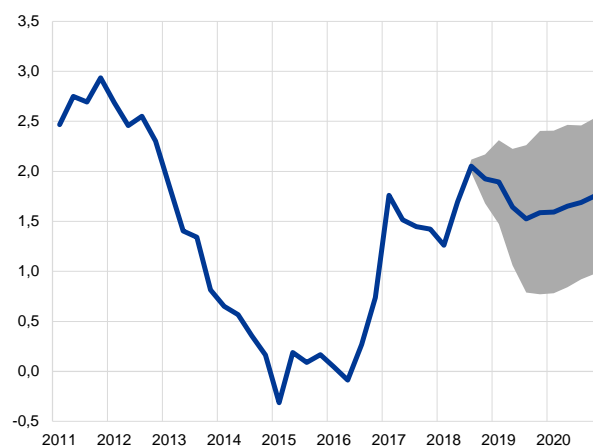
Reálný HDP v eurozóně²⁾

(mezičtvrtletní změny v procentech)



HICP v eurozóně

(meziroční změny v procentech)



1) Rozpětí v okolí středových projekcí vychází z rozdílu mezi skutečnými hodnotami a jejich projekcemi za několik let. Šíře rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrné absolutní hodnoty těchto rozdílu. 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.

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Údaje očištěné o vliv počtu pracovních dnů.

2

Ceny a náklady

Inflace měřená HICP by podle projekcí měla zůstat v průměru na úrovni 1,7 % v každém roce horizontu projekcí, neboť klesající profil inflace měřené HICP v segmentu energií kompenzuje postupné posilování inflace měřené HICP bez započtení cen energií a potravin. Podle projekcí by měla inflace v segmentu energií během celého horizontu projekcí klesat a odrážet tak vlivy srovnávací základny směrem dolů a mírný pokles cen futures na ropu. Předpokládá se, že jádrová inflace poroste v důsledku zlepšující se cyklické pozice ekonomiky

a souvisejícího posilování tempa růstu mezd. Dále se očekávají některé další vlivy posilující jádrovou inflaci vycházející z vývoje vnějších cen s tím, jak minulý růst cen ropy bude nepřímo ovlivňovat inflaci měřenou HICP bez započtení cen energií a potravin. Inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin by měla z úrovně 1,1 % v roce 2018 postupně růst a v roce 2020 dosáhnout úrovně 1,8 %.

Růst mezd by měl v horizontu projekcí znatelně oživit s tím, jak se zpřísňují podmínky na trzích práce a slabne vliv faktorů, které v posledních několika letech růst mezd v některých zemích tlumily. Tempo růstu náhrady na

zaměstnance by se mělo v horizontu projekcí znatelně zvýšit a v roce 2020 dosáhnout úrovně 2,7 %. Růst jednotkových mzdových nákladů by měl posilovat v souladu s odměnami na zaměstnance, a to v důsledku poměrně slabého tempa růstu produktivity v horizontu projekcí. Hlavním faktorem oživení růstu mezd je očekávané další zlepšování podmínek na trzích práce v eurozóně – s rostoucím napětím na těchto trzích a významnými omezeními na straně nabídky pracovních sil v některých částech eurozóny. Příznivé podmínky na trzích práce se již projeví oživením růstu sjednaných mezd. V zemích eurozóny, ve kterých procesy tvorby mezd zahrnují prvky retrospektivní indexace, lze také očekávat, že posilování tempa růstu mezd bude podpořeno značným růstem celkové inflace, který byl zaznamenán v poslední době. Také efekty tlumící mzdy vyplývající z faktorů souvisejících s krizí, například potřeba mírnit růst mezd s cílem obnovit v některých zemích cenovou konkurenceschopnost a odkládané omezení růstu mezd související se svazující nepružností nominálních mezd směrem dolů během krize, by měly s pokračováním hospodářského růstu a jeho rozšířením i do ostatních zemí eurozóny postupně odeznít. Dále se očekává, že některá vládní opatření, která omezila růst mezd v minulosti, budou hrát menší úlohu.

Ziskové marže by v horizontu projekcí neměly vyvinout dodatečné inflační tlaky. Posilování tempa růstu jednotkových mzdových nákladů a zvyšování jednotkových čistých nepřímých daní by měly být hlavním zdrojem rostoucích inflačních tlaků, jak je měří deflátor HDP. Tempo růstu ziskových marží by mělo být mírné, zejména ke konci horizontu projekcí, což bude odrážet slabě klesající dynamiku růstu hospodářské aktivity.

Vnější cenové tlaky by měly zůstat kladné, ale v horizontu projekcí by měly zmírnit. Sestupná tendence deflátoru dovozu začínající příští rok odráží předpoklady o mírně klesajících cenách ropy, které omezí dopad rostoucích cen neropných komodit a postupně rostoucích celosvětových cenových tlaků souvisejících se snižujícím se objemem nevyužitých kapacit ve světě.

Inflace měřená HICP je oproti projekcím z června 2018 beze změny. Inflace měřená HICP bez započtení potravin a energií byla pro léta 2019 a 2020 revidována mírně směrem dolů, a to v souladu s poněkud slabším výhledem ekonomického růstu. Tyto revize jsou kompenzovány revizí růstu cen energií měřených HICP směrem nahoru v důsledku vyšších cen elektřiny a plynu v některých zemích v roce 2018 a předpoklady cen ropy v eurech, které nedosahují tak prudkého sestupného vývoje jako v předchozích projekcích.

3 Fiskální výhled

Projekce předpokládají, že v roce 2018 bude nastavení fiskální politiky v eurozóně celkově neutrální, v roce 2019 mírně expanzivní a v roce 2020 opět celkově neutrální. Nastavení fiskální politiky se měří změnou cyklicky očištěného primárního salda bez státní podpory finančního sektoru. Nenároková opatření v roce 2018 jsou expanzivní, a to v důsledku příspěvků na sociální zabezpečení a daní z příjmu právnických osob a částečně také díky dynamičtějším růstu veřejných výdajů. Stimul z těchto nenárokových opatření je však do značné míry kompenzován silným růstem příjmů z přímých daní. Pokud jde o rok 2019, k expanzivní fiskální politice přispěje hlavní měrou snížení přímých daní a vyšší veřejné výdaje v jedné zemi eurozóny, což částečně kompenzuje konsolidace v jiné zemi eurozóny. Co se týče roku 2020, další snižování přímých daní a příspěvků na sociální zabezpečení je částečně kompenzováno mírnějším růstem transferů a dotací a také vládní spotřeby.

Poměry schodku veřejných financí i zadluženosti k HDP by měly v horizontu projekcí klesat. Fiskální projekce předpokládá v horizontu projekcí snižování schodku veřejných financí, a to především díky zlepšení cyklické složky a poklesu úrokových plateb, a to v důsledku nahrazování starých, nákladných dluhů novými dluhy při nižších úrokových sazbách. Tento vývoj je částečně kompenzován zhoršováním cyklicky očištěného primárního salda. Sestupnou tendenci poměru dluhu k HDP podporují kladná primární salda a příznivý diferenciál mezi úrokovou sazbou a tempem růstu⁴. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z června 2018 výhled schodku víceméně beze změny, zatímco poměr dluhu k HDP byl pro rok 2020 revidován mírně směrem nahoru především v důsledku méně příznivého diferenciálu mezi úrokovou sazbou a tempem růstu.

Box 3

Citlivostní analýzy

Projekce z velké míry vycházejí z metodických předpokladů o vývoji určitých klíčových proměnných. Vzhledem k tomu, že některé z těchto proměnných mohou mít na projekce pro eurozónu velký dopad, může zkoumání citlivosti projekcí s ohledem na alternativní vývoje 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 na ropu, očekávají trend mírného poklesu cen ropy a cenu barelu ropy Brent v roce 2020 na úrovni 69 USD. Tento vývoj odpovídá pokračujícímu růstu světové poptávky po ropě. Co se týče faktorů na straně nabídky, futures na ceny ropy pravděpodobně odrážejí také tlumící efekty na ceny ropy vyplývající z toho, že organizace OPEC uvolnila politiku snížení

⁴ Diferenciál se počítá jako rozdíl mezi nominální efektivní úrokovou sazbou z dluhu a tempem růstu nominálního HDP.

dodávek ropy, což může převážit o něco slabší očekávání produkce ropy v USA (v důsledku překážek v oblasti dopravy) v krátkodobém horizontu a obavy, že se po amerických sankcích sníží dodávky z Íránu. Kombinace alternativních modelů používaných pracovníky ECB⁵ při přípravě predikcí cen ropy během horizontu projekcí ukazuje na vyšší ceny ropy, než jsou ceny obsažené v metodických předpokladech. Naplnění alternativního vývoje cen ropy odvozeného od těchto modelů, v němž jsou ceny ropy do roku 2020 o 4,7% vyšší než v základním scénáři, by nepatrně tlumilo růst reálného HDP (o méně než 0,1 procentního bodu v letech 2019 a 2020), přičemž by s sebou neslo mírně rychlejší růst inflace měřené HICP (o 0,1 procentního bodu v roce 2020).

2) Alternativní vývoj směnného kurzu

Tato citlivostní analýza se zabývá vlivy posilování směnného kurzu eura. Jeden ze zdrojů rizika posilování vychází ze silnějšího než očekávaného hospodářského oživení v eurozóně vedoucího k proinflačním tlakům. Tento scénář je konzistentní s rozdělením na základě rizikově neutrálních hustot pravděpodobnosti odvozených z opcí pro směnný kurz USD/EUR ke dni 21. srpna 2018, který je výrazně vychýlen k posílení eura. 75. percentil rozdělení předpokládá posilování eura vůči americkému dolaru až na kurz 1,33 USD/EUR v roce 2020, což je hodnota o 16,5 % vyšší než předpoklad základní projekce pro uvedený rok. Příslušný předpoklad ohledně nominálního efektivního směnného kurzu eura odráží obvyklé tendence minulého vývoje, přičemž změny kurzu USD/EUR odpovídají změnám efektivního směnného kurzu s elasticitou těsně nad jednu polovinu. V tomto scénáři naznačuje průměr výsledků řady makroekonomických modelů pracovníků ECB tempo růstu reálného HDP nižší o 0,4 procentního bodu pro rok 2019 a o 0,5 procentního bodu pro rok 2020. Inflace měřená HICP by byla v roce 2019 nižší o 0,5 procentního bodu a v roce 2020 nižší o 0,6 procentního bodu.

Box 4

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 pracovníků ECB či 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).

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

⁵ Viz kombinace čtyř modelů představená v článku „Forecasting the price of oil“, *Economic Bulletin*, č. 4, ECB, 2015.

Srovnání prognóz růstu reálného HDP a inflace měřené HICP v eurozóně

(procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP			Inflace měřená HICP		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projekce pracovníků ECB	září 2018	2,0 [1,8–2,2]	1,8 [1,0–2,6]	1,7 [0,6–2,8]	1,7 [1,6–1,8]	1,7 [1,1–2,3]	1,7 [0,9–2,5]
Evropská komise	červenec 2018	2,1	2,0	–	1,7	1,7	–
OECD	květen 2018	2,2	2,1	–	1,6	1,8	–
Šetření Euro Zone Barometer	srpen 2018	2,1	1,8	1,6	1,7	1,6	1,7
Prognózy Consensus Economics	srpen 2018	2,1	1,8	1,3	1,7	1,6	1,6
Výběrové šetření mezi prognostiky	červenec 2018	2,2	1,9	1,6	1,7	1,7	1,7
MMF	červenec/duben 2018	2,2	1,9	1,7	1,5	1,6	1,8

Zdroje: Prozatímní evropská ekonomická prognóza Evropské komise, léto 2018; IMF World Economic Outlook, aktualizace z července 2018 (v případě reálného HDP); IMF World Economic Outlook, duben 2018 (v případě HICP); OECD Economic Outlook, květen 2018; prognózy Consensus Economics, srpen 2018; údaj pro Consensus Economics pro rok 2020 je převzat ze šetření v publikaci Trends in Productivity and Wages ze srpna 2018 a údaj pro inflaci měřenou HICP pro rok 2020 je převzat z dlouhodobého prognostického šetření z července 2018; MJEconomics pro Euro Zone Barometer, srpen 2018; a Výběrové šetření ECB mezi prognostiky, červenec 2018.

Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu a pracovníků ECB i 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, 2018

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-18-002-CS-N (pdf)