



prosinec 2016

Makroekonomické projekce pro eurozónu sestavené odborníky Eurosystemu¹

Hospodářské oživení v eurozóně by mělo pokračovat zhruba obdobně, jak předpokládaly projekce ze září 2016. Očekávané hospodářské oživení ve světě a odolná domácí poptávka podporovaná velmi akomodačním nastavením měnové politiky, dosavadním pokrokem dosaženým v procesu snižování zadluženosti v jednotlivých sektorech a pokračujícím zlepšováním na trhu práce by měly podpořit hospodářské oživení v horizontu projekcí. Reálný HDP by měl v meziročním vyjádření růst v letech 2016 a 2017 o 1,7 % a v letech 2018 a 2019 o 1,6 %.

Inflace měřená HICP by měla výrazně vzrůst – z 0,2 % v roce 2016 na 1,3 % v roce 2017, na 1,5 % v roce 2018 a na 1,7 % v roce 2019. Podporovat by ji především v krátkodobém horizontu měl obrát v cenách ropy. Posílit inflaci měřenou HICP by v horizontu projekcí měl také růst mezd a jednotkových mzdových nákladů s tím, jak se bude postupně zužovat mezera výstupu na trhu práce.

1 Reálná ekonomika

Růst reálného HDP podporován domácí poptávkou dosáhl ve třetím čtvrtletí 2016 úrovně 0,3 %. Dostupné informace za třetí čtvrtletí naznačují, že soukromá spotřeba a tvorba fixního kapitálu kladně přispívaly k hospodářské aktivitě, přičemž vývoz vykázal menší růst než dovoz a příspěvek čistého vývozu byl tak záporný. V posledních měsících se nadále zlepšovaly podmínky na trhu práce – s růstem zaměstnanosti překvapivě na straně proinflačních rizik a větším než očekávaným poklesem nezaměstnanosti. Nadále se zlepšovala důvěra v jednotlivých sektorech a zemích, což naznačuje odolný růst v blízké budoucnosti.

V horizontu projekcí by měl reálný HDP růst v letech 2016 a 2017 o 1,7 % a v letech 2018 a 2019 o 1,6 %. Hlavním faktorem růstu reálného HDP podporovaného velmi akomodačním nastavením měnové politiky ECB by měla zůstat odolná domácí poptávka. Díky očekávanému hospodářskému oživení ve

¹ Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu slouží Radě guvernérů jako podklad pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. 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 použití dalších informací pro tyto projekce bylo 24. listopadu 2016. Stávající makroekonomické projekce pokrývají období 2016–2019. 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.

světě by měl postupně získávat na dynamice vývoz a v horizontu projekcí tak vést k postupně se zlepšujícímu příspěvku čistého vývozu.

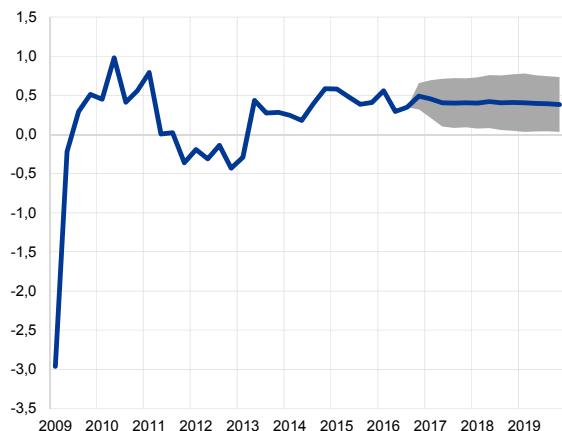
Graf 1

Makroekonomické projekce¹⁾

(čtvrtletní údaje)

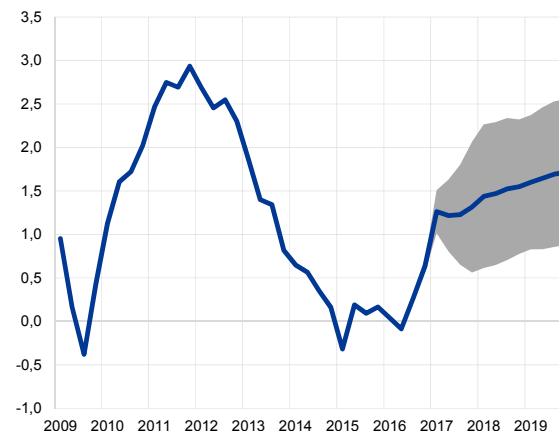
Reálný HDP v eurozóně²⁾

(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 si v horizontu projekcí měla zhruba zachovat svou dynamiku. V posledních měsících se v důsledku zlepšujících se celkových ekonomických očekávání a příznivějších individuálních finančních očekávání opět zlepšila spotřebitelská důvěra.

Střednědobý výhled růstu nominálního disponibilního důchodu zůstává příznivý. V horizontu projekcí by měl vzrůst příspěvek hrubých mezd a platů, neboť slabší růst zaměstnanosti je více než kompenzován silnějším růstem náhrady na zaměstnance. Posílit by měl růst ostatních osobních příjmů a zhruba tak odpovídat ziskovému profilu, přičemž příspěvek čistých fiskálních transferů by měl být mírně záporný. Současně by měl v roce 2017 zpomalovat růst reálného disponibilního důchodu, a to v důsledku oživení růstu spotřebitelské inflace, a následně si svou dynamiku zachovat.

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 úrokové platby domácností, mají tendenci přerozdělovat zdroje od čistých střadatelů k čistým dlužníkům. Vzhledem to tomu, že čistí dlužníci mají zpravidla vyšší marginální sklon ke spotřebě, toto přerozdělování by mělo dále podporovat celkovou soukromou spotřebu. Spotřebu by měl podporovat také pokrok dosažený při snižování zadluženosti a očekávaný růst hodnoty čistého jmění domácností odrážející další růst cen rezidenčních nemovitostí. Celkově by meziroční růst soukromé spotřeby měl podle projekcí mírně zpomalit z 1,7 % v roce 2016 na 1,5 % v letech 2017 a 2018 a na 1,4 % v roce 2019.

Míra úspor by měla do poloviny roku 2017 klesat a v dalším období zůstat beze změny. Podle odhadu rostla míra úspor od poloviny roku 2015 – nejpravděpodobněji proto, že domácnosti uspořily část neočekávaných zisků souvisejících s cenami ropy. Očekává se, že tento vliv bude dočasný a jeho odeznění by mělo naznačovat pokles míry úspor v průběhu roku 2017. Po zbytek období projekcí by pak měla míra úspor zůstat beze změny: klesající nezaměstnanost, zlepšující se úvěrové podmínky a nízké úrokové sazby by měly míru úspor v některých zemích spíše snižovat, zatímco pokračující potřeba snižovat zadluženost a procyklické vyrovnávání spotřeby by ji měly zvyšovat.

Box 1

Metodické předpoklady o úrokových sazbách, směnných kurzech a cenách komodit

V porovnání se zářijovými projekcemi zahrnují změny metodických předpokladů vyšší úrokové sazby, vyšší ceny ropy v amerických dolarech a malé oslabení efektivního směnného kurzu eura. Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzávěrku údajů 17. listopadu 2016. 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 letech 2016 a 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 0,8 % v roce 2016, 1,2 % v roce 2017, 1,5 % v roce 2018 a 1,7 % v roce 2019.² S ohledem na vývoj úrokových sazeb na forwardových trzích a postupné promítání změn tržních sazeb do sazeb z úvěrů se očekává, že souhrnné sazby z bankovních úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru v eurozóně během roku 2017 mírně vzrostou a v letech 2018 a 2019 porostou dále. Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures za použití průměrné hodnoty za dvou týdenní období končící ke dni uzávěrky 17. listopadu se očekává, že cena barelu ropy Brent klesne z úrovně 52,4 USD v roce 2015 na 43,1 USD v roce 2016 a následně vzroste na 49,3 USD v roce 2017, na 52,6 USD v roce 2018 a na 54,6 USD v roce 2019, což je v období let 2017–2018 průměrně o cca 2 USD více než podle zářijových projekcí. Očekává se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech v roce 2016 poněkud klesnou a v roce 2017 a v dalším období vzrostou.³ Dvoustranné směnné kurzy eura by měly zůstat v horizontu projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvou týdenního období končícího ke dni uzávěrky 17. listopadu. To by znamenalo, že průměrný směnný kurz eura bude v roce 2016 na úrovni 1,11 USD za euro a v letech 2017–2019 na úrovni 1,09 USD za euro v porovnání s 1,11 USD za euro podle zářijových projekcí. Efektivní směnný kurz eura (vůči 38 obchodním partnerům) je v roce 2016 o 0,2 % vyšší a v letech 2017 a 2018 o 0,4 % vyšší, než byl předpoklad v zářijových projekcích.

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 nerostných komodit se předpokládá, že ceny budou do čtvrtého čtvrtletí 2017 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

Metodické předpoklady

	prosinec 2016				září 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Tříměsíční sazba EURIBOR (v % p.a.)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,4
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v % p.a.)	0,8	1,2	1,5	1,7	0,7	0,6	0,8
Cena ropy (v USD za barel)	43,1	49,3	52,6	54,6	42,8	47,4	50,6
Ceny neenergetických komodit v USD (meziroční změna v %)	-4,0	6,6	3,8	4,5	-3,0	5,3	4,2
Směnný kurz USD/EUR	1,11	1,09	1,09	1,09	1,11	1,11	1,11
Nominální efektivní směnný kurz eura (EER38) (meziroční změna v %)	3,8	0,1	0,0	0,0	3,6	-0,1	0,0

Investice do rezidenčních nemovitostí by měly nadále růst. Předpokládané zrychlení tempa růstu nominálního disponibilního důchodu, velmi nízké sazby hypotečních úvěrů a omezený počet jiných investičních příležitostí by měly podporovat udržitelné oživení investic do rezidenčních nemovitostí. Důkazem tohoto příznivého výhledu pro investice do rezidenčních nemovitostí je také rostoucí počet stavebních povolení a zvyšující se poptávka po úvěrech na nákup rezidenčních nemovitostí v souvislosti s lepšími podmínkami bankovních úvěrů, zejména díky nižším maržím u průměrných úvěrů. Kromě toho v některých zemích nejspíše skončily korekce na trzích s bydlením a ceny rezidenčních nemovitostí začaly růst. Nicméně útlum investic do bytových nemovitostí způsobený vysokou nezaměstnaností a vysokou mírou zadlužení domácností bude podle předpokladů odeznívat pouze postupně. Růst investic do bytových nemovitostí v ostatních zemích brzdí již tak vysoká úroveň těchto investic v poměru k disponibilnímu důchodu a nepříznivý demografický vývoj.

Podnikatelské investice by podle očekávání měly vykazovat stabilní růst. Vývoj podnikatelských investic by mělo podpořit několik faktorů: důvěra podnikatelského sektoru se nadále zlepšuje v souvislosti s příznivými očekáváním v oblasti výroby, zvyšujícím se objemem zakázek a obratem v očekávaních prodejních cen; využívání kapacit je již na nejvyšší úrovni od poloviny roku 2008; podmínky financování jsou stále velmi podpůrné, přičemž je zlepšila mimořádná měnověpolitická opatření ECB; očekává se, že domácí poptávka zůstane odolná a vnější poptávka posílí; vznikla potřeba modernizovat kapitálový fond po několika letech utlumených investic a předpokládá se, že se zvýší ziskové přírážky 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 blízko historickému minimum. Oživení podnikatelských investic však budou stále tlumit deformace na trzích zboží a služeb a očekávání slabšího tempa růstu potenciálního produktu než v minulosti.

Předpokládaný vývoz mimo eurozónu v horizontu projekcí zrychlí, víceméně v souladu se zahraniční poptávkou. Zahraniční poptávka začne podle předpokladů od konce roku 2016 zrychlovat, jelikož se zvyšuje poptávka po dovozu

ve vyspělých i rozvíjejících se tržních ekonomikách (včetně Ruska a Brazílie). Výraznějšímu zvýšení zahraniční poptávky eurozóny však podle očekávání zabrání nevýrazný růst dovozu ve Velké Británii. Očekávané tempo růstu zahraniční poptávky zůstane celkově nadále výrazně pod úrovní před krizí.⁴ Vývoz mimo eurozónu bude podle předpokladů od čtvrtého čtvrtletí roku 2016 zrychlovat, víceméně souběžně s tempem zahraniční poptávky. Dovoz mimo eurozónu poroste podle očekávání mírně rychleji než vývoz mimo eurozónu v souladu s historickou elasticitou na celkovou poptávku. V horizontu projekcí lze očekávat příznivější podíl čistého vývozu na růstu reálného HDP. Přebytek běžného účtu by měl zůstat konstantní na úrovni 3,1 % HDP.

Box 2

Mezinárodní prostředí

Celosvětová hospodářská aktivita by v horizontu projekcí měla posílit. Údaje zveřejněné po předchozích projekcích toto hodnocení pro druhou polovinu roku zjevně potvrzují, neboť svědčí o poměrně stabilním růstu ve vyspělých ekonomikách a mírném zlepšení v rozvíjejících se tržních ekonomikách. Pokud jde o další vývoj, bude celosvětová hospodářská aktivita podle předpokladů dále posilovat, ačkoliv tempa před krizí nedosáhne. Výhled pro vyspělé a rozvíjející se tržní ekonomiky zůstává smíšený. Pokračující víceméně akomodační politiky a zlepšující se trhy práce podle očekávání podpoří hospodářskou aktivitu ve Spojených státech, zatímco v Japonsku zůstane tempo expanze podle předpokladů mírné a střednědobý výhled růstu britského hospodářství by měla utlumit zvýšená nejistota. Pokračující zpomalování tempa čínského růstu bude mít navíc pravděpodobně negativní vliv na hospodářský výhled dalších rozvíjejících se tržních ekonomik, zatímco postupné odeznívání hluboké recese u některých větších vývozců komodit zůstává oporou růstu světové ekonomiky, pokud jde o další vývoj.

Po oslabení pozorovaném v prvním pololetí také celosvětový obchod podle předpokladů v druhé polovině letošního roku poněkud zrychlí. Mimo eurozónu byl celosvětový dovoz v první polovině roku 2016 revidován mírně nahoru a dostupné ukazatele naznačují příznivý vývoj, pokud jde o krátkodobý výhled. Ve střednědobém horizontu využije celosvětový obchod oživení globální hospodářské aktivity a podle předpokladů posílí. Růst zahraniční poptávky eurozóny by měl podle projekcí vzrůst z úrovně 1,5 % v roce 2016 na 2,4 % v roce 2017, 3,4 % v roce 2018 a 3,6 % v roce 2019.

⁴ Viz Pracovní skupina pro obchod Výboru pro mezinárodní vztahy, „Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?“, *Occasional Paper Series* č. 178, září 2016, ECB.

Mezinárodní prostředí

(procentní změny za rok)

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

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

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

V porovnání s projekcemi ze září 2016 se výhled pro celosvětové oživení a zahraniční poptávku mírně změnil.

Záporná mezera výstupu by se měla do konce horizontu projekcí uzavřít, a odrážet tak jen mírný růst potenciálního produktu. Očekává se, že tempo růstu potenciálního produktu zůstane v horizontu projekcí nevýrazné a hluboko pod svou předkrizovou úroveň zhruba 1,7 %. Mírná dynamika potenciálního produktu odráží především poměrně nízký příspěvek kapitálu po delším období velmi slabého růstu investic. Příspěvek pracovního trhu by se měl mírně zvýšit, a odrážet tak rostoucí počet osob v produktivním věku a 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 před krizí. Jelikož skutečný růst bude podle předpokladů daleko vyšší než mírný vývoj potenciálního produktu, bude se záporná mezera výstupu stabilně zužovat a do konce horizontu projekcí se uzavře.

Podmínky na trzích práce v eurozóně by se měly v horizontu projekcí nadále zlepšovat. Očekává se, že zaměstnanost v horizontu projekcí poroste, byť pomaleji než v posledních čtvrtletích. V krátkém období se zde odráží především stabilizace v souvislosti s odezníváním efektu některých dočasných podpůrných faktorů, zatímco po zbytek horizontu projekcí zejména předpoklad, že v některých částech eurozóny bude více určující mezera v nabídce kvalifikované pracovní síly. Z tohoto vývoje zaměstnanosti vyplývá oživení růstu produktivity práce z 0,3 % v roce 2016 na 0,9 % v roce 2019, což je odrazem procyklického vývoje s větším využíváním kapitálu i práce, zvýšením počtu odpracovaných hodin na osobu a určitým nárůstem souhrnné produktivity výrobních faktorů. Míra nezaměstnanosti bude podle předpokladů klesat, byť pomalejším tempem než v nedávné minulosti, jelikož růst zaměstnanosti zpomaluje výrazněji než růst počtu pracovních sil.

V porovnání s projekcemi ze září 2016 došlo k mírné revizi růstu reálného HDP v krátkodobém horizontu a od té doby je tento růst víceméně beze změn. Lepší výhled pro blízké období je odrazem příznivějšího vývoje krátkodobých ukazatelů a nedávných pozitivních překvapení v souvislosti s trhem práce a trhem s bydlením.

Celkově by měl růst reálného HDP výrazně oživit z 0,2 % v roce 2016 na 1,3 % v roce 2017 a dále o něco více na 1,5 % v roce 2018 a na 1,7 % v roce 2019.

Ceny energií by měly představovat zhruba čtyři pětiny oživení inflace měřené HICP v letech 2016 a 2017. Odezdnívání silného tlumicího vlivu poklesu cen ropy v minulosti, který měl dopad do celkové inflace v letech 2015 a 2016, by měl v roce 2017, a zejména na jeho počátku, inflaci výrazně posílit. V dalším období naznačuje zplošťující se profil výnosové křivky futures na ceny ropy mírný pokles míry inflace této složky HICP po zbytek roku 2017 a následně zhruba stagující vývoj.

Inflace měřená HICP bez započtení cen potravin a energií by v období projekcí měla v důsledku rostoucích domácích nákladových tlaků postupně růst.

Probíhající zlepšování podmínek na trhu práce, které se odráží v pokračujícím růstu zaměstnanosti, by podle předpokladů mělo vést ke zúžení mezery výstupu na trhu práce. Očekává se, že tento vývoj přispěje ke zdatnému růstu mezd a jednotkových mzdových nákladů v roce 2019. V souladu se zužující se mezerou výstupu by měly dále růst také ziskové marže, i když zhruba stálým nebo pomalejším tempem, než bylo v nedávné době zaznamenáno. K růstu inflace měřené HICP bez započtení cen energií a potravin by mělo přispět také odeznívání tlumicího vlivu poklesu cen ropy v minulosti a jejich předpokládaný růst. Výhled inflace měřené HICP bez započtení cen energií a potravin je naopak tlumen odezníváním růstových vlivů dřívějšího oslabení směnného kurzu eura společně s tlumícími vlivy vyplývajícími z jeho následného posilování. Celkově by tedy inflace měřená HICP bez započtení cen energií a potravin měla v roce 2016 dosáhnout průměrné úrovně 0,9 % a v horizontu projekcí pak postupně růst na hodnotu 1,9 % v roce 2019. To bude dle očekávání hlavním motorem posilování inflace měřené HICP od poloviny roku 2017.

Hlavním faktorem předpokládaného posilování inflace v krátkodobém výhledu je očekávaný obrat ve vývoji dovozních cen. Po neobvykle dlouhém období nepřetržitého poklesu dovozních cen by se jejich meziroční tempo růstu mělo v roce 2017 dostat do kladných čísel. Klíčovým prvkem očekávání změny je předpokládaný růst cen komodit a zejména ropy. Výraznou roli v obratu meziročního tempa růstu deflátoru dovozu mezi rokem 2016 a rokem 2017 hrají také výrazné změny ve srovnávací základně směrem nahoru. Postupně rostoucí tlaky na růst cen neenergetických komodit ve světě, které podporuje slábnoucí globální volná kapacita, by měly přispět k rostoucím vnějším cenovým tlakům v eurozóně. I přes jejich očekávaný růst by cenové tlaky ve světě měly zůstat mírné. Tlumit by je měla stále významná globální volná kapacita, a to jak v rozvinutých, tak v rozvíjejících se tržních ekonomikách, a z toho vyplývající vysoká míra konkurence v nízkonákladových zemích.

V celém horizontu projekcí se očekává zdatný růst mezd, neboť se zužuje mezera výstupu na trhu práce a postupně slábnou další faktory, které růst mezd tlumí. Náhrada na zaměstnance by se měla postupně zvyšovat

z úrovně 1,2 % v roce 2016 na 2,4 % v roce 2019. Hlavními faktory, které stojí za tímto zdatným oživením, jsou očekávané zlepšení podmínek na trhu práce

i předpokládaný růst inflace, které by se měly zpětně promítnout do vývoje mezd vzhledem k tomu, že mzdová vyjednávání v některých zemích eurozóny zahrnují významný retrospektivní prvek. Potřeba mírnit růst mezd s cílem obnovit v některých zemích cenovou konkurenceschopnost nebo jejich růst zadržovat by navíc měla v horizontu projekcí postupně odeznívat. Kromě toho by tlumící dopad vyplývající ze strukturálních reforem na trzích práce provedených v některých zemích eurozóny během krize mohl růst mezd tlumit slaběji s tím, jak bude cyklické oživení pokračovat a rozšiřovat se. S růstem zaměstnanosti, který je oproti nedávným rokům plošnější a méně zaměřený na nízkou produktivitu a tedy na sektory s nízkou mzdou, by navíc vlivy související se strukturálními změnami měly slábnout.

Ziskové marže budou v horizontu projekcí díky pokračujícímu hospodářskému oživení podle předpokladů dále růst, ale mnohem pomalejším tempem než v roce 2015. Ziskové marže povzbudil v roce 2015 prudký propad cen ropy, který se zřejmě v plném rozsahu nepromítl do spotřebitelských cen, a nevýrazný vývoj jednotkových mzdových nákladů. Jelikož účinek cen ropy v roce 2016 odeznívá a růst jednotkových mzdových nákladů oživuje, očekává se zpomalující zvyšování ziskových marží. Víceméně nezměněné a mírné tempo zvyšování ziskových marží ve zbývající části horizontu projekcí je v souladu s předpokládaným cyklickým oživením a s poněkud tlumícím vlivem rostoucích jednotkových mzdových nákladů.

V porovnání s projekcemi ze září 2016 zůstává výhled inflace měřené HICP v podstatě beze změny. I když vývoj jádrové inflace je mírně slabší než při předchozích projekcích, v roce 2017 tuto skutečnost více než vykompenzuje vyšší růst cen energie.

3

Fiskální výhled

Nastavení fiskální politiky by mělo být v roce 2016 expanzivní a v letech 2017–2019 víceméně neutrální. Nastavení fiskální politiky se měří změnou cyklicky očištěného primárního salda bez státní podpory finančního sektoru. Expanzivní fiskální politika je v roce 2016 ovlivněna především diskrečními fiskálními opatřeními, zatímco nediskreční faktory hrají menší úlohu a jsou většinou spojené s malým poklesem nedaňových příjmů.

V horizontu projekcí by poměry rozpočtového schodku a zadluženosti veřejných financí měly klesat. Nižší úrokové platby a zlepšení cyklické složky v roce 2016 více než kompenzují zhoršení cyklicky očištěného primárního salda. Od roku 2017 do roku 2019 další snižování úrokových plateb a zlepšení cyklické složky přinesou další pokles rozpočtového deficitu, zatímco cyklicky očištěné primární saldo zůstává beze změn. Postupné snižování dluhu vládního sektoru v horizontu projekcí je podporováno především příznivým diferencíalem mezi hospodářským růstem a úrokovými sazbami v kontextu očekávaného hospodářského oživení a předpokladu nízkých úrokových sazeb. Na očekávaný vývoj dluhu má příznivý vliv také primární přebytek.

V porovnání s projekcemi zveřejněnými v září je fiskální výhled, pokud jde o poměr schodku k HDP, víceméně beze změn, zatímco poměr dluhu k HDP byl pro období 2017–2018 revidován směrem nahoru. Revize poměru dluhu k HDP v letech 2017 a 2018 směrem nahoru odráží hlavně menší podíl diferenciálu mezi hospodářským růstem a úrokovými sazbami na snižování dluhu z důvodu revize nominálního HDP eurozóny směrem dolů.

Tabulka 1
Makroekonomické projekce pro eurozónu¹⁾

(procentní změny za rok)

	prosinec 2016				září 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Reálný HDP ¹⁾	1,7 [1,6–1,8] ²⁾	1,7 [1,1–2,3] ²⁾	1,6 [0,6–2,6] ²⁾	1,6 [0,4–2,8] ²⁾	1,7 [1,5–1,9] ²⁾	1,6 [0,7–2,5] ²⁾	1,6 [0,4–2,8] ²⁾
Soukromá spotřeba	1,7	1,5	1,5	1,4	1,7	1,6	1,5
Vládní spotřeba	2,0	1,3	1,1	1,1	1,7	0,9	1,0
Hrubá tvorba fixního kapitálu	3,0	3,1	3,1	2,7	3,1	3,3	3,3
Vývoz ³⁾	2,7	3,7	3,9	4,0	2,6	3,7	4,1
Dovoz ³⁾	3,3	4,1	4,3	4,1	3,3	4,4	4,7
Zaměstnanost	1,4	1,1	0,8	0,8	1,3	0,8	0,7
Míra nezaměstnanosti (v % pracovní síly)	10,0	9,5	9,1	8,7	10,1	9,9	9,6
HICP	0,2 [0,2–0,2] ²⁾	1,3 [0,8–1,8] ²⁾	1,5 [0,7–2,3] ²⁾	1,7 [0,9–2,5] ²⁾	0,2 [0,1–0,3] ²⁾	1,2 [0,6–1,8] ²⁾	1,6 [0,82,4] ²⁾
HICP bez započtení energií	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
HICP bez započtení energií a potravin	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,3	1,5
HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní ⁴⁾	0,8	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
Jednotkové mzdové náklady	0,8	1,0	1,3	1,5	0,8	1,0	1,3
Náhrada na zaměstnance	1,2	1,7	2,1	2,4	1,2	1,8	2,2
Produktivita práce	0,3	0,6	0,8	0,9	0,4	0,7	0,9
Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2	-1,9	-1,7	-1,5
Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP) ⁵⁾	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4	-1,9	-1,8	-1,6
Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)	89,4	88,5	87,3	85,7	89,5	88,4	87,0
Saldo běžného účtu (v % HDP)	3,2	3,1	3,0	3,1	3,5	3,4	3,3

1) Údaje očištěné o vliv počtu pracovních dnů.

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 analýzy a analýzy scénářů

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. Kromě toho se tento box zabývá dopady některých potenciálních politik nové americké administrativy na výhled pro americkou a celosvětovou ekonomiku a ekonomiku eurozóny.

1) Alternativní vývoj cen ropy

Alternativní modely vývoje cen ropy ukazují na riziko rychlejšího růstu cen ropy v horizontu projekcí, než naznačují futures. Metodické předpoklady o vývoji cen ropy pro základní projekce, založené na trzích s futures, očekávají trend růstu cen ropy s cenou barelu ropy Brent dosahující do konce roku 2019 úroveň kolem 55 USD. Tento vývoj odpovídá mírnému oživení světové poptávky po ropě, což je scénář spojený s rozbíhajícím se světovým hospodářským oživením, a malému poklesu nabídky ropy. Kombinace alternativních modelů používaných odborníky Eurosystemu⁵ při přípravě predikcí cen ropy během horizontu projekcí v současné době naznačuje vyšší ceny ropy během horizontu projekcí než ceny obsažené v metodických předpokladech. Naplnění alternativního vývoje, v němž by ceny ropy byly do roku 2019 o 19 % 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 2017, o 0,2 procentního bodu v roce 2018 a o 0,3 procentního bodu v roce 2019).

Po vypracování těchto projekcí se 30. listopadu 2016 organizace OPEC dohodla na snížení nabídky ropy, což vedlo k prudkému nárůstu futures na ropu v krátkodobém horizontu a následně k mírně rostoucí trajektorii futures na ropu později v průběhu sledovaného období. Pokud by se tento trend pro futures na ropu naplnil, došlo by k výraznějšímu růstu inflace měřené HICP v roce 2017, avšak dopad na vývoj inflace v letech 2018 a 2019 by byl menší, než předpokládá základní projekce.

2) Alternativní vývoj směnného kurzu

Tato citlivostní analýza se pro ilustraci zabývá dopadem slabšího směnného kurzu eura oproti základní projekci. Rizika oslabení kurzu vyplývají především z divergence nastavení měnové politiky na obou březích Atlantiku. Další tlak na snížení hodnoty eura by mohl být způsoben především méně pozvolným 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. 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 17. listopadu 2016. Tento vývoj předpokládá postupné oslabování eura vůči americkému dolaru až na kurz 0,95 USD/EUR v roce 2019, což je hodnota o 9,7 % nižší než předpoklad základní projekce pro uvedený rok. Příslušné předpoklady ohledně nominálního efektivního směnného kurzu eura odrážejí obvyklé

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

tendence minulého vývoje, přičemž změny kurzu USD/EUR odrážejí změny efektivního směnného kurzu s elasticitou kolem 50 %. Důsledkem tohoto předpokladu je postupná klesající divergence efektivního směnného kurzu eura od základní projekce až na hodnotu, která je 5,2 % pod úrovní základní projekce na rok 2019. V tomto scénáři naznačuje průměr výsledků řady makroekonomických modelů pracovníků ECB tempo růstu reálného HDP vyšší o 0,2–0,3 procentního bodu za rok a inflaci měřenou HICP vyšší o 0,2 procentního bodu pro rok 2017 a o 0,4–0,5 procentního bodu pro roky 2018 a 2019.

3) Scénáře pod novou americkou administrativou – dopady na výhled pro americkou a světovou ekonomiku a ekonomiku eurozóny

Potenciální změny politik za nové americké administrativy vedené nově zvoleným prezidentem Donaldem Trumpem se zatím jen rýsují. I když detaily chystaných politik nové administrativy nejsou dosud známé, a základní projekce je proto neobsahuje, Donald Trump během své kampaně nastínil následující klíčové plány: i) rozsáhlý fiskální stimulační balíček, který může zahrnovat kombinaci snížení daní jednotlivců a velkých podniků a zvýšení výdajů na infrastrukturu a obranu, ii) přísnější imigrační politiku a iii) větší obchodní protekcionismus. Dopad těchto tří širších oblastí politiky – s ohledem na úskalí spojená s velkou nejistotou ohledně těchto budoucích politik – je popsán níže.

Ve Spojených státech bude tento balíček pravděpodobně působit proinflačně, i když dopad na hospodářskou aktivitu se bude odvíjet od konkrétních zvolených opatření. Fiskální opatření zvýší růst reálného HDP a inflaci, avšak tento nárůst by mohly zmírňovat vyšší úrokové sazby a posilování amerického dolaru. Přísnější imigrační politika by mohla vést ke spíše mírnému oslabení ekonomické aktivity, pokud bude pokles pracovní síly z velké části vykompenzován vyšší mírou participace a zvýšenou zaměstnaností v ostatních segmentech domácí populace. Politika obchodního protekcionismu, uplatňovaná skrze vyšší dovozní cla, by mohla být opětována a vést k poklesu reálného amerického HDP v horizontu projekcí v důsledku nižšího amerického vývozu.

Celosvětové dopady se budou odvíjet od relativní síly různých kanálů. Rozvíjející se tržní ekonomiky by pravděpodobně zaznamenaly nepříznivý dopad na růst svého HDP, pokud by je protekcionistická opatření silně zasáhla, zatímco pro ostatní regiony by americký fiskální stimul a substituční efekt na obchod mohly být zpočátku přínosem.

Pokud jde o dopad na eurozónu, na vývoji se budou podílet různé kanály. Zaprvé by expanze fiskální politiky ve Spojených státech podpořila domácí poptávku ve Spojených státech, oslabila euro vůči americkému dolaru a vedla k vyšší poptávce po zboží a službách z eurozóny. Zadruhé by přímý poptávkový vliv vyvolaný americkými obchodními politikami mohl být pro eurozónu negativní vzhledem k tomu, že by domácí ekonomická aktivita a dovoz do Spojených států a rozvíjejících se tržních ekonomik mohly poklesnout v důsledku vyšších dovozních cel a jiných obchodních politik. Pokud by ovšem vyšší dovozní cla nebyla na eurozónu uvalena, vzrostla by její cenová konkurenceschopnost vůči těm zemím, na které se vyšší dovozní cla vztahují. To by mohlo vyvolat celosvětový substituční efekt zvýhodňující eurozónu. Celkově však zůstávají dopady na eurozónu v této situaci vysoce nejisté a budou se odvíjet od konkrétních politik zvolených novou americkou administrativou.

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 nespécifikované) metodiky. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očišťování údajů o vliv počtu pracovních dnů (viz tabulka).

Jak vyplývá z tabulky, projekce růstu reálného HDP a inflace měřené HICP, které jsou od ostatních institucí momentálně k dispozici, odpovídají s rezervou rozpětím projekcí odborníků Eurosystemu (uvedeným v tabulce v závorkách).

Srovnání prognóz růstu reálného HDP a inflace měřené HICP v eurozóně

(procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP			Inflace měřená HICP		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projekce odborníků Eurosystemu	prosinec 2016	1,7 [1,6–1,8]	1,7 [1,1–2,3]	1,6 [0,6–2,6]	0,2 [0,2–0,2]	1,3 [0,8–1,8]	1,5 [0,7–2,3]
Evropská komise	listopad 2016	1,7	1,5	1,7	0,3	1,4	1,4
OECD	listopad 2016	1,7	1,6	1,7	0,2	1,2	1,4
Šetření Euro Zone Barometer	listopad 2016	1,6	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6
Consensus Economics Forecasts	listopad 2016	1,6	1,3	1,4	0,2	1,3	1,5
Výběrové šetření mezi prognostiky (Survey of Professional Forecasters)	říjen 2016	1,6	1,4	1,5	0,2	1,2	1,4
MMF	říjen 2016	1,7	1,5	1,6	0,3	1,1	1,3

Zdroje: European Commission European Economic Forecast, Autumn 2016; IMF World Economic Outlook, October 2016; OECD Economic Outlook, November 2016; Consensus Economics Forecasts, November 2016; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, November 2016; a ECB Survey of Professional Forecasters, October 2016.

Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu a pracovníků ECB a 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, 2016

Poštovní adresa: 60640 Frankfurt am Main, Německo

Telefon: +49 69 1344 0

Internetové stránky: www.ecb.europa.eu

Všechna práva vyhrazena. Zhotovení kopií pro vzdělávací a nekomerční účely je povoleno, a to pouze s uvedením zdroje.