

Září 2016

Makroekonomické projekce pro eurozónu sestavené pracovníky ECB¹

Hospodářské oživení v eurozóně by mělo pokračovat, i když o něco pomalejším tempem, než se předpokládalo v projekcích z června 2016. Výrazná revize směrem dolů u zahraniční poptávky, z velké části související s mnohem slabší poptávkou po dovozu ve Spojeném království v důsledku referenda o členství v EU, by podle projekcí měla utlumit růst vývozu z eurozóny. Hlasování o „brexitu“ mělo však zatím malý vliv na ukazatele sentimentu a nejistoty v eurozóně a perspektiva hospodářského oživení tak zůstala z velké míry nedotčena. V kontextu postupného oživení ve světě by v horizontu projekcí mělo akomodační nastavení měnové politiky, stále relativně nízké ceny ropy, zlepšující se podmínky na trhu práce a pokrok dosažený v procesu snižování zadluženosti v jednotlivých sektorech podporovat růst domácí poptávky. Reálný HDP by měl v meziročním vyjádření v roce 2016 růst o 1,7 % a v roce 2017 a 2018 o 1,6 %.

Inflace měřená HICP by měla dosáhnout v roce 2016 průměrné hodnoty 0,2 %. Tlumit by ji měl záporný příspěvek cen energií v inflaci měřené HICP v souvislosti s dřívějším prudkým poklesem cen ropy. Jakmile tento vliv začátkem roku 2017 odezní, inflace měřená HICP by měla v roce 2017 výrazně vzrůst na 1,2 %. Očekává se, že probíhající hospodářské oživení a zúžení mezery výstupu budou v horizontu projekcí působit na růst inflace měřené HICP (bez započtení energií a potravin). To by mělo podpořit další růst celkové inflace v roce 2018 na 1,6 %.

1

Reálná ekonomika

Očekává se, že oživení v eurozóně bude pokračovat. HDP eurozóny v roce 2015 byl revidován výrazně směrem nahoru v důsledku výrazné revize směrem nahoru u irského HDP, který odrážel především restrukturalizaci velkých nadnárodních podniků, což vedlo k silnému růstu úrovně kapitálových aktiv v Irsku. Revize naznačuje změnu úrovně hodnot HDP, ale neodráží silnější dynamiku růstu

¹ Makroekonomické projekce pracovníků ECB slouží Radě guvernérů jako jeden z podkladů 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 metodické předpoklady, jako jsou ceny ropy a směnné kurzy, bylo 11. srpna 2016 (viz box 2). Datum uzávěrky pro použití dalších informací pro tyto projekce bylo 18. srpna 2016 s výjimkou údajů za Německo a Španělsko, jejichž zahrnuté údaje o HDP byly zveřejněny 24. a 25. srpna 2016. Stávající makroekonomické projekce pokrývají období 2016–2018. 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.

v ekonomice eurozóny, ani Irsku. Podle posledního odhadu Eurostatu se růst reálného HDP ve druhém čtvrtletí 2016 ustálil na úrovni 0,3 % (z 0,5 % v prvním čtvrtletí), neboť odezněl příznivý vliv některých přechodných faktorů. I přes výsledek referenda ve Spojeném království zůstal sentiment podniků i spotřebitelů v eurozóně poměrně odolný a ukazatele volatility finančních trhů a celkové hospodářské nejistoty zůstaly na nízké úrovni (viz Box 1). Tyto ukazatele ukazují na udržitelný hospodářský růst v blízké budoucnosti.

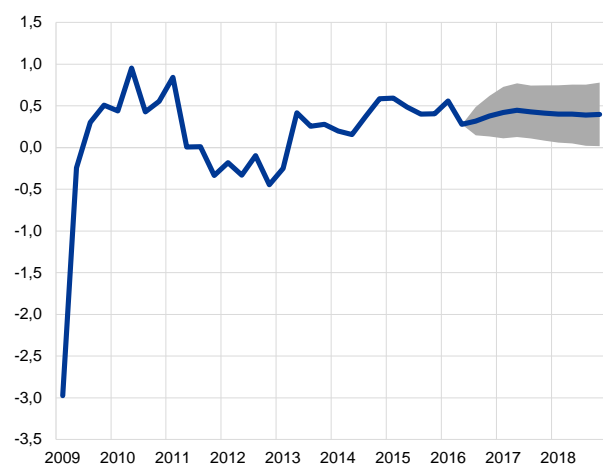
Graf 1

Makroekonomické projekce¹⁾

(čtvrtletní údaje)

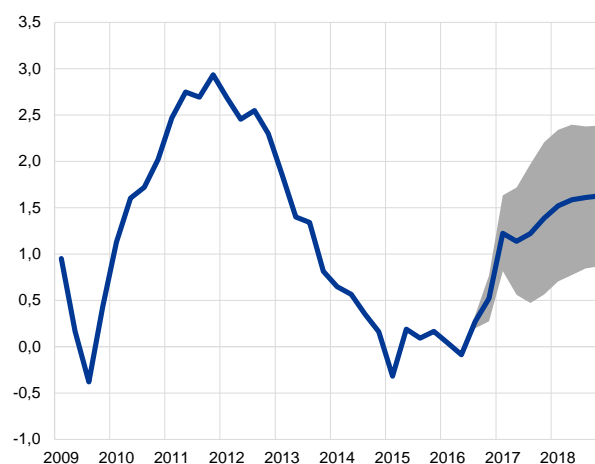
Reálný HDP v eurozóně²⁾

(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.

Reálný HDP by měl v meziročním vyjádření v roce 2016 růst o 1,7 % a v roce 2017 a 2018 o 1,6 %. Hlavním faktorem růstu reálného HDP podporovaného především akomodačním nastavením měnové politiky ECB a prorůstovou fiskální politikou v roce 2016 by měla zůstat odolná domácí poptávka. Růst vývozu by měl získat na určité dynamice díky očekávanému postupnému oživení ve světě, ale nedosáhne růstu dovozu, přičemž záporný příspěvek čistého obchodu bude v horizontu projekcí postupně slábnout.

Box 1

Dopad referenda ve Spojeném království o členství v EU na hospodářský výhled eurozóny

Očekává se, že dopad rozhodnutí Spojeného království opustit Evropskou unii nepříznivě ovlivní hospodářství eurozóny – především prostřednictvím obchodních vazeb –, neboť výhled pro hospodářství Spojeného království byl výrazně revidován směrem dolů. Stávající základní scénář pro Spojené království vychází z dlouhodobého růstu nejistoty, která tlumí

hospodářskou aktivitu. Růst HDP Spojeného království by měl ve druhé polovině roku 2016 a v roce 2017 citelně zpomalit. Toto zpomalení růstu HDP ve Spojeném království by mělo být taženo výrazným poklesem investic a pomalejším růstem soukromé spotřeby. Předpokládá se, že nejistota související s výsledkem obchodních jednání dále zhorší obchodní proměnné, neboť podniky mohou váhat s uzavíráním nových dlouhodobějších obchodních smluv, dokud se budoucí vztahy mezi Spojeným královstvím a Evropskou unií nevyjasní. Z tohoto důvodu a také v důsledku slabšího směnného kurzu britské libry byl dovoz do Spojeného království revidován pro horizont projekcí výrazně směrem dolů v porovnání s projekcemi z června 2016. Růst vývozu ze Spojeného království byl rovněž revidován směrem dolů, ale v menším rozsahu, neboť se očekává, že jej částečně bude podporovat oslabení efektivního kurzu libry. Předpokládá se, že hospodářská aktivita ve Spojeném království v roce 2018 díky expanzivní měnové politice mírně ožíví.

Aktivita v eurozóně by měla být negativně ovlivněna především slabším vývozem.

Při zohlednění také globálního přelévání vlivů bude mít brexit v horizontu projekcí značný dopad na pokles zahraniční poptávky eurozóny, kumulativně zhruba ve výši 1,3 procentního bodu. Tento nepříznivý dopad na růst reálného HDP způsobený slabší zahraniční poptávkou se v zemích eurozóny liší a odráží tak rozdíly v obchodních vazbách se Spojeným královstvím. Kromě těchto obchodních vlivů existují i vlivy směnného kurzu specifické pro jednotlivé země související s brexitem, které vyplývají ze silného oslabení britské libry vůči euru po referendu ve Spojeném království. Ve všech zemích eurozóny – s výjimkou Irska – bylo v efektivním vyjádření posilování eura vůči libře více než kompenzováno oslabováním eura vůči dalším významným měnám. Navíc od referenda došlo k výrazným revizím směrem dolů u dlouhodobých úrokových sazeb, což může odrážet změny v očekávání budoucí měnové politiky v eurozóně a ve světě. Tyto dva faktory tlumí nepříznivý dopad brexitu na výhled hospodářského růstu eurozóny.

Projekce hospodářského růstu eurozóny rovněž zahrnují dodatečné dopady na pokles specifické pro jednotlivé země. Týkají se např. nepříznivých vlivů důvěry v některých zemích s úzkými vazbami na Spojené království i slabšího cestovního ruchu a nepříznivého vývoje na trhu nemovitostí v určitých zemích. Vzhledem k tomu, že revize směrem dolů, pokud jde o výhled hospodářského růstu ve Spojeném království, vychází především z mnohem slabší investiční aktivity, bude disproporčně působit na obchodní partnery, kteří do Spojeného království dodávají investiční statky.

S projekcemi pro eurozónu jsou spojena výrazná rizika zpomalení související s brexitem.

Jednání mezi Spojeným královstvím a Evropskou unií mohou být náročnější, než se předpokládá, což by mohlo dále zhoršit výhled obchodu. Pokračující nejistota může ještě vést ke zhoršení důvěry a slabší hospodářské aktivitě v horizontu projekcí. Slabší poptávka ve Spojeném království po bydlení v zahraničí by mohla také nepříznivě ovlivnit vývoj investic do rezidenčních nemovitostí v některých ekonomikách eurozóny. Současně lze v některých zemích eurozóny identifikovat proinflační rizika v souvislosti s přemístěním finančních služeb nebo toků přímých zahraničních investic pro Spojené království, které jsou místo toho investovány v zemi původu nebo v dalších zemích evropské unie.

Očekává se, že výdaje na soukromou spotřebu porostou v roce 2016 silným tempem a poté zůstanou odolné. Spotřebitelská poptávka zůstává výrazně nad historickými průměry a naznačuje tak pokračující růst soukromé spotřeby ve druhém

pololetí 2016. Výhled nominálního disponibilního důchodu zůstává kladný, neboť pokračující růst zaměstnanosti je doprovázen mírným posilováním tempa růstu náhrady na zaměstnance. Ostatní osobní příjmy by měly kladně přispívat k růstu nominálního disponibilního důchodu, což je zhruba v souladu s vývojem ziskovosti. Tempo růstu reálného disponibilního důchodu by mělo v roce 2016 zrychlit a v roce 2017 a v dalším období ztratit dynamiku, což bude odrážet především vývoj cen energií. Zlepšování úvěrových podmínek bank podporovaných měnověpolitickými opatřeními ECB by mělo podpořit růst soukromé spotřeby. I když úrokové sazby mají na příjemce úroků a splátky úroků soukromých domácností zhruba stejný dopad z hlediska objemu – a ponechávají tak průměrný čistý úrokový výnos domácností v eurozóně prakticky beze změny – přerozdělují zdroje od čistých střadatelů k čistým dlužníkům. Vzhledem to tomu, že čistí dlužníci mají zpravidla vyšší marginální sklon ke spotřebě, toto přerozdělování příjmů/plateb by měl dále podporovat soukromou spotřebu. Tempo růstu soukromé spotřeby by měl podpořit také pokrok dosažený v procesu snižování zadluženosti. Celkově by měl meziroční růst soukromé spotřeby dosáhnout v roce 2016 průměrné hodnoty 1,7 %, v roce 2017 hodnoty 1,6 % a v roce 2018 hodnoty 1,5 %.

Míra úspor by měla do poloviny roku 2017 klesat a v dalším období zůstat beze změny. Podle odhadů míra úspor v druhé polovině roku 2015 mírně posílila a v první polovině roku 2016 v posilování dále pokračovala. Odrážela tak částečné a postupné promítání růstu reálného důchodu spojeného s cenami ropy do soukromé spotřeby. Tento dopad působící na posilování míry úspor by měl být dočasný a jeho odeznívání naznačuje pokles míry úspor v období od konce roku 2016 do poloviny roku 2017. Po zbytek horizontu projekcí by měla míra úspor podle předpokladů stagnovat a odrážet tak několik protichůdných faktorů. I když klesající nezaměstnanost, zlepšující se podmínky úvěrů a nízké úrokové sazby naznačují pokles míry úspor v několika zemích, potřeba snížit zadluženost v několika zranitelných zemích pravděpodobně tento poměr zvýší.

Box 2

Metodické předpoklady o úrokových sazbách, směnných kurzech a cenách komodit

V porovnání s červnovými projekcemi zahrnují změny metodických předpokladů mírně nižší ceny ropy v amerických dolarech, malé oslabení efektivního směnného kurzu eura a nižší krátkodobé a výrazně nižší dlouhodobé tržní úrokové sazby.

Metodické předpoklady

	září 2016				červen 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Tříměsíční sazba EURIBOR (v % p.a.)	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v % p.a.)	1,2	0,7	0,6	0,8	1,2	0,9	1,1	1,4
Cena ropy (v USD za barel)	52,4	42,8	47,4	50,6	52,4	43,4	49,1	51,3
Ceny neenergetických komodit v USD (meziroční změna v %)	-19,9	-3,0	5,3	4,2	-19,9	-3,3	4,3	4,6

Směnný kurz USD/EUR	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,13	1,14	1,14
Nominální efektivní směnný kurz eura (EER38) (meziroční změna v %)	-7,1	3,6	-0,1	0,0	-7,1	4,2	0,2	0,0

Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách komodit vycházejí z tržních

očekávání s datem pro uzávěrku údajů 11. srpna 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 roce 2016 na -0,3 % a v letech 2017 a 2018 na -0,4 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 0,7% v roce 2016, 0,6% v roce 2017 a 0,8% v roce 2018.² 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 2016 poněkud klesnou, v roce 2017 se dále mírně uvolní a v roce 2018 nepatrně vzrostou. Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures za použití průměrné hodnoty za dvoutýdenní období končící ke dni uzávěrky 11. srpna se očekává, že cena barelu ropy Brent klesne z úrovně 52,4 USD v roce 2015 na 42,8 USD v roce 2016 a následně vzroste na 47,4 USD v roce 2017 a na 50,6 USD v roce 2018, což je v horizontu projekcí průměrně o cca 1 USD méně než podle červnových projekcí. Očekává se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech v roce 2016 poněkud klesnou a v letech 2017 a 2018 vzrostou.³ Bilateral exchange rates are assumed to remain unchanged over the projection horizon at the average levels prevailing in the two-week period ending on the cut-off date of 11 August. This implies an average exchange rate of USD 1.11 per euro over the projection horizon, compared with USD 1.14 in the June projections. I přes výrazné oslabení libry šterlinků vůči euru po referendu ve Spojeném království je efektivní směnný kurz eura (vůči 38 obchodním partnerům) pro rok 2016 o 0,5 % slabší a pro roky 2017 a 2018 o 0,9 % nižší, než činily předpoklady projekcí v červnu.

Investice do rezidenčních nemovitostí by měly mírně vzrůst. Předpokládané zrychlení tempa růstu nominálního disponibilního důchodu a velmi nízké sazby hypotečních úvěrů by měly podporovat udržitelné oživení investic do rezidenčních nemovitostí. To dokumentuje i rostoucí počet vydaných stavebních povolení a zvyšující se poptávka po úvěrech na bydlení v souvislosti se zlepšujícími se podmínkami poskytování bankovních úvěrů. Kromě toho v některých zemích nejspíše skončily korekce na trzích s bydlením a ceny rezidenčních nemovitostí začaly růst. Vysoká úroveň nezaměstnanosti a zadluženosti domácností v některých zemích a nepříznivý demografický vývoj tlumí růst investic do rezidenčních nemovitostí.

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

³ Předpoklady o cenách ropných a potravinářských komodit vycházejí z cen futures do konce horizontu projekcí. U ostatních neenergetických nezemědělských komodit se předpokládá, že ceny budou do třetího čtvrtletí 2017 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

Očekává se, že oživení podnikatelských investic bude pokračovat. Oživení investiční důvěry by mělo podpořit několik faktorů: důvěra se nadále zlepšuje v souvislosti s příznivými očekáváním v oblasti výroby a obratem očekávání prodejních cen; využívání kapacit se v dlouhodobém pohledu zvýšilo nadprůměrně; podmínky financování a poskytování bankovních úvěrů se výrazně zlepšily, přičemž je podpořila 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 očekává se, že se zvýší ziskové přírůstky v souvislosti se sektorem nefinančních podniků již tak vykazujícím nadbytek hotovosti. Silné oživení cen akcií zaznamenané v posledních letech a mírný růst financování z cizích zdrojů navíc poslaly pákový poměr (dluh k celkovým aktivům) v sektoru nefinančních podniků blízko historickým minimům. Oživení podnikatelských investic však budou stále tlumit deformace na trhu zboží a služeb a tržích práce a očekávání slabšího tempa růstu potenciálního produktu než v minulosti.

Vývoz mimo eurozónu do značné míry nepříznivě ovlivňuje revize zahraniční poptávky eurozóny směrem dolů, především v souvislosti se slabším výhledem ve Spojeném království. Očekává se, že zahraniční poptávka bude od poloviny roku 2016 vykazovat pouze mírnou dynamiku, což je v souladu s oživením hospodářské aktivity ve světě, přičemž především ji způsobují rozvíjející se tržní ekonomiky. Očekávané tempo růstu zahraniční poptávky však zůstane nadále výrazně pod úrovní před krizí. Z toho vyplývající nepříznivý dopad na vývozu mimo eurozónu je jen částečně zmírněn příznivými opožděnými dopady slabšího efektivního směnného kurzu eura. Celkově se očekává, že vývoz mimo eurozónu bude od poloviny roku 2016 vykazovat jen mírnou dynamiku. Podíl vývozu by se měl v krátkém období jen nepatrně zvýšit v důsledku slabšího směnného kurzu eura a poté by měl zůstat stabilní. Očekává se, že růst dovozu ze zemí mimo eurozónu zůstane v horizontu projekcí poměrně omezený. Dovoz by měl růst v souladu s historickou elasticitou na celkovou poptávku, ačkoli stále o něco rychleji než vývoz. Přebytek běžného účtu by tak měl v roce 2018 klesnout na 3,3 %.

Box 3

Mezinárodní prostředí

Očekává se, že hospodářská aktivita ve světě bude postupně sílit. Brexit představuje naplnění rizika zpomalení růstu, tlumícího již tak utlumený výhled ve světě. Zatímco volatilita na světových finančních trzích po britském referendu měla krátké trvání, zapříčiněné zčásti očekáváním další hospodářskopolitické akomodace, výhled ve Spojeném království se zhoršil, což tlumí světovou poptávku. I přes nejisté náznaky, že se hospodářská aktivita ve velkých rozvíjejících se tržních ekonomikách vyvážejících komodity odráží ode dna, ukazovaly navíc světové ukazatele na jen mírný světový růst již před britským referendem. Očekává se, že v nadcházejícím období zůstane hospodářské oživení velmi pozvolné. Akomodační politiky by měly podpořit výhled růstu ve vyspělých ekonomikách, zatímco postupné zmírňování hluboké recese ve velkých rozvíjejících se tržních ekonomikách, zejména v Rusku a Brazílii, by mělo upevnit světový růst, přičemž dopady tohoto vývoje by měly převážit nad strukturálním zpomalením v Číně.

Světový obchod zůstává slabý. Cyklické nepříznivé faktory v rozvíjejících se tržních ekonomikách, zejména v případě vývozců komodit, kde se investice propadly, v posledních čtvrtletích tlumily světový obchod. S tím, jak tyto otrěsy odeznívají, by se v příštích čtvrtletích měl světový dovoz mírně zotavit. Ve střednědobém horizontu zahrnuje projekce předpoklad elasticity světového obchodu na světový růst ve výši zhruba 1, což je výrazně pod úroveň před krizí. Zahraniční poptávka eurozóny by měla vzrůst z úrovně 1,6 % v roce 2016 na 2,6 % v roce 2017 a 3,5 % v roce 2018.

Mezinárodní prostředí

(procentní změny za rok)

	září 2016				červen 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Reálný HDP ve světě (mimo eurozónu)	3,2	3,0	3,5	3,7	3,1	3,1	3,7	3,8
Světový obchod (mimo eurozónu) ¹⁾	0,7	0,9	2,8	3,7	0,7	1,8	3,5	4,0
Zahraniční poptávka eurozóny ²⁾	0,6	1,6	2,6	3,5	0,6	2,0	3,5	4,0

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

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

V porovnání s projekcemi z června 2016 byly hospodářská aktivita ve světě a zahraniční poptávka eurozóny upraveny směrem dolů. Revize zahraniční poptávky eurozóny směrem dolů, a to o 0,4 procentního bodu za rok 2016, o 0,9 procentního bodu za rok 2017 a o 0,5 procentního bodu za rok 2018, odrážejí především očekávání slabší dynamiky dovozu ze Spojeného království a její dopad ve světě.

Záporná mezera výstupu v eurozóně by se měla v horizontu projekcí stabilně zužovat a odrážet tak jen mírný růst potenciálního produktu. Očekává se, že tempo růstu potenciálního produktu v horizontu projekcí poroste, ale zůstane hluboko pod svou předkrizovou úroveň zhruba 1,7 %. Utlumená dynamika potenciálního produktu odráží především poměrně nízký příspěvek kapitálu po delším období velmi utlumeného růstu investic. Příspěvek pracovního trhu by se měl během horizontu projekcí zlepšovat a odrážet tak rostoucí počet osob v produktivním věku v souvislosti s příchodem uprchlíků a rostoucím podílem populace v produktivním věku, zčásti v důsledku strukturálních reforem v minulosti. Příspěvek pracovního trhu však zůstane v důsledku stárnoucí populace o něco nižší než před krizí. Naproti tomu očekávaný příspěvek souhrnná produktivity výrobních faktorů úrovně před krizí již dosahuje.

Podmínky na trzích práce v eurozóně by se měly v horizontu projekcí nadále zlepšovat. Očekává se, že zaměstnanost v horizontu projekcí poroste, ačkoli o něco méně 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. Míra nezaměstnanosti by se měla snižovat, i když pomalejším tempem než v roce 2015, neboť se očekává, že výraznější tempo růstu pracovní síly, odrážející příchod uprchlíků a efekt pracovní motivace, částečně vykompenzuje dopad rostoucí

zaměstnanosti na míru nezaměstnaností. Tento vývoj zaměstnanosti naznačuje oživení růstu produktivity práce z 0,4 % v roce 2016 na 0,9 % v roce 2018, což odráží obvyklý cyklický průběh.

V porovnání s projekcemi z června 2016 byl výhled růstu reálného HDP v horizontu projekcí revidován mírně směrem dolů. Odráží se zde především nepříznivý dopad revize zahraniční poptávky směrem dolů na vývoz z eurozóny, který je pouze částečně kompenzován nepříznivým dopadem nižších dlouhodobých úrokových sazeb, slabšího efektivního směnného kurzu eura a určité dodatečné fiskální podpory.

2

Ceny a náklady

Podle projekcí by měla inflace měřená HICP v roce 2016 dosáhnout v průměru hodnoty 0,2 %, v roce 2017 by měla značně posílit na 1,2 % a v roce 2018 na 1,6 %. Odeznívání silného tlumícího efektu poklesu cen ropy v minulosti by měl vést ke značnému nárůstu celkové inflace na začátku roku 2017 a vzrůst v prvním čtvrtletí na 1,2 %. Na základě křivky futures na ceny ropy se očekává, že příspěvek růstu cen energií měřeného HICP k celkové inflaci překmitne z -0,6 procentního bodu v roce 2016 na přibližně +0,1 až 0,2 procentního bodu v roce 2017 a 2018, což přispěje 0,7 procentního bodu k nárůstu celkové inflace mezi lety 2016 a 2017.

Očekává se, že inflace měřená HICP bez započtení potravin a energií poroste s tím, jak se nevyužité kapacity pomalu ztenčují. Zlepšování podmínek na trhu práce, odrážející se znatelným poklesem míry nezaměstnanosti, by mělo v horizontu projekcí podpořit postupné zvyšování tempa růstu mezd. S tím, jak probíhá hospodářské zotavení, se také očekává pokračující podpora jádrové inflaci díky zlepšení schopnosti podniků určovat ceny a souvisejícímu nárůstu ziskových marží. Odeznívání tlumících nepřímých efektů vývoje cen energií a neenergetických komodit by také mělo přispět k očekávanému nárůstu inflace měřené HICP bez započtení cen potravin a energií. Růstové efekty lze očekávat také v důsledku globálních cenových tlaků obecněji, ale postupné odeznívání růstových tlaků z dřívějšího oslabení eura by mělo v horizontu projekcí tlumit posilování tempa inflace měřené HICP bez započtení cen potravin a energií. Celkově by měla inflace měřená HICP bez započtení potravin a energií v roce 2016 průměrně činit 0,9 % a poté posílit na 1,3 % v roce 2017 a 1,5 % v roce 2018.

Vnější cenové tlaky přispějí k růstu inflace, přičemž tempo růstu cen dovozu by mělo v roce 2017 vzrůst nad nulu po čtyřletém období záporných ročních temp. Deflátor dovozu by měl v roce 2016 nadále klesat, ale v letech 2017 a 2018 by měl oživit. Klíčovým prvkem obratu tlaků cen dovozu je předpokládaný nárůst cen komodit, zejména ropy, jak naznačují křivky futures, poté, co v předešlých letech výrazně klesaly. Výraznou roli v obratu roční míry inflace deflátoru dovozu mezi rokem 2016 a rokem 2017 hrají také výrazné změny ve srovnávací základně směrem nahoru. Odhlédneme-li od těchto faktorů, měly by k rostoucím vnějším cenovým tlakům v eurozóně přispět také postupně rostoucí globální inflační tlaky

obecněji, jak se odrážejí například v předpokládaném posilování tempa růstu spotřebitelských cen ve světě.

Zužující se mezera na trhu práce a rostoucí celková inflace by měly podpořit posilování tempa růstu mezd v letech 2017 a 2018. I přes nepřetržité zužování mezery na trhu práce v posledních letech zůstávalo tempo růstu mezd dosud zhruba stabilní. Vedle uvedené mezery a nízké inflace patří mezi faktory, které pravděpodobně nadále tlumily růst mezd za současného hospodářského oživení, také probíhající procesy korekcí v jednotlivých zemích s cílem znovu získat nebo si udržet konkurenceschopnost, podpořené reformami na trzích práce zavedenými během krize. Kromě toho byla pravděpodobně vytvořena nová pracovní místa, a to především v sektorech s nízkou produktivitou práce, a tudíž nízkou mzdovou úrovní, což prostřednictvím vlivů souvisejících se strukturálními změnami tlumí celkový růst mezd. Očekává se, že v horizontu projekcí význam těchto vlivů tlumících růst mezd mírně ustoupí a dojde k dalšímu zúžení mezery na trhu práce, což by mělo umožnit posílení růstu náhrady na zaměstnance z hodnoty 1,2 % v roce 2016 na 1,8 % v roce 2017 a 2,2 % v roce 2018.

Ukazatel ziskových marží by měl v horizontu projekcí těžit z pokračujícího hospodářského oživení. K růstu ziskových marží v roce 2015 přispěl slabý růst mzdových nákladů a prudký pokles cen ropy, který se zřejmě zcela neprojevil ve spotřebitelských cenách. Jelikož by měl tento vliv v roce 2016 odeznít, očekává se, že u míry růstu ukazatele ziskových marží dojde k poklesu. Předpokládané cyklické zlepšení hospodářské aktivity v horizontu projekcí by ale mělo nadále těžit z pozice podniků při stanovování ceny, a tedy ziskové marže, navzdory tlumícímu vlivu rostoucích mzdových nákladů.

V porovnání s projekcemi z června 2016 zůstává výhled inflace měřené HICP v horizontu projekcí v podstatě beze změny.

3 Fiskální výhled

Nastavení fiskální politiky by mělo být v roce 2016 expanzivní a v letech 2017 a 2018 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 mimo jiné 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. Další pokles úrokových plateb a zlepšení cyklické složky i primárního salda od roku 2017 do roku 2018 s sebou přinese další snížení rozpočtového schodku. Postupné snižování dluhu vládního sektoru v horizontu projekcí podporuje především příznivý diferenciál mezi hospodářským růstem a úrokovými sazbami v kontextu

očekávaného hospodářského oživení a předpokladu nízkých úrokových sazeb. Na očekávaný vývoj dluhu by měly mít příznivý vliv také malé primární přebytky.

V porovnání s projekcemi zveřejněnými v červnu zůstává fiskální výhled v podstatě beze změny, co se týče rozpočtového schodku, a je příznivější ve vztahu k poměru dluhu k HDP. Poměr vládního dluhu k HDP je v horizontu projekcí také odhadován na nižší úrovni; zde se odráží především úprava irského nominálního HDP za rok 2015 směrem vzhůru, která snížila poměr dluhu k HDP v eurozóně o zhruba 0,4 % HDP.

Tabulka 1

Makroekonomické projekce pro eurozónu¹⁾

(procentní změny za rok)

	září 2016				červen 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Reálný HDP ¹⁾	1,9	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
		[1,5–1,9] ²⁾	[0,7–2,5] ²⁾	[0,4–2,8] ²⁾		[1,3–1,9] ²⁾	[0,7–2,7] ²⁾	[0,5–2,9] ²⁾
Soukromá spotřeba	1,7	1,7	1,6	1,5	1,7	1,9	1,7	1,5
Vládní spotřeba	1,4	1,7	0,9	1,0	1,3	1,5	0,8	0,9
Hrubá tvorba fixního kapitálu	2,9	3,1	3,3	3,3	2,7	3,2	3,4	3,3
Vývoz ³⁾	6,1	2,6	3,7	4,1	5,2	3,2	4,2	4,4
Dovoz ³⁾	6,1	3,3	4,4	4,7	6,0	4,7	4,7	4,8
Zaměstnanost	1,1	1,3	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	0,9
Míra nezaměstnanosti (v % pracovní síly)	10,9	10,1	9,9	9,6	10,9	10,2	9,9	9,5
HICP	0,0	0,2	1,2	1,6	0,0	0,2	1,3	1,6
		[0,1–0,3] ²⁾	[0,6–1,8] ²⁾	[0,8–2,4] ²⁾		[0,1–0,3] ²⁾	[0,6–2,0] ²⁾	[0,7–2,5] ²⁾
HICP bez započtení energií	0,9	0,9	1,2	1,5	0,9	0,9	1,2	1,6
HICP bez započtení energií a potravin	0,8	0,9	1,3	1,5	0,8	1,0	1,2	1,5
HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	0,9	1,2	1,5
Jednotkové mzdové náklady	0,4	0,8	1,0	1,3	0,8	0,8	1,0	1,3
Náhrada na zaměstnance	1,3	1,2	1,8	2,2	1,3	1,3	1,8	2,2
Produktivita práce	0,9	0,4	0,7	0,9	0,6	0,5	0,8	0,9
Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)	90,3	89,5	88,4	87,0	90,7	90,0	89,0	87,4
Saldo běžného účtu (v % HDP)	3,2	3,5	3,4	3,3	3,2	2,9	2,8	2,8

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 4

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 poněkud 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 2018 úroveň 51,6 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 pracovníky ECB⁴ při přípravě projekcí cen ropy během horizontu projekcí v současné době naznačuje vyšší ceny ropy v letech 2017 a 2018 než ceny obsažené v metodických předpokladech. To by mohlo nastat v důsledku silnějšího oživení světové poptávky po ropě díky silnějšímu než očekávanému oživení světové hospodářské aktivity nebo většímu poklesu nabídky ropy v důsledku nižších investic v ropném sektoru a tedy poklesu kapacit pro těžbu ropy v některých zemích těžících ropu. Naplnění alternativního vývoje, v němž by ceny ropy byly do roku 2018 o 11 % vyšší než v základním scénáři, by marginálně tlumilo růst reálného HDP, přičemž by s sebou neslo mírně rychlejší růst inflace měřené HICP (o 0,1 procentního bodu v roce 2017 a o 0,3 procentního bodu v roce 2018).

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 mohly způsobit především další měnověpolitická akomodace v eurozóně a dřívější než očekávaný růst sazby z federálních fondů ve Spojených státech. 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 11. srpna 2016. Tento vývoj předpokládá postupné oslabování eura vůči americkému dolaru až na kurz 1,04 USD/EUR v roce 2018, což je hodnota o 6,3% 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 odrážejí změny efektivního směnného kurzu s elasticitou kolem 50%. Důsledkem tohoto předpokladu je postupná, klesající divergence efektivního směnného kurzu eura

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

od základní projekce až na hodnotu, která je 3,3% pod úrovní základní projekce na rok 2018. V tomto scénáři naznačuje průměr výsledků řady makroekonomických modelů pracovníků ECB pro roky 2017 a 2018 tempo růstu reálného HDP vyšší o 0,1-0,2 procentního bodu a inflaci měřenou HICP vyšší o 0,1-0,2 procentního bodu.

Box 5

Prognózy dalších institucí

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

Jak vyplývá z tabulky, prognózy růstu reálného HDP a inflace měřené HICP, které jsou momentálně k dispozici od ostatních institucí, odpovídají s rezervou 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		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projekce pracovníků ECB	září 2016	1,7 [1,5–1,9]	1,6 [0,7–2,5]	1,6 [0,4–2,8]	0,2 [0,1–0,3]	1,2 [0,6–1,8]	1,6 [0,8–2,4]
Evropská komise	květen 2016	1,6	1,8	–	0,2	1,4	–
OECD	červen 2016	1,6	1,7	–	0,2	1,2	–
Šetření Euro Zone Barometer	srpen 2016	1,5	1,3	1,6	0,3	1,3	1,6
Consensus Economics Forecasts	srpen 2016	1,5	1,2	1,6	0,2	1,3	1,6
Výběrové šetření mezi prognostiky (Survey of Professional Forecasters)	červenec 2016	1,5	1,4	1,6	0,3	1,2	1,5
MMF	červenec (HDP) / duben (HICP) 2016	1,6	1,4	1,6	0,4	1,1	1,3

Zdroje: European Economic Forecast, Spring 2016, May 2016 vydaný Evropskou komisí (Evropská komise vydala v červenci 2016 dva scénáře vyjadřující dopad výsledku referenda ve Spojeném království na hospodářský výhled v eurozóně; v mírném scénáři dosáhl růst HDP v eurozóně úrovně 1,6 % v roce 2016 a 1,5 % v roce 2017 a v nepříznivém scénáři hodnoty 1,5 % v roce 2016 a 1,3 % v roce 2017); IMF World Economic Outlook, Update July 2016, v případě HDP; IMF World Economic Outlook, April 2016, v případě HICP; OECD Economic Outlook, June 2016; Consensus Economics Forecasts, August 2016; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, August 2016; a ECB Survey of Professional Forecasters, July 2016.

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, 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.