



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

# MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU Z BŘEZNA 2015 SESTAVENÉ PRACOVNÍKY ECB<sup>1</sup>

## 1. VÝHLED EUROZÓNY: PŘEHLED A KLÍČOVÉ PRVKY

**Hospodářské oživení vykazovalo ve druhé polovině roku 2014 určité postupné zlepšení a v dalším období by hospodářskou aktivitu v eurozóně mělo posílit několik faktorů.** Zaprvé, prudký pokles cen ropy povede k výraznému růstu reálného disponibilního důchodu a očekává se, že domácnosti značnou část těchto zisků utratí. Zadruhé, během období projekcí bude hospodářskou aktivitu v eurozóně stále více podporovat postupné posilování zahraniční poptávky a dopad oslabení eura.

**Hospodářskou aktivitu by měla v krátkodobém a střednědobém výhledu výrazně podpořit také nedávná měnověpolitická opatření Rady guvernérů.** Z akomodačního nastavení měnové politiky a zejména z rozšířeného programu nákupu aktiv ECB (APP) by měla těžit domácí poptávka a zejména tvorba fixního kapitálu. Domácí poptávku by měla podpořit nedávná mimořádná opatření měnové politiky, a to v důsledku jejich dopadu na úrokové sazby, směnný kurz eura a ceny akcií, i prostřednictvím dalších důležitých finančních kanálů (viz box 1).

**Hospodářskou aktivitu by měly v horizontu projekcí podpořit další domácí faktory.** Domácí poptávka by měla těžit z určitého uvolnění podmínek na straně nabídky úvěrů, jak naznačují výsledky nedávného průzkumu bankovních úvěrů, které ukazují čisté uvolnění úvěrových standardů. Částečně odeznělo také zpomalení podnikových investic vyvolané potřebou podniků snižovat finanční páku. Dále se očekává, že orientace fiskální politiky zůstane v horizontu projekcí neutrální.

**Je však pravděpodobné, že negativní dopad řady dalších faktorů bude slábnout jen pozvolna.** Oproti podnikovému sektoru domácnosti a sektor vládních institucí zatím nedosáhly výrazného obratu v míře zadlužení. Také vývoj na trhu práce bude i přes celkové zlepšení nadále provázen vysokou mírou nezaměstnanosti, zejména v některých zemích vystavených tlaku. Navíc se očekává, že investiční výdaje budou nadále omezovány obavami o dlouhodobý potenciál růstu a vysokými přebytky volné kapacity v některých zemích.

**Celkově by měl růst reálného HDP oživit z 0,9 % v roce 2014 na 1,5 % v roce 2015, na 1,9 % v roce 2016 a na 2,1 % v roce 2017.** Naopak tempo růstu potenciálního produktu by mělo zůstat poměrně mírné, neboť příspěvek práce a kapitálu zůstává z důvodu vysoké strukturální nezaměstnanosti a dopadu dlouhého období slabých investic utlumený. To naznačuje, že odhadovaná záporná mezera výstupu se bude během horizontu projekcí zužovat.

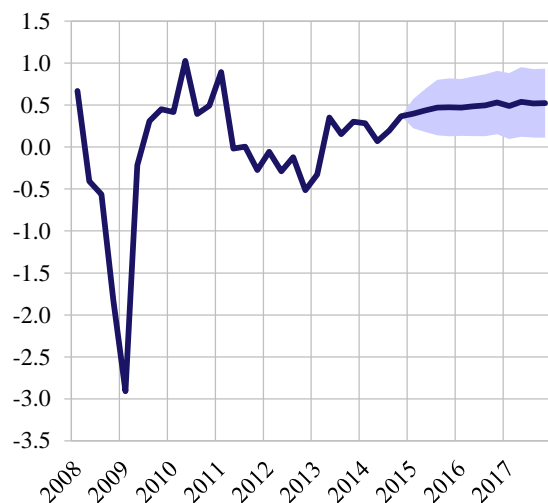
<sup>1</sup> Makroekonomické projekce pracovníků ECB slouží Radě guvernérů jako podklad pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Informace o použitých metodách a postupech naleznete v publikaci *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ECB, June 2001, která je k dispozici na internetových stránkách ECB. Datum uzávěrky pro použití aktuálních informací pro tyto projekce bylo 20. února 2015. Stávající makroekonomické projekce pokrývají období let 2015–2017. Projekce na takto dlouhé období jsou spojeny s velmi vysokou mírou nejistoty a tuto skutečnost je zapotřebí zohlednit 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)

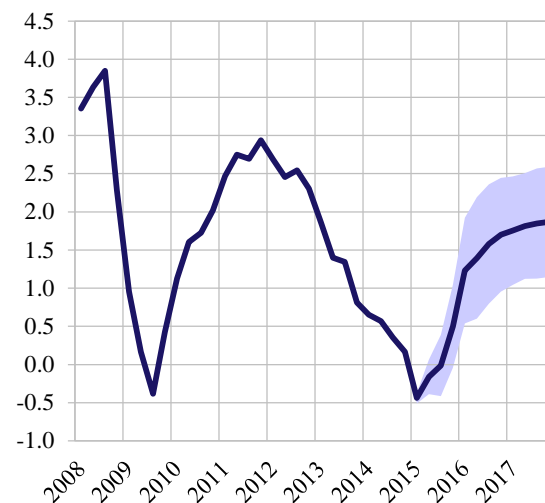
### Reálný HDP v eurozóně<sup>2)</sup>

(mezičtvrtletní procentuální změny)



### HICP v eurozóně

(meziroční procentuální změny)



1) Rozpětí v okolí středových 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, December 2009, která je dostupná na internetových stránkách ECB.

2) Údaje očištěné o vliv počtu pracovních dnů.

**Inflace měřená HICP zaznamenala v posledních měsících záporné hodnoty, a odrážela tak především pokles cen ropy.** Nižší kurz eura představoval vůči silnému poklesu cen ropy v amerických dolarech jen malou protiváhu. Inflace v dalších složkách HICP v posledních měsících rovněž mírně klesala.

**Podle projekcí by měla inflace měřená HICP v roce 2015 dosáhnout v průměru nulové hodnoty, ale v roce 2016 by měla vzrůst na 1,5 % a v roce 2017 dále na 1,8 %.** Nízká inflace měřená HICP v roce 2015 odráží velký záporný příspěvek růstu cen energií v rámci HICP. Tlak na pokles celkové inflace vyplývající z cen energií by však podle projekcí měl koncem roku 2015 zmírnit, neboť dřívější poklesy cen energií postupně z meziročního tempa růstu vymizí a ceny ropy by se měly v horizontu projekcí zvyšovat v souladu s rostoucí křivkou cen futures na ropu. V důsledku těchto faktorů by se ceny energií měly v letech 2016 a 2017 kladně podílet na celkové inflaci.

**Zatímco velký podíl na výkyvu inflace mezi rokem 2015 a 2016 je možné vysvětlit obratem v cenách energií, inflace měřená HICP bez započtení energií by podle projekcí měla s hospodářským oživením také vzrůst.** Tento vývoj je důsledkem očekávaného výrazného zúžení záporné mezery výstupu, což se odráží v silnějším růstu jak ziskových marží, tak náhrad na zaměstnance. K růstu inflace měřené HICP bez započtení cen energií by měly dále přispívat rostoucí ceny neenergetických komodit, nepřímé vlivy rostoucích cen ropy a zpožděné dopady slabšího kurzu eura.

## Box 1

### ZOHLEDNĚNÍ NEDÁVNÝCH MIMOŘÁDNÝCH OPATŘENÍ MĚNOVÉ POLITIKY V PROJEKČÍCH

**Od uzávěrky pro projekce zveřejněné v prosinci 2014 došlo v mimořádných opatřeních ECB ke dvěma změnám.** První změnou bylo přidělení zhruba 130 mld. EUR ve druhé cílené dlouhodobější refinanční operaci (TLTRO) 11. prosince 2014, s kumulativní poptávkou zhruba 212 mld. EUR během

prvních dvou nabídkových řízení, v nichž banky byly oprávněny k počátečnímu úvěrovému přidělu. Se šesti dalšími TLTRO se stále počítá. Druhou změnou bylo rozhodnutí Rady guvernérů 22. ledna 2015 zahájit program nákupu aktiv zahrnující také stávající programy nákupu cenných papírů krytých aktivy a krytých dluhopisů. Uhrn měsíčních nákupů bude činit 60 mld. EUR. Záměrem je tyto nákupy provádět do konce září 2016 a v každém případě, dokud nedojde k udržitelné korekci vývoje inflace, která bude v souladu s cílem Rady guvernérů udržet míru inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovni.

**Tyto dvě změny vedly k přehodnocení přístupu, který se obecně uplatňoval v dřívějších projekcích. Cílem bylo zohlednit dopad mimořádných opatření měnové politiky na makroekonomický výhled.** V minulosti byl přístup založen na začlenění makroekonomického dopadu mimořádných měnových opatření, pouze pokud už ovlivnil metodické předpoklady vycházející z údajů trhu (základní informace viz box 3) zachycené prostřednictvím standardního modelového rámce používaného v projekcích k datu uzávěrky. Tento přístup implikuje riziko, že budou pominuty transmisní kanály, které nejsou plně zachyceny standardním modelovým rámcem. Tento přístup byl však považován za přiměřený z důvodu nejistoty ohledně objemu likvidity centrální banky vytvářeného mimořádnými opatřeními měnové politiky. Vzhledem k poslednímu vývoji měnové politiky je však v současnosti o pravděpodobném objemu likvidity centrální banky vytvářeném těmito opatřeními více informací. To umožňuje přesnější vyhodnocení dopadu těchto opatření na makroekonomický výhled.

**Přístup uplatňovaný v dřívějších projekcích byl tak doplněn začleněním dodatečného dopadu těchto opatření do stávající projekce prostřednictvím finančních transmisních kanálů, jako jsou kanál obnovování rovnováhy portfolia, určité kanály očekávání a zpětné vazby mezi reálnou ekonomikou a finančním sektorem. Tyto kanály nejsou běžně zachyceny standardním modelovým rámcem používaným v projekcích.** Dopad na makroekonomický výhled vyplývající z dodatečných finančních transmisních kanálů byl kalibrován na základě ekonometrických nástrojů, které tyto kanály explicitně modelují. Projekce z března 2015 tedy zahrnují ucelenější hodnocení dopadu mimořádných opatření měnové politiky na makroekonomický výhled.

## 2. REÁLNÁ EKONOMIKA

**Očekává se, že růst výdajů na soukromou spotřebu zůstane jedním z hlavních faktorů oživení hospodářské aktivity.** Soukromá spotřeba získala během roku 2014 na dynamice. Těžila při tom ze zrychlujícího růstu reálného disponibilního důchodu v důsledku silnějších mzdových i nemzdových příjmů a klesajících cen energií. Tyto faktory by měly táhnout růst reálného disponibilního důchodu také v blízké budoucnosti. Dále by měly v prostředí posilujícího růstu zaměstnanosti a silnějšího růstu mezd oživit také mzdové příjmy, přičemž s celkovým oživením ekonomiky se očekává také růst ostatních osobních příjmů. Soukromou spotřebu by mělo podpořit také rostoucí čisté jmění domácností (které odráží jak růst cen finančních aktiv v roce 2015, tak další zlepšování situace na trzích s bydlením v letech 2016–2017) i nízké náklady financování a uvolnění finančních podmínek, výrazně podpořené programem nákupu aktiv, společně s posilováním dynamiky úvěrů domácnostem. Meziroční tempo růstu soukromé spotřeby by tedy mělo v horizontu projekcí dosáhnout v průměru 1,7 %.

**Předpokládá se, že míra úspor bude vykazovat křivku ve tvaru obráceného U.** Očekává se, že po počátečním růstu míry úspor v roce 2015 bude následovat její pokles. To víceméně ukazuje, že zpočátku je uspořen velký podíl dodatečných příjmů vyplývajících z nižších cen energií. Kromě tohoto přechodného faktoru naznačují protikladné vlivy celkově nezměněnou průměrnou míru úspor. Na jedné straně od spoření spíše odrazuje velmi malá návratnost a zlepšení spotřebitelské důvěry ve spojení s postupně klesající nezaměstnaností by mohlo ohrozit obezřetnostní úspory. Navíc by domácnosti mohly ve stále rostoucí míře uskutečňovat nákupy, které předtím odkládaly, a tak snížit míru úspor. Na druhé straně by pokračující tlaky na snižování zadlužení v kontextu zatím celkově nezměněné míry zadlužení domácností – jako podílu na nominálním disponibilním důchodu – měly podle projekcí zachovat určitý tlak na růst úspor.

**Je pravděpodobné, že výhled investic do rezidenčních nemovitostí se bude postupně zlepšovat.** Od roku 2015 se očekává mírné oživení. Podporovat by jej měly velmi nízké úrokové sazby hypoték ve většině zemí, uvolnění finančních podmínek výrazně podpořené programem nákupu aktiv, silnější růst úvěrů domácnostem a rostoucí tempo růstu disponibilního důchodu. Se slábnoucí potřebou korekce na trhu s bydlením v některých zemích by měly investice do rezidenčních nemovitostí získat na dynamice. Projektce postupného oživení investic do rezidenčních nemovitostí se týká většiny zemí, i když jeho tempo může být v některých z nich tlumeno v důsledku vysokého zadlužení domácností. Očekává se však, že ke konci horizontu projekcí začnou aktivitu na trhu s bydlením v některých zemích tlumit nepříznivé demografické vlivy.

**Získat na dynamice by mělo oživení podnikových investic.** Podnikové investice pokračovaly během roku 2014 pouze v mírném oživení, které bylo tlumeno vysokými přebytky volné kapacity a zbývajícími omezeními na straně nabídky úvěrů v některých zemích. S tím, jak bude nepříznivý dopad těchto faktorů slábnout, by posilování domácí a zahraniční poptávky, potřeba modernizovat investiční statky po několika letech utlumených investic, akomodační nastavení měnové politiky podpořené nedávnými mimořádnými opatřeními měnové politiky a zejména programem nákupu aktiv i posilování ziskových marží mělo zvýšit kapitálové výdaje. Také celkový tlak na snížení zadluženosti podniků v eurozóně se v roce 2014 uvolnil a tato skutečnost by v horizontu projekcí měla oproti minulosti méně omezovat podnikové investice. Zadluženost podniků však v některých zemích zůstává vysoká a brání ještě výraznějšímu zrychlení podnikových investic.

**Zahraniční poptávka eurozóny by s oživením hospodářské aktivity ve světě (viz box 2) měla mírně posílit a podpořit tak vývoz z eurozóny.** Zahraniční poptávka by měla v horizontu projekcí posilovat, i když v jednotlivých zemích různou měrou. Některé země eurozóny budou více postiženy v důsledku svých expozic v Rusku a ve Společenství nezávislých států. Současně by se měly díky posílení konkurenceschopnosti mírně zvýšit podíly na vývozních trzích. Dovoz ze zemí mimo eurozónu postupně roste a odráží tak posilování celkové poptávky v eurozóně. Celkově by měl čistý vývoz přispívat k růstu reálného HDP, i když mírně. Vzhledem k určitému zhoršení obchodní bilance je pravděpodobné, že se přebytek běžného účtu platební bilance mírně sníží a v roce 2017 poklesne na úroveň 2,4 %.

## Box 2

### MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

**Světová ekonomika se nadále pozvolna zotavuje.** Očekává se, že tempo růstu reálného HDP ve světě (bez eurozóny) v horizontu projekcí postupně zrychlí a z hodnoty 3,6 % v roce 2014 vzroste v roce 2015 na 3,8 % a v období 2016–2017 dále mírně nad 4 %. Globální ukazatele a dostupné národní údaje ukazují na zpomalení dynamiky závěrem roku 2014, kdy by však hospodářská aktivita měla zůstat relativně silná.

**Pokud jde o další vývoj, postupné oživení aktivity ve světě by mělo pokračovat.** Globální výhled ovlivňuje řada podpůrných faktorů včetně i) výrazného poklesu cen ropy, který je považován za faktor tažený především nabídkou a který by měl mít celkově kladný vliv na hospodářskou aktivitu ve světě, a ii) pokračujícího oživení a robustního výhledu ve Spojených státech. Nicméně zde existují i určité nepříznivé faktory jako i) nepříznivé dopady dvojitého šoku ekonomických sankcí a poklesu cen ropy na ruské hospodářství, ii) prudké změny na devizových trzích částečně vyvolané stále rozdílnějšími měnovými politikami a iii) neuspokojivý růst v některých rozvíjejících se tržních ekonomikách vedoucí k revizi jejich potenciálního růstu směrem dolů.

**Oživení ve světě je charakterizováno nerovnoměrným vývojem mezi rozvinutými i rozvíjejícími se ekonomikami a odráží tak faktory ovlivňující globální výhled.** Rozvinuté ekonomiky budou nadále těžit z odezdnutí nepříznivých faktorů včetně slábnoucích snah o snižování zadlužení, zmírnění fiskálních faktorů tlumících růst ekonomiky a zlepšení situace na trzích práce, přičemž neřešené strukturální výzvy a zpřísnění finančních podmínek budou zatím růst v rozvíjejících se tržních ekonomikách zpomalovat.

**Po slabém prvním pololetí 2014 získal světový obchod ve druhé polovině roku na dynamice.** Očekává se, že v horizontu projekcí bude dále posilovat, i když velmi mírně, přičemž jeho citlivost na

vývoj hospodářské aktivity by měla zůstat nižší než v období před krizí. Růst světového obchodu (mimo eurozónu) by měl posilovat z úrovně 2,9 % v roce 2014 na 5,4 % v roce 2017.

**Jak aktivita ve světě, tak zahraniční poptávka eurozóny pro rok 2015 a 2016 odrážely protichůdné vlivy a prakticky nebyly v porovnání s projekcemi zveřejněnými v prosinci 2014 revidovány.**

## Mezinárodní prostředí

(procentní změny za rok)

	březen 2015				prosinec 2014			Úpravy od prosince 2014		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reálný HDP ve světě (mimo eurozónu)	3,6	3,8	4,2	4,1	3,6	4,0	4,2	0,0	-0,2	-0,1
Světový obchod (mimo eurozónu) <sup>1)</sup>	2,9	3,9	5,1	5,4	2,7	3,9	5,2	0,2	0,0	-0,1
Zahraníční poptávka eurozóny <sup>2)</sup>	2,8	3,2	4,7	5,1	2,3	3,4	4,9	0,5	-0,1	-0,2

Poznámka: Úpravy se počítají z nezaokrouhlených hodnot.

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

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

**Očekává se, že podmínky na trzích práce v eurozóně se v horizontu projekcí zlepší.** Zaměstnanost se během roku 2014 nadále zotavovala a rostla značně rychlejším tempem, než naznačovaly historické hodnoty elasticity zaměstnanosti na hospodářskou aktivitu, což pravděpodobně odráží podpůrný vliv utlumeného růstu mezd a nedávných reforem na trzích práce. Počet zaměstnanců by se měl nadále zotavovat. Očekává se, že vzhledem k hospodářské aktivitě by mělo být oživení zaměstnanosti silné zejména v zemích, kde byly zavedeny reformy na trhu práce. Počet odpracovaných hodin na osobu by měl mírně vzrůst, což by v jedné skupině zemí odráželo běžný cyklický vývoj a ve druhé pak vznikající nedostatečnou nabídku práce.

**Míra nezaměstnanosti by měla dále klesat.** Očekává se, že počet nezaměstnaných v horizontu projekcí klesne zhruba o 2,7 milionu, a dosáhne tak své nejnižší úrovně od poloviny roku 2009. Tento pokles odráží tlumící efekt rostoucí zaměstnanosti (vzrostla o 4,2 milionu), který je do určité míry kompenzován vlivem rostoucí pracovní síly. Předpokládá se, že míra nezaměstnanosti klesne z úrovně 11,6 % v roce 2014 na úroveň 9,9 % v roce 2017.

**Od projekcí pracovníků ECB zveřejněných v prosinci 2014 doznal výhled růstu podstatných revizí směrem nahoru.** Vedle výraznějšího kladného přenosového efektu v důsledku vyššího než očekávaného tempa růstu reálného HDP v posledním čtvrtletí 2014 odrážejí revize směrem nahoru do velké míry příznivý vliv nižších cen ropy, slabšího efektivního směnného kurzu eura a vliv nedávných mimořádných opatření měnové politiky ECB.

### Box 3

#### METODICKÉ PŘEDPOKLADY O ÚROKOVÝCH SAZBÁCH, SMĚNNÝCH KURZECH A CENÁCH KOMODIT

**V porovnání s projekcemi zveřejněnými v prosinci 2014 zahrnují změny metodických předpokladů výrazně nižší ceny ropy a neenergetických komodit v amerických dolarech, oslabení efektivního kurzu eura a nižší dlouhodobé úrokové sazby v eurozóně.**

**Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzávěrku údajů 11. února 2015.** 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 2015 a 2016 ve výši 0,1 % a v roce 2017 ve výši 0,2 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 1,2 % v roce 2015, 1,4 % v roce 2016 a 1,6 % v roce 2017.<sup>1</sup> S ohledem na vývoj úrokových sazeb na forwardových trzích a postupné promítání změn tržních sazeb do sazeb z úvěrů se očekává, že kompozitní sazby z bankovních úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru v eurozóně



v roce 2015 do určité míry poklesnou a následně budou v průběhu roku 2016 a 2017 mírně růst. Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 11. února se očekává, že cena barelu ropy Brent klesne z úrovně 99,3 USD v roce 2014 na 58,5 USD v roce 2015 a následně vzroste na 66,8 USD v roce 2016 a na 70,7 USD v roce 2017. Předpokládá se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech v roce 2015 značně klesnou a v roce 2016 a 2017 vzrostou.<sup>2</sup> Dále se očekává, že dvoustranné směnné kurzy eura zůstanou v horizontu projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 11. února. To by znamenalo, že směnný kurz eura bude v roce 2015 na úrovni 1,14 USD za euro a v roce 2016 a 2017 na úrovni 1,13 USD za euro.

#### Metodické předpoklady

	březen 2015				prosinec 2014			Úpravy od prosince 2014 <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Tříměsíční sazba EURIBOR (v % p.a.)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v % p.a.)	2,0	1,2	1,4	1,6	2,0	1,8	2,1	0,0	-0,6	-0,7
Cena ropy (v USD za barel)	99,3	58,5	66,8	70,7	101,2	85,6	88,5	-1,9	-31,6	-24,5
Ceny neenergetických komodit v USD (meziroční změny v %)	-6,4	-11,0	2,6	4,8	-6,3	-4,8	3,8	-0,1	-6,2	-1,2
Směnný kurz USD/EUR	1,33	1,14	1,13	1,13	1,33	1,25	1,25	-0,1	-8,8	-9,0
Nomin. efektivní směnný kurz eura (EER19) (meziroční změna v %)	0,6	-7,9	-0,2	0,0	0,5	-2,8	0,0	0,0	-5,1	-0,2

1) Úpravy se vypočítávají z nezaokrouhlených hodnot a jsou vyjádřeny v procentech v případě úrovní, v rozdílech v případě temp růstu a v procentních bodech v případě úrokových sazeb a výnosů dluhopisů.

- 1 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 po horizontu projekcí beze změny. Předpokládá se, že spready mezi výnosy státních dluhopisů jednotlivých zemí a odpovídajícím průměrem za eurozónu zůstávají v horizontu projekcí konstantní.
- 2 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 2016 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě. Projekce výstupních cen zemědělské produkce EU (v eurech), které se používají při prognózování spotřebitelských cen potravin, se vytvářejí na základě ekonometrického modelu, který bere v potaz vývoj mezinárodních cen potravinářských komodit.

### 3. CENY A NÁKLADY

**Klíčovou úlohu v inflačním vývoji v eurozóně bude v horizontu projekcí pravděpodobně hrát vývoj cen komodit a směnných kurzů.** Předpokládá se, že prudký propad cen ropy v poslední době bude mít silný tlumící efekt na růst cen energií v roce 2015, který je jen z velmi malé části zmírňován nedávným oslabením eura. Nevýrazný vývoj cen neenergetických komodit přináší tlak na pokles růstu spotřebitelských cen v eurozóně také prostřednictvím dovozních cen jiných komodit než ropy. Má se za to, že od roku 2016 přispěje k tlaku na růst inflace v eurozóně vnější cenový vývoj. V roce 2016 bude velký výkyv inflace měřené HICP do značné míry způsoben odezníváním tlumícího efektu poklesu cen ropy v předchozích obdobích společně s vlivem na její růst pramenícím z předpokládaného zvyšování cen ropy, které má podle projekcí přetrvávat až do roku 2017 a ve kterém se promítne rostoucí křivka futures na ropu. Rostoucí ceny neenergetických komodit, posilující světová poptávka a zpožděné dopady nedávného znehodnocení eura navíc pravděpodobně povedou k výraznému zvýšení deflátoru dovozu v letech 2015 a 2016.

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

(procentní změny za rok)

	březen 2015				prosinec 2014			úpravy od prosince 2014 <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reálný HDP <sup>3)</sup>	0,9	1,5	1,9	2,1	0,8	1,0	1,5	0,1	0,5	0,4
		[1,1 – 1,9] <sup>4)</sup>	[0,8 – 3,0] <sup>4)</sup>	[0,9 – 3,3] <sup>4)</sup>	[0,7 – 0,9] <sup>4)</sup>	[0,4 – 1,6] <sup>4)</sup>	[0,4 – 2,6] <sup>4)</sup>			
Soukromá spotřeba	1,0	1,8	1,6	1,6	0,8	1,3	1,2	0,2	0,5	0,4
Vládní spotřeba	0,9	1,0	0,6	0,8	0,9	0,5	0,4	0,0	0,6	0,2
Hrubá tvorba fixního kapitálu	0,9	1,7	4,1	4,6	0,7	1,4	3,2	0,3	0,4	0,9
Vývoz <sup>5)</sup>	3,6	4,1	5,1	5,5	3,2	3,2	4,8	0,4	0,9	0,4
Dovoz <sup>5)</sup>	3,6	4,3	5,5	5,8	3,3	3,7	4,9	0,4	0,6	0,6
Zaměstnanost	0,5	0,9	0,9	0,9	0,4	0,6	0,5	0,1	0,3	0,4
Míra nezaměstnanosti (v % pracovní síly)	11,6	11,1	10,5	9,9	11,6	11,2	10,9	0,0	-0,2	-0,4
HICP	0,4	0,0	1,5	1,8	0,5	0,7	1,3	0,0	-0,8	0,2
		[-0,3 – 0,3] <sup>4)</sup>	[0,8 – 2,2] <sup>4)</sup>	[1,0 – 2,6] <sup>4)</sup>	[0,5 – 0,5] <sup>4)</sup>	[0,2 – 1,2] <sup>4)</sup>	[0,6 – 2,0] <sup>4)</sup>			
HICP bez započtení energií	0,7	0,8	1,4	1,8	0,8	1,1	1,3	0,0	-0,2	0,1
HICP bez započtení energií a potravin	0,8	0,8	1,3	1,7	0,8	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní <sup>6)</sup>	0,7	0,8	1,3	1,7	0,7	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
Jednotkové mzdové náklady	1,0	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	0,8	-0,1	0,0	0,2
Náhrady na zaměstnance	1,5	1,7	2,0	2,3	1,6	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,2
Produktivita práce	0,4	0,6	1,0	1,1	0,5	0,4	1,0	0,0	0,2	0,0
Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5	-2,6	-2,5	-2,2	0,0	0,2	0,3
Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP) <sup>7)</sup>	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7	-2,1	-2,1	-2,0	0,2	0,3	0,3
Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)	91,7	91,4	89,8	87,9	92,0	91,8	91,1	-0,2	-0,4	-1,3
Saldo běžného účtu (v % HDP)	2,5	2,7	2,5	2,4	2,1	2,2	2,4	0,4	0,5	0,1

1) Údaje se týkají eurozóny včetně Litvy s výjimkou údajů o HICP za rok 2014. Výpočet průměrné procentní změny HICP za rok 2015 vychází ze složení eurozóny v roce 2014, které již Litvu zahrnuje.

2) Úpravy se vypočítají z nezaokrouhlených hodnot.

3) Údaje očištěné o vliv počtu pracovních dnů.

4) 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, December 2009, která je dostupná na internetových stránkách ECB.

5) Včetně obchodu v rámci eurozóny.

6) 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.

7) Vypočítá se jako saldo vládního sektoru snížené o přechodné vlivy hospodářského cyklu a dočasná opatření přijatá vládami (metodika ESCB viz *Working Paper Series*, No 77, ECB, September 2001 a *Working Paper Series*, No 579, ECB, January 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“ ve vydání Měsíčního bulletinu z března 2012 a box „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position“ ve vydání Měsíčního bulletinu ze září 2014.

**Zlepšení na trzích práce a zúžení mezery výstupu v ekonomice přináší v horizontu projekcí stoupající domácí tlaky na růst cen.** Předpokládá se, že pokračující růst zaměstnanosti a určité snížení míry nezaměstnanosti způsobí postupné zvyšování růstu náhrad na zaměstnance z 1,5 % v roce 2014 na 2,3 % v roce 2017, přičemž výraznějšímu růstu brání vysoké úrovně nezaměstnanosti a pokračující korekce nákladové konkurenceschopnosti v některých zemích eurozóny. Zároveň se očekává, že tlumící efekt sekundárních vlivů prudkého propadu cen ropy na mzdy bude omezený. Důvodem je nepružnost mezd směrem dolů a malý předpokládaný dopad prostřednictvím systémů automatické indexace mezd,

jelikož tyto systémy se většinou používají k úpravám směrem nahoru a v řadě zemí byly dočasně pozastaveny nebo výrazně omezeny co do rozsahu.

**Ukazatel ziskových marží (měřený rozdílem mezi deflátorem HDP v cenách výrobních faktorů a růstem jednotkových mzdových nákladů) by měl v horizontu projekcí značně posílit vzhledem k rostoucí dynamice oživení.** Podle očekávání bude hlavním faktorem zvýšení domácích nákladových tlaků. Po předpokládaném mírném poklesu v roce 2015 se ziskové marže ve zbytku horizontu projekcí pravděpodobně zvýší s tím, jak značně vzroste produktivita a posílí hospodářská aktivita.

**V porovnání s projekcemi zveřejněnými v prosinci 2014 byla projekce inflace měřené HICP na rok 2015 značně revidována směrem dolů, ale na rok 2016 mírně nahoru.** Celková inflace byla v porovnání s předchozími projekcemi revidována na rok 2015 o 0,8 procentního bodu směrem dolů. Důvodem jsou hlavně menší než očekávané ceny ropy v amerických dolarech, které byly vykompenzovány nižším kurzem eura vůči americkému dolaru pouze v malé míře. Revize HICP bez započtení energií směrem dolů v roce 2015 činí 0,2 procentního bodu a souvisí s chybami prognóz z minulosti; mimo jiné se do ní promítá nepřímý vliv nižších cen ropy na ceny zboží a služeb. Na rok 2016 byla inflace měřená HICP revidována o 0,2 procentního bodu směrem nahoru. Do revize směrem nahoru se promítá příznivější výhled růstu, zpožděné dopady nižšího směnného kurzu eura a strmější křivka futures na ropu. K této revizi inflace směrem nahoru přispěla různými kanály nedávná mimořádná měnověpolitická opatření, zvláště program nákupu aktiv.

#### 4. FISKÁLNÍ VÝHLED

**Orientace fiskální politiky měřená změnou cyklicky očištěného primárního salda má být v horizontu projekcí podle očekávání celkově neutrální.** To odráží mírný růst veřejných výdajů v poměru k trendovému růstu HDP, který by měly podle předpokladů celkově vykompenzovat daňové škrty v některých zemích. Příznivý dopad automatických stabilizátorů na domácí poptávku se s hospodářským oživením časem zmírní.<sup>2</sup>

**Poměr schodku a dluhu veřejného sektoru k HDP by měl během horizontu projekcí postupně klesat.** Pokles poměru schodku veřejného sektoru k HDP podporuje cyklické zlepšení ekonomiky eurozóny. Strukturální saldo rozpočtu se má v horizontu projekcí podle očekávání mírně zlepšit hlavně díky úsporám z úrokových plateb v důsledku poklesu implicitních úrokových sazeb. Poměr veřejného dluhu k HDP by v roce 2014 měl dosáhnout vrcholu a začít v horizontu prognózy klesat díky zlepšujícímu se rozpočtovému saldu, posilování hospodářského růstu a nízkým úrokovým sazbám.

**V porovnání s projekcemi zveřejněnými v prosinci 2014 se fiskální výhled zlepšil.** Protože nejsou k dispozici žádné významné nové informace o fiskální politice, je důvodem mírné revize salda státního rozpočtu především lepší makroekonomický výhled a snížení úroků plynoucí z dalšího poklesu vládních výpůjčních nákladů. Výhled veřejného dluhu se také zlepšil díky příznivým úpravám rozdílu mezi tempem hospodářského růstu a výškou úrokových sazeb a v menší míře díky vývoji primárního salda.

---

<sup>2</sup> Ve fiskálních předpokladech se promítají informace uvedené v rozpočtových zákonech na rok 2015 a ve vnitrostátních střednědobých rozpočtových plánech, které byly k dispozici ke dni 20. února 2015. U těchto plánů se počítá se všemi opatřeními, která již byla národními parlamenty schválena nebo která byla vládami dostatečně podrobně rozpracována a u nichž je pravděpodobné, že jejich legislativní proces bude úspěšně završen.



## Box 4

### CITLIVOSTNÍ ANALÝZY

**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 jejich citlivost na alternativní vývoj těchto základních předpokladů pomoci analyzovat rizika spojená s projekcemi. Tento box pojednává o nejistotě spojené s cenami ropy a směnnými kurzy a o citlivosti projekcí, pokud jde o tyto proměnné.

#### 1) Alternativní vývoj cen ropy

**Metodické předpoklady pro horizont projekcí vycházejí z růstu cen ropy.** Tento vývoj je v souladu s oživením světové poptávky po ropě při posílení dynamiky světové ekonomiky a mírném poklesu nabídky ropy v důsledku nedostatečných investic a snížení kapacit na těžbu ropy v některých zemích vyvážejících ropu.

**Při alternativním scénáři by však ceny ropy mohly víceméně zůstat na současných úrovních v celém horizontu projekcí a stále více se odchylovat od základních předpokladů o cenách ropy.** Takový vývoj by byl v souladu s pokračující vysokou nabídkou ropy a nevýrazným oživením světové poptávky. Na základě řady makroekonomických modelů pracovníků ECB vznikl předpoklad, že stabilní vývoj cen ropy by zapříčinil, že inflace v eurozóně měřená HICP bude o zhruba 0,1–0,2 procentního bodu pod základní projekcí na rok 2015 a 0,3–0,6 procentního bodu pod základní projekcí na rok 2016. V roce 2017 by byla inflace měřená HICP zhruba 0,2–0,3 procentního bodu pod základní projekcí. Alternativní vývoj cen ropy by současně podpořil růst reálného HDP v roce 2016 i 2017 o zhruba 0,1–0,2 procentního bodu.

#### 2) Alternativní vývoj směnného kurzu

**Zatímco základní projekce předpokládá nezměněný efektivní směnný kurz eura až do konce období projekcí, lze uvažovat také o scénáři, ve kterém by mohla divergence růstového výhledu eurozóny a Spojených států přivodit další oslabení eura.** Takový scénář by byl v souladu s očekáváními, že se nastavení měnových politik těchto dvou ekonomik bude dále vzdalovat. Alternativní trend vývoje eura předpokládající další oslabení byl odvozen od 25. percentilu rozdělení na základě rizikově neutrálních hustot pravděpodobnosti odvozených z opcí pro směnný kurz USD/EUR ke dni 12. února 2015. Tento trend předpokládá postupné oslabení eura vůči americkému dolaru až na kurz 1,04 v roce 2017, což je hodnota o 8,8 % nižší než předpoklad základní projekce pro uvedený rok. Příslušné předpoklady ohledně nominálního efektivního kurzu eura odrážejí obvyklé tendence minulého vývoje, přičemž změny kurzu USD/EUR odrážejí změny efektivního směnného kurzu eura s elasticitou kolem 52 %. Důsledkem je postupná divergence efektivního směnného kurzu eura od základní projekce až na hodnotu, která je 4,8 % pod úrovní základní projekce na rok 2017. V tomto scénáři naznačují výsledky řady makroekonomických modelů pracovníků ECB pro rok 2015, 2016 a 2017 tempo růstu reálného HDP vyšší o 0,1–0,3 procentního bodu a inflaci měřenou HICP vyšší o 0,1–0,4 procentního bodu.

## Box 5

### PROGNÓZY DALŠÍCH INSTITUCÍ

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

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

(procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP			Inflace měřená HICP		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Projekce pracovníků ECB	březen 2015	1,5 [1,1–1,9]	1,9 [0,8–3,0]	2,1 [0,9–3,3]	0,0 [-0,3–0,3]	1,5 [0,8–2,2]	1,8 [1,0–2,6]
Evropská komise	únor 2015	1,3	1,9	–	-0,1	1,3	–
OECD	listopad 2014	1,1	1,7	–	0,6	1,0	–
Euro Zone Barometer	únor 2015	1,3	1,8	1,6	-0,1	1,1	1,5
Consensus Economics Forecasts	únor 2015	1,2	1,6	–	-0,1	1,1	–
Survey of Professional Forecasters	únor 2015	1,1	1,5	1,7	0,3	1,1	1,5
MMF	leden 2015	1,2	1,4	–	0,9	1,2	–

Zdroje: European Commission Economic Forecast, Winter 2015; IMF World Economic Outlook, Update January 2015 (HDP); IMF World Economic Outlook, October 2014; OECD Economic Outlook, November 2014; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a ECB's Survey of Professional Forecasters.

Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Euro systému 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.

**Projekce reálného růstu HDP a inflace měřené HICP obsažené v prognózách, které jsou v současnosti k dispozici od dalších institucí, jsou obdobné jako projekce pracovníků ECB nebo mírně nižší.**

© Evropská centrální banka, 2015

Adresa: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt nad Mohanem, Německo

Poštovní adresa: 60640 Frankfurt am Main, Německo

Tel.: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

Internetová adresa: <http://www.ecb.europa.eu>

Všechna práva vyhrazena.

Zhotovení kopií pro vzdělávací a nekomerční účely je povoleno pouze s uvedením zdroje.