



MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU ZE ZÁŘÍ 2015 SESTAVENÉ PRACOVNÍKY ECB¹

1. VÝHLED EUROZÓNY: PŘEHLED A KLÍČOVÉ PRVKY

Oživení hospodářské aktivity v eurozóně by mělo pokračovat, i když o něco slabším tempem, než se dříve očekávalo, a tento vývoj se odráží v úpravě výhledu růstu mírně směrem dolů. Toto oživení bude podporováno příznivou domácí dynamikou, vnější prostředí je však nyní méně příznivé. Inflace by v roce 2015 měla zůstat na velmi nízké úrovni. V horizontu projekcí by měla posilovat a v roce 2017 dosáhnout úrovně 1,7 %. V současné době se očekává, že k tomuto nárůstu meziroční míry inflace bude docházet o něco pomaleji, než se předpokládalo v červnu. Projekce inflace měřené HICP tedy rovněž zahrnuje úpravu směrem dolů, a to především v důsledku nižších cen ropy.

Projekce vycházejí z předpokladů o cenách ropy a směnných kurzech s datem uzávěrky 12. srpna 2015. Vývoj cen ropy a směnného kurzu eura od data uzávěrky naznačují, že makroekonomické projekce růstu reálného HDP a inflace měřené HICP, které sestavili pracovníci ECB, jsou spojeny s protiinflačními riziky.

Hospodářské oživení by mělo pokračovat, i když o něco slabším tempem, než se dříve očekávalo. Dynamika domácího růstu by měla postupně posilovat. Podporovat by ji měla měnová politika ECB včetně jejích mimořádných opatření. Z globálního hlediska je nyní výhled méně příznivý – odráží nepříznivý vývoj v některých rozvíjejících se tržních ekonomikách. Celkově se však stále očekává, že hospodářský růst ve světě bude v horizontu projekcí posilovat. Táhnout by jej měl především příznivý vývoj hospodářské aktivity v rozvinutých ekonomikách.

Příspěvek vnějších faktorů k hospodářské aktivitě v eurozóně by měl být slabší, než předpokládaly projekce z června 2015. I když očekávaný růst v rozvinutých ekonomikách zůstává v porovnání s projekcemi z června 2015 prakticky beze změny, výhled hospodářské aktivity a dovozů v předních rozvíjejících se tržních ekonomikách byl výrazně upraven směrem dolů. Zahraniční poptávka eurozóny by tedy měla oživovat zřetelně slabším tempem, než předpokládaly projekce z června 2015. Dřívější oslabení eura by však stále mělo mít příznivý vliv na růst vývozu z eurozóny.

Příznivý dopad mimořádných opatření ECB se nadále promítá do ekonomiky. Sazby z bankovních úvěrů ve druhém čtvrtletí letošního roku dále poklesly a očekává se, že v horizontu projekcí zůstanou na historických minimech. Agregátní poptávka a především tvorba fixního kapitálu a vývoz by měly využívat výhod, které vyplývají z velmi akomodačního nastavení měnové politiky.

Proces konsolidace ekonomiky po krizi dále pokračuje a podporuje hospodářský růst. Po mnoha letech fiskální konsolidace do roku 2013 by nastavení fiskální politiky, vyjádřené změnou cyklicky očištěného primárního rozpočtového salda bez státní pomoci finančnímu sektoru, měla být v horizontu projekcí mírně expanzivní. Podmínky pro poskytování úvěrů se dále zlepšily, jak ukazují v nejnovějším průzkumu bankovních úvěrů v eurozóně informace o čistém uvolnění jak úvěrových standardů, tak

¹ Makroekonomické projekce pracovníků ECB slouží Radě guvernérů jako jeden z podkladů pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Informace o použitých metodách a postupech naleznete v publikaci *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ECB, June 2001, která je k dispozici na internetových stránkách ECB. Datum uzávěrky pro metodické předpoklady, jako jsou ceny ropy a směnné kurzy, bylo 12. srpna 2015 (viz Box 2). Datum uzávěrky pro použití ostatních informací pro tyto projekce bylo 21. srpna 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.

úvěrových podmínek. Finanční páka nefinančních podniků (měřená jako poměr dluhu ke kapitálu) se do prvních měsíců roku 2015 nadále snižovala a vrátila se na úroveň před krizí. Domácnosti dále snižovaly zadluženost a jejich čisté jmění se v posledních čtvrtletích nadále zvyšovalo. Současně se zdá, že se ceny rezidenčních nemovitostí odrazily ode dna a ve většině zemí eurozóny začaly v průměru opět růst. Trh práce zaznamenal obrat a stále ve větší míře podporuje růst soukromé spotřeby.

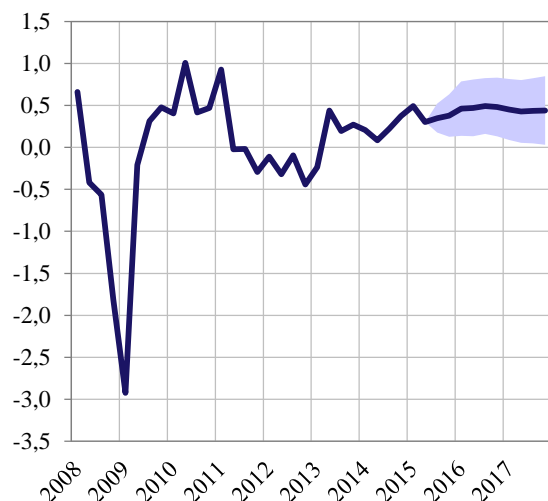
Výhled hospodářského růstu však nadále tlumí několik faktorů. Zadluženost soukromého i veřejného sektoru je v některých zemích stále velmi vysoká. Vysoká zůstává také strukturální nezaměstnanost, zejména v několika zemích eurozóny vystavených tlaku. Obavy o dlouhodobý růstový potenciál a pomalý pokrok při zavádění strukturálních reforem budou nadále brzdit investiční výdaje. Také nedávné události v Řecku naznačují výraznou úpravu jeho výhledu směrem dolů.

Graf 1 Makroekonomické projekce¹⁾

(čtvrtletní údaje)

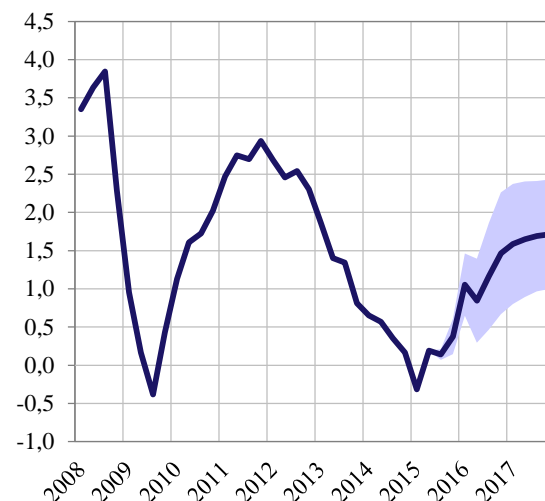
Reálný HDP v eurozóně²⁾

(mezičtvrtletní procentní změny)



HICP v eurozóně

(meziroční procentní 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 se v posledních měsících celkově stabilizovala na nízkých kladných hodnotách. Celková inflace se po oživení z nejnižší úrovně -0,6 % v lednu 2015 pohybovala v měsících do srpna 2015 kolem 0,2 %. Víceméně nezměněná celková inflace v posledních několika měsících zakrývá vzájemně se kompenzující pohyby jejích složek. Pokles inflace u energií a potravin odráží pokles cen ropných a potravinářských komodit, což v případě cen ropy bylo částečně zmírněno růstem rafinérských marží u benzínu. Naopak inflace měřená HICP bez započtení potravin a energií v posledních několika měsících mírně vzrostla. Táhl ji růst cen neenergetického průmyslového zboží, přičemž růst cen služeb byl poměrně stabilní.

Inflace měřená HICP by měla v nejbližším období zůstat na nízké úrovni a koncem roku 2015 vykazat růst. Zatímco v roce 2015 by podle projekcí měla dosáhnout průměrné hodnoty 0,1 %, v roce 2016 a 2017 by měla vzrůst na 1,1 %, resp. 1,7 %. Vlivy srovnávací základny společně s předpokládaným růstem cen ropy vyjádřených v eurech by měly vést od čtvrtého čtvrtletí 2015 k uvolnění protiinflačního příspěvku k inflaci měřené HICP ve složce energií. Kladné příspěvky složky energií k nárůstu celkové inflace měřené HICP by však podle projekcí měly vzrůst teprve od čtvrtého čtvrtletí 2016. Inflace měřená HICP bez započtení energií by měla v horizontu projekcí postupně posilovat a odrážet tak stabilizující se růst mezd a ziskových marží. Na růst jádrové inflace by mělo v dalších několika letech působit zúžení

mezery výstupu a mezery na trzích práce i přísnější podmínky na trzích práce, které se odrážejí v poklesu nezaměstnanosti v roce 2017 na úroveň 10,1 %. K oživení jádrové inflace navíc přispějí rostoucí vnější cenové tlaky v důsledku dlouhodobější prodlevy v promítání směnného kurzu eura do spotřebitelských cen a vlivy předpokládaného růstu cen energetických a neenergetických komodit.

2. REÁLNÁ EKONOMIKA

Očekává se, že hospodářská aktivita v eurozóně bude pokračovat, i když o něco slabším tempem, než se dříve očekávalo. Po silném stimulu v podobě nižších cen ropy na přelomu roku 2014 a 2015 si hospodářská aktivita ve druhém čtvrtletí roku 2015 neudržela plně svou dynamiku z počátku roku. Růst reálného HDP ve druhém čtvrtletí zvolnil na 0,3 % a očekává se, že ve druhé polovině letošního roku poroste zhruba obdobným tempem. I když slabý výhled obchodu tlumí dynamiku růstu v eurozóně, je pravděpodobné, že dřívější oslabení efektivního směnného kurzu eura a nízké úrokové sazby podpoří podnikatelské investice, zatímco příznivý vývoj na trzích práce a nižší ceny energií posílí spotřebu. Vzhledem ke slabému výhledu hospodářského růstu v rozvíjejících se tržních ekonomikách a nižší zahraniční poptávce bude však cyklické oživení slabší, než se dříve očekávalo, a záporná mezera výstupu přetrvá o něco déle. Z hlediska ročních průměrů by mělo tempo růstu reálného HDP výrazně posílit z 0,9 % v roce 2014 na 1,4 % v roce 2015, na 1,7 % v roce 2016 a na 1,8 % v roce 2017.

Očekává se, že hlavním faktorem oživení hospodářské aktivity zůstanou výdaje na soukromou spotřebu. Výhled růstu reálného disponibilního důchodu v blízkém období zůstává příznivý a je podporován dopadem opětovného poklesu cen energií na reálný důchod. Následně by měly v prostředí stabilního růstu zaměstnanosti a zrychlujícího růstu nominální náhrady na zaměstnance oživit také mzdové příjmy, přičemž s celkovým oživením ekonomiky se očekává také růst ostatních osobních příjmů. Nízké finanční náklady a uvolnění podmínek financování, podporované mimořádnými opatřeními ECB, by měly podpořit soukromou spotřebu a do určité míry také rostoucí čisté jmění domácností a odrážet tak růst cen finančních aktiv v roce 2015 i další zlepšování situace na trzích s bydlením v letech 2016–2017. Meziroční tempo růstu soukromé spotřeby by tedy mělo v horizontu projekcí dosáhnout v průměru 1,7 % (po 1% růstu v roce 2014).

Míra úspor by měla v příštích několika čtvrtletích vykazovat křivku ve tvaru obráceného U a odrážet tak určité vyrovnání spotřeby v kontextu nedávného slabého vývoje cen ropy. Po menším růstu míry úspor v roce 2015, kdy díky nižším cenám ropy dochází k úsporám dodatečného důchodu, se v roce 2016 očekává malý pokles míry úspor, neboť tento vliv odezní. Kromě tohoto přechodného vlivu by míra úspor měla zůstat po zbytek horizontu projekcí celkově beze změny a odrážet tak vyrovnávací vlivy. Na jedné straně velmi nízké úrokové výnosy spíše odrazují od spoření prostřednictvím vlivu mezičasové substituce. Navíc by v některých zemích mohlo další zlepšení spotřebitelské důvěry ve spojení s postupně klesající nezaměstnaností vést k poklesu obezřetnostních úspor. Domácnosti by také mohly ve stále rostoucí míře uskutečňovat větší nákupy, které předtím odkládaly, a tak míru úspor snížit. Na druhé straně by vysoká nezaměstnanost a zadluženost měly udržovat určitý tlak na růst úspor. Velmi nízké úrokové sazby by mohly v některých zemích rovněž vést k potřebě vytvářet dodatečné úspory pro penzijní účely.

Očekává se oživení investic do rezidenčních nemovitostí v eurozóně, byť z nízké úrovně. Po vážné, více než osmileté recesi a akumulovaném poklesu přes 25 % by se investice do rezidenčních nemovitostí měly v roce 2015 stabilizovat. Pokud jde o další výhled, investice do rezidenčních nemovitostí by měly v horizontu projekcí získat na dynamice. Podporovat by je měly udržitelný růst reálného disponibilního důchodu, velmi nízké sazby hypotečních úvěrů a uvolnění podmínek financování, dále posílené mimořádnými opatřeními ECB. To by mělo vést k silnějšímu růstu úvěrů domácnostem. Je pravděpodobné, že vysoká zadluženost domácností v některých zemích a nepříznivé demografické vlivy v dalších zemích budou silnějšímu růstu investic do rezidenčních nemovitostí bránit.

Postupně posilovat by měly podnikové investice. Podporovat by je měla mimořádná opatření ECB a cyklické oživení. Jsou nastaveny podmínky pro postupné hospodářské oživení. Poptávkové trendy, potřeba modernizovat investiční statky po několika letech utlumených investic, velmi akomodační nastavení měnové politiky i posilování ziskových marží by měly zvýšit kapitálové výdaje. Navíc celkový

tlak vyvolaný snižováním zadluženosti podniků v eurozóně by měl v horizontu projekcí představovat menší překážku pro podnikové investice než v minulosti. Oživení podnikatelských investic bude však stále tlumeno zbývajícími finančními omezeními a vysokou mírou zadlužení v některých zemích i očekáváním slabšího růstu potenciálního produktu než v minulosti.

Očekává se, že zahraniční poptávka eurozóny bude v horizontu projekcí postupně posilovat, ale její tempo bude pomalejší, než se dříve očekávalo, a to v důsledku výrazně slabšího růstu dovozu v rozvíjejících se tržních ekonomikách. Podle projekcí nebude dynamika zahraniční poptávky eurozóny ani zdaleka dosahovat úrovně před krizí a bude tak odrážet jak slabší hospodářskou aktivitu ve světě, tak menší elasticitu světového obchodu na růst, přičemž ta bude z velké míry odrážet úpravy směrem dolů u očekávaného růstu dovozní náročnosti v rozvíjejících se tržních ekonomikách (viz box 1).

Růst vývozu mimo eurozónu by však měl v horizontu projekcí mírně oživovat a také těžit z dřívějšího poklesu směnného kurzu eura. Podíl zemí eurozóny na exportních trzích mimo eurozónu by se podle projekcí měl zvýšit. Tempo růstu dovozu ze zemí mimo eurozónu by mělo v horizontu projekcí postupně růst a odrážet tak posilování celkové poptávky v eurozóně. Očekává se, že přebytek běžného účtu platební bilance vzroste v důsledku vývoje směnných relací z hodnoty 2,1 % HDP v roce 2014 na 3,0 % v roce 2015 a v roce 2017 pak klesne na 2,7 %.

Mezera výstupu by se měla zužovat, především v kontextu slabého tempa růstu potenciálního produktu. Tempo růstu potenciálního produktu by v horizontu projekcí mělo dosáhnout zhruba 1 % a zůstane tak jednoznačně pod svou předkrizovou úrovní. Vzhledem tomu, že podle projekce převýší růst reálného HDP potenciální růst, by se v horizontu projekcí měla záporná mezera výstupu postupně zužovat.

Box 1

MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

Celosvětový hospodářský růst zůstává pozvolný a nerovnoměrný. V prvním čtvrtletí roku byl mírný a poslední ukazatele a údaje naznačují utlumenou celosvětovou aktivitu i v blízké budoucnosti. Pokud jde o vývoj v dalším období, hospodářský růst ve světě by měl posilovat. Oživení v rozvinutých ekonomikách by měly podpořit nízké ceny ropy, pokračující akomodační podmínky financování na světové úrovni, slábnoucí fiskální konsolidace, zlepšující se podmínky na trzích práce a rostoucí důvěra. Výhled se naopak výrazně zhoršil v rozvíjejících se tržních ekonomikách, neboť některá z rizik hospodářského zpomalení uvedených v předchozích projekcích se naplnila. V některých rozvíjejících se tržních ekonomikách omezují růst strukturální překážky a makroekonomické nerovnováhy, zatímco na další nepříznivě působí nízké ceny komodit, politická nejistota a přísnější podmínky externího financování. Po slabém začátku roku růst světového HDP (mimo eurozónu) by měl posilovat z úrovně 3,2 % v roce 2015 na 4 % v roce 2017.

Tempo růstu světového obchodu výrazně ztratilo v první polovině roku 2015 na dynamice a očekává se, že v horizontu projekcí bude posilovat jen pozvolna. Výrazný propad dovozu v některých velkých rozvíjejících se tržních ekonomikách tlumil světový dovoz, i když obchod týkající se rozvinutých ekonomik byl odolnější. Po přetrvávajícím překvapivém oslabování světového obchodu během posledních čtyřech let a na základě očekávaného pokračování utlumeného výhledu dovozu v rozvíjejících se tržních ekonomikách se již dále neočekává, že dojde k silnému oživení světového obchodu. Výsledky průzkumů a krátkodobé modely ukazují na velmi mírné oživení po zbytek roku. Následně by světový dovoz měl růst na úrovni odpovídající tempu růstu světového HDP. Zahraniční poptávka v eurozóně by měla vzrůst z 1,5 % v roce 2015 na 4,1 % do roku 2017.

V porovnání s projekcemi z června byla hospodářská aktivita ve světě upravena pro celý horizont projekcí směrem dolů a odráží tak slabší výhled rozvíjejících se tržních ekonomik. Výrazně směrem dolů byla upravena také zahraniční poptávka eurozóny vzhledem k očekávání, že slabá aktivita v rozvíjejících se tržních ekonomikách bude tlumit dovoz výrazněji, než se dříve očekávalo.

Mezinárodní prostředí

(procentní změny za rok)

	září 2015				červen 2015			úpravy od června 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Reálný HDP ve světě (mimo eurozónu)	3,7	3,2	3,8	4,0	3,4	4,1	4,1	-0,2	-0,3	-0,1
Světový obchod (mimo eurozónu) ¹⁾	3,2	1,4	3,3	4,1	2,0	4,8	5,2	-0,6	-1,5	-1,1
Zahraniční poptávka eurozóny ²⁾	3,3	1,5	3,3	4,1	2,2	4,6	5,0	-0,7	-1,2	-0,9

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 budou nadále zlepšovat. Zaměstnanost v prvním pololetí roku 2015 vzrostla z nízkých hodnot z poloviny roku 2013 na 1,9 mil., ale stále byla 3,9 mil. pod svým vrcholem před krizí. Počet zaměstnanců by se měl v horizontu projekcí nadále výrazně zvyšovat. Tento vývoj by měl být tažen především hospodářským oživením a v některých zemích by jej měly rovněž podporovat fiskální pobídky, zmírnění mezd a dřívější reformy na trzích práce. Podle projekcí mírně vzroste v horizontu projekcí počet odpracovaných hodin na zaměstnanou osobu, ale stále by měl zůstat zatím hluboce pod úrovní před krizí. Očekává se, že pracovní síla bude růst jen mírně. Tlumit by ji měly vlivy frustrace ze stále vysoké nezaměstnanosti v některých zemích a nepříznivé demografické faktory v dalších zemích. Míra nezaměstnanosti, která ve druhém čtvrtletí 2015 nepatrně poklesla na 11,1 %, by se měla v roce 2017 snížit na 10,1 %.

Box 2

METODICKÉ PŘEDPOKLADY O ÚROKOVÝCH SAZBÁCH, SMĚNNÝCH KURZECH A CENÁCH KOMODIT

V porovnání s červnovými projekcemi zahrnují změny metodických předpokladů výrazně nižší ceny ropy a neenergetických komodit v amerických dolarech a mírně nižší úrokové sazby v eurozóně.

Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzávěrku údajů 12. srpna 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 0,0 % a v roce 2017 ve výši 0,1 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 1,3 % v roce 2015, 1,6 % v roce 2016 a 1,8 % v roce 2017.¹ S ohledem na vývoj forwardových tržních úrokových sazeb 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 klesnou a následně budou během let 2016 a 2017 mírně růst. Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzávěrky 12. srpna 2015 se očekává, že cena barelu ropy Brent poklesne z 98,9 USD v roce 2014 na 55,3 USD v roce 2015 a následně vzroste na 56,1 USD v roce 2016 a na 60,9 USD v roce 2017. Předpokládá se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech v roce 2015 a 2016 značně klesnou a v roce 2017 mírně vzrostou.² Očekává se, že dvoustranné směnné kurzy eura zůstanou v horizontu projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 12. srpna. To by znamenalo, že kurz eura se bude během období projekcí pohybovat na úrovni 1,10 USD/EUR.

Metodické předpoklady

	září 2015				červen 2015			úpravy od června 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Tříměsíční sazba EURIBOR (v % p.a.)	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,1
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v % p.a.)	2,0	1,3	1,6	1,8	1,3	1,7	1,9	0,0	-0,1	-0,1
Cena ropy (v USD za barel)	98,9	55,3	56,1	60,9	63,8	71,0	73,1	-13,3	-21,0	-16,7
Ceny neenergetických komodit v USD (meziroční změny v %)	-8,6	-19,7	-4,6	4,4	-13,6	2,9	4,9	-6,1	-7,5	-0,5
Směnný kurz USD/EUR	1,33	1,11	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12	-0,9	-1,9	-1,9
Nominální efektivní směnný kurz eura (EER19) (meziroční změna v %)	0,6	-9,8	-0,2	0,0	-9,5	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0

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.

- 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 během horizontu projekcí beze změny. Předpokládá se, že spready mezi výnosy státních dluhopisů jednotlivých zemí a odpovídajícím průměrem za eurozónu zůstávají v horizontu projekcí konstantní.
- Předpoklady o cenách ropných a potravinářských komodit vycházejí z cen futures do konce horizontu projekcí. U ostatních neenergetických nezemědělských komodit se předpokládá, že ceny budou do třetího čtvrtletí 2016 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

Výhled růstu byl oproti předchozím projekcím upraven směrem dolů. Tato úprava odráží především méně příznivý trend zahraniční poptávky – zejména v důsledku slabšího růstu v rozvíjejících se ekonomikách –, což vedlo ke slabšímu vývozu a v roce 2016 a 2017 k nižšímu růstu investic. Dalším faktorem je nedávná krize v Řecku, která vedla k podstatným úpravám směrem dolů u výhledu jeho hospodářského růstu v horizontu projekcí.

3. CENY A NÁKLADY

Podle projekcí by měla inflace měřená HICP v roce 2015 dosáhnout v průměru hodnoty 0,1 %, v roce 2016 by měla posílit na 1,1 % a v roce 2017 na 1,7 %. Očekává se, že inflace měřená HICP zůstane v příštích měsících na nízké úrovni, ale že se kolem přelomu roku zvýší, což bude do velké míry odrážet proinflační vliv srovnávací základny ve složce energií a také předpokládaný nárůst cen ropy. Tato skutečnost by měla významně zvýšit příspěvek cen energií v rámci HICP a také vést k určitým postupně vznikajícím tlakům na růst cen v rámci HICP bez energií. Celkově odráží očekávaný nárůst inflace měřené HICP během horizontu projekcí rostoucí domácí ceny vzhledem ke zmenšujícímu se objemu nevyužitých kapacit v ekonomice a na trhu práce a postupné zužování mezery výstupu a dále posílení vnějších cenových tlaků pramenících ze zpožděného promítání dřívějšího oslabování směnného kurzu eura do spotřebitelských cen a z předpokládaného nárůstu cen energetických i neenergetických komodit.

Proinflační vlivy srovnávací základny, pokud jde o ceny energií, a oslabení směnného kurzu eura v minulosti by měly počínaje poslední částí roku 2015 přispět k nárůstu meziroční míry inflace. Obrat od protiinflačních k proinflačním vnějším cenovým tlakům je jedním z nejdůležitějších faktorů očekávaného zvýšení inflace měřené HICP. Minulé poklesy cen energetických i neenergetických komodit a zpožděné dopady minulého posílení eura do velké míry odpovídají za současnou velmi nízkou úroveň inflace. Nedávný další prudký pokles ceny ropy vyvine na inflaci dodatečný tlak, zejména v krátkém období. Poté přispějí proinflační vlivy srovnávací základny a předpokládaný nárůst cen energetických i neenergetických komodit k rostoucím spotřebitelským cenám během horizontu projekcí, stejně jako vlivy dřívějšího oslabení eura.

Domácí cenové tlaky by měly v horizontu projekcí růst s tím, jak se zlepšují podmínky na trhu práce a mezera výstupu se zužuje. S tím, jak se ekonomika nadále zotavuje a poptávka posiluje, se očekává, že se klesající míra nezaměstnanosti a větší síla podniků určovat ceny odrazí ve vyšším tempu růstu mezd a ziskových marží.

Zrychlení tempa růstu mezd během pokračujícího hospodářského oživení by mělo omezovat několik faktorů. Patří k nim nízká míra inflace, zbývající stupeň mezery na trhu práce během příštích dvou let a pravděpodobný tlumící dopad na růst mezd během současného oživení vyplývající ze strukturálních reforem na trzích práce, které byly uplatněny během krize s cílem zvýšit jejich flexibilitu. Navíc se očekává, že probíhající procesy korekce nákladové konkurenceschopnosti v některých zemích eurozóny budou mít nadále tlumící dopad na růst mezd v eurozóně.

Mírné tempo růstu mezd a cyklické posílení produktivity ovlivní během horizontu projekcí vývoj růstu jednotkových mzdových nákladů. Předpokládá se, že jejich růst zůstane v roce 2017 na podobné úrovni (1,1 %) jako v roce 2014 (1,2 %). Předpokládané cyklické zrychlování produktivity, ke kterému dochází dříve než v případě mezd, znamená dočasný pokles tempa růstu jednotkových mzdových nákladů v roce 2015 a 2016.

Předpokládané hospodářské oživení umožňuje posilování ziskových marží v období do roku 2017. Očekává se, že po dlouhém oslabení během minulých několika let ziskové marže během horizontu projekcí vzrostou. Nárůst síly podniků určovat ceny vzhledem k posílení poptávky a neočekávaným ziskům souvisejícím s minulým silným poklesem cen ropy by měly během horizontu projekcí ziskové marže pozitivně ovlivnit. Přitom se však očekává, že rostoucí konkurence vzhledem ke strukturálním reformám na trzích práce, které byly uplatněny během krize a po ní, budou mít na výhled ziskových marží tlumící dopad.

V porovnání s červnovými projekcemi byl výhled inflace měřené HICP upraven směrem dolů, a to ve velké míře v důsledku nižších cen ropy. Celková inflace pro rok 2015 a 2016 byla upravena směrem dolů, a to především v důsledku slabšího vývoje cen energií v rámci HICP vzhledem k tlumícímu efektu předpokládaného vývoje nižších cen ropy v amerických dolarech, které jen částečně kompenzuje mírně nižší kurz USD/EUR. Pokud jde o rok 2017, úprava inflace měřené HICP směrem dolů odrazí mírně slabší výhled růstu HDP a určité opožděné nepřímé dopady nižších cen ropy na jádrovou inflaci.

4. FISKÁLNÍ VÝHLED

Očekává se, že nastavení fiskální politiky, měřené změnou cyklicky očištěného primárního salda, bude mít v období projekcí malý pozitivní příspěvek k poptávce. I když se předpokládá celkově neutrální dopad diskrečních opatření fiskální politiky, nediskreční faktory, a to mírný pokles podílu hlavních makroekonomických daňových základů na HDP v roce 2015 (efekt složení HDP) a mírný pokles nedaňových příjmů v roce 2016, v malé míře přispějí k uvolnění fiskální politiky².

Poměry schodku a zadluženosti veřejných financí k HDP by měly klesat. Jedinými důvody poklesu poměru schodku veřejných financí k HDP jsou cyklické zlepšení ekonomiky eurozóny a klesající úrokové výdaje, zatímco strukturální primární saldo rozpočtu by se mělo během horizontu projekcí v malé míře zhoršovat. Očekává se, že počínaje rokem 2015 začne poměr zadluženosti veřejných financí k HDP klesat.

V porovnání s projekcemi zveřejněnými v červnu se fiskální výhled mírně zhoršil. Malá úprava bilance veřejných financí směrem dolů je částečně důsledkem zmírnění konsolidačních opatření a částečně o něco méně příznivého vývoje některých makroekonomických daňových základů. Výraznější

² Fiskální předpoklady odrážejí informace obsažené v rozpočtových zákonech a dodatkových rozpočtech na rok 2015 a také národní střednědobé rozpočtové plány a aktualizované programy stability, které byly k dispozici 21. srpna 2015. Součástí jsou všechna opatření, 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.

úpravu poměru veřejné zadluženosti směrem nahoru umocňuje úprava růstu nominálního HDP směrem dolů.

Tabulka 1 Makroekonomické projekce pro eurozónu¹⁾

(procentní změny za rok)

	září 2015				červen 2015			úpravy od června 2015 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Reálný HDP ³⁾	0,9	1,4	1,7	1,8	1,5	1,9	2,0	-0,1	-0,2	-0,1
		[1,3 – 1,5] ⁴⁾	[0,8 – 2,6] ⁴⁾	[0,6 – 3,0] ⁴⁾	[1,2 – 1,8] ⁴⁾	[0,8 – 3,0] ⁴⁾	[0,7 – 3,3] ⁴⁾			
Soukromá spotřeba	1,0	1,7	1,7	1,7	1,9	1,6	1,6	-0,1	0,0	0,0
Vládní spotřeba	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0	0,1	-0,1
Hrubá tvorba fixního kapitálu	1,3	2,1	3,4	3,9	1,9	3,5	3,9	0,2	-0,1	0,0
Vývoz ⁵⁾	3,8	4,5	4,9	5,2	4,2	5,4	5,6	0,3	-0,5	-0,5
Dovoz ⁵⁾	4,2	4,7	5,4	5,7	4,8	5,8	5,9	-0,1	-0,3	-0,2
Zaměstnanost	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	-0,1	-0,2	-0,1
Míra nezaměstnanosti (v % pracovní síly)	11,6	11,0	10,6	10,1	11,1	10,6	10,0	-0,1	0,1	0,2
HICP	0,4	0,1	1,1	1,7	0,3	1,5	1,8	-0,2	-0,3	-0,1
		[0,0 – 0,2] ⁴⁾	[0,5 – 1,7] ⁴⁾	[0,9 – 2,5] ⁴⁾	[0,2 – 0,4] ⁴⁾	[0,9 – 2,1] ⁴⁾	[1,0 – 2,6] ⁴⁾			
HICP bez započtení energií	0,7	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,7	0,0	-0,1	-0,2
HICP bez započtení energií a potravin	0,8	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní ⁶⁾	0,7	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
Jednotkové mzdové náklady	1,2	1,0	0,6	1,1	0,8	0,7	1,3	0,2	-0,1	-0,2
Náhrady na zaměstnance	1,5	1,6	1,6	2,1	1,4	1,7	2,3	0,2	-0,1	-0,2
Produktivita práce	0,3	0,7	1,0	1,0	0,6	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)	-2,4	-2,1	-2,0	-1,7	-2,1	-1,8	-1,5	-0,1	-0,1	-0,3
Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP) ⁷⁾	-1,8	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,4	-0,1	-0,2	-0,3
Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)	91,7	91,6	90,7	89,4	91,5	90,2	88,4	0,1	0,5	1,0
Saldo běžného účtu (v % HDP)	2,1	3,0	2,9	2,7	2,1	2,0	2,0	0,9	0,9	0,7

1) Údaje se týkají eurozóny včetně Litvy s výjimkou údajů o HICP za rok 2014. Výpočet průměrné roční 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 dřívějšími projekcemi vypracovanými 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, 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 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.

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 zkoumání citlivosti 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

Alternativní modely cen ropy ukazují v roce 2017 ceny ropy mírně vyšší, než naznačují futures. Metodické předpoklady o vývoji cen ropy, z nichž základní projekce vychází, založené na trzích futures, předpokládají nárůst cen ropy během horizontu projekcí (viz box 2). Alternativní modely používané pracovníky ECB¹ při přípravě projekcí cen ropy během horizontu projekcí v současné době naznačují vyšší ceny ropy během horizontu projekcí než ceny obsažené v metodických předpokladech. To by odpovídalo silnějšímu oživení světové poptávky po ropě ve střednědobém horizontu a určitému snížení nabídky ropy v důsledku nižších investic v ropném sektoru, a tedy snížení těžební kapacity v některých zemích, které jsou reakcí na nedávný pokles cen ropy. Dopad tohoto alternativního vývoje, při kterém by ceny ropy byly do roku 2017 o 8,1 % vyšší než v základní projekci, by mírně utlumil růst reálného HDP (v roce 2017 o 0,1 procentního bodu), přičemž by poněkud zrychlil růst inflace měřené HICP v roce 2016 a 2017 (zhruba o 0,1–0,2 procentního bodu v roce 2016 a 2017).

Na rozdíl od výše zmíněného metodického scénáře, který s sebou nese vyšší ceny ropy v základní projekci, ceny ropy od data uzávěrky údajů pro metodické předpoklady klesly, částečně v souvislosti s velmi nedávným napětím na finančních trzích v některých rozvíjejících se trzích ekonomik. Po aktualizaci předpokladů o ceně ropy na základě informací dostupných k 1. září 2015² je předpokládán vývoj cen ropy v horizontu projekcí v průměru zhruba o 6 % níže oproti předpokladům obsaženým v projekcích. Tato skutečnost by naznačovala malé riziko spojené s vyšším růstem a nižší inflací.

2) Alternativní vývoj směnného kurzu

Velmi nedávné napětí na finančních trzích implikovalo obnovené posílení efektivního směnného kurzu eura. V zájmu ilustrace souvisejících rizik spojených s touto projekcí zahrnuje tato analýza citlivosti alternativní vývoj eura v základní projekci, implikující jeho další posílení. Odvozen byl od 75. percentilu rozdělení na základě rizikově neutrálních hustot pravděpodobnosti odvozených z opcí pro směnný kurz USD/EUR ke dni 12. srpna 2015. Tento trend předpokládá postupné posilování eura vůči americkému dolaru až na kurz 1,21 v roce 2017, což je hodnota o 10,6 % vyšší 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, rostoucí divergence efektivního směnného kurzu eura od základní projekce až na hodnotu, která je 5,3 % nad úroveň základní projekce na rok 2017. V tomto scénáři naznačují výsledky řady makroekonomických modelů pracovníků ECB pro rok 2016 a 2017 tempo růstu reálného HDP nižší o 0,2–0,4 procentního bodu a inflaci měřenou HICP nižší o 0,1–0,5 procentního bodu.

1 Viz kombinace se čtyřmi modely uvedená v článku „Forecasting the price of oil“, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2015.

2 Tato aktualizace je založená na vývoji na trzích s futures na ropu ve dvouúředním období končícím 1. září.

DOPAD RŮSTU GLOBÁLNÍ NEJISTOTY NA HOSPODÁŘSKOU AKTIVITU V EUROZÓNĚ

Jak velmi nedávno zřetelně ukázalo napětí na finančních trzích, globální výhled zůstává zranitelný vůči řadě nejistot. Konkrétně mohou – jak ostatně ukázaly nedávné události – zvyšující se obavy o výhled růstu v Číně a dalších rozvíjejících se tržních ekonomikách velmi rychle vést k prudkému vývoji na finančních trzích, který může negativně ovlivnit výhled eurozóny. Tento box ukazuje v rámci alternativního scénáře potenciální dopad vybraných globálních otřesů na výhled růstu v eurozóně.

Jeden zdroj globální nejistoty souvisí s rozsahem zpomalení růstu v Číně. I když základní projekce již odráží zpomalení růstu v Číně, další odeznívání nerovnováhy v souvislosti s nárůstem dluhu v Číně by mohlo vést k vyššímu finančnímu napětí a prudšímu poklesu ekonomiky. V tomto scénáři by mohla být vážně narušena schopnost a ochota čínských bank poskytovat úvěry ekonomice s tím, jak by se kvalita jejich aktiv rychle zhoršovala. Případným katalyzátorem silnějšího než očekávaného poklesu poskytování úvěrů ze strany bank by mohl být nepříznivý vývoj na trhu s bydlením (v důsledku značné expozice bank vůči realitním developerům vysoce využívajícím finanční páku). Navíc ceny akcií v Číně mohou dále klesnout s tím, jak domácí investoři přehodnocují prémii za akciové riziko. Zhoršující se kvalita aktiv a vyšší prémii za riziko by vyvíjely tlak na růst výnosů státních dluhopisů, neboť vláda by byla nucena poskytovat rozsáhlou podporu bankovnímu sektoru. V důsledku toho by investice a – v menší míře – spotřeba rostly mnohem pomaleji, než se předpokládá v současné základní projekci. Protože by zpomalení růstu vedlo ke značnému růstu nezaměstnanosti, předpokládá se, že čínské orgány by masivně intervenovaly za použití měnových a fiskálních stimulačních opatření a také dalšího možného oslabení renminbi, aby tak zabránily ještě hlubšímu propadu růstu. Celkově se v tomto scénáři předpokládá, že růst v Číně bude v roce 2016 a 2017 o 1 procentní bod nižší, než implikuje základní projekce.

Druhý zdroj globální nejistoty souvisí s trajektorií návratu k běžnému nastavení měnové politiky USA. Tržní očekávání krátkodobých úrokových sazeb v USA, která se používají jako metodický předpoklad projekcí, v současné době naznačují jen velmi pozvolný růst krátkodobých sazeb, které by měly na konci roku 2017 dosáhnout pouze 1,6 %. Pokud by však sazby v USA odpovídaly mediánové úrokové projekci Federálního výboru pro volný trh (FOMC), rostly by rychleji, než trhy očekávají. Navíc i přes očekávanou normalizaci měnové politiky v USA zůstává tamní termínová premie blízko rekordně nízké úrovni. V případě růstu globální nejistoty, který by zvýšil nejistotu týkající se očekávané měnové politiky USA, existuje riziko úpravy tamní termínové premie prudce směrem nahoru. Pro zachycení uvedeného rizika tento scénář předpokládá nárůst termínové premie v USA o 130 bazických bodů, který se projeví vyššími dlouhodobými sazbami v USA. Ty by se zároveň přelily do vyšších dlouhodobých sazeb v dalších klíčových vyspělých ekonomikách.

Růst v dalších rozvíjejících se tržních ekonomikách by byl těmito otřesy pravděpodobně nepříznivě ovlivněn. Rusko se nachází uprostřed hluboké recese a očekává se, že nižší příjmy z ropy povedou k prudkému poklesu veřejných výdajů. Výhled v Brazílii se značně zhoršil vzhledem k rostoucí inflaci. Strmější hospodářské zpomalení v Číně by mohlo přinést značná rizika spojená s výhledem, zejména pro vývozce komodit. Nedávné údaje naznačují obnovené zpomalení kapitálových toků do rozvíjejících se tržních ekonomik, což je podobný vývoj jako během tržně volatilní epizody v polovině roku 2013. Takové obraty kapitálových toků do rozvíjejících se tržních ekonomik značí zvýšenou globální nejistotu a ztrátu důvěry investorů v růstové vyhlídky rozvíjejících se tržních ekonomik. V tomto prostředí by další překvapení spočívající v nižším růstu v Číně nebo neočekávaný růst dlouhodobých úrokových sazeb v USA mohly umocnit odliv kapitálu z rozvíjejících se tržních ekonomik, zpřísnit finanční podmínky a tedy snížit růst v těchto zemích. V tomto scénáři je dopad nárůstu globální makroekonomické nejistoty na hospodářskou aktivitu na rozvíjejících se trzích zachycen šokem rovnajícím se dvěma směrodatným odchylkám použitým na implikovanou volatilitu cen opcí indexu S&P 500 (VIX), která nepříznivě ovlivňuje domácí poptávku v těchto ekonomikách.

Nárůst globální nejistoty by mohl ovlivnit hospodářství eurozóny prostřednictvím obchodních i finančních vazeb. Růst globální nejistoty by snížil poptávku ve Spojených státech (prostřednictvím vyšších dlouhodobých sazeb v USA) a také v dalších předních vyspělých a rozvíjejících se tržních ekonomikách. To by mělo dopad na růst ve světě i v eurozóně prostřednictvím obchodu, a to v důsledku

nižší zahraniční poptávky eurozóny. Navíc by došlo k nepříznivým vlivům přelévání do dlouhodobých sazeb na globální úrovni i v eurozóně, což by firmám, domácnostem a vládám zvýšilo náklady financování. Pokud jde o efektivní směnný kurz eura, rostoucí úrokové sazby ve Spojených státech by mohly vést k posílení amerického dolaru vůči euru. Zároveň by volatilita na finančních trzích rozvíjejících se zemí mohla vést k posílení eura vůči měnám těchto zemí.

Vyšší globální nejistota, pramenící ze všech tří zdrojů popsaných výše, podle odhadů sníží růst eurozóny v roce 2016 o 0,1–0,2 procentního bodu pod úroveň růstu podle základního scénáře. Nižší růst reálného HDP v eurozóně je částečně důsledkem poklesu zahraniční poptávky eurozóny odrážející slabší vývoj hospodářské aktivity ve Spojených státech a dalších vyspělých ekonomikách a také v Číně a na dalších rozvíjejících se trzích. Navíc jsou růstové vyhlídky eurozóny také negativně ovlivňovány nepříznivými efekty přelévání v oblasti financí (což se odráží ve vyšších dlouhodobých úrokových sazbách v eurozóně).

I když dopad výše zmíněného scénáře na eurozónu je mírný, zůstává mnoho výhrad. Například nebyly zohledněny kanály důvěry na úrovni firem nebo domácností. Navíc ceny dalších aktiv, včetně akciových trhů, mohou podléhat silnějším efektům přelévání a korekcím směrem dolů oproti předpokladům zohledněným v modelech. Dále pak jsou použité modely lineární, přičemž silné nepříznivé korekce na finančních trzích s sebou mohou nést nelineární společný pohyb proměnných, což může případně vyústit v silnější dopady. A konečně, tyto simulace neberou v potaz efekty směnných kurzů nebo nepříznivé dopady na ceny komodit. Přitom by otřesy nepříznivé pro ekonomiky eurozóny mohly být utlumeny, pokud by v rozvíjejících se trzích ekonomikách existovala kompenzující opatření nebo pokud by bylo zpřísnění měnové politiky USA odloženo v důsledku nepříznivých vlivů přelévání pramenících ve větším oslabení v rozvíjejících se trzích ekonomikách.

Box 5

PROGNÓZY DALŠÍCH INSTITUCÍ

Pro eurozónu je k dispozici řada prognóz od 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 nespecifikované) metodiky. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očišťování údajů o vliv počtu pracovních dnů (viz tabulka). Jak z tabulky vyplývá, většina prognóz, které jsou v současné době k dispozici od ostatních institucí, se příliš neliší od bodových prognóz uvedených v zářijových projekcích pracovníků ECB a s rezervou odpovídají rozpětím kolem těchto projekcí (uvedeným v tabulce v závorkách).

Srovnání prognóz růstu reálného HDP a inflace měřené HICP v eurozóně

(procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP			Inflace měřená HICP		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Projekce pracovníků ECB	září 2015	1,4 [1,3–1,5]	1,7 [0,8–2,6]	1,8 [0,6–3,0]	0,1 [0,0–0,2]	1,1 [0,5–1,7]	1,7 [0,9–2,5]
Evropská komise	květen 2015	1,5	1,9	–	0,1	1,5	–
Euro Zone Barometer	srpen 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,2	1,6
Consensus Economics Forecasts	srpen 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	srpen 2015	1,4	1,8	1,8	0,2	1,3	1,6
MMF	červenec 2015	1,5	1,7	–	0,1	1,0	–

Zdroje: European Economic Forecast, Spring 2015, vydaný Evropskou komisí; IMF World Economic Outlook, Update July 2015, v případě HDP; IMF World Economic Outlook, April 2015; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics a ECB Survey of Professional Forecasters.

Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu a pracovníků ECB uvádějí mezioční tempa růstu očištěná o vliv počtu pracovních dní, zatímco Evropská komise a MMF pracují s meziočními 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, 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.