

# Makroekonomické projekce pro eurozónu z března 2017 sestavené pracovníky ECB<sup>1</sup>

*Hospodářské oživení v eurozóně by mělo dále posilovat, a to mírně rychlejším tempem oproti předchozím předpokladům. 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.*

*Nedávný růst cen ropy by měl letos vést k průměrné inflaci měřené HICP ve výši 1,7 %. Základní inflační tlaky však budou v horizontu projekcí stoupat jen postupně.*

## 1 Reálná ekonomika

### **Krátkodobé ukazatele naznačují pokračující výrazný růst v blízké budoucnosti.**

Růst reálného HDP dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí roku 2016 úrovně 0,4 %. Dochází k plošnějšímu oživení jak napříč jednotlivými odvětvími, tak zeměmi eurozóny. Podmínky na trhu práce se v posledních měsících dále zlepšují a míra nezaměstnanosti klesá o něco více, než se předpokládalo. I když se ukazatele nejistoty spojené s hospodářskou politikou zvýšily, ukazatele finanční a hospodářské nejistoty zůstávají nízké (viz box 1). Kromě toho se nadále zlepšuje důvěra, což svědčí o stabilním růstu v prvním pololetí roku 2017.

**V horizontu projekcí by měl reálný HDP vzrůst v roce 2017 o 1,8 %, v roce 2018 o 1,7 % a v roce 2019 o 1,6 %.** Hlavním faktorem oživení je od poloviny roku 2013 domácí poptávka včetně značné soukromé spotřeby a pozitivního vlivu investic. Domácí poptávku by v horizontu projekcí měla nadále podporovat řada příznivých faktorů společně s velmi akomodačním nastavením měnové politiky ECB.

V horizontu projekcí by měl posílit také vývoz z eurozóny, podporovaný očekávaným oživením celosvětového obchodu a předchozím oslabením směnného kurzu eura.

<sup>1</sup> 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 uzavěrky pro metodické předpoklady, jako jsou ceny ropy a směnné kurzy, bylo 14. února 2017 (viz box 2). Datum uzavěrky pro zohlednění ostatních informací bylo 20. února 2017, s výjimkou čtvrtletních národních účtů z veřejných účtů pro Německo dne 23. února, které byly rovněž vzaty v úvahu.

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.

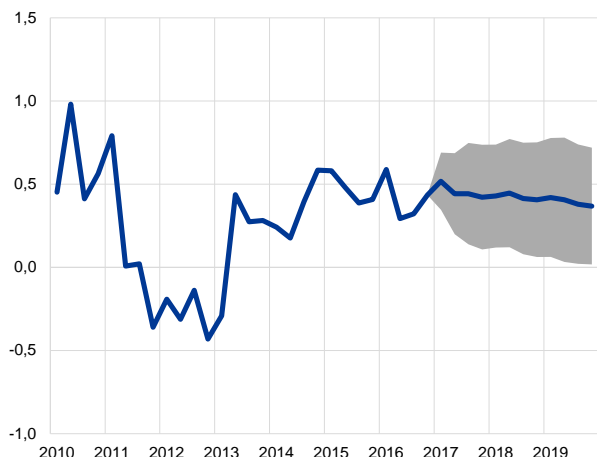
## Graf 1

### Makroekonomické projekce<sup>1)</sup>

(čtvrtletní údaje)

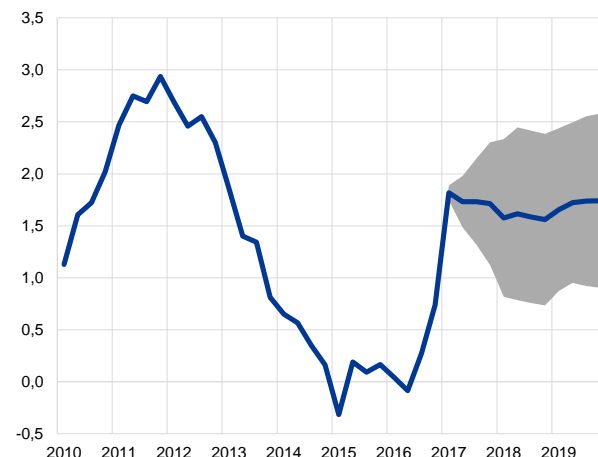
#### Reálný HDP v eurozóně<sup>2)</sup>

(mezičtvrtletní změny v procentech)



#### HICP v eurozóně

(meziroční změny v procentech)



1) Rozpětí v okolí středových projekcí vychází 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.

## Box 1

### Význam nejistoty spojené s hospodářskou politikou pro hospodářský výhled v eurozóně

**Ukazatel nejistoty spojené s hospodářskou politikou se v posledních měsících prudce zvýšil.**<sup>2</sup> Toto zvýšení pravděpodobně souviselo s výsledkem referenda ve Velké Británii o odchodu z EU a s výsledkem voleb ve Spojených státech. V současnosti se v tomto ukazateli může také projevovat nejistota spojená s blížícími se volbami v několika zemích eurozóny. Tento box se zabývá ukazatelem nejistoty spojené s hospodářskou politikou, zasazuje jej do širších souvislostí jiných ukazatelů nejistoty a dospívá k závěru, že jeho význam pro hospodářský výhled je v současné situaci pravděpodobně dosti omezený.

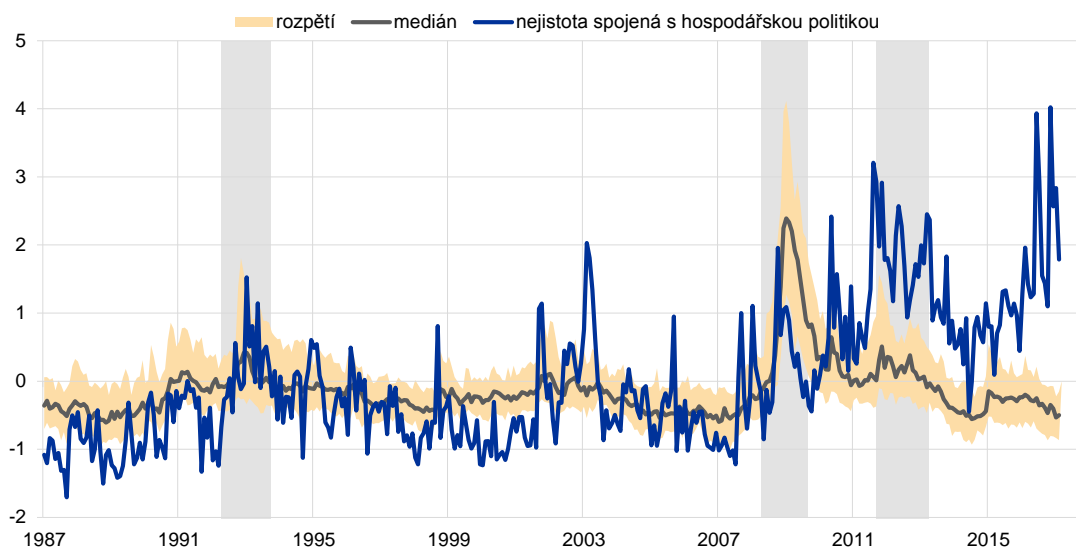
**Rámcově může mít zvýšená nejistota spojená s hospodářskou politikou nepříznivý dopad na hospodářskou aktivitu, jelikož podniky mohou odkládat nebo rušit investiční rozhodnutí, dokud nejistota neustoupí.** Obdobně může nejistota nepříznivě ovlivňovat rozhodnutí domácností v případě větších nákupů. Vysoká nejistota může navíc domácnosti přimět zvyšovat obezřetnostní úspory. V neposlední řadě může nejistota nepříznivě ovlivňovat hospodářskou aktivitu prostřednictvím vyšších nákladů financování způsobených vyšší rizikovou prémie a může snížit ochotu bank poskytovat úvěry domácnostem a podnikům.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Ukazatel nejistoty spojené s hospodářskou politikou počítá četnost výskytu článků v předních novinách, které obsahují slova „nejistý“ nebo „nejistota“ a „hospodářský“ či „ekonomie“ a jedno z řady slov používaných v souvislosti s měnovou politikou, například „schodek“ nebo „regulace“. Pro podrobnější informace viz Baker, S., Bloom, N. a Davis, S., „Measuring economic policy uncertainty“, *NBER Working Paper Series* č. 21633, říjen 2015.

<sup>3</sup> Různými transmisními kanály nejistoty se zabývá Bloom, N., „Fluctuations in uncertainty“, *Journal of Economic Perspectives*, sv. 28, č. 2, 2014, s. 153–176.

## Vybrané ukazatele nejistoty v eurozóně

(směrodatná odchylka od průměru)



Zdroje: Baker, Bloom a Davis, Consensus Economics, Eurostat, Evropská komise, ECB a výpočty ECB.

Poznámky: Šedé sloupce označují recesi v eurozóně podle organizace Centre for Economic Policy Research (CEPR). Rozpětí znázorňuje 25. až 75. percentil asi 130 ukazatelů nejistoty (které zahrnují finanční a hospodářskou nejistotu a nejistotu spojenou s prognózami a hospodářskou politikou) odhadnutých pro eurozónu.

**Navzdory nedávnému zvýšení nejistoty spojené s hospodářskou politikou však nejnovější hospodářský vývoj v eurozóně zjevně posílil.** Hospodářské oživení v eurozóně je plošnější než předchozí oživení<sup>4</sup>; převážně také vychází z domácí poptávky, díky čemuž je méně zranitelné zahraničními ořesy. Kromě toho jsou všechny institucionální sektory v současnosti silnější než před krizí, jelikož se jejich zadluženost snížila na udržitelnější úroveň. Důvěra domácností a podniků zůstává na velmi vysoké úrovni a finanční trhy zjevně nepromítly do cen výrazná rizika extrémních ztrát.

**V současnosti existuje mezi zvýšenou nejistotou spojenou s hospodářskou politikou a dosti nevýraznou úrovní jiných ukazatelů hospodářské a finanční nejistoty značný rozdíl.** Graf znázorňuje medián asi 130 ukazatelů nejistoty odhadnutých pro eurozónu, 25. až 75. percentil těchto ukazatelů a ukazatel nejistoty spojené s hospodářskou politikou.<sup>5</sup> Medián všech ukazatelů má oproti jednotlivým ukazatelům nejistoty výhodu, že lépe zachycuje různé rozměry nejistoty, zatímco pásma 25. až 75. percentilu zohledňuje nejistotu spojenou s těmito ukazateli nejistoty a nebere v úvahu mimořádné hodnoty. Můžeme vidět, že medián a 25. až 75. percentil ukazatelů nejistoty pro eurozónu v současnosti svědčí o nízké nejistotě. Naopak ukazatel nejistoty spojené s hospodářskou politikou je v současné situaci mimořádná hodnota, a to v ještě větší míře, než tomu bylo v průběhu uplynulých šesti let.

**Ukazatel nejistoty spojené s hospodářskou politikou nemusí být v současné situaci nutně spolehlivým signálem zvýšené nejistoty.** Zaprvé, ukazatel nejistoty spojené s hospodářskou

<sup>4</sup> Viz box 1 „Economic growth in the euro area is broadening“, *Ekonomický bulletin* č. 1, ECB, 2017.

<sup>5</sup> Přehled uvádí článek „The impact of uncertainty on activity in the euro area“, *Ekonomický bulletin* č. 8, ECB, 2016. Viz také Haddow, A., Hare, C., Hooley, J. a Shakir, T., „Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?“, *Quarterly Bulletin*, druhé čtvrtletí, Bank of England, 2013.

politikou nerozlišuje nejistotu spojenou s domácí politikou a nejistotu spojenou s vnější politikou. Skutečnost, že podniky a spotřebitelé rozlišují domácí a zahraniční zdroje nejistoty a většinou se zaměřují na domácí zdroje nejistoty, by tedy mohla vysvětlovat poměrně volnou korelaci mezi ukazatelem nejistoty spojené s hospodářskou politikou a jinými ukazateli nejistoty a jeho omezenou empirickou významnost pro předpovídání ekonomických trendů v eurozóně. Zadržet, ukazatel nejistoty spojené s hospodářskou politikou vychází z článků pouze ve dvou předních tiskovinách v každé zemi; tento malý vzorek nemusí reprezentovat vnímání široké veřejnosti. Zatřetí, ukazatel nejistoty spojené s hospodářskou politikou je mnohem volatilnější než jiné ukazatele a často vykazuje prudký nárůst, když ostatní ukazatele zůstávají na mírné úrovni nebo když hospodářská aktivita zjevně zůstala nedotčena. To vše nabádá k obezřetnosti při používání tohoto ukazatele k projekcím hospodářského vývoje.<sup>6</sup>

---

### **Růst soukromé spotřeby by v horizontu projekcí měl zůstat výrazný.**

V posledních měsících v důsledku lepších celkových ekonomických očekávání a příznivějších individuálních finančních očekávání zůstala spotřebitelská důvěra na vyšší úrovni. Vezmeme-li v úvahu také zlepšující se podmínky na trhu práce, měla by soukromá spotřeba v blízké budoucnosti dále růst.

**Růst nominálního disponibilního důchodu zůstává výrazný.** Podíl hrubých mezd a platů na růstu nominálního disponibilního důchodu by se podle předpokladů měl v horizontu projekcí zvýšit.

**Příznivé úvěrové podmínky bank podporované měnověpolitickými opatřeními ECB by měly podpořit růst soukromé spotřeby.** I když nízké úrokové sazby měly dopad jak na úrokové výnosy, tak úrokové platby soukromých domácností, mají tendenci přerozdělovat zdroje od čistých střadatelů k čistým dlužníkům. Vzhledem k tomu, že čistí dlužníci mají zpravidla vyšší mezní sklon ke spotřebě, mělo by toto přerozdělování dále podporovat celkovou soukromou spotřebu. Spotřebu by měl podporovat také pokrok dosažený při snižování zadluženosti a očekávaný růst hodnoty čistého jmění domácností odrážející další růst cen rezidenčních nemovitostí.

**Vyšší ceny ropy však mají nepříznivý dopad na reálný disponibilní důchod, i když dopad na spotřebu by mělo částečně vykompenzovat vyhlazování spotřeby.** Míra úspor od poloviny roku 2015 do poloviny roku 2016 rostla, jelikož domácnosti uspořily část neočekávaných zisků souvisejících s cenami ropy. Odeznívání tohoto dočasného účinku začalo podle odhadů v druhé polovině roku 2016 a v průběhu roku 2017 by mělo pokračovat, přičemž umocňovat by je mělo i nedávné zvýšení cen ropy. Míra úspor by pak měla ve zbývajícím horizontu projekcí zůstat podle předpokladů beze změny, jelikož tlaky na její pokles v důsledku snižující se nezaměstnanosti, zlepšujících se úvěrových podmínek a nízkých úrokových sazeb jsou vykompenzovány tlaky na její růst vlivem nutnosti průběžně snižovat zadluženost a procyklického vyhlazování spotřeby.

---

<sup>6</sup> Viz také Forbes, K., „Uncertainty about uncertainty“, projev pronesený na konferenci společnosti J.P. Morgan Cazenove „Best of British“, 23. listopadu 2016, Londýn, který v případě Velké Británie dospívá k podobným závěrům.

## Box 2

### Metodické předpoklady o úrokových sazbách, směnných kurzech a cenách komodit

---

**V porovnání s projekcemi z prosince 2016 zahrnují metodické předpoklady mírně vyšší dlouhodobé úrokové sazby, výrazně 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 14. února 2017. Krátkodobé sazby odkazují na tříměsíční sazbu EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Podle této metodiky vychází průměrná úroveň těchto krátkodobých úrokových sazeb v roce 2017 na -0,3 %, v roce 2018 na -0,2 % a v roce 2019 na 0,0 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 1,3 % v roce 2017, 1,6 % v roce 2018 a 1,9 % v roce 2019.<sup>7</sup> V porovnání s projekcemi z prosince 2016 zůstávají tržní očekávání krátkodobých úrokových sazeb beze změny, zatímco očekávání dlouhodobých sazeb byla zrevidována o 10–20 bazických bodů směrem vzhůru. 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 zůstanou víceméně beze změny a v letech 2018 a 2019 poněkud vzrostou.

Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures (průměr za dvoutýdenní období končící ke dni uzávěrky 14. února) se očekává, že cena barelu ropy Brent vzroste z úrovně 44,0 USD v roce 2016 na 56,4 USD v roce 2017 a na 56,5 USD v roce 2018 a následně klesne na 55,9 USD v roce 2019. Z tohoto vývoje vyplývá, že v porovnání s projekcemi z prosince 2016 jsou ceny ropy v amerických dolarech v roce 2017 vyšší o 14,3 %, v roce 2018 o 7,3 % a v roce 2019 o 2,5 %. Očekává se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech porostou v roce 2017 výrazně a poté mírněji.<sup>8</sup>

Předpokládá se, že dvoustranné směnné kurzy eura zůstanou v horizontu projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 14. února. To by znamenalo, že průměrný směnný kurz eura bude v letech 2017–2019 na úrovni 1,07 USD za euro v porovnání s 1,09 USD za euro podle projekcí z prosince 2016. Efektivní směnný kurz eura (vůči 38 obchodním partnerům) bude v letech 2017–2019 o 1,3 % nižší ve srovnání s předpokladem z projekcí z prosince 2016.

---

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> 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 roku 2018 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

## Metodické předpoklady

	březen 2017				prosinec 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Tříměsíční sazba EURIBOR (v % p.a.)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v % p.a.)	0,8	1,3	1,6	1,9	0,8	1,2	1,5	1,7
Cena ropy (v USD za barel)	44,0	56,4	56,5	55,9	43,1	49,3	52,6	54,6
Ceny neenergetických komodit v USD (procentní změny za rok)	-3,9	13,2	3,5	4,6	-4,0	6,6	3,8	4,5
Směnný kurz USD/EUR	1,11	1,07	1,07	1,07	1,11	1,09	1,09	1,09
Nominální efektivní směnný kurz eura (EER38) (procentní změny za rok)	3,7	-1,0	0,0	0,0	3,8	0,1	0,0	0,0

**Očekává se, že oživení investic do bytových nemovitostí v eurozóně bude pokračovat.** Investice do bydlení, podporované výrazným růstem disponibilního důchodu a příznivými podmínkami financování, se v roce 2016 značně zotavily. Pokud jde o další vývoj, předpokládáné zvýšení tempa růstu nominálního disponibilního důchodu, velmi nízké sazby hypotečních úvěrů a omezený počet jiných investičních příležitostí by měly podporovat další 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. Kromě toho v některých zemích eurozóny nejspíše skončily korekce na trzích s bydlením a ceny rezidenčních nemovitostí v několika zemích rostou. Nicméně se očekává, že vysoká nezaměstnanost a přetrvávající potřeba snižování zadluženosti v některých zemích bude investice do bytových nemovitostí dále brzdit. Zrychlení investic do bytových nemovitostí v jiných zemích by podle předpokladů měla brzdit již tak vysoká úroveň těchto investic v poměru k disponibilnímu důchodu a nepříznivý demografický vývoj.

**Očekává se oživení podnikatelských investic.** 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 očekávaných prodejních cen; využívání kapacit překračuje své průměrné předkrizové úrovně; podmínky financování jsou stále velmi podpůrné; očekává se, že domácí poptávka zůstane odolná a vnější poptávka posílí; je zapotřebí modernizovat kapitálový fond po několika letech utlumených investic a předpokládá se, že se zvýší ziskové přírůstky v souvislosti se sektorem nefinančních podniků již tak vykazujícím nadbytek hotovosti. Silné oživení cen akcií v posledních několika letech a mírný růst financování z cizích zdrojů navíc poslaly průměrný poměr dluhu k celkovým aktivům v sektoru nefinančních podniků blízko historickým minimům. Oživení podnikatelských investic však budou stále tlumit nepružnost na trzích zboží a služeb, očekávané slabší tempo růstu potenciálního produktu než v minulosti a přetrvávající potřeba procesu snižování zadluženosti v některých zemích eurozóny. Navíc zprostředkovatelskou kapacitu některých bankovních sektorů nadále zatěžuje nízká ziskovost bank a stále vysoký objem nesplácených úvěrů v rozvahách bank v řadě zemí.



### Box 3

#### Mezinárodní prostředí

**Růst světové hospodářské aktivity by měl nadále oživovat.** Údaje zveřejněné v poslední době potvrzují předpokládané zlepšení světové hospodářské aktivity v druhém pololetí roku 2016 a naznačují pokračující růst v blízké budoucnosti. Výhled pro vyspělé i rozvíjející se tržní ekonomiky však zůstává poněkud smíšený. Pokud jde o vyspělé ekonomiky, příznivé finanční podmínky, zlepšující se trhy práce a stimulační opatření fiskální politiky by měly podpořit hospodářskou aktivitu ve Spojených státech, zatímco zvýšená nejistota podle očekávání zatíží střednědobý výhled růstu britského hospodářství a tempo expanze v Japonsku by mělo zůstat mírné. Na rozvíjejících se trzích představuje hlavní podporu růstu světové ekonomiky stabilní růst některých velkých ekonomik společně s postupným odezníváním hluboké recese u některých větších vývozců komodit, zatímco postupné zpomalování čínské ekonomiky růst nadále brzdí. Zvýšení cen ropy by mělo mít na světovou hospodářskou aktivitu celkově omezený dopad: ačkoliv do určité míry podporuje hospodářskou aktivitu producentů ropy, tyto ekonomiky se vzhledem k poklesu cen ropy od roku 2014 stále potýkají s nutností značných korekcí (včetně fiskální konsolidace). Zároveň by část tohoto otřesu měli prostřednictvím nižší míry úspor absorbovat spotřebitelé v zemích dovážejících komodity. Světová hospodářská aktivita (bez eurozóny) by měla podle očekávání zrychlit z úrovně 3,1 % v roce 2016 na 3,5 % v roce 2017 a 3,8 % v letech 2018 a 2019; v porovnání s předchozími projekcemi tak došlo k mírné revizi směrem vzhůru.

#### Mezinárodní prostředí

(procentní změny za rok)

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

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

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

**Tempo růstu světového obchodu se v druhé polovině roku 2016 zlepšilo a očekává se, že si svou dynamiku v horizontu projekcí zachová.** Ve střednědobém horizontu bude celosvětový obchod podle předpokladů expandovat v souladu s oživením globální hospodářské aktivity (viz tabulka). V porovnání s projekcemi z prosince 2016 byla zahraniční poptávka eurozóny revidována pro rok 2017 o 0,4 procentního bodu vzhůru a poté byla ponechána víceméně beze změny.

**Vývoz mimo eurozónu by podle očekávání mělo podpořit oživení celosvětové poptávky a mírně slabší směnný kurz eura.** Zahraniční poptávka eurozóny si podle předpokladů po celý horizont projekcí zachová svou nedávnou dynamiku, jelikož se zvyšuje poptávka po dovozu ve vyspělých i rozvíjejících se tržních ekonomikách (včetně Ruska a Brazílie). Zvýšení zahraniční poptávky eurozóny však bude podle očekávání utlumeno nevýrazným růstem dovozu ve Velké Británii. Očekávané tempo růstu zahraniční poptávky zůstane celkově nadále výrazně pod úrovní před krizí. Vývoz mimo eurozónu bude podle předpokladů v souvislosti se slabším směnným kurzem eura vyšší než tempo růstu zahraniční poptávky, zejména v roce 2017. Dovoz mimo eurozónu poroste podle očekávání rychleji než vývoz

mimo eurozónu vsouladu s historickou elasticitou na celkovou poptávku. Přebytek běžného účtu by měl v horizontu projekcí zůstat celkově stabilní na úrovni asi 3,1–3,3 % HDP.

**Záporná meze výstupu by se měla v horizontu projekcí stabilně zužovat a odrážet tak jen mírný potenciální růst.** Růst potenciálního produktu by se měl v horizontu projekcí pohybovat mírně nad 1 %, a měl by tak jednoznačně zůstat pod úrovní předpokládaného skutečného reálného růstu HDP ve výši asi 1,7 %. Utlučená dynamika potenciálního produktu odráží především poměrně nízký příspěvek kapitálu po delším období historicky nízkého růstu investic. Příspěvek pracovního trhu by se měl zvyšovat a odrážet tak rostoucí počet osob v produktivním věku v souvislosti s příchodem migrantů a rostoucím podílem populace v produktivním věku v důsledku strukturálních reforem. Příspěvek pracovního trhu však zůstane v důsledku stárnoucí populace o něco nižší než před krizí. Příspěvek souhrnné produktivity výrobních faktorů by měl být pouze mírně nižší než před krizí.

**Podmínky na trzích práce v eurozóně by se měly v horizontu projekcí nadále zlepšovat.** Zaměstnanost by se v horizontu projekcí měla podle předpokladů nadále zvyšovat, ačkoliv by měla postupně ztrácet na dynamice. V krátkodobém horizontu se zde projevuje hlavně odeznívání některých příznivých přechodných faktorů, které mají vliv na růst zaměstnanosti. Ve zbývajících částech horizontu projekcí bude v některých zemích podle předpokladů představovat čím dál tím větší omezení nedostatek kvalifikovaných pracovníků, což utlumí růst zaměstnanosti a povede ke zvýšení počtu odpracovaných hodin na zaměstnance. Tento vývoj zaměstnanosti naznačuje oživení růstu produktivity práce z 0,4 % v roce 2016 na 0,8 % v roce 2019, což odráží procyklický vývoj s větším využíváním kapitálu i práce. Míra nezaměstnanosti bude podle předpokladů klesat, byť pomalejším tempem než v nedávné minulosti, jelikož růst zaměstnanosti zpomaluje výrazněji než růst pracovní síly.

**V porovnání s makroekonomickými projekcemi z prosince 2016 byl růst reálného HDP v letech 2017 a 2018 revidován mírně směrem vzhůru.** Nad nepříznivým dopadem vyšších cen ropy na hospodářskou aktivitu by měly převážet mírně silnější zahraniční poptávka v blízké budoucnosti, slabší směnný kurz eura a vyšší důvěra ekonomických subjektů.

## 2

### Ceny a náklady

**Po nedávném růstu cen ropy byl výhled celkové inflace pro blízké období výrazně revidován směrem vzhůru. Nyní se očekává, že by inflace v období let 2017–2019 měla dosahovat průměrné hodnoty 1,7 %.** Růst cen energií a neenergetických položek však vykazuje nesourodý vývoj. Mezi lety 2016 a 2017 by ceny energií měly představovat 1,2 procentního bodu posilování inflace měřené HICP. Změny ve srovnávací základně směrem vzhůru společně s nedávným výrazným zvýšením cen ropy představují v růstu cen energií prudký obrát – od velkých záporných do výrazných kladných hodnot. Převážně plochý profil křivky



futures na ceny ropy během sledovaného horizontu však naznačuje, že kladný příspěvek složky energií k celkové inflaci bude v letech 2018 a 2019 menší.

**Na rozdíl od růstu cen energií je v horizontu projekcí očekávané oživení inflace měřené HICP bez započtení energií a potravin daleko pozvolnější.**

Inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin by měla v roce 2017 dosahovat průměrné hodnoty 1,1 % a v roce 2018 a 2019 vzrůst na 1,5 %, resp. na 1,8 %. Hlavním faktorem tohoto postupného oživování je očekávaný růst jednotkových mzdových nákladů v souvislosti s pokračováním a konsolidací hospodářského oživení. Klesající nevyužité kapacity na trhu práce a postupné odeznívání faktorů souvisejících s krizí, které v posledních několika letech tlumily růst mezd, by měly vést k oživení růstu odměny na zaměstnance a vzhledem k mírnějšímu očekávanému oživení produktivity i k růstu jednotkových mzdových nákladů. K těmto tlakům na růst nákladů prostřednictvím vyšších výrobních nákladů a dopadů na nominální mzdy navíc nepřimo přispívá oživení růstu cen ropy. Očekává se, že ziskové marže stabilně porostou, ale mírně je budou tlumit rostoucí mzdové náklady a nedávný pokles směnných relací.

**Hlavními faktory obratu ve vnějších cenových tlacích jsou rostoucí ceny ropy a neenergetických komodit.**

Po čtyřech letech poklesu dovozních cen souvisejícího především s dřívějším prudkým poklesem cen komodit by meziroční tempo růstu dovozních cen mělo v roce 2017 dosáhnout kladné hodnoty. Klíčovým prvkem tohoto obratu ve vývoji dovozních cen je oživení cen ropy a neenergetických komodit. Očekává se, že k tomuto vývoji časem také přispějí postupně rostoucí globální inflační tlaky. Má se za to, že uzavírající se záporná mezera výstupu ve světě pomalu tlačí na růst světových výrobních nákladů v rozsahu převyšujícím dopad komoditních cen. V důsledku stále značné volné kapacity ve světě a vysoké míry konkurence ze strany nízkonákladových zemí by však podle projekcí měly globální cenové tlaky zůstat mírné.

**Do růstu mzdových nákladů by se mělo v horizontu projekcí stále více promítat zlepšování podmínek na trzích práce.**

Tempo růstu náhradyna zaměstnance by se mělo v roce 2016 zvýšit na 1,3 % a v roce 2019 dosáhnout úrovně 2,4 %. Hlavním faktorem stojícím za tímto znatelným oživením je předpokládané zlepšování podmínek na trzích práce a rostoucí nedostatek nabídky práce v některých částech eurozóny. Výrazný nedávný růst inflace, který naznačoval prudký pokles růstu reálných mezd, navíc snižuje riziko nepříznivých sekundárních efektů v blízké budoucnosti. V některých zemích může vyšší inflace mít časem také kladný vliv na vývoj nominálních mezd, pokud mzdová vyjednávání zahrnují významný retrospektivní prvek. Pro rok 2017 je však potenciál vlivu vyšší inflace na sjednané mzdy omezen skutečností, že v několika zemích je většina mzdových vyjednávání na rok 2017 již uzavřena. Dále je třeba uvést, že v některých zemích byla míra mzdové indexace podle inflace v nedávné minulosti výrazně omezena. Navíc v některých zemích eurozóny jsou zbývající systémy indexace mezd založeny na inflaci s vyloučením cen dovážených energií a tato inflace zatím výrazně neoživila. Odhlédneme-li od dopadu inflace, potřeba mírnit růst mezd v některých zemích s cílem obnovit cenovou konkurenceschopnost nebo jejich růst zadržovat by měla v horizontu projekcí postupně odeznívat a podporovat tak růst mezd. Tlumící

dopad reforem na trzích práce provedených v některých zemích eurozóny během krize může být také méně výrazný s tím, jak bude cyklické oživení pokračovat a rozšiřovat se. Obdobně by měl oslabit dopad strukturálních změn, které tlumí růst mezd, s tím, jak bude postupovat hospodářské oživení, neboť růst zaměstnanosti by měl být oproti nedávným rokem plošnější mezi sektory a méně zaměřený na sektory s nízkou produktivitou, a tedy s nízkou mzdou.

**Očekává se, že ziskové marže by měly v horizontu projekcí nadále růst podobným nebo mírně pomalejším tempem než v nedávné době.** V horizontu projekcí by ziskové marže měly těžit z pokračujícího hospodářského oživení. V krátkodobém výhledu by je však mohl tlumit nedávný růst cen ropy, neboť podniky nemusí zvýšené náklady promítnout v plném rozsahu, a to zejména proto, že ziskové marže zjevně také těžily z předchozího poklesu cen ropy. Navíc růst ziskových marží bude v horizontu projekcí tlumen očekávaným růstem jednotkových mzdových nákladů.

**V porovnání s projekcemi z prosince 2016 byl výhled inflace měřené HICP revidován na rok 2017 výrazně a na rok 2018 mírně směrem vzhůru.** Výrazná revize růstu cen energií v rámci HICP na rok 2017 souvisí s vyššími cenami ropy, než se předpokládalo v projekcích z prosince 2016. V dalším období pak výrazně plošší křivka futures na ceny ropy oproti projekcím z prosince 2016 naznačuje určitou malou revizi směrem dolů u složky energií od roku 2018. Naopak inflace měřená HICP bez započtení cen potravin a energií je na léta 2018 a 2019 revidována mírně směrem vzhůru a odráží tak některé nepřímé a sekundární vlivy vyšších cen ropy i některé růstové vlivy slabšího směnného kurzu eura. Tyto růstové vlivy by měly být o něco vyšší než vlivy revize růstu cen energií v rámci HICP na rok 2018 směrem dolů a měly by zhruba kompenzovat revize směrem dolů u složky energií na rok 2019.

### 3 Fiskální výhled

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

**V horizontu projekcí by poměry rozpočtového schodku a dluhu k HDP v sektoru vládních institucí měly klesat.** Další pokles úrokových plateb a zlepšení cyklické složky v období 2017–2019 s sebou přinese další snížení rozpočtového schodku. Cyklicky očištěné primární saldo by mělo zůstat prakticky beze změny. Postupné snižování vládního dluhu v horizontu projekcí je podporováno především příznivým diferencíálem mezi hospodářským růstem a úrokovými sazbami. Na očekávaný vývoj dluhu má příznivý vliv také očekávaný primární přebytek.

**V porovnání s projekcemi zveřejněnými v prosinci 2016 je výhled poměru schodku k HDP příznivější a poměr dluhu k HDP byl revidován směrem dolů.**

V období 2017–2019 odráží lepší výhled s chodku částečně kladný přenosový efekt z roku 2016 a částečně nižší očekávané primární výdaje. Revize poměru dluhu k HDP směrem dolů odráží shora uvedený zlepšený výhled rozpočtu a větší podíl diferenciálu mezi hospodářským růstem a úrokovými sazbami na snižování dluhu hlavně v roce 2017 v důsledku lepšího výhledu nominálního HDP eurozóny.

**Tabulka 1**

**Makroekonomické projekce pro eurozónu<sup>1)</sup>**

(procentní změny za rok)

	březen 2017				prosinec 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
<b>Reálný HDP<sup>1)</sup></b>	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6
		[1,5–2,1] <sup>2)</sup>	[0,7–2,7] <sup>2)</sup>	[0,5–2,7] <sup>2)</sup>	[1,6–1,8] <sup>2)</sup>	[1,1–2,3] <sup>2)</sup>	[0,6–2,6] <sup>2)</sup>	[0,4–2,8] <sup>2)</sup>
<b>Soukromá spotřeba</b>	1,9	1,4	1,4	1,4	1,7	1,5	1,5	1,4
<b>Vládní spotřeba</b>	2,0	1,1	1,0	1,1	2,0	1,3	1,1	1,1
<b>Hrubá tvorba fixního kapitálu</b>	2,5	2,8	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1	2,7
<b>Vývoz<sup>3)</sup></b>	2,9	4,3	4,1	4,0	2,7	3,7	3,9	4,0
<b>Dovoz<sup>3)</sup></b>	3,5	4,6	4,4	4,2	3,3	4,1	4,3	4,1
<b>Zaměstnanost</b>	1,3	1,0	1,0	0,8	1,4	1,1	0,8	0,8
<b>Míra nezaměstnanosti (v % pracovní síly)</b>	10,0	9,4	8,9	8,4	10,0	9,5	9,1	8,7
<b>HICP</b>	0,2	1,7	1,6	1,7	0,2	1,3	1,5	1,7
		[1,4–2,0] <sup>2)</sup>	[0,9–2,3] <sup>2)</sup>	[0,8–2,6] <sup>2)</sup>	[0,2–0,2] <sup>2)</sup>	[0,8–1,8] <sup>2)</sup>	[0,7–2,3] <sup>2)</sup>	[0,9–2,5] <sup>2)</sup>
<b>HICP bez započtení energií</b>	0,9	1,2	1,6	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
<b>HICP bez započtení energií a potravin</b>	0,9	1,1	1,5	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
<b>HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní<sup>4)</sup></b>	0,8	1,1	1,5	1,8	0,8	1,1	1,4	1,7
<b>Jednotkové mzdové náklady</b>	0,9	1,1	1,4	1,6	0,8	1,0	1,3	1,5
<b>Náhrada na zaměstnance</b>	1,3	1,8	2,1	2,4	1,2	1,7	2,1	2,4
<b>Produktivita práce</b>	0,4	0,7	0,7	0,8	0,3	0,6	0,8	0,9
<b>Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)</b>	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
<b>Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP)<sup>5)</sup></b>	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
<b>Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)</b>	89,3	88,0	86,4	84,5	89,4	88,5	87,3	85,7
<b>Saldo běžného účtu (v % HDP)</b>	3,4	3,1	3,2	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1

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 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 potenciálních politik nové americké administrativy na výhled pro americkou a světovou 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 poměrně plochý profil cen ropy s cenou barelu ropy Brent dosahující do konce roku 2019 úroveň kolem 56 USD. Tento vývoj odpovídá mírnému oživení světové poptávky po ropě, což je scénář s spojeným rozvíjejícím se světovým hospodářským oživením. Zatím se nezdá, že by se vliv smlouvy OPEC dlouhodoběji promítal do posilování futures na ceny ropy. Pravděpodobně je to důsledkem objemu zásob, který se blíží svému rekordu, a možného růstu těžby břidlicové ropy. Kombinace alternativních modelů používaných pracovníky ECB<sup>9</sup> 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 12,4 % vyšší než v základním scénáři, by velmi mírně tlumilo růst reálného HDP, přičemž by s sebou neslo rychlejší růst inflace měřené HICP (o 0,1 procentního bodu v roce 2017 a o 0,2 procentního bodu v letech 2018 a 2019).

#### 2) Alternativní vývoj směnného kurzu

**Tato citlivostní analýza se pro názornost zabývá dopadem slabšího směnného kurzu eura proti základní projekci.** Rizika oslabení kurzu vyplývají především ze silnější než v současnosti očekávané divergence nastavení měnové politiky na obou březích Atlantiku. Další tlak na snížení hodnoty eura by mohl být způsoben především méně pozvolným růstem sazby 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 14. února 2017. Tento vývoj předpokládá postupné oslabování eura vůči americkému dolaru až na kurz 0,98 USD/EUR v roce 2019, což je hodnota o 7,6 % 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 52 %. Důsledkem tohoto předpokladu je postupná klesající divergence efektivního směnného kurzu eura od základní projekce až na hodnotu, která je 4 % pod úrovní základní projekce na rok 2019. V tomto scénáři naznačuje průměr výsledků řady makroekonomických modelů pracovníků ECB tempo růstu reálného HDP vyšší

---

<sup>9</sup> Viz kombinace čtyř modelů představená v článku „Forecasting the price of oil“, *Ekonomický bulletin* č. 4, ECB, 2015.

o 0,1–0,3 procentního bodu za rok a inflaci měřenou HICP vyšší o 0,1 procentního bodu pro rok 2017 a o 0,3–0,4 procentního bodu pro roky 2018 a 2019.

### **3) Scénáře vyplývající z nové americké administrativy – dopady na výhled pro americkou a světovou ekonomiku a ekonomiku eurozóny**

**Návrh tzv. zdanění peněžních toků podle cílové země (destination-based border-adjusted cash flow tax – DBCFT) předložený Republikánskou stranou ve Spojených státech by znamenal rozsáhlou reformu systému daní z příjmu právnických osob ve Spojených státech, která by mohla mít zásadní dopad na jejich hospodářský výhled a její důsledky by se mohly přelévat do světa včetně eurozóny.**<sup>10</sup> Tento scénář pojednává o možném dopadu navržené daňové reformy na ekonomiky Spojených států, světa a eurozóny.

**Návrh obsahuje čtyři hlavní prvky:** i) daňovou úpravu, jmenovitě zavedení odečtu výnosů z vývozu ze zdanitelných příjmů, ale zrušení odečtu nákladů na dovoz ze zdanitelných příjmů; ii) přechod ze systému zdanění podle původu (podniky jsou zdaňovány podle svého původu, tj. pokud drží svá aktiva ve Spojených státech) na systém podle cílové země (podniky daní pouze zisk z prodeje ve Spojených státech). To naznačuje, že zisk z prodeje mimo USA již nebude dále zdaňován, a to bez ohledu na to, kde se aktiva podniku nacházejí. Tato změna by snížila motivaci přesouvat zisky do „daňových rájů“ a posílila motivaci podniků lokalizovat zdanitelný příjem ze zahraničí do Spojených států; iii) snížení daně z příjmu právnických osob z 35 % na 20 % a iv) daňové pobídky vztahující se na nové investice v USA. To umožňuje plný odpočet investičních výdajů a vyloučení odpočtu úrokových splátek ze základu daně z příjmu.

**Podpora vývozců a zdanění dovozců by znamenaly výrazné posílení konkurenceschopnosti Spojených států a pokles poptávky po dovozu do Spojených států, což by mohlo zvýšit jejich HDP.** Je však pravděpodobné, že by to bylo částečně kompenzováno posílením amerického dolaru. Současně by ve Spojených státech vzrostla inflace, neboť dovozci by přenesli část dodatečných nákladů vyššího zdanění do domácích cen a silnější hospodářská aktivita a růst zaměstnanosti by vedly k růstu domácích mezd. Vyšší inflace by však mohla vést k poklesu reálné soukromé spotřeby. Celkově by daňová reforma mohla vést ke změně struktury ekonomiky Spojených států, v níž by schodek obchodní bilance klesal a zároveň by se mohlo snižovat bohatství spotřebitelů ve Spojených státech s tím, jak budou domácnosti méně spotřebovávat.

**Přelévání vlivů do zbytku světa by bylo v důsledku této daňové reformy negativní.** Ve hře by byly dva protichůdné vlivy, které by zasáhly zahraniční poptávku Spojených států. Na jedné straně by fiskální stimul vyplývající z nižší daňové sazby zvýšil poptávku ve Spojených státech a odpovídajícím způsobem i dovoz. Na druhé straně by v důsledku zavedení nové daně na dovoz do Spojených států bylo zboží a služby vyrobené v zahraničí méně konkurenceschopné ve Spojených státech. Celkově by deformace obchodu zavedené daňovou reformou pravděpodobně převážily nad kladným dopadem fiskálního stimulu na dovoz do Spojených států, pokud by nebyly plně kompenzovány pohyby směnného kurzu.

**Ve scénáři koordinovaných odvetných opatření proti tomuto daňovému režimu Spojených států by světový obchod mnohem výrazněji poklesl a příznivý dopad na ekonomiku Spojených států by oslabil.** Vzhledem k výrazně negativnímu dopadu zavedení daňové reformy

<sup>10</sup> Viz publikace „A better way – our vision for a confident America“, 24. června 2016, na adrese [https://abetterway.speaker.gov/\\_assets/pdf/ABetterWay-Tax-Policy-Paper.pdf](https://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-Policy-Paper.pdf).

na světovou ekonomiku by jednou z možností bylo zavést odvetná opatření vůči Spojeným státům. Pokud by k nim došlo, např. prostřednictvím cel na zboží ze Spojených států ve zbytku světa, růst HDP Spojených států by v důsledku ztráty cenové konkurenceschopnosti utrpěl. Záporný vliv odvetných obchodních opatření by však mohl být vykompenzován kladným dopadem snížení domácí daňové sazby na hospodářskou aktivitu Spojených států. Nicméně podle tohoto scénáře by světový obchod poklesl mnohem výrazněji.

**Pokud jde o přelévání vlivů do eurozóny, čisté ekonomické dopady by závisely na síle kanálů transmise této šokové změny politiky Spojených států, na přelévání jejího vlivu do světa a na reakci mimo Spojené státy.** Bez odvetných opatření by byl dopad na HDP eurozóny jednoznačně záporný. Obchodní podmínky by se pro všechny obchodní partnery Spojených států včetně eurozóny zhoršily. Celkově by zahraniční poptávka po zboží a službách z eurozóny byla slabší a ceny konkurence nižší, čímž by se oslabila poptávka po vývozu z eurozóny.

**V případě odvetných opatření vůči Spojeným státům by byl záporný dopad na HDP eurozóny menší.** Vliv exportní podpory na konkurenceschopnost ekonomiky Spojených států by mohl být do určité míry kompenzován dvoustrannými dovozními tarify vyměřenými dalšími zeměmi. Přesto je pravděpodobné, že by přímý záporný vliv vyvolaný snížením poptávky po dovozu do USA spojený se zápornými růstovými vlivy ve zbytku světa vedl k poklesu zahraniční poptávky eurozóny a jejího HDP.

**Přelévání vlivů do světa by mohlo posílit, pokud by posilování amerického dolaru a přísnější podmínky financování měly vést k vážnému finančnímu napětí na rozvíjejících se trzích.**

Výše popsané scénáře předpokládají omezené posilování amerického dolaru a absenci dalšího přelévání vlivů na rozvíjející se trhy. Pokud by posilování amerického dolaru vedlo v těchto ekonomikách k vážnému finančnímu napětí, přelévání vlivů do světa by mohlo být výrazně nepříznivější.

---

## 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 nspecifikované) 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 celkově rozpětím kolem projekcí pracovníků ECB (uvedeným v tabulce v závorkách).**



## Srovnání prognóz růstu reálného HDP a inflace měřené HICP ve eurozóně

(procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP			Inflace měřená HICP		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
<b>Projekce pracovníků ECB</b>	březen 2017	1,8 [1,5–2,1]	1,7 [0,7–2,7]	1,6 [0,5–2,7]	1,7 [1,4–2,0]	1,6 [0,9–2,3]	1,7 [0,8–2,6]
<b>Evropská komise</b>	únor 2017	1,6	1,8	–	1,7	1,4	–
<b>OECD</b>	březen 2017 / listopad 2016	1,6	1,6	–	1,2	1,4	–
<b>Šetření Euro Zone Barometer</b>	únor 2017	1,5	1,6	1,4	1,5	1,5	1,6
<b>Prognózy Consensus Economics</b>	únor 2017	1,6	1,5	1,3	1,6	1,4	1,6
<b>Výběrové šetření mezi prognostiky (Survey of Professional Forecasters)</b>	leden 2017	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6
<b>MMF</b>	leden 2017 / říjen 2016	1,6	1,6	–	1,1	1,3	1,5

Zdroje: Evropská ekonomická prognóza Evropské komise, zima 2017; IMF World Economic Outlook, aktualizace z ledna 2017 (v případě reálného HDP); IMF World Economic Outlook, říjen 2016 (v případě HICP); Interim Economic Outlook, OECD, březen 2017 (v případě reálného HDP); Economic Outlook, OECD, listopad 2016 (v případě HICP); prognózy Consensus Economics, únor 2017; MJEconomics pro šetření Euro Zone Barometer, únor 2017 a Výběrové šetření ECB mezi prognostiky, leden 2017.

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, 2017

Poštovní adresa: 60640 Frankfurt am Main, Německo

Telefon: +49 69 1344 0

Internetové stránky: [www.ecb.europa.eu](http://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-17-001-CS-N (pdf)