

Červen 2018

Makroekonomické projekce pro eurozónu sestavené odborníky Eurosystemu¹

Po slabším začátku roku, než se předpokládalo, se nicméně očekává, že ekonomika v eurozóně bude nadále růst na solidní úrovni a nadále nad tempem růstu potenciálního produktu. Stejně jako v předchozích projekcích se očekává, že růst reálného HDP během horizontu projekcí postupně zpomalí – z 2,1 % v roce 2018 na 1,7 % v roce 2020² – s tím, jak budou vlivy několika příznivých faktorů pomalu ustupovat. Inflace měřená HICP by měla v každém roce horizontu projekcí činit 1,7 %, i když by její čtvrtletní profil měl vykazovat určitou volatilitu. Stabílní vývoj průměrné roční míry inflace v sobě skrývá pokles roční míry složky energií, který je kompenzován postupně rostoucí inflací měřenou HICP bez započtení cen potravin a energií, neboť kapacitní omezení jsou čím dál více svazující.

1 Reálná ekonomika

Zpomalení tempa růstu reálného HDP v prvním čtvrtletí 2018 částečně odrazilo dočasné faktory, ale také implikuje, že ke zpomalení dochází dříve, než se čekalo. Po čtyřech po sobě jdoucích čtvrtletích v roce 2017, kdy byl zaznamenán silný růst o 0,7 %, klesl v prvním čtvrtletí 2018 růst reálného HDP na 0,4 %. Toto zpomalení lze částečně vysvětlit řadou dočasných faktorů, včetně nepříznivých povětrnostních podmínek, stávek v některých zemích eurozóny a neobvykle vysokou úrovní pracovní neschopnosti v souvislosti s vypuknutím sezónní chřipky v Německu. Navíc je možné, že nepříznivý dopad předchozího zpevnění eura byl silnější, než se čekalo, a že omezení na straně nabídky pracovních sil začalo hospodářský růst svazovat dříve, než se předpokládalo. A konečně, zpomalení může odrážet také zmírnění velmi silného tempa růstu zaznamenaného v celém roce 2017.

¹ Tyto makroekonomické projekce sestavené odborníky Eurosystemu slouží Radě guvernérů jako podklad pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Projekce sestavené pracovníky ECB nebo odborníky Eurosystemu Rada guvernérů neschvaluje ani nutně neodrážejí její názory na výhled pro eurozónu. Informace o použitých metodách a postupech naleznete v publikaci *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, ECB, červenec 2016, která je k dispozici na internetových stránkách ECB. Datum uzávěrky pro metodické předpoklady, jako jsou ceny ropy a směnné kurzy, bylo 22. května 2018 (viz box 1). Datum uzávěrky pro použití dalších informací pro tyto projekce bylo 31. května 2018.

Stávající makroekonomické projekce pokrývají období 2018–2020. Projekce na takto dlouhé období jsou spojeny s velmi vysokou mírou nejistoty a tuto skutečnost je při jejich interpretaci třeba vzít v úvahu. Viz článek „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections“ v Měsíčním bulletinu ECB z května 2013.

Viz <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>, kde je k dispozici verze dat, které sloužily jako podklad k vybraným tabulkám a grafům.

² Uvedeny jsou údaje očištěné o vliv počtu pracovních dní.

Pokud jde však o budoucí vývoj, růst reálného HDP by podle projekcí měl v příštích několika čtvrtletích zůstat solidní a odpovídat tak stále zvýšené úrovni důvěry podnikatelského sektoru a spotřebitelů. Po značném oslabení v prvním čtvrtletí 2018 se podnikatelská a spotřebitelská důvěra v dubnu a květnu stabilizovala a podle historických měřítek zůstávala na vysoké úrovni. I když byly určité ukazatele zveřejněné po datu uzávěrky údajů mírně slabší, než se čekalo, stále zůstávají v souladu s růstovou trajektorií obsaženou v projekcích.

Tabulka 1

Makroekonomické projekce pro eurozónu¹⁾

(procentní změny za rok)

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

1) Reálný HDP a jeho složky ukazují údaje očištěné o vliv počtu pracovních dní. Údaje o HDP a jeho hlavních složkách zveřejněné Eurostatem 7. června 2018 (tedy po datu uzávěrky) naznačují za rok 2017 tempo růstu reálného HDP očištěné od vlivu počtu pracovních dní na úrovni 2,6 %.

2) Rozpětí v okolí projekcí vycházejí z rozdílu mezi skutečnými hodnotami a jejich projekcemi za několik předchozích let. Šíře rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrné absolutní hodnoty těchto rozdílu. Metodika použitá pro výpočet rozpětí včetně korekce v případě mimořádných událostí je popsána v publikaci *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ECB, prosinec 2009, která je dostupná na internetových stránkách ECB.

3) Včetně obchodu v rámci eurozóny.

4) Dílčí index vychází z odhadu skutečného dopadu nepřímých daní. Může se lišit od údajů Eurostatu, které předpokládají úplné a okamžité promítnutí vlivu daní do HICP.

5) Vypočítá se jako saldo vládního sektoru snížené o přechodné vlivy hospodářského cyklu a dočasná opatření přijatá vládami (metodika ESCB viz *Working Paper Series* č. 77, ECB, září 2001 a *Working Paper Series* č. 579, ECB, leden 2007). Projekce strukturálního salda není odvozená od celkové hodnoty mezery výstupu. Podle metodiky ESCB se cyklické složky vypočítávají odděleně za různé příjmové a výdajové položky. Více informací je k dispozici v boxu „Cyclical adjustment of the government budget balance“ v Měsíčním bulletinu ECB z března 2012 a v boxu „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position“ ve vydání Měsíčního bulletinu ECB ze září 2014.

Ve střednědobém horizontu jsou základní veličiny nadále na úrovni umožňující pokračování růstu. Domácí poptávku by měla nadále podporovat řada příznivých faktorů. V ekonomice se nadále projevuje velmi akomodační nastavení měnové

politiky ECB. Úvěrování soukromého sektoru pokračuje v růstu v důsledku nízkých úrokových sazeb a příznivých podmínek bankovních úvěrů. K dynamice soukromých výdajů bude přispívat také menší potřeba snižovat zadluženost. Dobré podmínky na trhu práce a růst čistého jmění by navíc měly podpořit zvyšování soukromé spotřeby a investic do rezidenčních nemovitostí. Podnikatelské investice budou přitom nadále růst, což bude odrážet také zvyšující se zisky v souvislosti s rostoucími poptávkovými tlaky a vysokou úrovní využívání kapacit. Vývoz z eurozóny by měl zůstat značný a těžit tak z probíhající expanze hospodářské aktivity ve světě a odpovídajícího růstu zahraniční poptávky eurozóny.

Růst reálného HDP by však měl v horizontu projekcí postupně zpomalovat vzhledem k tomu, že mnoho příznivých faktorů postupně slábne. Očekává se, že vliv minulých měnověpolitických opatření bude v horizontu projekcí postupně klesat. Zpomalení tempa růstu zahraniční poptávky eurozóny by mělo tlumit růst vývozu. Očekává se také zpomalení růstu zaměstnanosti, což částečně souvisí se stále více svazující mezerou v nabídce práce v některých zemích eurozóny. Růst soukromé spotřeby by měl navíc oslabit, což odráží normalizaci vývoje míry úspor po předchozích nízkých úrovních v souvislosti s cyklickým oživením v některých zemích eurozóny.

Růst reálného disponibilního důchodu by měl v roce 2018 a 2019 v kontextu vyšších mezd a snižování přímých daní posílit a v roce 2020 pak oslabit.

Očekává se, že podíl hrubých mezd a platů na růstu disponibilního důchodu v roce 2018 značně vzroste, tažen silnějším růstem mezd, a během zbytku horizontu projekcí do určité míry oslabí, neboť vliv zpomalení růstu zaměstnanosti nemůže být beze zbytku kompenzován dalším růstem nominálních mezd. Podle předpokladů by měl růst ostatních osobních příjmů mírně posílit, a to v souladu s rostoucími zisky. Podíl čistých fiskálních transferů by měl být v roce 2018 a 2019 záporný v menší míře v souvislosti se snižováním příspěvků na sociální zabezpečení a přímého zdanění a v roce 2020 by měl opět oslabit. Celkově se očekává, že se složení růstu reálného disponibilního důchodu změní na méně příznivé, pokud jde o výdaje domácností, neboť spotřeba typicky reaguje o něco silněji na dodatečné příjmy související s růstem zaměstnanosti než na změny reálných mezd.

Předpokládá se, že soukromá spotřeba bude v horizontu projekcí jedním z nejdůležitějších faktorů růstu. Příznivá důvěra spotřebitelů, očekávané další zlepšování podmínek na trhu práce a rostoucí reálné mzdy na zaměstnance naznačují výrazný růst spotřeby v příštích několika čtvrtletích. V horizontu projekcí se však růst soukromé spotřeby očekává do určité míry nižší než růst reálného disponibilního příjmu, neboť domácnosti budou pravděpodobně více směřovat své příjmy do úspor.

Růst soukromé spotřeby by měl být podporován příznivými podmínkami bankovních úvěrů, které posilují měnověpolitická opatření ECB, a pokrokem dosaženým ve snižování zadluženosti. I když nízké úrokové sazby měly dopad jak na úrokové výnosy, tak úrokové platby domácností, mají tendenci pomáhat čistým dlužníkům a nikoli čistým střadatelům. Vzhledem k tomu, že čistí dlužníci mají obvykle vyšší mezní sklon ke spotřebě, měla by tato skutečnost podporovat

celkovou soukromou spotřebu. Spotřebu by navíc měly podporovat také rostoucí čisté jmění domácností a pokrok dosažený při snižování zadlužení.

Během horizontu projekcí by měla míra úspor domácností z historicky nízkých úrovní postupně růst. Míra úspor během poslední doby klesá, a to především v důsledku zlepšování hospodářské a finanční situace domácností, uvolnění odkládané poptávky v souvislosti s dříve odsouvanými nákladnějšími nákupy a vlivu velmi nízkých úrokových sazeb na jejich sklon spořit. Míra úspor by měla v horizontu projekcí růst, což bude odrážet především návrat k jejím obvyklým hodnotám v kontextu cyklického oživení. Očekává se, že domácnosti navíc zvýší míru úspor v reakci na snižování přímých daní v některých zemích.

Box 1

Metodické předpoklady o úrokových sazbách, směnných kurzech a cenách komodit

V porovnání s projekcemi z března 2018 zahrnují metodické předpoklady slabší kurz eura, zejména vůči americkému dolaru, vyšší ceny ropy v amerických dolarech a nižší úrokové sazby. Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzávěrku údajů 22. května 2018. Krátkodobé sazby odkazují na tříměsíční sazbu EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Podle této metodiky vychází průměrná úroveň těchto krátkodobých úrokových sazeb v roce 2018 na -0,3 %, v roce 2019 na -0,2 % a v roce 2020 na 0,2 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 1,2 % v roce 2018, 1,5 % v roce 2019 a 1,7 % v roce 2020.³ V porovnání s projekcemi z března 2018 byla tržní očekávání krátkodobých úrokových sazeb revidována směrem dolů, a to pro rok 2019 o 10 bazických bodů a pro rok 2020 o 20 bazických bodů, zatímco očekávání dlouhodobých úrokových sazeb v horizontu projekcí byla revidována dolů zhruba o 15 bazických bodů.

Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures (průměr za dvoutýdenní období končící ke dni uzávěrky 22. května 2018) se očekává, že cena barelu ropy Brent vzroste z úrovně 54,4 USD v roce 2017 na 74,5 USD v roce 2018 a poté v roce 2019 poklesne na 73,5 USD a v roce 2020 na 68,7 USD. Z tohoto vývoje vyplývá, že v porovnání s projekcemi z března 2018 budou ceny ropy v amerických dolarech vyšší v roce 2018 o 14,6 %, v roce 2019 o 20,2 % a v roce 2020 o 17,7 %. Očekává se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech porostou v roce 2018 výrazně a poté o něco mírněji.⁴

Očekává se, že dvoustranné směnné kurzy eura zůstanou v horizontu projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 22. května 2018. To by znamenalo, že průměrný směnný kurz eura bude v roce 2018 na úrovni 1,20 USD za euro a v letech 2019 a 2020 na úrovni 1,18 USD za euro v porovnání s 1,24 USD za euro podle projekcí

³ Základem pro předpoklad týkající se nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně je vážený průměr výnosů z referenčních desetiletých dluhopisů těchto zemí, vážený hodnotami ročního HDP a extrapolovaný podle budoucí trajektorie odvozené od nominálního výnosu ze všech desetiletých dluhopisů v eurozóně publikovaného ECB, přičemž původní nesouhlas mezi oběma časovými řadami zůstává v horizontu projekcí beze změny. Předpokládá se, že spready mezi výnosy státních dluhopisů jednotlivých zemí a odpovídajícím průměrem za eurozónu zůstanou v horizontu projekcí konstantní.

⁴ Předpoklady o cenách ropných a potravinářských komodit vycházejí z cen futures do konce horizontu projekcí. U ostatních neenergetických nezemědělských komodit se předpokládá, že ceny budou do druhého čtvrtletí roku 2019 sledovat ceny futures a dále se budou vylíkat podle hospodářské aktivity ve světě.

z března 2018. Efektivní směnný kurz eura (vůči 38 obchodním partnerům) je o 0,3 % slabší ve srovnání s předpokladem z letošních březnových projekcí.

Metodické předpoklady

	červen 2018				březen 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Tříměsíční sazba EURIBOR (v % p.a.)	-0,3	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,4
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v % p.a.)	1,0	1,2	1,5	1,7	1,0	1,3	1,6	1,9
Cena ropy (v USD za barel)	54,4	74,5	73,5	68,7	54,4	65,0	61,2	58,3
Ceny neenergetických komodit v USD (procentní změny za rok)	7,9	9,3	2,5	4,1	7,9	7,4	3,2	4,5
Směnný kurz USD/EUR	1,13	1,20	1,18	1,18	1,13	1,23	1,24	1,24
Nominální efektivní směnný kurz eura (EER38) (procentní změny za rok)	2,2	4,4	-0,1	0,0	2,2	4,5	0,1	0,0

Zvyšování investic do rezidenčních nemovitostí by mělo pokračovat, i když pomalejším tempem než v posledních dvou letech. Růst investic do bydlení ve druhé polovině roku 2017 zpomalil, neboť stavební průmysl v některých zemích eurozóny začal více pociťovat omezení na straně nabídky, zejména nedostatek pracovních sil. Během horizontu projekcí přetrvávají nejdůležitější podmínky pro další oživení investic do rezidenčních nemovitostí, přičemž výběrová šetření ukazují na to, že domácnosti ve stále větší míře plánují během příštích dvou let nákup či stavbu domu nebo zejména jeho opravu. I přes silnou poptávku po bydlení se nicméně očekává, že oživení bude tlumeno stále více svazujícími kapacitními omezeními v sektoru stavebnictví, o něco přísnějšími podmínkami financování a nepříznivými demografickými trendy.

Oživení podnikatelských investic by mělo v horizontu projekcí nadále pokračovat, i když klesajícím tempem. Očekává se, že podnikatelské investice bude nadále podporovat řada faktorů: důvěra podnikatelského sektoru zůstává na velmi vysoké úrovni v souvislosti s příznivými očekáváními v oblasti výroby a velkým objemem zakázek; využívání kapacit zůstává výrazně nad dlouhodobým průměrem a stále více bývá zmiňován nedostatek zařízení jako faktor omezující výrobu ve zpracovatelském průmyslu; podmínky financování by měly v horizontu projekcí zůstat velmi podpůrné; a předpokládá se, že se zvýší zisky v souvislosti se sektorem nefinančních podniků již tak vykazujícím nadbytek hotovosti. Silné oživení kurzů akcií zaznamenané v posledních letech a mírný růst financování z cizích zdrojů navíc poslalypákový poměr (dluhu k celkovým aktivům) v sektoru nefinančních podniků blízko k historickým minimům. Konsolidovaná hrubá zadluženost (poměr dluhu k důchodu) však poklesla výrazně méně a nyní dosahuje předkrizové úrovně. Postupná ztráta dynamiky podnikatelských investic během horizontu projekcí také odráží celkové zpomalení domácí i zahraniční poptávky.

Box 2

Mezinárodní prostředí

I když hospodářský růst ve světě pokračuje, aktuální údaje naznačují mírné snížení jeho dynamiky. Rostoucí výnosy, volatilita akciového trhu a zpevnění amerického dolaru přispěly k částečnému zpřísnění finančních podmínek – přičemž některé rozvíjející se tržní ekonomiky zaznamenaly v posledních týdnech zřetelné napětí na finančních trzích. Nárůst ceny ropy utlumil výhled v ekonomikách dovážejících ropu. Krátkodobý výhled světové ekonomiky nicméně zůstává v zásadě solidní. Vyspělým ekonomikám prospívají akomodační měnové politiky, přičemž zejména Spojené státy těží z velkého amerického fiskálního stimulu. Exportně orientované ekonomiky povzbudilo oživení světového obchodu a vývozce komodit podporují jejich rostoucí ceny. I když vzrostly obavy z ochrany štěstí, dosavadní zvýšení cel (na dovoz oceli a hliníku do USA) budou mít pravděpodobně jen malý přímý makroekonomický vliv, ačkoli obecný trend k většímu ochrany štěstí by mohl snížit důvěru investorů. Pokud jde o budoucí vývoj, hospodářská aktivita by měla ve střednědobém horizontu zpomalit, neboť jednotlivé vyspělé ekonomiky dosahují etapu zralosti hospodářského cyklu a podpora hospodářské politiky postupně slábne. Přejít Číny k trajektorii nižšího hospodářského růstu, která je méně závislá na hospodářsko-politických stimulech, bude výhled pravděpodobně tlumit. I když se ekonomiky vyvážející komodity zotavují, stále navíc čelí potřebě fiskální konsolidace. Celkově by tempo světového hospodářského růstu (s vyloučením eurozóny) podle projekcí mělo zrychlit z 3,8 % v roce 2017 na 4,0 % v roce 2018 a poté v roce 2020 zpomalit na 3,7 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2018 byl růst HDP ve světě pro roky 2018 a 2019 revidován o 0,1 procentního bodu směrem dolů. Pro rok 2018 jsou důvodem slabší údaje na začátku roku ve vyspělých ekonomikách a pro rok 2019 slabší výhled v některých rozvíjejících se tržních ekonomikách.

Mezinárodní prostředí

(procentní změny za rok)

	červen 2018				březen 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Reálný HDP ve světě (mimo eurozónu)	3,8	4,0	3,9	3,7	3,8	4,1	3,9	3,7
Světový obchod (mimo eurozónu) ¹⁾	5,2	5,1	4,6	4,0	5,6	4,9	4,5	3,9
Zahraniční poptávka eurozóny ²⁾	5,2	5,2	4,3	3,7	5,5	4,7	4,1	3,6

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

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

Po silném růstu v roce 2017 naznačují ukazatele světového obchodu mírné zpomalení

v prvních měsících letošního roku. Pokračující cyklické oživení by nicméně v blízké budoucnosti mělo povzbudit světový obchod a převážit tak nad nepříznivými vlivy vyšších cel ve Spojených státech a v Číně. Očekává se však, že až cyklické vlivy odezní, světový obchod zpomalí a ve střednědobém horizontu se bude zvyšovat zhruba v souladu s růstem hospodářské aktivity. Růst zahraniční poptávky eurozóny by měl dosáhnout v roce 2018 tempa 5,2 % a do roku 2020 zmírnit na 3,7 %. V porovnání s projekcemi z března 2018 byl růst zahraniční poptávky eurozóny upraven pro rok 2018 směrem nahoru o 0,5 procentního bodu z důvodu přenosového efektu revize směrem nahoru u údajů za čtvrté čtvrtletí 2017, která kompenzuje o něco slabší růst světového dovozu na začátku roku 2018. Růst zahraniční poptávky eurozóny byl pro roky 2019 a 2020 upraven mírně směrem nahoru, což převážně odráží očekávání hospodářského růstu s větší intenzitou obchodu v některých ekonomikách zemí střední a východní Evropy.

Růst vývozu mimo eurozónu by měl být tlumen nedávným posílením eura spolu se zpomalující zahraniční poptávkou. Vývoz mimo eurozónu by měl v nadcházejících čtvrtletích růst pomalejším tempem než zahraniční poptávka eurozóny v důsledku dřívějšího posílení eura, což implikuje určitý omezený objem dalších ztrát podílů na vývozních trzích. Dovoz ze zemí mimo eurozónu by měl těžit z pozitivního vývoje domácí poptávky a v nadcházejících čtvrtletích i ze silnějšího eura. Vzhledem k tomu, že růst dovozu by měl podle projekcí zpomalit v menším rozsahu než růst vývozu, po velmi kladném příspěvku čistého vývozu k hospodářskému růstu v roce 2017 by měl být tento příspěvek v horizontu projekcí nepatrně kladný.

Růst zaměstnanosti by měl zpomalit, neboť nedostatek pracovních sil by měl v některých zemích být stále více svazující. Počet zaměstnanců v eurozóně se ve čtvrtém čtvrtletí 2017 zvýšil o 0,3 % a odhaduje se, že v prvním čtvrtletí letošního roku dále roste. Nedávný silný růst zaměstnanosti měl plošný charakter napříč zeměmi a výhledová výběrová šetření naznačují pro blízkou budoucnost další solidní růst zaměstnanosti. Nicméně by měla dynamika růstu zaměstnanosti do určité míry oslabit. V roce 2018 by dopad několika příznivých přechodných faktorů (jako jsou v některých zemích eurozóny fiskální stimuly) měl postupně oslabovat a tempo růstu zaměstnanosti ve veřejném sektoru by se v některých zemích mělo zpomalit. Předpokládá se, že nedostatek pracovních sil se následně v některých zemích zintenzivní.

Podle projekcí by tempo růstu pracovní síly mělo být čím dál více tlumeno nedostatkem její nabídky. Očekává se, že v horizontu projekcí se bude objem pracovní síly nadále zvyšovat, což bude odrážet čistou imigraci pracovníků, očekávanou integraci uprchlíků a další růst míry participace na trhu práce. Nad těmito kladnými vlivy by měl v horizontu projekcí postupně převážet nepříznivý dopad stárnutí populace, neboť starší pracovníci opouštějí trh práce ve větším počtu, než je příliv mladších pracovníků, a také proto, že starší pracovníci mají nižší míru participace (i když zde se očekává určitý nárůst).

Míra nezaměstnanosti by měla v roce 2020 klesnout na 7,3 %. Míra nezaměstnanosti se v prvním čtvrtletí 2018 snížila na 8,6 %, což je nejnižší úroveň od posledních měsíců roku 2008. Pokud jde o další vývoj, počet nezaměstnaných by měl nadále výrazně klesat a blížit se nejnižší úrovni před krizí.

Růst produktivity práce zůstane setrvalý a bude tak odrážet svůj cyklický průběh. Produktivita práce vzrostla v roce 2017 o 0,9 %. Pokud jde o budoucí vývoj, výše uvedené zpomalení růstu zaměstnanosti, rostoucí využívání kapitálu v kontextu snižujícího se objemu nevyužitých kapacit, vyšší počet odpracovaných hodin na osobu a určitý nárůst souhrnné produktivity výrobních faktorů naznačují, že růst produktivity práce na zaměstnanou osobu zůstane v horizontu projekcí víceméně zachován. Očekává se však, že zůstane mírně pod svou předkrizovou průměrnou úrovní 1,0 %.

Tempo růstu reálného HDP by mělo v horizontu projekcí nadále převyšovat potenciální růst. Odhaduje se, že tempo růstu potenciálního produktu v posledních letech do určité míry zvýšilo svou dynamiku za podpory rostoucích příspěvků kapitálu a souhrnné produktivity výrobních faktorů. Na konci horizontu projekcí by potenciální růst, i když stále pod úrovní skutečného růstu reálného HDP, měl zrychlit tempem mírně nižším, než bylo tempo růstu zaznamenané před krizí. Je však třeba poznamenat, že potenciální růst i jeho příčiny jsou nepozorovatelné a odhady jsou spojené se značnou nejistotou.

V porovnání s projekcemi z března 2018 došlo k revizi růstu reálného HDP pro rok 2018 směrem dolů a pro období 2019–2020 zůstává víceméně beze změny. Tato revize směrem dolů pro rok 2018 se týká především slabšího než dříve očekávaného růstu reálného HDP v prvním čtvrtletí.

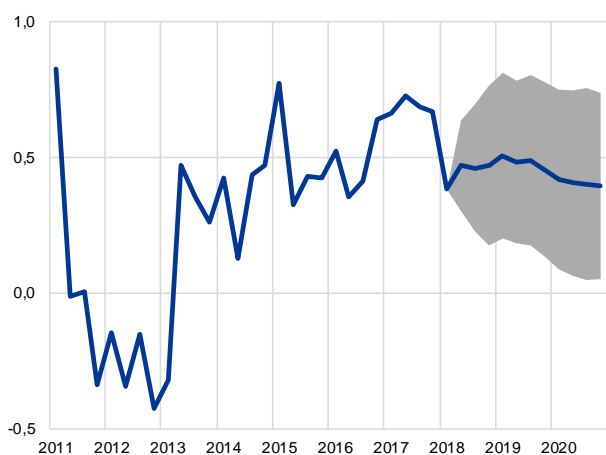
Graf 1

Makroekonomické projekce¹⁾

(čtvrtletní údaje)

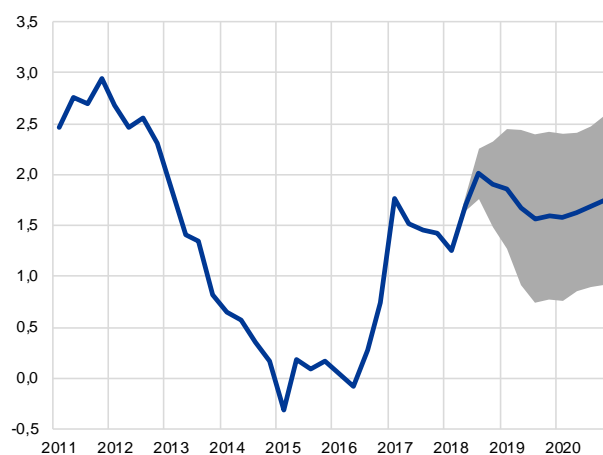
Reálný HDP v eurozóně²⁾

(mezičtvrtletní změny v procentech)



HICP v eurozóně

(meziroční změny v procentech)



1) Rozpětí v okolí středových projekcí vychází z 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.

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Údaje očištěné o vliv počtu pracovních dnů.

2

Ceny a náklady

Inflace měřená HICP by podle projekcí měla zůstat beze změny na úrovni 1,7 % v každém roce v horizontu projekcí, neboť klesající profil inflace měřené HICP v segmentu energií kompenzuje postupné posilování inflace měřené HICP bez započtení cen energií a potravin. I když by měla inflace měřená HICP v nadcházejících měsících posilovat a odrážet tak nedávný růst cen ropy a některé vlivy srovnávací základny směrem nahoru, od konce roku 2018 do poloviny roku 2019 by měla vzhledem k silnému tlumicímu efektu srovnávací základny výrazně

poklesnout. Následně se očekává, že bude záporně přispívat k celkové inflaci měřené HICP a odrážet tak sestupný trend cen futures na ropu, a to i přes určité vlivy zdanění energií směrem vzhůru. Inflace měřená HICP v segmentu potravin by měla v horizontu projekcí víceméně stagnovat na úrovni kolem 2 %. Inflace měřená HICP bez započtení potravin a energií by měla růst s tím, jak budou omezení na straně nabídky stále více svazující. Zejména rostoucí napětí na trhu práce, s tím, že omezení nabídky pracovních sil jsou v některých zemích stále intenzivnější, by mělo vyvolávat tlak na růst mezd a vzhledem k výhledu stagnující produktivity práce by se mělo z toho vyplývající vyšší tempo růstu jednotkových mzdových nákladů promítat alespoň částečně do cen. Některé další vlivy působící na inflaci měřenou HICP bez započtení cen energií a potravin by měly vycházet z vnějšího cenového vývoje, protože dřívější růst cen ropy a předpokládaný růst cen neenergetických komodit se této složky inflace nepřímo dotýkají. Inflace měřená HICP bez započtení cen energií a potravin by měla postupně růst a v roce 2020 dosáhnout úrovně 1,9 %.

Růst mezd by měl v horizontu projekcí citelně oživit s tím, jak se zpříšňují podmínky na trzích práce a končí opatření, která v posledních několika letech tlumila růst mezd v některých zemích. Tempo růstu náhrady na zaměstnance by se mělo v roce 2020 zvýšit na 2,7 % oproti 1,6 % v roce 2017.⁵ Růst jednotkových mzdových nákladů by měl posilovat v podobném rozsahu jako odměna na zaměstnance, a to vzhledem k víceméně nezměněnému tempu růstu produktivity v horizontu projekcí. Hlavním faktorem oživení růstu mezd je očekávané další zlepšování podmínek na trzích práce v eurozóně – s rostoucím napětím na těchto trzích a významnými omezeními na straně nabídky pracovních sil v některých částech eurozóny. Výsledek nedávných mzdových vyjednávání v několika zemích eurozóny spíše naznačuje příznivou dynamiku růstu mezd, v souladu se snižujícím se objemem nevyužitých kapacit. Kromě cyklického oživení by ke zvýšení růstu mezd v zemích eurozóny, kde proces tvorby mezd zahrnují prvky retrospektivní indexace, mělo přispět také výrazné oživení celkové inflace v roce 2017 v porovnání s předchozími třemi roky. Také faktory související s krizí, které měly na mzdy tlumící efekt, jako byla potřeba mírnit růst mezd s cílem obnovit v některých zemích cenovou konkurenceschopnost a odkládané omezení růstu mezd v souvislosti se svazující nepružností nominálních mezd směrem dolů během krize, by měly s pokračováním hospodářského růstu a jeho rozšířením i do ostatních zemí eurozóny postupně odeznít. Dále se očekává, že některá vládní opatření, která omezila růst mezd v minulosti, budou hrát menší úlohu.

Ziskové marže by v horizontu projekcí neměly zvyšovat inflační tlaky.

Vzhledem k omezenému vlivu podniků na stanovování cen by tempo zvyšování ziskových marží měl omezit očekávaný silnější růst jednotkových mzdových nákladů a jednotkových čistých nepřímých daní, a to zejména v závěru horizontu projekcí.

⁵ Přechodné zpomalení očekávané v roce 2019 odráží provádění fiskálního opatření ve Francii, jmenovitě přeměnu daňového zápočtu (CICE) na trvalé snížení příspěvků zaměstnavatelů na sociální zabezpečení. Jelikož je pokles růstu náhrady na zaměstnance a jednotkových mzdových nákladů z velké části vykompenzován odpovídajícím nárůstem ziskových marží, dopad na tvorbu cen by měl být omezený.

Vnější cenové tlaky by měly zůstat kladné, ale v horizontu projekcí by měly zmírnit. Deflátor dovozu v roce 2017 silně rostl a odrážel tak obrat v cenách ropy a dalších komodit. V horizontu projekcí by měl růst cen dovozu zmírnit. To odráží sestupnou tendenci cen futures na ropu a dřívější posilování eura, což omezí dopad rostoucích cen neropných komodit a postupně posilujících celosvětových cenových tlaků souvisejících se snižujícím se objemem nevyužitých kapacit ve světě.

V porovnání s projekcemi z března 2018 byl výhled inflace měřené HICP revidován na léta 2018 a 2019 výrazně směrem nahoru. Tato výrazná revize směrem nahoru u předpokladů cen ropy v amerických dolarech společně s oslabením eura vůči americkému dolaru implikuje silnou revizi směrem nahoru u krátkodobého výhledu vývoje spotřebitelských cen energií. Inflace měřená HICP bez započtení cen energií a potravin byla pro roky 2019 a 2020 revidována mírně směrem nahoru v důsledku opožděných nepřírodních růstových vlivů vyšších cen ropy a menších revizí směrem nahoru u růstu odměny na zaměstnance.

3

Fiskální výhled

Nastavení fiskální politiky v eurozóně by mělo být v roce 2018 mírně expanzivní a v letech 2019–2020 v průměru víceméně neutrální. Nastavení fiskální politiky se měří změnou cyklicky očištěného primárního salda bez státní podpory finančního sektoru. V roce 2018 je expanzivní nastavení taženo především škrtými příjmy daní a příspěvků na sociální zabezpečení a předpokladem dynamičtějšího růstu vládních výdajů. Pro období 2019–2020 by nastavení fiskální politiky mělo být v průměru neutrální, neboť další škrt příjmy daní a příspěvků na sociální zabezpečení by podle projekcí měly být kompenzovány výrazněji utlumeným růstem vládních výdajů.

Poměry schodku veřejných financí a zadluženosti k HDP by měly v horizontu projekcí klesat. Fiskální projekce předpokládá v horizontu projekcí postupné snižování schodku veřejných financí, a to především díky zlepšení cyklické složky a poklesu úrokových plateb, které je částečně kompenzováno mírným zhoršením cyklicky očištěného primárního salda. Poměr vládního dluhu k HDP by měl v horizontu projekcí dále klesat, což by mělo být podpořeno příznivým diferenciálem mezi úrokovou sazbou a tempem růstu⁶ a zlepšením primárního salda. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2018 byl výhled schodku upraven jen minimálně, zatímco poměr dluhu k HDP byl revidován mírně směrem nahoru především v důsledku méně příznivého diferenciálu mezi úrokovou sazbou a tempem růstu.

⁶ Diferenciál se počítá jako rozdíl mezi nominální efektivní úrokovou sazbou z dluhu a tempem růstu nominálního HDP.

Box 3

Citlivostní analýzy

Projekce z velké míry vycházejí z metodických předpokladů o vývoji určitých klíčových proměnných. Vzhledem k tomu, že některé z těchto proměnných mohou mít na projekce pro eurozónu velký dopad, může zkoumání citlivosti projekcí s ohledem na alternativní vývoj těchto základních předpokladů pomoci analyzovat rizika, která se s projekcemi pojí. Tento box pojednává o nejistotě spojené s některými klíčovými základními předpoklady a o citlivosti projekcí, která s těmito proměnnými souvisí.

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 na ropu, očekávají trend poklesu cen ropy, takže cena barelu ropy Brent by na konci roku 2020 dosáhla úrovně kolem 67 USD. Tento vývoj předpokládaný cen futures na ropu odpovídá silnému nárůstu světové poptávky po ropě, což je scénář spojený se zvyšujícím se tempem růstu světového hospodářství. Pokud jde o faktory nabídky, ceny futures na ropu také pravděpodobně odrážejí skutečnost, že tlumící dopad na ceny ropy v důsledku rozšíření těžby ropy z břidlicových ložisek ve Spojených státech je částečně kompenzován geopolitickým napětím a dohodou mezi producenty OPEC a některými producenty mimo tuto organizaci o omezení těžby. Kombinace alternativních modelů používaných pracovníky ECB⁷ při přípravě predikcí cen ropy během horizontu projekcí ukazuje na vyšší ceny ropy, než jsou ceny obsažené v metodických předpokladech. Naplnění alternativního vývoje cen ropy odvozeného od těchto modelů, v němž jsou ceny ropy do roku 2020 o 8,8 % vyšší než v základním scénáři, by nepatrně tlumilo růst reálného HDP (o méně než 0,1 procentního bodu v letech 2019 a 2020), přičemž by s sebou neslo rychlejší růst inflace měřené HICP (o 0,1 procentního bodu v roce 2019 a o 0,2 procentního bodu v roce 2020).

2) Alternativní vývoj směnného kurzu

Tato citlivostní analýza se zabývá vlivy posilování směnného kurzu eura. Jeden ze zdrojů rizika posilování vychází ze silnějšího než očekávaného hospodářského oživení v eurozóně vedoucího k proinflačním tlakům. Tento scénář je konzistentní s rozdělením na základě rizikové neutrálních hustot pravděpodobnosti odvozených z opcí pro směnný kurz USD/EUR ke dni 22. května 2018, který je výrazně vychýlen k posílení eura. 75. percentil rozdělení předpokládá posilování eura vůči americkému dolaru až na kurz 1,36 USD/EUR v roce 2020, což je hodnota o 14,8 % vyšší než předpoklad základní projekce pro uvedený rok. Příslušný předpoklad ohledně nominálního efektivního směnného kurzu eura odráží obvyklé tendence minulého vývoje, přičemž změny kurzu USD/EUR odpovídají změnám efektivního směnného kurzu s elasticitou těsně nad jednu polovinu. V tomto scénáři naznačuje průměr výsledků řady makroekonomických modelů odborníků Euro systému tempo růstu reálného HDP nižší o 0,5 procentního bodu pro rok 2019 a o 0,3 procentního bodu pro rok 2020. Inflace měřená HICP by byla v roce 2019 i v roce 2020 nižší o 0,5 procentního bodu.

⁷ Viz kombinace čtyř modelů představená v článku „Forecasting the price of oil“, *Economic Bulletin*, č. 4, ECB, 2015.

Box 4

Prognózy dalších institucí

Pro eurozónu je k dispozici řada prognóz od různých mezinárodních institucí i organizací v soukromém sektoru. Tyto prognózy však nejsou vzájemně přesně srovnatelné ani je nelze striktně srovnávat s makroekonomickými projekcemi odborníků Euro systému, 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 rozpětím kolem projekcí odborníků Euro systému (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		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projekce odborníků Euro systému	červen 2018	2,1 [1,8–2,4]	1,9 [0,9–2,9]	1,7 [0,6–2,8]	1,7 [1,6–1,8]	1,7 [1,0–2,4]	1,7 [0,9–2,5]
Evropská komise	květen 2018	2,3	2,0	–	1,5	1,6	–
OECD	květen 2018	2,2	2,1	–	1,6	1,8	–
Šetření Euro Zone Barometer	květen 2018	2,3	1,9	1,6	1,5	1,5	1,8
Prognózy Consensus Economics	květen 2018	2,3	1,9	1,4	1,5	1,5	1,7
Výběrové šetření mezi prognostiky	duben 2018	2,4	2,0	1,6	1,5	1,6	1,7
MMF	duben 2018	2,4	2,0	1,7	1,5	1,6	1,8

Zdroje: Ekonomická prognóza Evropské komise, jaro 2018; IMF World Economic Outlook, duben 2018; OECD Economic Outlook, květen 2018; prognózy Consensus Economics, květen 2018; údaj pro Consensus Economics pro rok 2020 je převzat z dlouhodobého prognostického šetření z dubna 2018; MJEconomics pro Euro Zone Barometer, květen 2018; a Výběrové šetření ECB mezi prognostiky, duben 2018.
Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Euro systému a pracovníků ECB i 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, 2018

Poštovní adresa: 60640 Frankfurt am Main, Německo
Telefon: +49 69 1344 0
Internetové stránky: www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-4636 (pdf)
Katalogové číslo EU QB-CF-18-001-CS-N (pdf)