



Červen 2017

Makroekonomické projekce pro eurozónu sestavené odborníky Eurosystemu¹

Očekává se, že hospodářské oživení v eurozóně bude pokračovat rychlejším tempem, než se předpokládalo. Reálný HDP by měl v horizontu projekcí růst tempem zhruba 1,8 % ročně. Očekávané hospodářské oživení ve světě bude podporovat vývoz z eurozóny, přičemž velmi akomodační nastavení měnové politiky, dosavadní pokrok dosažený v procesu snižování zadluženosti v jednotlivých sektorech a pokračující zlepšování na trhu práce by měly v horizontu projekcí zachovat domácí poptávku.

Inflace měřená HICP by měla mít profil ve tvaru písmene V a v roce 2019 dosáhnout úrovně 1,6 %. I když značný dopad na růst cen energií měřený HICP zaznamenaný v roce 2017 v letech 2018 a 2019 poklesne, inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin se zužováním mezery výstupu postupně poroste.

1

Reálná ekonomika

Po výrazném růstu v prvním čtvrtletí roku 2017 naznačují příznivé krátkodobé ukazatele pokračující silnou dynamiku i v dalším období. Podmínky na trhu práce se během posledních měsíců nadále zlepšovaly, přičemž růst pracovní síly v některých zemích eurozóny uvolnil překážky pro růst zaměstnanosti a nezaměstnanost ve většině zemí eurozóny poklesla. Důvěra podniků a spotřebitelů se v posledních měsících zlepšovala ve více sektorech i zemích z již zvýšené úrovně a ukazovala tak na pokračující silný růst v blízké budoucnosti.

V horizontu projekcí by měl reálný HDP vzrůst v roce 2017 o 1,9 %, v roce 2018 o 1,8 % a v roce 2019 o 1,7 %. Domácí poptávku by v horizontu projekcí měla nadále podporovat řada příznivých faktorů. Do ekonomiky se nadále promítá velmi akomodační nastavení měnové politiky ECB a tržní očekávání budoucích úrokových

¹ Tyto makroekonomické projekce sestavené odborníky Eurosystemu 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 16. května 2017 (viz box 1). Datum uzávěrky pro použití dalších informací pro tyto projekce bylo 23. května 2017.

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.

sazeb zohledněná v metodických předpokladech této projekce zůstávají v horizontu projekcí na nízké úrovni. Poskytování bankovních úvěrů nefinančním podnikům nadále ožívuje. Podporují je nízké úrokové sazby, rostoucí poptávka po úvěrech a příznivé podmínky pro poskytování úvěrů. Další zlepšování podmínek na trhu práce a menší potřeba snižovat zadluženost podporují také domácí poptávku. V horizontu projekcí by mělo posilovat také celosvětové hospodářské oživení a podporovat tak vývoz z eurozóny.

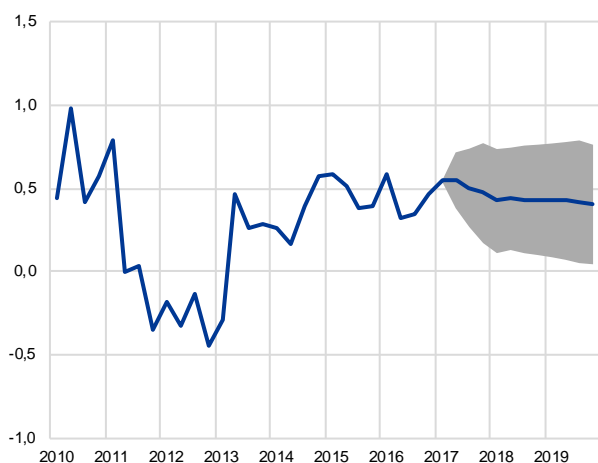
Graf 1

Makroekonomické projekce¹⁾

(čtvrtletní údaje)

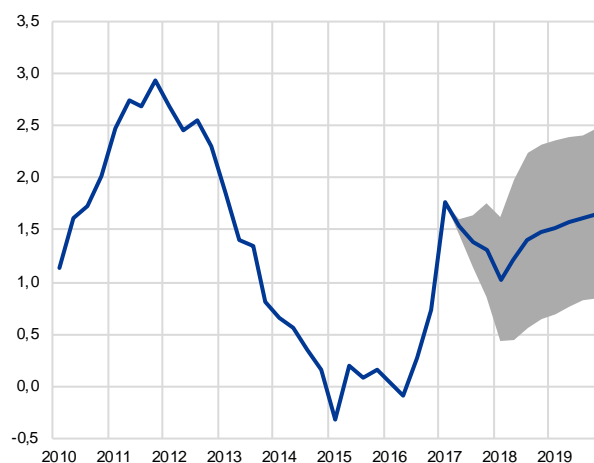
Reálný HDP v eurozóně²⁾

(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 měla nadále oživovat, byť s poněkud slabší dynamikou než v roce 2016. V posledních měsících se v důsledku zlepšujících se celkových ekonomických očekávání a příznivějších individuálních finančních očekávání dále zlepšila spotřebitelská důvěra napříč zeměmi na úroveň přesahující dlouhodobé průměry. Výhled pro blízké období v případě soukromé spotřeby je podporován také nedávným pokračujícím zlepšováním podmínek na trhu práce.

Růst nominálního disponibilního důchodu by měl v horizontu projekcí postupně posilovat, i když reálnou kupní sílu domácností bude tlumit vyšší inflace. Podíl hrubých mezd a platů na růstu nominálního disponibilního důchodu by se měl podle předpokladů v horizontu projekcí zvýšit. Podporovat by jej měl pokračující růst zaměstnanosti a stoupající nárůst náhrady na zaměstnance. Růst reálného disponibilního důchodu by měl v roce 2017 výrazně poklesnout a odražet tak především očekávaný růst cen energií a následně by měl postupně oživovat.

Zlepšování úvěrových podmínek bank podporovaných měnověpolitickými opatřeními ECB by mělo podpořit růst soukromé spotřeby. I když nízké úrokové sazby měly dopad jak na úrokové výnosy, tak na úrokové platby soukromých

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 dále podporovat celkovou soukromou spotřebu. Růst spotřeby by měl být navíc také podpořen pokrokem dosaženým v procesu snižování zadluženosti.

Míra úspor by měla po odeznění svého růstu souvisejícího s cenou ropy zůstat v horizontu projekcí víceméně beze změny. Tato celková stabilita zastírá napříč zeměmi eurozóny protichůdné faktory. Tlaky na pokles vycházejí z klesající nezaměstnanosti, 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. Celkově by meziroční růst soukromé spotřeby měl podle projekcí klesnout z 1,9 % v roce 2016 zhruba na 1,5 % v letech 2017 až 2019.

Box 1

Metodické předpoklady o úrokových sazbách, směnných kurzech a cenách komodit

V porovnání s projekcemi z března 2017 zahrnují metodické předpoklady výrazně nižší ceny ropy v amerických dolarech, posílení efektivního směnného kurzu eura a nižší dlouhodobé úrokové sazby. Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzávěrku údajů 16. května 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 -0,2 % a v roce 2019 na 0,0 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 1,2 % v roce 2017, 1,5 % v roce 2018 a 1,8 % v roce 2019.² V porovnání s projekcemi z března 2017 zůstávají tržní očekávání krátkodobých úrokových sazeb víceméně beze změny, zatímco očekávání dlouhodobých sazeb byla zrevidována o 10–20 bazických bodů směrem dolů.

Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures (průměr za dvoutýdenní období končící ke dni uzávěrky 16. května) se očekává, že cena barelu ropy Brent vzroste z úrovně 44,0 USD v roce 2016 na 51,6 USD v roce 2017 a že zhruba na této úrovni zůstane i v letech 2018 a 2019. Z tohoto vývoje vyplývá, že v porovnání s projekcemi z března 2017 jsou ceny ropy v amerických dolarech v roce 2017 nižší o 8,6 %, v roce 2018 o 9,1 % a v roce 2019 o 7,9 %. Očekává se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech porostou v roce 2017 výrazně a poté o něco mírněji.³

Předpokládá se, že bilaterální směnné kurzy zůstanou v horizontu projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 16. května. To by

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 druhého čtvrtletí roku 2018 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

znamenal, že průměrný směnný kurz eura bude v roce 2017 na úrovni 1,08 USD za euro a v letech 2018 a 2019 na úrovni 1,09 USD za euro v porovnání s 1,07 USD za euro podle projekcí z března 2017. Efektivní směnný kurz eura (vůči 38 obchodním partnerům) je v roce 2017 vyšší o 0,6 % a v letech 2018 a 2019 vyšší zhruba o 1,0 %, než byl předpoklad v projekcích z března 2017.

Metodické předpoklady

	červen 2017				březen 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Tříměsíční sazba EURIBOR (v % p.a.)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v % p.a.)	0,8	1,2	1,5	1,8	0,8	1,3	1,6	1,9
Cena ropy (v USD za barel)	44,0	51,6	51,4	51,5	44,0	56,4	56,5	55,9
Ceny neenergetických komodit v USD (procentní změny za rok)	-3,9	6,4	2,0	4,5	-3,9	13,2	3,5	4,6
Směnný kurz USD/EUR	1,11	1,08	1,09	1,09	1,11	1,07	1,07	1,07
Nominální efektivní směnný kurz eura (EER38) (procentní změny za rok)	3,7	-0,4	0,3	0,0	3,7	-1,0	0,0	0,0

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

Investice do bydlení, podporované výrazným růstem disponibilního důchodu a příznivými podmínkami financování, v roce 2016 značně oživily. Základní podmínky pro další oživení investic do bytových nemovitostí přetrvávají. Důkazem příznivého výhledu pro investice do rezidenčních nemovitostí je rostoucí počet stavebních povolení a zvyšující se poptávka po úvěrech na nákup rezidenčních nemovitostí v souvislosti s lepšími podmínkami bankovních úvěrů. Příznivé vyhlídky příjmů a finanční podmínky nadále podporují probíhající růstový trend na trzích s bydlením. Nicméně se očekává, že růst investic do rezidenčních nemovitostí určitou dynamiku v horizontu projekcí ztratí a bude tak odrážet slábnoucí dopad fiskálních pobídek v některých zemích a nepříznivé demografické trendy, u nichž se očekává, že si vyberou svou daň.

Podnikatelské investice by se měly vyvíjet v souladu s cyklickým oživením.

S posilováním vnější poptávky a účinkem fiskálních opatření v některých zemích by měly podnikatelské investice dále oživovat. Toto oživení by mělo být podpořeno několika faktory: důvěra podnikatelského sektoru se nadále zlepšuje v souvislosti s velmi příznivými očekáváními v oblasti výroby, zvyšujícím se objemem zakázek a obratem v očekávaných prodejních cen; využívání kapacit počátkem roku 2017 nadále překračovalo své průměrné předkrizové úrovně; podmínky financování by měly v horizontu projekcí zpřísnit jen mírně a zůstat velmi podpůrné; je zapotřebí modernizovat kapitálový fond po několika letech utlumených investic a předpokládá se, že se zvýší ziskové přírůstky v souvislosti se sektorem nefinančních podniků již tak vykazujícím nadbytek hotovosti. Silné oživení cen akcií v posledních několika letech a mírný růst financování z cizích zdrojů navíc poslaly pákový poměr (dluh k celkovým aktivům) v sektoru nefinančních podniků na historická minima. Očekává se však, že výhled podnikatelských investic bude zatěžovat několik faktorů. K nim

patří očekávání slabšího růstu potenciálního produktu než v minulosti a omezení zprostředkovatelské kapacity bank v některých zemích.

Box 2

Mezinárodní prostředí

Růst světové hospodářské aktivity by měl nadále oživovat. Růst světového HDP v prvním čtvrtletí roku 2017 poklesl, ale ukazatele důvěry a výsledky průzkumů ukazují na oživení v dalších měsících. Finanční podmínky v rozvinutých ekonomikách nadále podporují aktivitu, a to i díky akomodačním měnovým politikám v rozvinutých ekonomikách a očekáváním fiskálního stimulu ve Spojených státech. Po výsledku voleb ve Spojených státech koncem roku 2016 oživily také finanční trhy v rozvíjejících se tržních ekonomikách. 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. Pokud jde o rozvíjející se tržní ekonomiky, růst by měl zůstat odolný v zemích dovážejících komodity, jako jsou Indie a Čína, zatímco v případě vývozců komodit se očekává, že růst po hlubokých recesích dosáhne svého dna. Světová hospodářská aktivita (bez eurozóny) by měla podle očekávání posílit o 3,5 % v roce 2017 a o 3,8 % v letech 2018 a 2019; v porovnání s předchozími projekcemi tak zůstává prakticky beze změny.

Mezinárodní prostředí

(procentní změny za rok)

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

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

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

Po významném posilování v posledních měsících by měl světový obchod v horizontu projekcí postupně expandovat. Podle předpokladů bude světový obchod expandovat v souladu s oživením globální hospodářské aktivity ve střednědobém horizontu. V porovnání s projekcemi z března 2017 byla zahraniční poptávka eurozóny revidována v roce 2017 směrem vzhůru a odráží tak výraznější než očekávané nedávné údaje.

Vývoz mimo eurozónu bude podle předpokladů podporován oživením světové poptávky. Podle odhadů získala zahraniční poptávka eurozóny ve druhé polovině roku 2016 a počátkem roku 2017 na dynamice v důsledku vyšší poptávky po dovozu jak ve vyspělých ekonomikách (především ve Spojených státech a v Japonsku), tak v rozvíjejících se ekonomikách (zejména v Číně, Rusku a v Brazílii). Pokud jde o další vývoj, poptávka po dovozu by měla růst jak ve vyspělých, tak v rozvíjejících se tržních ekonomikách, přičemž v Británii zůstane utlumená. Vývoz mimo eurozónu by měl v horizontu projekcí těžit z rostoucí zahraniční poptávky. Dovoz mimo eurozónu poroste podle očekávání rychleji než vývoz mimo eurozónu, a to v souladu s historickou elasticitou na celkovou poptávku. Přebytek na běžném účtu eurozóny

by měl v horizontu projekcí mírně klesat, částečně v důsledku odeznění dřívějších vlivů obchodních podmínek souvisejících s cenami ropy.

Očekává se, že se mezera výstupu v horizontu projekcí zúží. Růst potenciálního produktu by se měl v horizontu projekcí pohybovat mírně nad 1 %, a měl by tak jednoznačně zůstat pod úrovní předpokládaného skutečného růstu reálného HDP ve výši asi 1,8 %. Utlumená dynamika potenciálního produktu odráží především poměrně nízký příspěvek kapitálu po delším období historicky nízkých investic. Příspěvek pracovního trhu by se měl zvýšit a odrážet tak rostoucí podíl populace v produktivním věku v důsledku strukturálních reforem v minulosti. Příspěvek pracovního trhu však zůstane v důsledku stárnoucí populace o něco nižší než jeho předkrizový průměr. Příspěvek souhrnné produktivity výrobních faktorů by měl být pouze mírně nižší než před krizí.

Podmínky na trzích práce v eurozóně by se měly v horizontu projekcí nadále zlepšovat. Zaměstnanost by měla v horizontu projekcí pokračovat v růstu. Postupně však bude ztrácet na dynamice. V krátkodobém horizontu se zde projevuje hlavně odeznívání některých příznivých přechodných faktorů, které mají vliv na růst zaměstnanosti. Ve zbývající části horizontu projekcí bude v některých zemích podle předpokladů představovat čím dál tím větší omezení nedostatek nabídky kvalifikovaných pracovních sil, což utlumí růst zaměstnanosti a povede ke zvýšení počtu odpracovaných hodin na zaměstnance. Tento vývoj zaměstnanosti naznačuje oživení růstu produktivity práce a odráží tak větší využívání kapitálu i pracovních sil v kontextu zužující se mezery výstupu. Míra nezaměstnanosti by měla v roce 2019 poklesnout na 8,3 %, ale zůstat nad svou předkrizovou úrovní (7,5 % v roce 2007).

V porovnání s projekcemi z března 2017 byl růst reálného HDP revidován směrem vzhůru. Velmi příznivý sentiment podniků i spotřebitelů společně se silnější zahraniční poptávkou naznačuje o něco výraznější růst v blízkém období, než se předpokládalo. V delší perspektivě jsou růstové vlivy v důsledku nižších cen ropy, nižších dlouhodobých úrokových sazeb a vyšších cen akcií i výraznější veřejné spotřeby a veřejných investic pouze částečně tlumeny vlivy posílení směnného kurzu eura.

2 Ceny a náklady

Inflace měřená HICP by v roce 2017 měla dosáhnout průměrné úrovně 1,5 %. Poté by měla v roce 2018 klesnout na 1,3 % a v roce 2019 vzrůst na 1,6 %. Za křivkou celkové inflace ve tvaru písmene V v horizontu projekcí stojí hlavně odlišný vývoj cen energií v rámci HICP a HICP bez započtení energií a potravin. Růst cen energií měřený HICP by měl v roce 2017 v porovnání s rokem 2016 výrazně nabývat na intenzitě a poté by se měl vyvíjet mírněji; důvodem je nedávné zvýšení cen ropy a poměrně plochý profil křivky futures na ropu v budoucnu. Kladný příspěvek růstu cen energií měřeného HICP k celkové inflaci, který by měl v roce 2017 činit 0,4 procentního bodu, by se měl v příštích dvou letech podstatně snížit.

Inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin by v horizontu projekcí měla postupně oživovat. Hlavním důvodem předpokládaného posílení inflace

měřené HICP bez započtení energií a potravin jsou jednotkové mzdové náklady rostoucí s postupem a upevněním oživení. Jednou z příčin je očekávaný pokles stagnace na trhu práce, který by měl tlačit na růst mezd. Kromě toho by měly postupně odeznívat faktory, které v posledních letech růst mezd tlumily, například potřeba některých zemí stát se opět cenově konkurenceschopnými, a tato skutečnost by měla dále podpořit očekávané oživení tempa růstu náhrad na zaměstnance. Růst jednotkových mzdových nákladů by se měl v horizontu projekcí zvyšovat o něco méně než růst mezd. K těmto tlakům na zvýšení nákladů by měl také nepřímo mírně přispět vzestup cen ropy pozorovaný od počátku roku 2016, a to prostřednictvím vyšších výrobních nákladů a jejich dopadů na nominální mzdy vzhledem k obvyklému zpoždění vlivu opatření.

Spotřebitelské ceny v eurozóně by v horizontu projekcí již neměly být tlumeny vnějšími cenovými tlaky. Po čtyřech letech poklesu dovozních cen by se jejich meziroční tempo růstu mělo v roce 2017 dostat do kladných čísel. Důvodem tohoto obratu je hlavně vzestup cen ropy a neenergetických komodit od roku 2016. Následné uvolnění tempa růstu dovozních cen je rovněž odrazem mírnějšího vývoje cen komodit. Mimo ceny komodit by se globální inflační tlaky měly podle obecnějších předpokladů postupně zvyšovat. Světové výrobní náklady by s uzavíráním mezery výstupu ve světě měly postupně růst. Globální cenové tlaky však budou utlumeny stále vysokou úrovní volné kapacity ve světě a intenzivní konkurencí ze strany nízkonákladových zemí.

Zlepšující se podmínky na trhu práce jsou vnímány jako hlavní zdroj rostoucích domácích nákladových tlaků v nadcházejících letech. Tempo růstu náhrady na zaměstnance by se mělo v roce 2019 zvýšit na 2,4 % oproti 1,7 % v roce 2017. Za významné příčiny 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 promítne do vyššího růstu nominálních mezd v zemích eurozóny, kde procesy tvorby mezd zahrnují retrospektivní cenové prvky. Tento účinek by však mohl mít větší význam až od roku 2018, neboť pokud jde o rok 2017, je většina mzdových vyjednávání v několika zemích již uzavřena. Přesto může být tento vliv slabý, jelikož se omezuje na země, kde je (implicitní) indexace mezd spojena s celkovou inflací. Dále jej omezuje skutečnost, že řada zemí zredukovala stupeň indexace mezd v posledních letech na inflaci. K určitému dalšímu zintenzivnění růstu mezd by mělo dojít díky očekávanému posílení růstu produktivity v horizontu projekcí. Kromě toho by v horizontu projekcí měla ustoupit řada tlumících faktorů, které mají na růst mezd vliv. K nim patří například zadržování růstu mezd vzhledem ke svazující nepružnosti nominálních mezd směrem dolů během krize. Dále by měla skončit opatření ke snížení příspěvků na sociální zabezpečení a ke zmírnění růstu mezd ve veřejném sektoru v některých zemích.

Očekává se, že ziskové marže by měly v horizontu projekcí růst mírně výraznějším tempem než v poslední době. Jelikož tlumící účinek nedávného růstu cen ropy na ziskové marže odeznívá, měly by se ziskové marže zvyšovat mírně rychleji než v posledních čtvrtletích a využívat pokračujícího hospodářského oživení. Zvyšování ziskových marží však bude v horizontu projekcí pravděpodobně poněkud

utlumeno očekávaným vzestupem růstu jednotkových mzdových nákladů a globálních tlaků na konkurenceschopnost.

V porovnání s projekcemi z března 2017 byl výhled inflace měřené HICP upraven mírně dolů. Nižší ceny ropy, než předpokládaly projekce v březnu 2017, přinesly úpravu růstu cen energií měřeného HICP pro roky 2017 a 2018 směrem dolů. Obdobně byly pro celé období projekcí upraveny směrem dolů projekce cen potravin. Dále byla směrem dolů upravena inflace měřená HICP na roky 2018 a 2019 bez započtení energií a potravin. Tato úprava směrem dolů částečně odráží nepřímé účinky nižších cen ropy a mírně silnější směnný kurz eura, ale také výhledově menší základní nákladové a cenové tlaky v různých ekonomikách eurozóny.

3 Fiskální výhled

Nastavení fiskální politiky by mělo být v letech 2017–2019 víceméně neutrální. Nastavení fiskální politiky se měří změnou cyklicky očištěného primárního salda bez státní podpory finančního sektoru. Dopad nediskrečních faktorů i diskrečních opatření se pro celý horizont projekcí odhaduje jako neutrální.

V horizontu projekcí by poměry rozpočtového schodku a zadluženosti veřejných financí měly klesat. Důvodem zlepšení rozpočtového salda je další pokles úrokových plateb v horizontu projekcí a zlepšení cyklické složky, neboť tyto dva faktory více než vykompenzovaly mírné zhoršení cyklicky očištěného primárního salda. Příčinou postupného snižování vládního dluhu v horizontu projekcí je příznivý diferenciál úrokových sazeb a tempa růstu⁴ a předpokládané primární přebytky.

V porovnání s projekcemi zveřejněnými v březnu 2017 je výhled pro rozpočtový deficit a ukazatele zadluženosti víceméně bez úprav.

⁴ Diferenciál 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 %)

	červen 2017				březen 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Reálný HDP	1,7	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,6
		[1,6–2,2] ²⁾	[0,8–2,8] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾		[1,5–2,1] ²⁾	[0,7–2,7] ²⁾	[0,5–2,7] ²⁾
Soukromá spotřeba	1,9	1,5	1,6	1,4	1,9	1,4	1,4	1,4
Vládní spotřeba	1,8	1,2	1,2	1,1	2,0	1,1	1,0	1,1
Hrubá tvorba fixního kapitálu	3,6	3,7	3,4	3,0	2,5	2,8	3,2	2,8
Vývoz ³⁾	2,8	4,8	4,3	4,1	2,9	4,3	4,1	4,0
Dovoz ³⁾	4,0	5,2	4,6	4,3	3,5	4,6	4,4	4,2
Zaměstnanost	1,4	1,4	1,0	0,9	1,3	1,0	1,0	0,8
Míra nezaměstnanosti (v % pracovní síly)	10,0	9,4	8,8	8,3	10,0	9,4	8,9	8,4
HICP	0,2	1,5	1,3	1,6	0,2	1,7	1,6	1,7
		[1,4–1,6] ²⁾	[0,6–2,0] ²⁾	[0,7–2,5] ²⁾		[1,4–2,0] ²⁾	[0,9–2,3] ²⁾	[0,8–2,6] ²⁾
HICP bez započtení energií	0,9	1,2	1,4	1,6	0,9	1,2	1,6	1,8
HICP bez započtení energií a potravin	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,1	1,5	1,8
HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní ⁴⁾	0,8	1,1	1,4	1,7	0,8	1,1	1,5	1,8
Jednotkové mzdové náklady	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,6
Náhrada na zaměstnance	1,3	1,7	2,1	2,4	1,3	1,8	2,1	2,4
Produktivita práce	0,3	0,5	0,8	0,9	0,4	0,7	0,7	0,8
Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP) ⁵⁾	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1
Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)	89,2	87,9	86,4	84,7	89,3	88,0	86,4	84,5
Saldo běžného účtu (v % HDP)	3,4	2,8	2,8	2,9	3,4	3,1	3,2	3,3

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 3

Citlivostní analýza

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 na alternativní vývoj těchto základních předpokladů pomoci analyzovat rizika spojená s projekcemi. 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 poměrně plochý profil cen ropy s cenou barelu ropy Brent dosahující do konce roku 2019 úroveň kolem 51,5 USD. Tento vývoj odpovídá mírnému oživení světové poptávky po ropě, což je scénář spojený s rozbíhajícím se světovým hospodářským oživením. Nedávné prodloužení dohody Organizace zemí vyvážejících ropu (OPEC) zatím nevedlo k nárůstu křivky futures na ropu, a to pravděpodobně v důsledku úrovně zásob ropy, která se blíží svému rekordnímu maximu, možného zvýšení těžby břidlicové ropy a obav, že by se někteří největší producenti ropy mohli od dohody odchýlit. Kombinace alternativních modelů používaných odborníky Eurosystemu⁵ při přípravě predikcí cen ropy během horizontu projekcí v současné době naznačuje vyšší ceny ropy než ceny obsažené v metodických předpokladech. Naplnění alternativního vývoje, v němž by ceny ropy byly do roku 2019 o 7,2 % vyšší než v základním scénáři, by marginálně tlumilo růst reálného HDP, přičemž by s sebou neslo rychlejší růst inflace měřené HICP (o 0,1 procentního bodu v roce 2018 a o 0,2 procentního bodu v roce 2019).

2) Alternativní vývoj směnného kurzu

Tato citlivostní analýza se pro názornost zabývá dopadem slabšího směnného kurzu eura oproti základní projekci. Rizika oslabení kurzu vyplývají především ze silnější než v současnosti očekávané divergence nastavení měnové politiky na obou březích Atlantiku. Další tlak na snížení hodnoty eura by mohl být způsoben především rychlejším růstem sazby z federálních fondů ve Spojených státech, než se očekává. Tento vývoj může být odrazem zejména vzrůstajících inflačních očekávání ve Spojených státech v prostředí expanzivní fiskální politiky a napětí na trhu práce, jakmile poleví nejistota spojená s politikou nové americké administrativy. Alternativní vývoj směnného kurzu eura je založen na 25. percentilu rozdělení na základě rizikově neutrálních hustot pravděpodobnosti odvozených z opcí pro směnný kurz USD/EUR ke dni 16. května 2017. Tento vývoj předpokládá postupné oslabování eura vůči americkému dolaru až na kurz 1,06 USD/EUR v roce 2019, což je hodnota zhruba o 3 % nižší 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 klesající divergence efektivního směnného kurzu eura od základní projekce až na hodnotu, která je 1,8 % pod úroveň základní projekce na rok 2019. V rámci tohoto scénáře by inflace měřená HICP a růst

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

HDP měly být podle průměrných výsledků získaných z řady makroekonomických modelů pracovníků ECB v roce 2018 vyšší o 0,1 a v roce 2019 o 0,2 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 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 nspecifikované) metodiky. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očištění 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 odborníků Eurosystemu (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 odborníků Eurosystemu	červen 2017	1,9 [1,6–2,2]	1,8 [0,8–2,8]	1,7 [0,6–2,8]	1,5 [1,4–1,6]	1,3 [0,6–2,0]	1,6 [0,7–2,5]
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	květen 2017	1,8	1,7	1,5	1,7	1,5	1,7
Prognózy Consensus Economics	květen 2017	1,7	1,6	1,4	1,6	1,4	1,7
Výběrové šetření mezi prognostiky	duben 2017	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,7
MMF	duben 2017	1,7	1,6	1,6	1,7	1,5	1,6

Zdroje: Evropská hospodářská prognóza Evropské komise, jaro 2017; *World Economic Outlook*, MMF, duben 2017; *OECD Economic Outlook*, červen 2017; prognózy Consensus Economics, květen 2017; MJEconomics pro šetření Euro Zone Barometer, květen 2017 a Výběrové šetření ECB mezi prognostiky, duben 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 2529-4636 (pdf)
Katalogové číslo EU QB-CF-17-001-CS-N (pdf)