

Makroekonomické projekce pro eurozónu z března 2018 sestavené pracovníky ECB¹

Hospodářský růst v eurozóně by podle projekcí měl zůstat robustní, přičemž tempo růstu by mělo zůstat nad potenciálem. Růst reálného HDP by měl zpomalovat – z 2,5 % v roce 2017 na 1,7 % v roce 2020² – s tím, jak budou vlivy několika příznivých faktorů pomalu ustupovat. Inflace měřená HICP by měla v roce 2020 oživit na 1,7 %. Podporovat by ji měl postupný nárůst jádrové inflace s tím, jak budou kapacitní omezení více určující.

1 Reálná ekonomika

Velmi příznivé ukazatele naznačují další robustní růst reálného HDP

v krátkodobém horizontu. Podle nejnovějších zveřejněných údajů Eurostatu vzrostl reálný HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2017 o 0,6 %. Faktory tohoto růstu byly kladný příspěvek domácí poptávky, především investic do stálých aktiv, i čistého vývozu. Nadále se zlepšovaly podmínky na trhu práce, přičemž v lednu 2018 poklesla míra nezaměstnanosti na 8,6 %, což je nejnižší úroveň od posledních měsíců roku 2008. Růst reálného HDP by podle projekcí měl v prvním pololetí 2018 zůstat robustní, a odpovídat tak velmi zvýšené úrovni důvěry podnikatelského sektoru a spotřebitelů.

Ve střednědobém horizontu jsou základní veličiny nadále na úrovni umožňující pokračování 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. Další zlepšování podmínek na trhu práce a růst čistého jmění domácností by navíc měly podpořit růst soukromé spotřeby a investic do rezidenčních nemovitostí. Současně budou nadále oživovat podnikatelské investice a odrážet tak posilování ziskových přírůžek v kontextu rostoucích poptávkových tlaků. Vývoz z eurozóny by měl zůstat robustní,

¹ Tyto makroekonomické projekce sestavené pracovníky ECB slouží Radě guvernérů jako podklad pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Projekce sestavené pracovníky ECB nebo odborníky Eurosystemu Rada guvernérů neschvaluje ani nutně neodrážejí její názory na výhled pro eurozónu. Informace o použitých metodách a postupech naleznete v publikaci *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, ECB, červenec 2016, která je k dispozici na internetových stránkách ECB. Datum uzávěrky pro metodické předpoklady, jako jsou ceny ropy a směnné kurzy, bylo 13. února 2018 (viz box 1). Datum uzávěrky pro použití dalších informací pro tyto projekce bylo 19. února 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 k dispozici verze dat, které sloužily jako podklad k vybraným tabulkám a grafům.

² Uvedeny jsou údaje očištěné o vliv počtu pracovních dní.

a těžit tak z probíhajícího růstu hospodářské aktivity ve světě a odpovídajícího růstu zahraniční poptávky eurozóny.

Tabulka 1

Makroekonomické projekce pro eurozónu¹⁾

(procentní změny za rok)

	březen 2018				prosinec 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Reálný HDP	2,5	2,4	1,9	1,7	2,4	2,3	1,9	1,7
		[2,1–2,7] ²⁾	[0,9–2,9] ²⁾	[0,7–2,7] ²⁾	[2,3–2,5] ²⁾	[1,7–2,9] ²⁾	[0,9–2,9] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾
Soukromá spotřeba	1,9	1,7	1,7	1,5	1,9	1,7	1,6	1,5
Vládní spotřeba	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Hrubá tvorba fixního kapitálu	3,7	4,4	3,4	2,8	4,4	4,3	3,4	2,9
Vývoz ³⁾	5,2	5,3	4,1	3,8	5,0	5,1	4,1	3,7
Dovoz ³⁾	4,6	5,1	4,5	4,0	5,1	5,2	4,4	3,9
Zaměstnanost	1,7	1,4	1,1	0,8	1,7	1,3	1,0	0,8
Míra nezaměstnanosti (v % pracovní síly)	9,1	8,3	7,7	7,2	9,1	8,4	7,8	7,3
HICP	1,5	1,4	1,4	1,7	1,5	1,4	1,5	1,7
		[1,1–1,7] ²⁾	[0,6–2,2] ²⁾	[0,8–2,6] ²⁾	[1,5–1,5] ²⁾	[0,9–1,9] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾	[0,8–2,6] ²⁾
HICP bez započtení energií	1,2	1,2	1,6	1,9	1,2	1,3	1,6	1,9
HICP bez započtení energií a potravin	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní ⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
Jednotkové mzdové náklady	0,8	1,1	1,2	1,8	0,9	1,2	1,1	1,8
Náhrada na zaměstnance	1,6	2,2	2,0	2,7	1,7	2,1	1,9	2,7
Produktivita práce	0,8	1,0	0,8	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP) ⁵⁾	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0
Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)	86,7	84,4	82,1	79,7	87,0	85,1	83,1	80,7
Saldo běžného účtu (v % HDP)	3,7	4,2	4,3	4,5	3,1	2,9	2,7	2,8

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.

Růst reálného HDP by však měl v horizontu projekcí poněkud zpomalit

vzhledem k tomu, že mnoho příznivých faktorů postupně slábne. Očekává se, že vliv minulých měnověpolitických opatření bude v horizontu projekcí postupně klesat. Vývoj spotřebitelských výdajů by mohl být utlumen nárůstem opatrnostních úspor a zpomalením růstu zaměstnanosti, částečně v důsledku stále více omezujícího nedostatku nabídky pracovních sil v některých zemích. Výrazné posilování kurzu eura od dubna 2017 a zpomalení tempa zahraniční poptávky eurozóny by podle očekávání měly tlumit růst vývozu.

Růst reálného disponibilního důchodu zůstane solidní. Podíl hrubých mezd a platů na růstu nominálního disponibilního důchodu by měl podle předpokladů zůstat v horizontu projekcí beze změny, neboť zpomalení růstu zaměstnanosti je kompenzováno rychlejším růstem nominálních mezd. Růst ostatních osobních příjmů by měl podle projekcí posilovat, a odrážet tak kladný vývoj v oblasti zisků a důchodů z vlastnictví. V roce 2018 a 2019 by se měla podle projekcí zvýšit dynamika růstu reálného disponibilního důchodu a následně v roce 2020 oslabit s tím, jak posílí růst spotřebitelských cen.

Růst soukromé spotřeby zůstane příznivý. Velmi zvýšená úroveň důvěry spotřebitelů, očekávané další zlepšování podmínek na trhu práce a rostoucí reálné mzdy na zaměstnance naznačují výrazný růst spotřeby v příštích několika čtvrtletích. Ve střednědobém horizontu by však měl být růst soukromé spotřeby podle projekcí do určité míry nižší než růst reálného disponibilního příjmu, neboť domácnosti budou pravděpodobně více směřovat své příjmy do úspor.

Růst soukromé spotřeby by měl být podporován zlepšujícími se podmínkami bankovních úvěrů a posilovat by jej měla měnověpolitická opatření ECB a pokrok dosažený ve snižování zadluženosti. I když nízké úrokové sazby měly dopad jak na úrokové výnosy, tak úrokové platby domácností, mají tendenci přerozdělovat zdroje od čistých střadatelů k čistým dlužníkům. Vzhledem k tomu, že čistí dlužníci mají zpravidla vyšší mezní sklon ke spotřebě, mělo by toto přerozdělování podporovat celkovou soukromou spotřebu. Rostoucí čisté jmění domácností a také pokrok dosažený při snižování zadlužení by navíc měly také podporovat spotřebu.

Míra úspor domácností by měla v horizontu projekcí z historicky nízkých hodnot postupně růst.

Míra úspor během poslední doby klesá, a to především v důsledku zlepšování hospodářské a finanční situace domácností a vlivu velmi nízkých úrokových sazeb na jejich sklon spořit. Očekává se, že míra úspor bude v horizontu projekcí růst, což bude odrážet předpokládané oživení opatrnostních úspor v souvislosti se zmírňujícím se cyklickým oživením a také se zvýšeným příspěvkem růstu nepracovních příjmů. Domácnosti by měly navíc zvýšit míru úspor 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 prosince 2017 zahrnují metodické předpoklady silnější kurz eura, zejména vůči americkému dolaru, vyšší ceny ropy a vyšší úrokové sazby. Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzávěrku údajů 13. února 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 -0,1 % a v roce 2020 na 0,4 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 1,3 % v roce 2018, 1,6 % v roce 2019 a 1,9 % v roce 2020.³ V porovnání s projekcemi z prosince 2017 byla tržní očekávání krátkodobých úrokových sazeb revidována směrem nahoru, pro rok 2019 o 10 bazických bodů a pro rok 2020 o 30 bazických bodů, zatímco očekávání dlouhodobých úrokových sazeb v horizontu projekcí byla revidována zhruba o 20 bazických bodů rovněž směrem nahoru.

Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures (průměr za dvoutýdenní období končící ke dni uzávěrky 13. února 2018) se očekává, že cena barelu ropy Brent vzroste z úrovně 54,4 USD v roce 2017 na 65,0 USD v roce 2018 a poklesne na 61,2 USD v roce 2019 a na 58,3 USD v roce 2020. Z tohoto vývoje vyplývá, že v porovnání s projekcemi z prosince 2017 budou ceny ropy v amerických dolarech v roce 2018 vyšší o 5,5 %, v roce 2019 o 3,8 % a v roce 2020 o 1,7 %. Očekává se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech v roce 2018 dále výrazně vzrostou a poté porostou o něco mírněji.⁴

Očekává se, že dvoustranné směnné kurzy eura zůstanou v horizontu projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 13. února 2018. To by znamenalo, že průměrný směnný kurz eura bude v roce 2018 na úrovni 1,23 USD za euro a v letech 2019–2020 na úrovni 1,24 USD za euro v porovnání s 1,17 USD za euro podle projekcí z prosince 2017. Efektivní směnný kurz eura (vůči 38 obchodním partnerům) je o 1,6 % vyšší ve srovnání s předpokladem z loňských prosincových projekcí.

³ 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.

⁴ 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 prvního čtvrtletí 2019 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

Metodické předpoklady

	březen 2018				prosinec 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Tříměsíční sazba EURIBOR (v % p.a.)	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	-0,3	-0,3	-0,1	0,1
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v % p.a.)	1,0	1,3	1,6	1,9	1,1	1,1	1,4	1,7
Cena ropy (v USD za barel)	54,4	65,0	61,2	58,3	54,3	61,6	58,9	57,3
Ceny neenergetických komodit v USD (procentní změny za rok)	7,9	7,4	3,2	4,5	7,9	3,3	3,4	4,3
Směnný kurz USD/EUR	1,13	1,23	1,24	1,24	1,13	1,17	1,17	1,17
Nominální efektivní směnný kurz eura (EER38) (procentní změny za rok)	2,2	4,5	0,1	0,0	2,2	2,8	0,0	0,0

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

Investice do bytových nemovitostí v posledních čtvrtletích výrazně oživily. Podporovaly je příznivé finanční podmínky a posilující růst příjmů související s probíhající tvorbou pracovních míst. Kromě toho v řadě zemí eurozóny nejspíše skončily procesy korekcí na trzích s bydlením. Průzkumy naznačují, že domácnosti v rostoucí míře plánují v příštích dvou letech nákup nebo budování bydlení či jeho opravu. Klíčové podmínky pro další oživení investic do bytových nemovitostí v horizontu projekcí přetrvávají. Nicméně se očekává určitý pokles dynamiky, který odráží etapu vyzrálosti cyklu na trhu bytových nemovitostí i slábnoucí dopad fiskálních pobídek v některých zemích a dále nepříznivý demografický vývoj.

Oživení podnikatelských investic by mělo v horizontu projekcí nadále pokračovat, i když klesajícím tempem.

Očekává se, že podnikatelské investice bude nadále podporovat řada faktorů: důvěra podnikatelského sektoru zůstává na velmi vysoké úrovni v souvislosti s velmi příznivými očekáváním v oblasti výroby a objemu zakázek; využívání kapacit nadále rychle roste a blíží se svému předkrizovému vrcholu; podmínky financování by měly v horizontu projekcí zůstat velmi podpůrné; a předpokládá se, že se zvýší ziskové přírážky v souvislosti se sektorem nefinančních podniků již tak vykazujícím nadbytek hotovosti. Silné oživení kurzů akcií zaznamenané v posledních letech (i přes mírnou korekci) a mírný růst financování z cizích zdrojů navíc posílaly pákový poměr (dluh k celkovým aktivům) v sektoru nefinančních podniků blízko k historickým minimům. Konsolidovaná hrubá zadluženost (poměr dluhu k důchodu) však poklesla výrazně méně a nyní dosahuje předkrizové úrovně. Postupná ztráta dynamiky podnikatelských investic během horizontu projekcí také odráží celkové zpomalení domácí i zahraniční poptávky.

Box 2

Mezinárodní prostředí

Tempo hospodářské expanze světové ekonomiky ve druhém pololetí 2017 posilovalo, přičemž hospodářská aktivita a růst obchodu získávaly plošnější charakter. Údaje a ukazatele z výběrových šetření naznačují udržitelný celosvětový růst v blízkém horizontu, přičemž světový kompozitní index vedoucích nákupů (bez eurozóny) byl blízko svého dlouhodobého průměru. Podmínky financování ve světě zůstávají akomodační i přes zpřísňování úrokových sazeb ve světě

od začátku roku 2018. Dlouhodobé úrokové sazby ve Spojených státech vzrostly a globální akciové trhy v únoru prudce poklesly; současně vzrostla také volatilita. Pokud jde o budoucí vývoj, očekává se, že růst hospodářské aktivity ve světě zůstane celkově stabilní, ale pod svým předkrizovým potenciálním růstem. Výhled ve vyspělých ekonomikách předpokládá robustní hospodářský růst, přičemž ekonomickou aktivitu by v blízké budoucnosti měly podpořit nedávné daňové reformy ve Spojených státech. Následně by měl růst produktu mírně zpomalit s tím, jak oživení dosáhne vyvrátení a mezery výstupu budou postupně dosahovat kladných hodnot. Výhled pro rozvíjející se tržní ekonomiky je podporován oživením v ekonomikách vyvážejících komodity, zejména v Brazílii a Rusku, a odolným růstem v Indii a Číně. Světová hospodářská aktivita (mimo eurozónu) by měla v roce 2018 vzrůst o 4,1 % a v roce 2020 mírně zpomalit na 3,7 %. V porovnání s projekcemi z prosince 2017 bylo tempo růstu HDP ve světě pro období let 2017–2019 revidováno směrem nahoru a odráží tak příznivý dopad souboru fiskálních opatření ve Spojených státech.

Mezinárodní prostředí

(procentní změny za rok)

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

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

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

Po mimořádně silném růstu v prvním pololetí 2017 se očekává, že růst obchodu ve světě zůstane v příštích čtvrtletích výrazný, a to v souladu s příznivými ukazateli světového obchodu. Ve střednědobém horizontu se očekává, že výhled obchodu bude ve větším souladu s výhledem hospodářské aktivity ve světě (při ukotvení elasticity obchodu vůči růstu HDP ve světě zhruba na úrovni 1). Růst zahraniční poptávky eurozóny by měl podle projekcí růst o 5,5 % v roce 2017, o 4,7 % v roce 2018, o 4,1 % v roce 2019 a o 3,6 % v roce 2020. V porovnání s projekcemi z prosince 2017 byla zahraniční poptávka eurozóny revidována vzhůru a odrážela tak především pozitivní dopad daňové reformy ve Spojených státech, která by měla podpořit tamní poptávku po dovozu.

Box 3

Faktory podporující výhled světového obchodu

Po delším období zpomaleného růstu světový obchod během posledních 18 měsíců oživil. Světový dovoz v roce 2017 vzrostl o 5,5 %, tedy výrazně nad průměr v letech 2012–2016. Tempo růstu světového dovozu také předčilo nárůst globální aktivity, což naznačuje růst příjmové elasticity světového obchodu. I když aktuální posilování světového obchodu může do jisté míry odrážet zvláštní jednorázové faktory, a to zejména nárůst obchodu v některých rozvíjejících se asijských zemích i inherentní volatilitu údajů o světovém obchodu, zdá se, že oživení světového obchodu za poslední rok je rozšířeno ve více regionech. Třicet dva největších světových ekonomik s výjimkou pěti zaznamenalo v roce 2017 oproti předchozímu pětiletému průměru nárůst dovozu.

K oživení obchodu přispělo cyklické oživení světové hospodářské aktivity a zejména

investic. Po neuspokojivém růstu během posledních let vykazuje světová hospodářská aktivita známky cyklického oživení. A co je důležitější z hlediska světového obchodu, investice, které jsou relativně dovozně náročnou složkou poptávky, se na počátku roku 2016 odrazily ode dna (z velmi nízké úrovně představující minimum v růstu světového obchodu) a v posledních čtvrtletích citelně rostou a dosahují úrovně blízké předkrizovému průměru. Oživení hospodářské aktivity a investic odráží řadu faktorů: politiky v rozvinutých ekonomikách tento vývoj stále více podporovaly, neboť fiskální omezení se uvolnilo a měnová politika zůstala vysoce akomodační. Přispěly k tomu také příznivé finanční podmínky v prostředí silné důvěry. Navíc stabilní nebo rostoucí ceny komodit podporovaly investice v zemích vyvážejících komodity, které zaznamenaly propad po prudkém zhoršení jejich směnných relací po roce 2014.

Modely poptávky po dovozu v jednotlivých zemích podporují úlohu investic jako faktorů nedávného vývoje obchodu.

Odhady podle standardních modelů poptávky po dovozu pro 19 zemí, které představují 75 % světového dovozu, potvrzují zjištění, že oživení bylo z části podporované rostoucí poptávkou po investicích ve světě. Další vysvětlení nedávné silné dynamiky růstu obchodu, rovněž naznačované modely, spočívá v tom, že příjmová elasticita světového obchodu je vysoce procyklická: během hospodářského oživení, kdy aktivita roste rychleji než její trendová úroveň, má příjmová elasticita obchodu tendenci růst také. Tento výklad odpovídá dřívější zkušenosti: s oživením světové hospodářské aktivity z její slabé úrovně v letech 2015 a 2016 rostl světový obchod ještě rychleji – příjmová elasticita světového obchodu ožila.

Příznivé faktory nedávného oživení příjmové elasticity obchodu by měly v horizontu projekcí

slábnout. Projekce globálních investic ukazují na mírné pokračování růstu s tím, jak oživení dosáhne vyzrálosti, volné kapacity se sníží a hospodářská aktivita ve světě zpomalí. Navíc se očekává, že zmírní hospodářský růst ve světě. Příjmová elasticita obchodu by tedy měla klesat, a to v důsledku mírnější trajektorie růstu investic a také v důsledku jejího procyklického charakteru s tím, jak se globální růst zpomalí. Koncem horizontu projekcí by tedy dovoz měl růst více v souladu s hospodářskou aktivitou. To odpovídá poznatkům, že dlouhodobější strukturální faktory, které předtím táhly rychlou expanzi světového obchodu tempem překračujícím růst hospodářské aktivity ve světě, a především rychlý růst globálních hodnotových řetězců, od finanční krize odezněly.⁵

Růst vývozu mimo eurozónu by měl být tlumen nedávným posílením eura. Po silném růstu ve druhé polovině roku 2017 by měl vývoz mimo eurozónu růst pomalejším tempem než zahraniční poptávka eurozóny v důsledku nedávného posílení eura, což implikuje určité ztráty podílů na vývozních trzích. Dovozy ze zemí mimo eurozónu by měl těžit z pozitivního vývoje domácí poptávky a silnějšího eura. Růst dovozu by měl zpomalit méně než růst vývozu a vést tak v roce 2018 k mírně zápornému příspěvku čistého vývozu k hospodářskému růstu a následně k neutrálnímu příspěvku.

⁵ Viz také pracovní skupina Výboru Evropského systému centrálních bank pro mezinárodní vztahy, „Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?“, *Occasional Paper Series*, č. 178, ECB, 2016.

Růst zaměstnanosti by měl zpomalit. Počet zaměstnanců v eurozóně se ve třetím čtvrtletí 2017 zvýšil o 0,4 % a odhaduje se, že ve čtvrtém čtvrtletí dále roste. Nedávný silný růst zaměstnanosti měl plošný charakter napříč zeměmi a výhledové průzkumy naznačují další robustní růst zaměstnanosti v blízké budoucnosti. Následně by měl růst zaměstnanosti mírně oslabit na dynamice, neboť dopad několika příznivých přechodných faktorů (jako jsou v některých zemích fiskální stimuly) by měl postupně oslabovat a zaměstnanost ve veřejném sektoru by se v některých zemích měla snížit.

Předpokládá se, že tempo růstu pracovní síly bude čím dál více tlumeno nedostatkem její nabídky. Očekává se, že v horizontu projekcí se bude objem pracovní síly dále zvyšovat, což bude odrážet čistou imigraci pracovníků, očekávanou integraci uprchlíků a další růst míry participace na trhu práce. Nad těmito pozitivními efekty by nicméně měl v horizontu projekcí postupně převážít dopad stále více nepříznivého demografického vývoje. Ten také přispívá ke zpomalení tempa růstu zaměstnanosti v letech 2019 a 2020.

Míra nezaměstnanosti by měla v roce 2020 klesnout na 7,2 %. Míra nezaměstnanosti se v lednu 2018 snížila na 8,6 %, což je nejnižší úroveň od závěru roku 2008. Pokud jde o další vývoj, počet nezaměstnaných by měl nadále výrazně klesat a blížit se nejnižší úrovni před krizí.

Růst produktivity práce bude vyšší než v předchozích letech a bude tak odrážet svůj cyklický průběh. Růst produktivity práce získal v roce 2017 na dynamice s tím, jak výše uvedený přechodný stimul zaměstnanosti začal slábnout. Pokud jde o budoucí vývoj, rostoucí větší využívání kapitálu v kontextu snižujícího se objemu nevyužitých kapacit, růst počtu odpracovaných hodin na zaměstnanou osobu a určitý nárůst souhrnné produktivity výrobních faktorů naznačují, že růst produktivity práce zůstane v horizontu projekcí celkově zachován. V letech 2019–2020 se však očekává, že bude mírně pod svou předkrizovou průměrnou úrovní 1,0 %.

Tempo růstu reálného HDP by mělo do roku 2020 nadále převyšovat potenciální růst. Odhaduje se, že tempo růstu potenciálního produktu v posledních letech do určité míry zvýšilo svou dynamiku za podpory příznivějších příspěvků produktivity kapitálu, práce a souhrnné produktivity výrobních faktorů. Na konci horizontu projekcí by se potenciální růst, i když stále pod úrovní skutečného růstu reálného HDP, měl víceméně vrátit k tempu růstu zaznamenanému bezprostředně 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 prosince 2017 došlo k revizi růstu reálného HDP pro rok 2018 směrem nahoru a pro období 2019–2020 zůstává beze změny. Revize směrem nahoru pro rok 2018 souvisí převážně s lepším než dříve očekávaným indexem spotřebitelské důvěry a důvěry v podnikatelském sektoru, což společně s revizí zahraniční poptávky směrem nahoru implikuje silnější růstovou dynamiku. Následně by měl být kladný dopad silnější dynamiky růstu víceméně vykompenzován nepříznivým dopadem nedávného posílení eura na vývoz mimo eurozónu a vyššími dlouhodobými úrokovými sazbami.

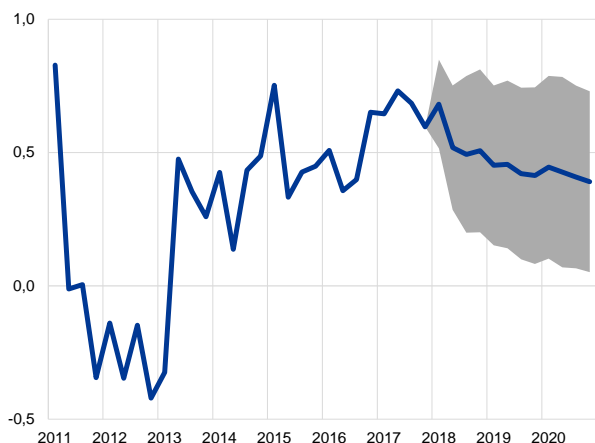
Graf 1

Makroekonomické projekce¹⁾

(čtvrtletní údaje)

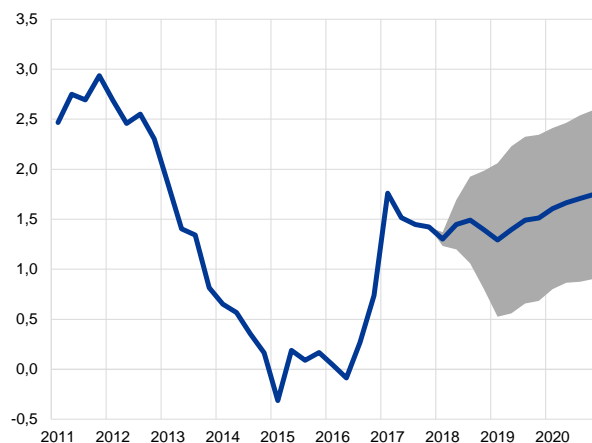
Reálný HDP v eurozóně²⁾

(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.

2) Údaje očištěné o vliv počtu pracovních dnů.

2

Ceny a náklady

Očekává se, že inflace měřená HICP poroste pouze ke konci horizontu projekcí, neboť pokles inflace měřená HICP v segmentu energií v letech 2018 a 2019 by měl víceméně vykompenzovat posílení jadrové inflace. Předpokládá se, že inflace měřená HICP by v letech 2018 a 2019 měla dosáhnout průměrné hodnoty 1,4 % a v roce 2020 vzrůst na 1,7 %.

Pokud jde o složky, i když inflace měřená HICP by měla v nadcházejících měsících posilovat a odrážet tak nedávný růst cen ropy a některé vlivy srovnávací základny směrem vzhůru, od konce roku 2018 by měla prudce poklesnout a v polovině roku 2019 dosáhnout úrovně kolem nuly. Plochá trajektorie vývoje ceny energií v rámci HICP od poloviny roku 2019 odráží kombinaci sestupného trendu cen futures na ropu a vlivů zdanění energií směrem vzhůru. Inflace měřená HICP v segmentu potravin by v horizontu projekcí měla mírně oživit. Podporovat by ji měl předpokládaný nárůst mezinárodních cen potravinářských komodit a růstový vliv vyššího zdanění tabákových výrobků. Základní cenové tlaky by se v horizontu projekcí měly zvyšovat s tím, jak ekonomika poroste tempem přesahujícím úroveň jejího potenciálního růstu a rozšíří se kladná mezera výstupu. Zejména rostoucí napětí na trhu práce a významná omezení na straně nabídky pracovních sil v některých zemích budou tlačit na růst mezd a tento růst nákladů by se měl v současném prostředí dynamického růstu promítat do cen. Dočasné růstové nepřímé vlivy na jadrovou inflaci by měly vycházet z nedávného růstu cen ropy a předpokládaného růstu cen neenergetických komodit. I když nedávné posilování kurzu eura by mělo růst cen tlumit, tento vliv by měl být do určité míry vyvažován stávající silnou dynamikou růstu v eurozóně vzhledem k související silnější pozici podniků v eurozóně při stanovování ceny. Inflace měřená HICP bez

započtení energií a potravin by měla postupně růst a v roce 2020 dosáhnout úrovně 1,8 %.

Růst mezd by měl v horizontu projekcí citelně oživit s tím, jak se zpříšňují podmínky na trzích práce a končí opatření, která v posledních několika letech tlumila růst mezd v některých zemích. Tempo růstu náhrady na zaměstnance by se mělo v roce 2020 zvýšit na 2,7 % oproti 1,6 % v roce 2017. Přechodné zpomalení očekávané v roce 2019 odráží provádění fiskálního opatření ve Francii, jmenovitě přeměnu daňového zápočtu (CICE) na trvalé snížení příspěvku zaměstnavatelů na sociální zabezpečení.⁶ Růst jednotkových mzdových nákladů by měl posilovat v podobném rozsahu jako náhrada na zaměstnance (z 0,8 % v roce 2017 na 1,8 % v roce 2020), a to vzhledem k víceméně nezměněnému tempu růstu produktivity v horizontu projekcí. Hlavním faktorem oživení růstu mezd je očekávané další zlepšování podmínek na trzích práce – s rostoucím napětím na těchto trzích a významnými omezeními na straně nabídky pracovních sil v některých částech eurozóny. Kromě cyklického oživení by ke zvýšení růstu mezd v zemích eurozóny, kde procesy tvorby mezd zahrnují prvky retrospektivní indexace nebo očekávání, mělo přispět také výrazné oživení celkové inflace v roce 2017 v porovnání s předchozími třemi roky. Také faktory související s krizí, které tlumily mzdy, jako je potřeba mírnit růst mezd s cílem obnovit v některých zemích cenovou konkurenceschopnost po skončení krize i potřeba růst mezd zadržovat, která souvisela se svazující nepružností nominálních mezd směrem dolů během krize, by měly s pokračováním oživení a jeho rozšířením do více zemí eurozóny postupně odeznít. V některých zemích tlumící vliv opatření, která snižují příspěvky na sociální zabezpečení, na mzdy odezní, neboť tato opatření postupně v několika příštích letech skončí, a očekává se, že zmrazení mezd ve veřejném sektoru skončí.

Očekává se, že ziskové marže by měly v první polovině horizontu projekcí růst v průměru o něco rychlejším tempem než v loňském roce. Ziskové marže začaly v nedávné době výrazněji posilovat a odrážely tak méně nepříznivý vývoj směnných relací i cyklická zlepšení v ekonomice. Tato zlepšení by v prostředí probíhajícího hospodářského růstu měla pokračovat. Tempo zvyšování ziskových marží by však měl omezit očekávaný silnější růst jednotkových mzdových nákladů a jednotkových čistých nepřímých daní, a to zejména v závěru horizontu projekcí.

Růst dovozních cen v roce 2017 oživil a očekává se, že v horizontu projekcí zůstane kladný, i když mírnější než v posledním období. Poněkud vysoký nárůst dovozních cen v roce 2017 odráží obrat především v cenách ropy a vývoj cen neenergetických komodit. Zpomalení růstu dovozních cen po roce 2017 obdobně souvisí s předpokládaným mírným výhledem cen ropy, ale také s poměrně mírným vývojem cen dalších komodit. Posílení eura navíc omezí dopad vývoje cen komodit a postupně rostoucích globálních cenových tlaků na dovozní ceny v eurozóně. Obecněji vzato se očekává, že základní inflační tlaky ve světě budou v horizontu projekcí postupně posilovat s tím, jak světové výrobní náklady porostou v souladu se snižujícím se objemem nevyužitých kapacit ve světě.

⁶ Jelikož je pokles růstu náhrady na zaměstnance a jednotkových mzdových nákladů z velké části vykompenzován odpovídajícím nárůstem ziskových marží, dopad na tvorbu cen by měl být omezený.

V porovnání s projekcemi z prosince 2017 byl výhled inflace měřené HICP upraven pro rok 2019 mírně směrem dolů. I když pro rok 2018 předpoklady vyšších cen ropy v amerických dolarech vyvažují tlumící vliv vyššího směnného kurzu eura na inflaci, pro rok 2019 vlivy posilování eura převažují a vedou k mírně nižšímu výhledu inflace měřené HICP.

3 Fiskální výhled

Očekává se, že nastavení fiskální politiky v eurozóně zůstane v horizontu projekcí v průměru víceméně neutrální. Nastavení fiskální politiky se měří změnou cyklicky očištěného primárního salda bez státní podpory finančního sektoru. Snížení přímých daní a vyšší transfery domácnostem byly v roce 2017 plně vykompenzovány zvýšením nepřímých daní a výrazněji utlumeným růstem vládní spotřeby. Pro rok 2018 je nastavení fiskální politiky utvářeno zejména snížením přímých daní a příspěvků na sociální zabezpečení a předpokladem dynamičtějšího růstu vládních investic. To je pouze částečně kompenzováno zvýšením nepřímých daní a utlumeným růstem běžných vládních výdajů. Podle projekcí by nastavení fiskální politiky mělo být pro období 2019–2020 v průměru neutrální, neboť další škrt přímých daní a příspěvků na sociální zabezpečení by měly být kompenzovány dalším omezením vládních výdajů.

Poměry schodku veřejných financí a zadluženosti k HDP by měly v horizontu projekcí klesat. Fiskální projekce předpokládá postupné snižování schodku veřejných financí v horizontu projekcí, a to především díky zlepšení cyklické složky a poklesu úrokových plateb. Cyklicky očištěné primární saldo zůstane v horizontu projekcí stabilní. Poměr vládního dluhu k HDP by měl v horizontu projekcí dále klesat, což by mělo být podpořeno příznivým diferencíalem mezi úrokovou sazbou a tempem růstu⁷ a primárním přebytkem. V porovnání s projekcemi z prosince 2017 ukazuje fiskální výhled na mírně nižší poměry rozpočtového schodku a dluhu k HDP. Podporovat by jej měl příznivější makroekonomický vývoj.

Box 4

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 vývoj těchto základních předpokladů pomoci analyzovat rizika, která se s projekcemi pojí. Tento box pojednává o nejistotě spojené s některými klíčovými základními předpoklady a o citlivosti projekcí, která s těmito proměnnými souvisí.

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

1) Alternativní vývoj cen ropy

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

Metodické předpoklady o vývoji cen ropy pro základní projekce, založené na trzích s futures na ropu, očekávají trend poklesu cen ropy tak, že cena barelu ropy Brent by do konce roku 2020 dosáhla úrovně kolem 58 USD. Tento vývoj předpokládaný u futures na ceny ropy odpovídá silnému nárůstu světové poptávky po ropě, což je scénář spojený se zvyšujícím se tempem světového hospodářského oživení. Pokud jde o faktory nabídky, geopolitické faktory a dohoda mezi producenty OPEC a některými producenty mimo OPEC o snížení těžby by měly být částečně kompenzovány rozšířením těžby ropy z břidlicových ložisek ve Spojených státech. Kombinace alternativních modelů používaných pracovníky ECB⁸ při přípravě predikcí cen ropy během horizontu projekcí ukazuje na vyšší ceny ropy než ceny obsažené v metodických předpokladech. Naplnění alternativního vývoje cen ropy, v němž jsou ceny ropy do roku 2020 o 13,5 % vyšší než v základním scénáři, by marginálně tlumilo růst reálného HDP, přičemž by s sebou neslo rychlejší růst inflace měřené HICP (o 0,2 procentního bodu v roce 2019 a o 0,3 procentního bodu v roce 2020).

2) Alternativní vývoj směnného kurzu

Tato citlivostní analýza se zabývá vlivy dalšího posilování směnného kurzu eura v důsledku stále se zlepšující důvěry investorů ve prospěch eura.

Tento scénář je založen na 75. percentilu rozdělení na základě rizikově neutrálních hustot pravděpodobnosti odvozených z opcí pro směnný kurz USD/EUR ke dni 13. února 2018. Vývoj předpokládá postupné posilování eura vůči americkému dolaru až na kurz 1,42 USD/EUR v roce 2020, což je hodnota o 14,6 % vyšší než předpoklad základní projekce pro uvedený rok. Příslušný předpoklad ohledně nominálního efektivního směnného kurzu odráží obvyklé tendence minulého vývoje, přičemž změny kurzu USD/EUR odpovídají změnám efektivního směnného kurzu s elasticitou těsně nad jednu polovinu. V tomto scénáři exogenního kurzového šoku naznačuje průměr výsledků řady makroekonomických modelů pracovníků ECB tempo růstu reálného HDP nižší o 0,1 procentního bodu pro rok 2018, o 0,5 procentního bodu pro rok 2019 a o 0,2 procentního bodu pro rok 2020. Inflace měřená HICP by měla být v roce 2018 nižší o 0,1 procentního bodu, v roce 2019 o 0,5 procentního bodu a v roce 2020 o 0,4 procentního bodu. Je třeba poznamenat, že tyto odhadované dopady na hospodářský růst a inflaci se vztahují pouze na případ zcela exogenního kurzového šoku.

Box 5

Prognózy dalších institucí

Pro eurozónu je k dispozici řada prognóz od různých mezinárodních organizací i institucí v soukromém sektoru. Tyto prognózy však nejsou vzájemně přesně srovnatelné, ani je nelze zcela srovnávat s makroekonomickými projekcemi pracovníků ECB, neboť byly dokončovány v rozdílných obdobích. Pro odvození předpokladů pro vývoj fiskálních, finančních a externích proměnných včetně cen ropy a dalších komodit navíc používají odlišné (částečně nespécifikované) metodiky. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očišťování údajů o vlivu počtu pracovních dnů (viz tabulka).

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

Jak vyplývá z tabulky, prognózy růstu reálného HDP a inflace měřené HICP, které jsou momentálně k dispozici od ostatních institucí, odpovídají rozpětím kolem projekcí pracovníků ECB (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		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projekce pracovníků ECB	březen 2018	2,4	1,9	1,7	1,4	1,4	1,7
		[2,1–2,7]	[0,9–2,9]	[0,7–2,7]	[1,1–1,7]	[0,6–2,2]	[0,8–2,6]
Evropská komise	únor 2018	2,3	2,0	–	1,5	1,6	–
OECD	listopad 2017	2,1	1,9	–	1,5	1,7	–
Šetření Euro Zone Barometer	únor 2018	2,3	1,9	1,6	1,6	1,6	1,7
Prognózy Consensus Economics	únor 2018	2,3	1,9	1,3	1,5	1,5	1,7
Výběrové šetření mezi prognostiky	leden 2018	2,3	1,9	1,7	1,5	1,7	1,8
MMF	říjen 2017 / leden 2018	2,2	2,0	–	1,4	1,7	1,8

Zdroje: Prozatímní evropská ekonomická prognóza Evropské komise, zima 2018; World Economic Outlook, MMF, aktualizace z ledna 2018 (v případě reálného HDP); World Economic Outlook, MMF, říjen 2017 (v případě HICP); OECD Economic Outlook, listopad 2017; prognózy Consensus Economics, únor 2018; údaj pro Consensus Economics pro rok 2020 je převzat z dlouhodobého prognostického šetření z října 2017; MJEconomics pro Euro Zone Barometer, únor 2018; a Výběrové šetření ECB mezi prognostiky, leden 2018.

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, 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-18-001-CS-N (pdf)