EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA
EUROSYSTÉM

Prosinec 2017
Makroekonomické projekce pro eurozónu sestavené odborníky Eurosystému[1]

Hospodářská expanze v eurozóně by podle projekcí měla zůstat robustní, přičemž růst by měl být silnější, než se dříve očekávalo, a výrazně nad potenciálem. Růst reálného HDP by měl postupně zpomalovat – z 2,4 % v roce 2017 na 1,7 % v roce 2020 – s tím, jak vlivy více faktorů podporujících růst pomalu ustupují. Inflace měřená HICP by měla v dalších čtvrtletích zůstat víceméně stabilní a následně oživit v roce 2020 na 1,7 %. Podporovat by ji měla rostoucí jádrová inflace s tím, jak budou kapacitní omezení více určující. Inflace měřená HICP byla v krátkodobém horizontu revidována mírně směrem vzhůru, a to v důsledku vyšších cen ropy a potravin.

1 Reálná ekonomika

Velmi příznivé ukazatele naznačují další robustní růst reálného HDP v krátkodobém horizontu. Podle nejnovějších zveřejněných údajů Eurostatu vzrostl reálný HDP ve třetím čtvrtletí 2017 o 0,6 %. Faktory toho růstu byly silný příspěvek domácí poptávky a především investice do stálých aktiv. V posledních měsících se nadále zlepšovaly podmínky na trhu práce, a to dokonce rychleji, než se dříve očekávalo, přičemž ve třetím čtvrtletí poklesla míra nezaměstnanosti na 9,0 %, což je nejnižší úroveň od posledních měsíců roku 2008. Růst reálného HDP by podle projekcí měl v blízké budoucnosti zůstat robustní a odpovídat tak velmi zvýšené úrovni důvěry podnikatelského sektoru a spotřebitelů.

Ve střednědobém horizontu je růst nadále podporován příznivými podmínkám financování, zlepšující se situací na trzích práce a pokračujícím hospodářským oživením ve světě. Pokud jde o delší než krátkodobý výhled, měla by soukromou spotřebu a investice nadále podporovat řada příznivých faktorů. V ekonomice se nadále projevuje akomodační nastavení měnové politiky ECB. Úvěrování soukromého sektoru pokračuje v růstu v důsledku nízkých úrokových sazeb

[1] Tyto makroekonomické projekce sestavené odborníky Eurosystému slouží Radě guvernérů jako podklad pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Projekce sestavené pracovníky ECB nebo odborníky Eurosystému 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 22. listopadu 2017 (viz box 1). Datum uzávěrky pro použití dalších informací pro tyto projekce bylo 30. listopadu 2017.
Stávající makroekonomické projekce pokrývají období 2017–2020. 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 k vybraným tabulkám a grafům.

a příznivých podmínek bankovních úvěrů. K dynamice soukromých výdajů bude přispívat také menší potřeba snižovat zadluženost. Další zlepšování podmínek na trhu práce by mělo podpořit také soukromou spotřebu a investice do rezidenčních nemovitostí. Současně budou nadále oživovat podnikatelské investice a odrážet tak posilování ziskových přirážek v kontextu rostoucích poptávkových tlaků. Vývoz z eurozóny by měl zůstat robustní a těžit tak z probíhající expanze hospodářské aktivity ve světě a odpovídajícího růstu zahraniční poptávky eurozóny.

Tabulka 1

Makroekonomické projekce pro eurozónu[1)]

(procentní změny za rok)

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

1) Reálný HDP a jeho složky ukazují údaje očištěné o vliv počtu pracovních dní.
2) Rozpětí v okolí projekcí vycházejí z rozdílů mezi skutečnými hodnotami a jejich projekcemi za několik předchozích let. Šíře rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrné absolutní hodnoty těchto rozdílů. Metodika použitá pro výpočet rozpětí včetně korekce v případě mimořádných událostí je popsána v publikaci *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ECB, prosinec 2009, která je dostupná na internetových stránkách ECB.
3) Včetně obchodu v rámci eurozóny.
4) Dílčí index vychází z odhadu skutečného dopadu nepřímých daní. Může se lišit od údajů Eurostatu, které předpokládají úplné a okamžité promítnutí vlivu daní do HICP.
5) Vypočítá se jako saldo vládního sektoru snížené o přechodné vlivy hospodářského cyklu a dočasná opatření přijatá vládami (metodika ESCB viz *Working Paper Series* č. 77, ECB, září 2001 a *Working Paper Series* č. 579, ECB, leden 2007). Projekce strukturálního salda není odvozená od celkové hodnoty mezery výstupu. Podle metodiky ESCB se cyklické složky vypočítávají odděleně za různé příjmové a výdajové položky. Více informací viz box „Cyclical adjustment of the government budget balance" v Měsíčním bulletinu ECB z března 2012 a box „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position" ve vydání Měsíčního bulletinu ECB ze září 2014.

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. Posilování kurzu eura od dubna 2017 a zpomalení tempa zahraniční poptávky eurozóny by podle očekávání měly tlumit růst vývozu. Podle projekcí by mělo dojít rovněž ke zpomalení růstu zaměstnanosti, z části v souvislosti s nedostatkem nabídky práce v některých zemích.

Soukromá spotřeba by v horizontu projekcí měla zůstat robustní. Velmi příznivá spotřebitelská důvěra, další zlepšování podmínek na trhu práce a rostoucí reálné mzdy na zaměstnance naznačují, že solidní růst spotřeby bude pokračovat i v příštích několika čtvrtletích, víceméně v souladu s reálnou kupní silou. Podíl hrubých mezd a platů na růstu nominálního disponibilního důchodu bude v horizontu projekcí prakticky nadále stagnovat, vzhledem k tomu, že 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.

Růst soukromé spotřeby by měl být podporován zlepšujícími se podmínkami bankovních úvěrů a posilovat by jej měla měnověpolitická opatření ECB a pokrok 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. Růst spotřeby by měl být navíc podpořen také pokrokem dosaženým v procesu snižování zadluženosti.

Míra úspor domácností by měla v horizontu projekcí z historicky nízkých hodnot postupně vzrůstat. Míra úspor během posledních čtvrtletí klesá, a to především v důsledku zlepšování hospodářské a finanční situace domácností a vlivu velmi nízkých úrokových sazeb na jejich sklon spořit. Míra úspor by se měla v horizontu projekcí zotavit, a to převážně v důsledku vyhlazovaní spotřeby v kontextu cyklického oživení. Očekává se rovněž, že míra úspor domácností se zvýší v reakci na snížení přímých daní v některých zemích.

Box 1

Metodické předpoklady o úrokových sazbách, směnných kurzech a cenách komodit

V porovnání s projekcemi ze září 2017 zahrnují metodické předpoklady výrazně vyšší ceny ropy v amerických dolarech, ale pouze malé změny ve směnném kurzu a dalších finančních předpokladech. Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzávěrku údajů 22. listopadu 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 letech 2017 a 2018 na -0,3 %, v roce 2019 na -0,1 % a v roce 2020 na 0,1 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 1,1 % v letech 2017

a 2018, 1,4 % v roce 2019 a 1,7 % v roce 2020.[2] V porovnání s projekcemi ze září 2017 byla tržní očekávání krátkodobých úrokových sazeb revidována mírně směrem dolů, zatímco očekávání dlouhodobých úrokových sazeb byla zrevidována o 10 bazických bodů směrem dolů pro rok 2018 a o 20 bazických bodů směrem dolů pro rok 2019.

Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures (průměr za dvoutýdenní období končící ke dni uzávěrky 22. listopadu) se očekává, že cena barelu ropy Brent vzroste z úrovně 54,3 USD v roce 2017 na 61,6 USD v roce 2018 a poklesne na 58,9 USD v roce 2019 a na 57,3 USD v roce 2020. Z tohoto vývoje vyplývá, že v porovnání s projekcemi ze září 2017 jsou ceny ropy v amerických dolarech v roce 2017 vyšší o 4,8 %, v roce 2018 o 17,2 % a v roce 2019 o 11,0 %. Očekává se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech porostou v roce 2017 výrazně a poté o něco mírněji.[3]

Dvoustranné směnné kurzy eura by měly v horizontu projekcí zůstat beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 22. listopadu. To by znamenalo, že průměrný směnný kurz eura bude v roce 2017 na úrovni 1,13 USD za euro a v letech 2018–2020 na úrovni 1,17 USD za euro v porovnání s 1,18 USD za euro podle projekcí ze září 2017. Efektivní směnný kurz eura (vůči 38 obchodním partnerům) je ve srovnání s projekcemi ze září 2017 víceméně beze změny.

Metodické předpoklady

	prosinec 2017				září 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Tříměsíční sazba EURIBOR (v % p.a.)	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,1
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v % p.a.)	1,1	1,1	1,4	1,7	1,1	1,3	1,6
Cena ropy (v USD za barel)	54,3	61,6	58,9	57,3	51,8	52,6	53,1
Ceny neenergetických komodit v USD (procentní změny za rok)	7,9	3,3	3,4	4,3	9,0	5,4	4,2
Směnný kurz USD/EUR	1,13	1,17	1,17	1,17	1,13	1,18	1,18
Nominální efektivní směnný kurz eura (EER-38) (procentní změny za rok)	2,2	2,8	0,0	0,0	2,3	2,6	0,0

Očekává se, že oživení investic do bytových nemovitostí bude pokračovat. Investice do bydlení v posledních čtvrtletích výrazně posílily, přičemž tento vývoj podpořily příznivé podmínky financování, realokace portfolií směrem k investicím do bytových nemovitostí v kontextu nízkých výnosů z alternativních dlouhodobých investičních příležitostí a probíhající růst příjmů v souvislosti s probíhajícím vytvářením pracovních míst. Kromě toho v několika zemích eurozóny nejspíše skončily procesy korekcí na trzích s bydlením. Nejdůležitější podmínky pro další

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

[3] Předpoklady o cenách ropných a potravinářských komodit vycházejí z cen futures do konce horizontu projekcí. U ostatních neenergetických nerostných komodit se předpokládá, že ceny budou do čtvrtého čtvrtletí 2018 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

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 i přetrvávající potřebu snižování zadluženosti v některých zemích a dále nepříznivý demografický vývoj.

Podnikatelské investice jsou v posledních čtvrtletích na vzestupu a očekává se, že v horizontu projekcí tomu tak bude i nadále, i když pomalejším tempem. Očekává se že podnikatelské investice podpoří řada faktorů: důvěra podnikatelského sektoru zůstává na velmi vysoké úrovni v souvislosti s velmi příznivými očekáváními v oblasti výroby a objemu zakázek; využívání kapacit nadále překračuje své nadprůměrné předkrizové úrovně; podmínky financování by měly v horizontu projekcí zůstat velmi podpůrné; a předpokládá se, že se zvýší ziskové přirážky v souvislosti se sektorem nefinančních podniků jižtak 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 k historickým minimům. Očekává se však, že předpoklady slabšího tempa růstu a omezení schopnosti bank v některých zemích poskytovat finanční zprostředkování budou nadále tlumit výhled podnikatelských investic. Postupná ztráta dynamiky během horizontu projekcí také odráží celkové zpomalení domácí i zahraniční poptávky.

Box 2
Mezinárodní prostředí

Udržitelné tempo hospodářské expanze světové ekonomiky pokračovalo i ve druhém pololetí 2017, přičemž hospodářská aktivita a růst obchodu získávaly více plošný charakter. Ukazatele z výběrových šetření naznačují udržitelný celosvětový růst ve třetím čtvrtletí roku, přičemž světový kompozitní Index vedoucích nákupu (bez eurozóny) byl blízko svého dlouhodobého průměru. Zároveň vykazuje oživení ve světě znaky synchronizace. Nálada na finančních trzích zůstává ve vyspělých ekonomikách silná, přičemž akciové trhy zaznamenávají zisky a volatilita dále poklesla. V rozvíjejících se tržních ekonomikách úrokové sazby klesaly, což přispělo k mírnému uvolnění finančních podmínek, zatímco příliv kapitálu se vrátil na úroveň, kterou nezaznamenal od roku 2015. Pokud jde o budoucí vývoj, očekává se, že růst hospodářské aktivity ve světě zůstane celkově stabilní a pod svou předkrizovou úrovní, a to v souladu s nižším potenciálním růstem. Výhled pro vyspělé ekonomiky předpokládá výrazný růst, který v průběhu horizontu projekcí zpomalí s tím, jak oživení dosáhne vyzrálosti a mezery výstupu budou postupně dosahovat opět kladných hodnot. V rozvíjejících se tržních ekonomikách se výhled stává dynamičtějším, přičemž jej podporuje pomalu posilující hospodářská aktivita v zemích vyvážejících komodity, zejména v Brazílii a Rusku, a pevný růst v Indii a Číně, ačkoli tempo růstu v Číně nadále vykazuje klesající trend. Podle projekcí by měl být hospodářský růst ve světě (mimo eurozónu) v horizontu projekcí mezi 3,7 % a 3,9 %. V porovnání s projekcemi ze září 2017 je růst HDP ve světě revidován mírně směrem nahoru pro roky 2017 a 2018, přičemž revize směrem nahoru se týkají především Spojených států a Číny.

Mezinárodní prostředí

(procentní změny za rok)

	prosinec 2017				září 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Reálný HDP ve světě (mimo eurozónu)	3,7	3,9	3,8	3,7	3,7	3,8	3,8
Světový obchod (mimo eurozónu)[1)]	5,6	4,5	4,2	3,7	5,3	3,8	3,8
Zahraniční poptávka eurozóny[2)]	5,5	4,4	3,8	3,5	4,7	3,4	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 hospodářskou aktivitou 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 4,4 % v roce 2018, o 3,8 % v roce 2019 a o 3,5 % v roce 2020. V porovnání s projekcemi ze září 2017 byl hospodářský růst ve světě nahoru revidován mírně, zatímco zahraniční poptávka eurozóny byla revidována nahoru ve větší míře. Tato výraznější revize odráží revize údajů směrem nahoru a ve světle příznivějších ukazatelů světového obchodu také pozitivnější pohled na dynamiku vývoje zahraniční poptávky eurozóny v příštích čtvrtletích.

Box 3
Nedávný vývoj a výhled vývozu a zahraniční poptávky mimo eurozónu

Jak tempo růstu vývozu mimo eurozónu, tak zahraniční poptávka eurozóny zvýšily v nedávné době svou dynamiku po velmi slabém vývoji počátkem roku 2016. Pokud jde o meziroční srovnání, zahraniční poptávka eurozóny od poloviny roku 2016 znatelně posílila a ve druhém pololetí 2017 vystoupila k šestiletému maximu. Obdobně se po počátku roku 2016 zotavilo také tempo růstu vývozu mimo eurozónu.

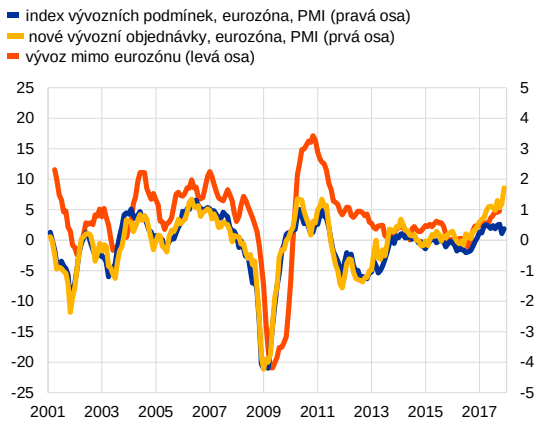
Nedávný růstový trend zahraniční poptávky eurozóny odráží probíhající světové oživení, avšak dost možná také určitou procykličnost elasticity obchodu na světovou hospodářskou aktivitu. Přetrvávající nadhodnocení zahraniční poptávky eurozóny během období 2011 až 2016 byla přisuzována z velké míry strukturálnímu poklesu příjmové elasticity světového obchodu, který byl v minulých projekcích nedostatečně zohledněn, což vedlo k nadhodnocení světového obchodu oproti tempu růstu HDP ve světě. Avšak v souvislosti se světovým hospodářským oživením bylo tempo růstu zahraniční poptávky eurozóny v posledních čtvrtletích silnější, než se očekávalo v posledních několika projekcích. Vzniká tak otázka, zda elasticita obchodu v současné době vykazuje určitou „procykličnost“, která v nedávných projekcích není dostatečně zohledněna, přičemž při vyšších tempech růstu ve světě zintenzivňuje tempo růstu obchodu.[4] V reakci na tyto obavy a po zohlednění nedávných údajů byla zahraniční poptávka eurozóny revidována v těchto projekcích výrazně směrem nahoru.

[4] Viz např.: Borin, A., Di Nino, V., Mancini, M. a Sbracia, M., „The cyclicality of the income elasticity of trade“, *Working Papers*, No 1126, Banca d'Italia, červenec 2017.

Revize zahraniční poptávky eurozóny směrem nahoru je také podpořena silnými ukazateli obchodu ve světě i v eurozóně. Ukazatele obchodu totiž signalizují probíhající robustní růst zahraniční poptávky eurozóny a vývozu mimo eurozónu. Výběrová šetření týkající se obchodu v eurozóně (např. indexy vedoucích nákupu, PMI, týkající se nových vývozních objednávek ve zpracovatelském průmyslu a index vývozních podmínek) naznačují probíhající oživení obchodu (viz graf A). Údaje z eurozóny o nových vývozních objednávkách ve zpracovatelském průmyslu a průmyslové výrobě zůstávají robustní i přes nedávné zhodnocení efektivního směnného kurzu eura. Během posledních 12 měsíců také výrazně posílily ukazatele světového obchodu, jako např. světový index vedoucích nákupu pro nové vývozní objednávky nebo předstihový ukazatel Goldman Sachs týkající se hospodářské aktivity (viz graf B).

Graf A
Obchodní ukazatele eurozóny

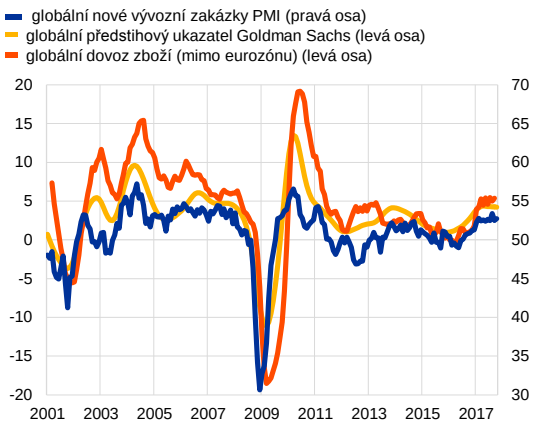
(levá osa: meziroční procentuální změny srovnávající dvě tříměsíční období; pravá osa: index, standardizován)



Zdroje: Markit, Eurostat a výpočty ECB.
Poznámky: Údaje o obchodu vyjadřují objemy obchodu. Nejnovější pozorování se v případě vývozu týkají září 2017 a v případě indexu vývozních podmínek a nových vývozních objednávek ve zpracovatelském průmyslu PMI listopadu 2017.

Graf B
Ukazatele světového obchodu

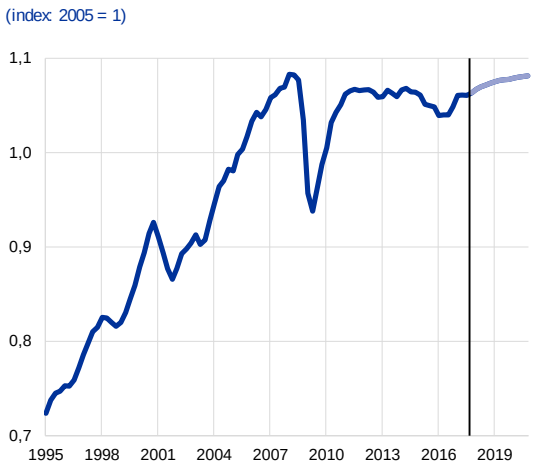
(levá osa: meziroční procentuální změny srovnávající dvě tříměsíční období; pravá osa: index)



Zdroje: Haver Analytics, Goldman Sachs, nizozemský Úřad pro ústřední plánování a výpočty ECB.
Poznámky: Nejnovější pozorování se v případě CPB týkají září 2017 a v případě indexů Goldman Sachs a PMI října 2017.

I přes určitou volatilitu údajů o dovozu ve světě na počátku roku 2017 – částečně zapříčiněnou dočasnými faktory – existuje v zahraniční poptávce eurozóny základní růstový trend, který je víceméně v souladu s trendem ukazatelů z výběrových šetření. Dovozy ve světě na začátku roku 2017 byly podpořeny silným růstem dovozu z rozvíjejících se částí Asie, především Indie a Číny, a dále z Ruska a zemí EU ze střední a východní Evropy. V mnoha případech však byl tento silný růst tažen dočasnými faktory. Pokud od této volatility odhlédneme, měl by tento trend posilujícího tempa růstu zahraniční poptávky pokračovat i na konci roku 2017 a v roce 2018.

Graf C
Poměr světových dovozů k HDP



Ve střednědobém horizontu však zůstávají determinanty příjmové elasticity obchodu kolem střední hodnoty víceméně beze změny. Skutečnost, že ve dvou dekádách před velkou hospodářskou recesí rostl obchod zhruba dvojnásobným tempem než HDP, byla historickou anomálií, kterou podporovaly vlny obchodního liberalismu (zejména na rozvíjejících se trzích), nárůst globálních hodnotových řetězců a změny geografického složení obchodu..[5] Jak je vidět v grafu C, mezi lety 1995 a 2007 rostly dovozy mnohem rychleji než hospodářská aktivita ve světě. V budoucnu však výše uvedené faktory pravděpodobně elasticitu obchodu podporovat nebudou. Liberalizace obchodu z velké míry již proběhla a na straně složení zůstává globální obchodní elasticita vychýlena ve směru nižší obchodní elasticity rozvíjejících se tržních ekonomik. V posledních několika letech rostly dovozy a hospodářská aktivita na globální úrovni ruku v ruce a tento vývoj by měl pokračovat i během horizontu projekcí.

Vývoz mimo eurozónu by měl v příštích několika čtvrtletích zůstat silný v důsledku velmi příznivých obchodních ukazatelů i přes nedávné zhodnocení eura. Poté se očekává, že vývoz během horizontu projekcí zpomalí, a to v souladu se zpomalením zahraniční poptávky eurozóny, což implikuje převážnou stagnaci podílů na vývozních trzích. Dovoz ze zemí mimo eurozónu by měl těžit z pozitivního vývoje domácí poptávky a silnějšího eura, i když v menší míře než vývoz, což povede k celkově mírně kladnému příspěvku čistého vývozu k hospodářskému růstu.

I přes pokračující silná přicházející data se předpokládá, že tempo růstu zaměstnanosti postupem času zpomalí. Silný růst zaměstnanosti v poslední době měl plošný charakter napříč zeměmi, lze jej však částečně připsat příznivým dočasným faktorům (např. fiskálním stimulačním opatřením v některých zemích). S tím, jak by měl dopad těchto faktorů postupně odeznívat a jak by měla v některých zemích klesat zaměstnanost ve veřejném sektoru, očekává se, že tempo růstu zaměstnanosti v příštích několika čtvrtletích do určité míry zpomalí.

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 efekt pracovní motivace. Nad těmito pozitivními efekty by nicméně měl v horizontu projekcí postupně převážit dopad stále více nepříznivého demografického vývoje. Ten také přispívá ke zpomalení tempa růstu zaměstnanosti.

[5] Viz také ECB IRC Task Force, „Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?“, *Occasional Paper Series,* No 178, ECB, 2016.

Přesto se očekává, že míra nezaměstnanosti bude nadále klesat. Míra nezaměstnanosti se ve třetím čtvrtletí 2017 snížila na 9,0 %, a pokud jde o budoucí vývoj, počet nezaměstnaných by měl nadále výrazně klesat. Míra nezaměstnanosti by měla v roce 2020 klesnout na 7,3 %.

V horizontu projekcí by mělo dojít k oživení tempa růstu produktivity. Počáteční silné oživení tempa růstu produktivity v letošním a příštím roce odráží odeznívání opatření, která dočasně zvýšila zaměstnanost v roce 2016. V další části horizontu projekcí je produktivita práce (na osobu) především tažena mírným základním nárůstem souhrnné produktivity výrobních faktorů, rychlejší intenzifikací kapitálu a delší pracovní dobou na osobu. Poslední dva faktory odrážejí probíhající zlepšování cyklické pozice a zvyšující se napětí na trhu práce.

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. V horizontu projekcí by mělo dále posilovat tempem mírně nižším než před krizí. Příspěvek práce by měl v horizontu projekcí klesnout, a to především v důsledku zpomalujícího tempa růstu počtu osob v produktivním věku. Příspěvek kapitálu pravděpodobně zůstane poměrně silný, což bude odrážet oživení fixních investic. Také se předpokládá, že příspěvek souhrnné produktivity výrobních faktorů je ve srovnání s nedávnou situací poměrně silný, a to v důsledku efektivnější alokace zdrojů po krizi, strukturálních reforem zavedených na trhu zboží a služeb a trhu práce, zkvalitnění lidského kapitálu, obnoveného kapitálového fondu a další konvergence směrem k technologické hranici. Je však třeba poznamenat, že potenciální růst i jeho příčiny jsou nepozorovatelné a odhady jsou spojené se značnou nejistotou.

V porovnání s projekcemi ze září 2017 byl růst reálného HDP výrazně revidován směrem vzhůru. Revize směrem nahoru týkající se roku 2017 částečně souvisí s nedávnými překvapivými údaji o silnějším růstu HDP, což má kladný přenosový efekt také do roku 2018. Navíc velmi silná podnikatelská a spotřebitelská nálada s sebou nese silnější dynamiku růstu, než se dříve čekalo. Vyšší zahraniční poptávka a mírně nižší dlouhodobé úrokové sazby také vedly k revizím výhledu hospodářského růstu na rok 2018 a 2019 směrem nahoru.

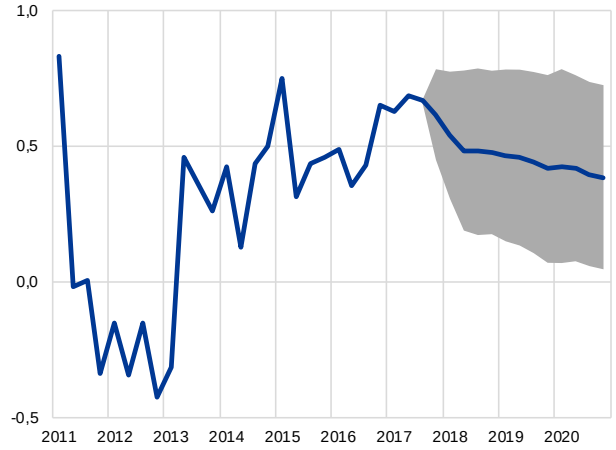
Graf 1

Makroekonomické projekce[1)]

(čtvrtletní údaje)

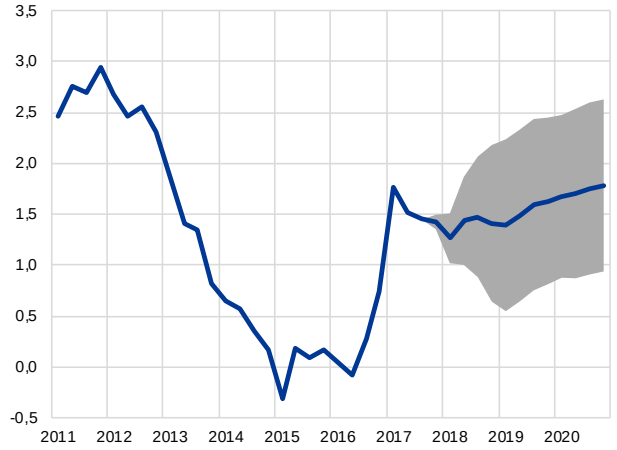
Reálný HDP v eurozóně[2)]

(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.

2 Ceny a náklady

Ačkoliv se předpokládá, že inflace měřená HICP v blízké budoucnosti mírně poklesne v důsledku negativního vlivu srovnávací základny v segmentu energií, v následujícím období se očekává její růst, a to až na 1,7 % v roce 2020. V prvním čtvrtletí roku 2018 poklesne celková inflace na svou nejnižší hodnotu 1,3 % vlivem srovnávací základny ve složce energií, jenž více než vyvážil nedávný nárůst cen ropy. Ve zbývající části horizontu projekcí se očekává, že se inflace měřená HICP v segmentu energií zvýší jen velmi mírně a bude tak odrážet mírný pokles křivky futures na ropu spolu s růstovým vlivem zdanění energií. Inflace měřená HICP v segmentu potravin by měla po slabém růstu v posledních několika letech mírně oživit. Podporovat by ji měl předpokládaný nárůst mezinárodních cen potravinářských komodit a růstový vliv zdanění tabákových výrobků. Základní cenové tlaky by se v horizontu projekcí měly zvyšovat s tím, jak ekonomika poroste tempem přesahujícím úroveň jejího potenciálního růstu. Na další růst jádrové inflace by mělo působit zejména rostoucí napětí na trhu práce a významná omezení na straně nabídky pracovních sil v některých zemích a také růstový vliv čistých nepřímých daní. Vzhledem k nepřímému vlivu nedávného nárůstu cen ropy a předpokládanému zvýšení cen neenergetických komodit, jakožto očekávanému posílení globálních inflačních tlaků obecněji, by k oživení inflace měřené HICP bez započtení energií a potravin měly v horizontu projekcí mírně přispět také vnější cenové tlaky. V souhrnu se očekává, že celková inflace v průměru dosáhne 1,5 % v roce 2017, 1,4 % v roce 2018, 1,5 % v roce 2019 a 1,7 % v roce 2020.

Hlavními faktory vzestupu mzdových nákladů v horizontu projekcí jsou stále napjatější podmínky na trhu práce a ukončení opatření, která tlumila růst mezd v některých zemích během posledních několika let. Tempo růstu náhrady na zaměstnance by se mělo v roce 2020 zvýšit na 2,7 % oproti 1,7 % v roce 2017, přičemž v roce 2019 by mělo dočasně zpomalit. Toto zpomalení odráží konverzi daňových úlev ve Francii (CICE) na trvalé snížení příspěvků zaměstnavatelů na sociální zabezpečení[6]. Z tohoto mzdového vývoje vyplývá – vzhledem k očekávanému cyklickému zlepšení růstu produktivity – růst jednotkových mzdových nákladů na 1,8 % v roce 2020 z 0,9 % v roce 2017. V obecnější rovině se za významné faktory očekávaného oživení růstu mezd považuje zlepšení situace na trhu práce v eurozóně a zvyšující se nedostatek nabídky pracovních sil v některých částech eurozóny. S tím, jak bude pokračovat hospodářské oživení a jak se bude šířit do zemí eurozóny, by také měla postupně odeznít potřeba mírnit růst mezd s cílem obnovit cenovou konkurenceschopnost v některých zemích po skončení krize i potřeba růst mez zadržovat, která souvisela se svazující nepružností nominálních mezd směrem dolů během krize. Kromě toho by ke zvýšení růstu mezd mělo přispět výrazné oživení celkové inflace v roce 2017 v porovnání s předchozími třemi roky. V neposlední řadě přispívají k oživení celkového růstu mezd v horizontu projekcí také vyšší mzdy ve veřejném sektoru.

Očekává se, že ziskové marže by měly v první polovině horizontu projekcí růst v průměru o něco rychlejším tempem než v loňském roce. Negativní dopad na ziskové marže měl v posledních čtvrtletích pokles směnných relací vyplývající ze zvýšení cen ropy. S tím, jak budou tyto tlumící účinky odeznívat, by ziskové marže měly růst poněkud dynamičtěji než v poslední době a těžit tak z pokračujícího hospodářského oživení. Tempo zvyšování ziskových marží by však měl v horizontu projekcí omezit očekávaný vzestup růstu jednotkových mzdových nákladů a nepřímých daní.

Vnější cenové tlaky zaznamenaly v roce 2017 oživení a očekává se, že v horizontu projekcí zůstanou kladné, avšak mírnější než v posledním období. Poněkud vysoký nárůst dovozních cen v tomto roce odráží obrat v cenách ropy a neenergetických komodit. Tempo jejich růstu by po roce 2017 mělo zpomalit v souvislosti s předpokládaným mírnějším zvyšováním cen komodit v horizontu projekcí a tlumícím vlivem vyplývajícím z nedávného posílení kurzu eura. Očekává se však, že základní inflační tlaky ve světě budou v horizontu projekcí postupně posilovat s tím, jak světové výrobní náklady porostou v souladu s uzavírající se globální mezerou výstupu.

V porovnání s projekcemi ze září 2017 byl výhled inflace měřené HICP pro rok 2018 revidován o 0,2 procentního bodu vzhůru a pro další období zůstává beze změn. Přehodnocení celkové inflace v roce 2018 směrem nahoru odráží vyšší růst cen energií a potravin měřených HICP způsobený nedávnými překvapivými růstovými údaji v těchto složkách, vyššími předpokládanými cenami ropy a růstovým vlivem vyplývajícím ze zdanění energií a tabákových výrobků. Inflace měřená HICP

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

bez započtení cen potravin a energií byla v krátkodobém horizontu upravena směrem dolů, zčásti v souvislosti s nedávnými nepříjemnými překvapeními ve vývoji dat.

3 Fiskální výhled

Očekává se, že nastavení fiskální politiky eurozóny 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 jsou v roce 2017 plně vykompenzovány zvýšením nepřímých daní a výrazněji utlumeným růstem vládní spotřeby. V roce 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 transferů domácnostem. Nastavení fiskální politiky v letech 2020–2019 by rovněž mělo být v průměru neutrální.

Poměry schodku a zadluženosti veřejných financí 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 diferenciálem mezi úrokovou sazbou a tempem růstu[7] a primárním přebytkem. Ve srovnání s projekcemi ze září 2017 je výhled rozpočtového deficitu víceméně beze změny, zatímco ukazatel zadluženosti je o něco nižší, což odráží především příznivější diferenciál mezi úrokovou sazbou a tempem růstu v letech 2018 a 2019.

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 eurozóny 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.

1) Alternativní vývoj cen ropy

Alternativní modely vývoje cen ropy ukazují na riziko vyšších cen ropy v horizontu projekcí, než naznačují futures. Metodické předpoklady o vývoji cen ropy pro základní projekce, založené na trzích s futures, očekávají trend poklesu cen ropy, takže cena barelu ropy Brent se do konce roku 2020 bude pohybovat na úrovni kolem 57 USD. Tento vývoj předpokládaný ve futures na ceny

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

ropy odpovídá mírnému nárůstu světové poptávky po ropě, což je scénář spojený s pozvolna se rozbíhajícím světovým hospodářským oživením. Pokud jde o faktory nabídky, i když prodloužení dohody mezi Organizací zemí vyvážejících ropu (OPEC) a hlavními producenty mimo OPEC dne 30. listopadu nastalo až po datu uzávěrky (22. listopadu), je pravděpodobné, že bylo zahrnuto do tržních očekávání. Očekává se však, že pokles konvenční produkce bude částečně kompenzován rozšířením těžby ropy z břidlicových ložisek ve Spojených státech. Kombinace alternativních modelů používaných odborníky Eurosystému[8] při přípravě predikcí cen ropy během horizontu projekcí naznačuje silnější růst cen ropy, než se očekávalo v metodických předpokladech, což odráží rychlejší než očekávaný nárůst v nesouladu mezi nabídkou a poptávkou. Naplnění alternativního vývoje cen ropy, v němž jsou ceny ropy do roku 2020 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 0,2 procentního bodu jak v roce 2019, tak v roce 2020).

2) Alternativní vývoj směnného kurzu

Tato citlivostní analýza se zabývá vlivy dalšího posilování směnného kurzu eura. Jeden z možných zdrojů rizika posilování vychází ze silnějšího než očekávaného hospodářského oživení v eurozóně. Scénář je založen na 75. percentilu rozdělení na základě rizikově neutrálních hustot pravděpodobnosti odvozených z opcí pro směnný kurz USD/EUR ke dni 22. listopadu 2017. Vývoj předpokládá postupné posilování eura vůči americkému dolaru až na kurz 1,36 USD/EUR v roce 2020, což je hodnota o přibližně 16 % vyšší než předpoklad základní projekce pro uvedený rok. Příslušné předpoklady ohledně nominálního efektivního směnného kurzu eura odrážejí obvyklé tendence minulého vývoje, přičemž změny kurzu USD/EUR odpovídají změnám efektivního směnného kurzu s elasticitou 52 %. V tomto scénáři naznačuje průměr výsledků řady makroekonomických modelů pracovníků ECB tempo růstu reálného HDP nižší o 0,2 procentního bodu pro rok 2018, o 0,6 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 0,2 procentního bodu, v roce 2019 o 0,5 procentního bodu a v roce 2020 o 0,6 procentního bodu. Je třeba poznamenat, že tyto odhadované dopady na 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 institucí i organizací v soukromém sektoru. Tyto prognózy však nejsou vzájemně přesně srovnatelné ani je nelze striktně srovnávat s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystému, 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).

[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 odborníků Eurosystému (uvedeným v tabulce v závorkách).

Srovnání prognóz růstu reálného HDP a inflace měřené HICP v eurozóně

(procentní změny za rok)

		Růst HDP			Inflace měřená HICP		
	Datum zveřejnění	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projekce odborníků Eurosystému	prosinec 2017	2,3	1,9	1,7	1,4	1,5	1,7
		[1,7-2,9]	[0,9-2,9]	[0,6-2,8]	[0,9-1,9]	[0,7-2,3]	[0,8-2,6]
Evropská komise	listopad 2017	2,1	1,9	–	1,4	1,6	–
OECD	listopad 2017	2,1	1,9	–	1,5	1,7	–
Šetření Euro Zone Barometer	listopad 2017	2,0	1,7	1,5	1,4	1,6	1,8
Prognózy Consensus Economics	prosinec 2017	2,1	1,5	1,3	1,4	1,5	1,7
Výběrové šetření mezi prognostiky	říjen 2017	1,9	1,7	–	1,4	1,6	–
MMF	říjen 2017	1,9	1,7	1,6	1,4	1,7	1,8

Zdroje: Evropská hospodářská prognóza Evropské komise, podzim 2017; *World Economic Outlook*, MMF, 10. září 2017; *OECD Economic Outlook*, listopad 2017; prognózy Consensus Economics, prosinec 2017; MJEconomics pro šetření Euro Zone Barometer, listopad 2017 a Výběrové šetření ECB mezi prognostiky, říjen 2017.
Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystému 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

Všechna práva vyhrazena. Reprodukce pro vzdělávací a nekomerční účely je povolena za předpokladu, že je uveden zdroj.

ISSN 2529-4636 (pdf)
Katalogové číslo EU QB-CF-17-001-CS-N (pdf)