

Červen 2016

Makroekonomické projekce pro eurozónu sestavené odborníky Eurosystemu¹

1 Výhled eurozóny: přehled a hlavní rysy

Očekává se, že hospodářské oživení bude v eurozóně pokračovat, a to za podpory akomodačního nastavení měnové politiky, nízkých cen ropy, zlepšujících se podmínek na trhu práce a určitého fiskálního uvolnění v roce 2016. Růst domácí poptávky by měl být v horizontu projekcí podpořen také pokrokem dosaženým v procesu snižování zadluženosti v jednotlivých sektorech. Zároveň se předpokládá, že brzdící efekt slabého růstu vývozu bude oslabovat díky očekávanému postupnému oživení světového obchodu. Reálný HDP by měl v meziročním vyjádření v roce 2016 růst o 1,6 % a v roce 2017 a 2018 o 1,7 %. Inflace měřená HICP by měla v roce 2016 zůstat na velmi nízké úrovni 0,2 %, přičemž ji výrazně tlumí poklesy cen energií v minulosti. Pro rok 2017 se očekává výrazný nárůst celkové inflace na 1,3 %, způsobený do velké míry změnami ve srovnávací základně ve složce energií směrem nahoru. Zuzující se mezera výstupu by měla vést k určitému dalšímu nárůstu inflace v roce 2018 na 1,6 %.

Hospodářské oživení je taženo domácí poptávkou, která by měla být podporována řadou příznivých faktorů. Zejména se v hospodářství nadále projevuje akomodační nastavení měnové politiky ECB. I když dynamika soukromé spotřeby do určité míry zpomaluje, její tempo by mělo zůstat výrazné, zejména v roce 2016, neboť domácnosti budou většinu neočekávaných dřívějších zisků souvisejících s cenami ropy v prostředí zlepšujících se podmínek na trzích práce a potlačené spotřebitelské poptávky pravděpodobně utrácet. Očekávané hospodářské oživení také přispěje k pokračujícímu, i když postupnému zvyšování

¹ Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu 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, červen 2001, která je k dispozici na internetových stránkách ECB. Datum uzávěrky pro metodické předpoklady, jako jsou ceny ropy a směnné kurzy, bylo 10. května 2016 (viz box 1). Datum uzávěrky pro použití dalších informací pro tyto projekce bylo 18. května 2016. Stávající makroekonomické projekce pokrývají období 2016–2018. Projekce na takto dlouhé období jsou spojeny s velmi vysokou mírou nejistoty a tuto skutečnost je třeba vzít v úvahu při jejich interpretaci. Viz článek „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections“ v Měsíčním bulletinu ECB z května 2013. Tabulka obsahující projekce určitých proměnných za jednotlivé země, které tvoří základ pro projekce agregátů eurozóny uvedených v tomto článku, bude zveřejněna na internetových stránkách ECB dva týdny po zveřejnění tohoto článku, a to po zveřejnění projekcí za jednotlivé země národními centrálními bankami.

investic, částečně i díky vlivům akceleratoru. Domácí poptávka bude také těžit z určitého fiskálního uvolnění v blízké budoucnosti.

Vnější nepříznivé faktory tlumí krátkodobý výhled, měly by však ve střednědobém horizontu polevit. Zahraniční poptávka eurozóny se bude v první polovině roku 2016 nadále jen mírně zotavovat, přičemž ji bude tlumit slabá poptávka v rozvíjejících se tržních ekonomikách. Tento nepříznivý dopad na tempo růstu vývozu mimo eurozónu je nadále jen částečně zmírněn příznivými opožděnými dopady dřívějšího silného oslabení eura. Pokud jde o budoucí vývoj, v období projekcí se očekává postupné posílení světové hospodářské aktivity mimo eurozónu, čímž bude podpořena zahraniční poptávka eurozóny a tedy i vývoz mimo eurozónu.

Pro vysvětlení nízké úrovně celkové inflace v roce 2016 i prudkého nárůstu, který se očekává mezi lety 2016 a 2017, zůstává klíčový vývoj cen energií v rámci HICP. Velké záporné příspěvky cen energií v rámci HICP by měly v roce 2016 přetrvávat a utlumit celkovou inflaci. Výrazné změny ve srovnávací základně směrem nahoru znamenají silný nárůst cen energií v rámci HICP v roce 2017 až do kladných hodnot. Jakmile tyto změny ve srovnávací základně směrem nahoru pominou, měl by růst cen energií v rámci HICP zůstat po zbytek období projekcí relativně stabilní. V horizontu projekcí by se měl postupně zvyšovat tlak na růst inflace měřené HICP bez započtení potravin a energií. Zlepšení podmínek na trzích práce a očekávané další posílení hospodářského oživení by měly zvýšit růst mezd a ziskových marží. Vzhledem k očekávanému růstu cen ropy a neenergetických komodit by nepřímé růstové vlivy tohoto zvyšování inflace měřené HICP bez započtení cen potravin a energií měly sílit a nakonec převážit oslabující tlumící vlivy dřívějších poklesů cen komodit. Pokračující růstové vlivy po celý rok 2017 se navíc očekávají také ze strany probíhajícího promítání dřívějšího oslabení směnného kurzu eura.

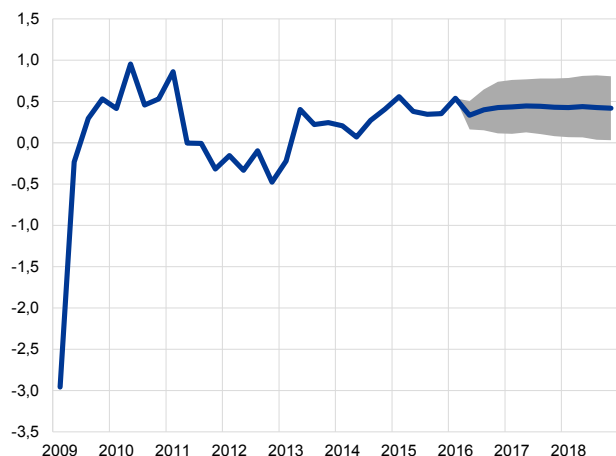
Graf 1

Makroekonomické projekce¹⁾

(čtvrtletní údaje)

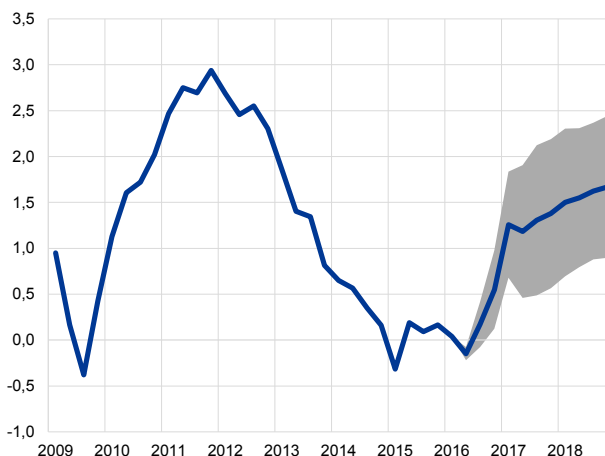
Reálný HDP v eurozóně²⁾

(mezičtvrtletní změny v procentech)



HICP v eurozóně

(meziroční změny v procentech)



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

2

Reálná ekonomika

Očekává se, že oživení v eurozóně zůstane odolné. Tempo růstu reálného HDP posílilo v prvním čtvrtletí 2016 na úroveň 0,5 %. Aktuální údaje z průzkumu ukazují, že se indexy podnikatelské a spotřebitelské důvěry stabilizovaly na vyšších úrovních, než činí dlouhodobé průměry, což ukazuje na udržitelný hospodářský růst v blízkém období.

Očekává se, že soukromé spotřební výdaje porostou v roce 2016 silným tempem a poté zůstanou odolné. Nominální disponibilní důchod by měl během období projekcí postupně zrychlovat své tempo, přičemž jej bude podporovat růst zaměstnanosti a zvyšující se nominální náhrady na zaměstnance. Nepracovní osobní příjem bude kladně přispívat k růstu nominálního disponibilního příjmu, což je zhruba v souladu s vývojem ziskovosti. Tempo reálného disponibilního důchodu by mělo v roce 2016 zrychlit a v roce 2017 a v dalším období ztratit dynamiku, což bude odrážet především vývoj cen energií. Nízké náklady financování, nevelké oživení tempa růstu úvěrů a mírně rostoucí hodnota čistého jmění domácností, posílené měnověpolitickými opatřeními ECB, by měly podpořit soukromou poptávku a být kompenzovány jen částečně nepříznivým dopadem nižších čistých úrokových příjmů na disponibilní důchod. Pokrok dosažený v procesu snižování zadluženosti by měl navíc také podpořit tempo růstu soukromé spotřeby. Celkově by se měl meziroční růst soukromé spotřeby zvýšit z 1,7 % v roce 2015 na 1,9 % v roce 2016 a poté oslabit na 1,7 % v roce 2017 a 1,5 % v roce 2018.

Box 1

Metodické předpoklady o úrokových sazbách, směnných kurzech a cenách komodit

V porovnání s březnovými projekcemi zahrnují hlavní změny metodických předpokladů výrazně vyšší ceny ropy a neenergetických komodit v amerických dolarech, mírné oslabení efektivního směnného kurzu eura a nižší dlouhodobé tržní úrokové sazby.

Metodické předpoklady

	červen 2016				březen 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Tříměsíční sazba EURIBOR (v % p.a.)	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v % p.a.)	1,2	0,9	1,1	1,4	1,2	1,2	1,4	1,7
Cena ropy (v USD za barel)	52,4	43,4	49,1	51,3	52,5	34,9	41,2	44,9
Ceny neenergetických komodit v USD (meziroční změna v %)	-19,9	-3,3	4,3	4,6	-19,9	-14,8	3,0	4,7
Směnný kurz USD/EUR	1,11	1,13	1,14	1,14	1,11	1,11	1,12	1,12
Nominální efektivní směnný kurz eura (EER38) (meziroční změna v %)	-7,1	4,2	0,2	0,0	-7,1	4,8	0,2	0,0

Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách komodit vycházejí z tržních

očekávání s datem pro uzávěrku údajů 10. května 2016. Krátkodobé sazby odkazují na

tříměsíční sazbu EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Tato metoda ukazuje na průměrnou hodnotu těchto krátkodobých úrokových sazeb -0,3 % v roce 2016, 2017 a 2018. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 0,9 % v roce 2016, 1,1 % v roce 2017 a 1,4 % v roce 2018.² S ohledem na vývoj úrokových sazeb na forwardových trzích a postupné promítání změn tržních sazeb do sazeb z úvěrů se očekává, že souhrnné sazby z bankovních úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru v eurozóně během roku 2016 poněkud klesnou, v roce 2017 zůstanou celkově beze změny a v roce 2018 mírně vzrostou. Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures za použití průměrné hodnoty za dvoutýdenní období končící ke dni uzávěrky 10. května se očekává, že cena barelu ropy Brent klesne z úrovně 52,4 USD v roce 2015 na 43,4 USD v roce 2016 a následně vzroste na 49,1 USD v roce 2017 a na 51,3 USD v roce 2018, což je v roce 2016 a 2017 zhruba o 8 USD více a v roce 2018 zhruba o 6 USD více než podle březnových projekcí. Očekává se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech v roce 2016 poněkud klesnou a v letech 2017 a 2018 vzrostou.³ Předpokládá se, že dvoustranné směnné kurzy eura zůstanou v horizontu projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 10. května. To by znamenalo, že průměrný směnný kurz eura bude

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

³ 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 2017 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

v roce 2016 na úrovni 1,13 USD za euro a v letech 2017 a 2018 na úrovni 1,14 USD za euro v porovnání s 1,11 USD za euro v roce 2016 a 1,12 USD za euro v letech 2017 a 2018 podle březnových projekcí. Efektivní směnný kurz eura (vůči 38 obchodním partnerům) by měl v horizontu projekcí podle předpokladů oslabit o 0,6 % ve srovnání s předpokladem z březnových projekcí.

Míra úspor by měla do poloviny roku 2017 klesat a v dalším období zůstat celkově beze změny.

Očekává se, že míru úspor bude v roce 2016 nadále do jisté míry podporovat postupné promítání růstu reálného důchodu spojeného s cenami ropy, přičemž následně v roce 2017 tento faktor odezní. Po zbytek horizontu projekcí by měla míra úspor podle předpokladů stagnovat a odrážet tak protichůdné faktory. Obecně lze náznaky poklesu míry úspor spatřovat v klesající nezaměstnanosti, zlepšujících se úvěrových podmínkách a nízkých úrokových sazbách. Očekává se však, že v některých zemích budou tyto faktory kompenzovány potřebou snižovat zadluženost a povedou k růstu míry úspor.

Investice do rezidenčních nemovitostí by měly mírně vzrůst. Předpokládané zrychlení tempa růstu nominálního disponibilního důchodu a velmi nízké sazby hypotečních úvěrů by měly podporovat udržitelné oživení investic do rezidenčních nemovitostí. Kromě toho v několika zemích nejspíše skončily korekce na trzích s bydlením a ceny rezidenčních nemovitostí se odrazily ode dna. Je nicméně pravděpodobné, že vysoká úroveň nezaměstnanosti a zadluženosti domácností v některých zemích a nepříznivý demografický vývoj v dalších zemích budou silnějšímu růstu investic do rezidenčních nemovitostí bránit.

Očekává se, že oživení podnikatelských investic bude pokračovat. Kapitálové výdaje by měla podporovat řada faktorů, jmenovitě velmi akomodační nastavení měnové politiky – přičemž dále je budou posilovat nedávná měnověpolitická opatření ECB –, předpokládané posílení domácí i zahraniční poptávky, potřeba modernizovat kapitálový fond po několika letech utlumených investic, nízké náklady a široká dostupnost vnějšího financování, fiskální opatření v některých zemích a vyšší ziskové přírůstky v souvislosti se sektorem nefinančních podniků vykazujícím nadbytek hotovosti. Silné oživení cen akcií v posledních několika letech a mírný růst financování z cizích zdrojů navíc poslaly pákový poměr (dluh k celkovým aktivům) v sektoru nefinančních podniků blízko historickým minimům. Oživení podnikatelských investic však budou tlumit deformace na trhu zboží a služeb a trzích práce, očekávání slabšího tempa růstu potenciálního produktu než v minulosti a zvýšená geopolitická nejistota.

Vývoz mimo eurozónu by měl vzrůst v souladu se zahraniční poptávkou.

Zahraniční poptávka by měla postupně zrychlovat tempo svého růstu počínaje druhou polovinou roku 2016, a to v souladu s hospodářskou aktivitou ve světě, ale měla by zůstat znatelně pod předkrizovým růstem (viz box 2). Po nedávném růstu by měl podíl vývozu z eurozóny zůstat v období projekcí celkově beze změny. Dovoz ze zemí mimo eurozónu by měl růst v souladu s historickou elasticitou vůči celkové poptávce, i když by měl nadále růst rychleji než vývoz, což bude představovat záporný příspěvek čistého obchodu k hospodářskému růstu v roce 2016 a následně

příspěvek neutrální. Přebytek na běžném účtu by měl mírně klesnout ze 3,2 % HDP v roce 2015 na 2,8 % v roce 2018.

Box 2

Mezinárodní prostředí

Světová hospodářská aktivita by měla podle předpokladů postupně růst vlivem perspektivy stále odolného růstu ve většině vyspělých ekonomik a postupného zmírňování hluboké recese v některých velkých rozvíjejících se tržních ekonomikách. Výhled pro vyspělé ekonomiky by měly podpořit příznivé podmínky financování a zlepšující se trhy práce. Postupné oslabování tempa růstu čínské ekonomiky bude pravděpodobně tlumit hospodářský růst v dalších rozvíjejících se tržních ekonomikách, zejména v Asii. Ačkoliv nedávné oživení cen komodit akutnější tlaky částečně zmírňuje, vývozci komodit se budou nadále přizpůsobovat nízkým cenám komodit. Navíc i přes nedávné oživení na finančních trzích čelí rozvíjející se tržní ekonomiky prostředí přísnějších podmínek vnějšího financování, částečně v souvislosti s normalizací měnové politiky USA. Na poptávku v některých zemích mají tlumící vliv také politická nejistota a geopolitické napětí.

Po výrazném oslabení v prvním pololetí loňského roku začal světový obchod (mimo eurozónu) ve druhé polovině roku 2015 opět růst. V krátkodobém horizontu má na světové dovozy nadále vliv oslabení v některých rozvíjejících se ekonomikách, zejména v Brazílii a Rusku. V dalším období se očekává postupné posilování světového obchodu, a to v souladu s oživením světové hospodářské aktivity. Projekce nadále předpokládá, že střednědobá elasticita obchodu vůči světovému růstu činí zhruba 1, což je výrazně pod předkrizovou úrovní. Růst zahraniční poptávky eurozóny by měl podle projekcí vzrůst z úrovně 0,6 % v roce 2015 na 2,0 % v roce 2016, 3,5 % v roce 2017 a 4,0 % v roce 2018.

V porovnání s projekcemi z března 2016 byly hospodářská aktivita ve světě a zahraniční poptávka eurozóny upraveny směrem dolů.

Mezinárodní prostředí

(procentní změny za rok)

	červen 2016				březen 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Reálný HDP ve světě (mimo eurozónu)	3,1	3,1	3,7	3,8	3,1	3,2	3,8	3,9
Světový obchod (mimo eurozónu) ¹⁾	0,7	1,8	3,5	4,0	0,7	2,2	3,8	4,1
Zahraniční poptávka eurozóny ²⁾	0,6	2,0	3,5	4,0	0,4	2,2	3,8	4,1

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

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

Celkově by měl reálný HDP podle předpokladů vzrůst v roce 2016 o 1,6 % a o 1,7 % v roce 2017 i v roce 2018.

Záporná mezera výstupu by se měla v horizontu projekcí stabilně zužovat a odrazet tak jen mírný růst potenciálního produktu. Očekává se, že tempo růstu potenciálního produktu v horizontu projekcí poroste, ale zůstane hluboko pod svou

předkrizovou úroveň zhruba 1,7 %. Utlumená dynamika potenciálního produktu odráží především poměrně nízký příspěvek kapitálu po delším období mírného růstu investic. Příspěvek práce by se měl v horizontu projekcí zlepšovat a odrážet tak rostoucí podíl populace v produktivním věku v kontextu rostoucí participace pracovní síly, částečně z důvodu některých strukturálních reforem, a také probíhající imigraci.

Podmínky na trhu práce v eurozóně by se měly v horizontu projekcí nadále zlepšovat, a to o něco rychleji, že se dříve očekávalo. Zaměstnanost by měla v horizontu projekcí pokračovat v růstu. V letech 2016 a 2017 by mělo dojít k výrazné expanzi pracovní síly, částečně v důsledku přílivu uprchlíků a efektu pracovní motivace. Míra nezaměstnanosti by měla klesnout, ale zůstat na historicky zvýšené úrovni. Vývoj zaměstnanosti naznačuje oživení růstu produktivity práce z 0,6 % v roce 2015 na 0,9 % v roce 2018 a odpovídá běžnému procyklickému charakteru.

V porovnání s projekcemi z března 2016 byla perspektiva růstu reálného HDP v roce 2016 upravena směrem nahoru. Tato úprava v roce 2016 částečně odráží kladnější dopad související s úpravami historických dat i silnější než očekávaný růst v prvním čtvrtletí roku a oslabení nejistoty spojené s poklesem volatility na finančních trzích. V delším než krátkodobém horizontu se výhled růstu v zásadě nemění a zakrývá dopady vyšších cen ropy a slabší zahraniční poptávky, které jsou z velké části kompenzovány příznivým vlivem měnověpolitických opatření z března 2016.

3 Ceny a náklady

Nedávný vývoj inflace měřené HICP byl dán nízkými cenami energií a mírným vývojem inflace měřené HICP bez započtení energií a potravin. Inflace měřená HICP dosahovala v květnu 2016 hodnoty -0,1 % a odrážela tak míru -8.1 % za složku energie a 0,8% inflaci měřenou HICP bez započtení energií a potravin.

Očekává se, že v horizontu projekcí vzrostou vnější cenové tlaky a budou tak výrazně přispívat k růstu celkové inflace. Kladné vlivy srovnávací základny v souvislosti s cenou ropy v inflaci měřené HICP ve složce energií a předpokládaný další růst cen ropy, jak naznačují ceny futures, by měly představovat významnou část oživení celkové inflace v období od roku 2016 do roku 2017. Očekává se, že se budou také nadále promítat tlaky na růst celkové inflace vycházející z výrazného dřívějšího znehodnocení eura od poloviny roku 2014. Inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin by v horizontu projekcí měla postupně růst s tím, jak se budou zlepšovat podmínky na trzích práce a bude posilovat hospodářské oživení podporované opatřeními měnové politiky ECB.

Růst mezd je mírný, ale s postupným zpříšňováním podmínek na trzích práce by měl podle projekcí mírně posilovat. Růst mezd je tlumen zvýšenou nezaměstnaností, nízkým růstem produktivity, procesem korekce v mnoha zemích s cílem obnovit konkurenceschopnost a vyšší mzdovou flexibilitou po strukturálních reformách na trzích práce provedených během krize. V tomto ohledu by vlivy

související se strukturálními změnami měly nadále tlumit celkový růst mezd, neboť se zdá, že vznikají nová pracovní místa, a to především v sektorech s relativně nižší produktivitou a tudíž s nižší mzdovou úrovní. Celkově by se měla náhrada na zaměstnance postupně zvyšovat z průměrné úrovně 1,3 % v roce 2016 na 1,8 % v roce 2017 a 2,2 % v roce 2018.

Z pokračujícího hospodářského oživení by měly těžit ziskové marže.

Předpokládané další zlepšování poptávky by mělo posilovat pozici podniků při stanovování cen a tedy ziskové marže. Ziskové marže v poslední době těžily z neočekávaných zisků souvisejících s nižšími cenami ropy, ale očekává se, že tento vliv bude v blízké budoucnosti odeznívat soudě podle nedávného i předpokládaného dalšího růstu cen ropy, jak naznačuje křivka futures na ropu. Předpokládaný růst jednotkových mzdových nákladů v horizontu projekcí by měl navíc tlumit dopad na ziskové marže, zejména v roce 2018.

V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2016 byl výhled inflace měřené HICP pro rok 2016 upraven mírně směrem nahoru a pro roky 2017 i 2018 zůstává prakticky beze změny. Úpravy směrem nahoru u cen energií v rámci HICP související se změnami předpokladů o cenách ropy mírně převážily nad úpravami směrem dolů u neenergetických složek HICP pro rok 2016. Pro roky 2017 a 2018 byly úpravy směrem nahoru ve složce energií a potravin celkově vykompenzovány úpravami směrem dolů u inflace měřené HICP bez započtení potravin a energií.

4

Fiskální výhled

Nastavení fiskální politiky by mělo v roce 2016 poskytnout malý kladný příspěvek k poptávce a v letech 2017 a 2018 být celkově neutrální. Nastavení fiskální politiky se měří změnou cyklicky očištěného primárního salda bez státní podpory finančního sektoru. Expanzivní nastavení fiskální politiky v roce 2016 vychází především ze snížení přímých daní a příspěvků na sociální zabezpečení v několika zemích a z vyšších výdajů souvisejících s přílivem uprchlíků.

V horizontu projekcí by poměry rozpočtového schodku a zadluženosti veřejných financí měly klesat. Snížení dluhu v roce 2016 vychází z poklesu úrokových plateb a zlepšení cyklické složky, což je částečně kompenzováno uvolněním nastavení fiskální politiky. Je pravděpodobné, že v období 2017–2018 bude tento příznivý vliv nižších úrokových plateb umocněn zlepšením primárního salda především v důsledku příznivého cyklického vývoje. Během období 2016–2018 by postupné snižování dluhu vládního sektoru měl podporovat především příznivý diferenciál mezi hospodářským růstem a úrokovými sazbami v kontextu očekávaného hospodářského oživení a předpokladu nízkých úrokových sazeb. Je pravděpodobné, že na vývoj dluhu budou mít příznivý vliv také malé primární přebytky.

V porovnání s projekcemi zveřejněnými v březnu je fiskální výhled příznivější.

Saldo státního rozpočtu bylo na celé období projekcí revidováno směrem nahoru v důsledku předpokladu méně dynamického růstu vládní spotřeby včetně odměňování státních zaměstnanců, a to v kontextu celkově nezměněného růstu nominálního HDP během let 2017–2018. Nižší by v horizontu projekcí měl být také poměr vládního dluhu k HDP a odrážet tak vyšší primární přebytky a zejména v roce 2016 příznivější diferenciál mezi hospodářským růstem a úrokovými sazbami, což vychází z úpravy růstu nominálního HDP směrem nahoru.

Tabulka 1**Makroekonomické projekce pro eurozónu¹⁾**

(procentní změny za rok)

	červen 2016				březen 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Reálný HDP ¹⁾	1,6	1,6	1,7	1,7	1,5	1,4	1,7	1,8
		[1,3–1,9] ²⁾	[0,7–2,7] ²⁾	[0,5–2,9] ²⁾		[1,0–1,8] ²⁾	[0,7–2,7] ²⁾	[0,6–3,0] ²⁾
Soukromá spotřeba	1,7	1,9	1,7	1,5	1,6	1,9	1,8	1,6
Vládní spotřeba	1,3	1,5	0,8	0,9	1,4	1,5	1,1	1,2
Hrubá tvorba fixního kapitálu	2,7	3,2	3,4	3,3	2,5	2,7	3,6	3,3
Vývoz ³⁾	5,2	3,2	4,2	4,4	4,8	3,0	4,3	4,6
Dovoz ³⁾	6,0	4,7	4,7	4,8	5,4	4,6	5,3	5,1
Zaměstnanost	1,0	1,1	0,9	0,9	1,1	0,9	0,8	0,9
Míra nezaměstnanosti (v % pracovní síly)	10,9	10,2	9,9	9,5	10,9	10,4	10,2	9,9
HICP	0,0	0,2	1,3	1,6	0,0	0,1	1,3	1,6
		[0,1–0,3] ²⁾	[0,6–2,0] ²⁾	[0,7–2,5] ²⁾		[-0,2–0,4] ²⁾	[0,6–2,0] ²⁾	[0,8–2,4] ²⁾
HICP bez započtení energií	0,9	0,9	1,2	1,6	0,9	1,1	1,3	1,5
HICP bez započtení energií a potravin	0,8	1,0	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
Jednotkové mzdové náklady	0,8	0,8	1,0	1,3	0,9	1,1	0,9	1,2
Náhrada na zaměstnance	1,3	1,3	1,8	2,2	1,3	1,5	1,9	2,1
Produktivita práce	0,6	0,5	0,8	0,9	0,4	0,4	0,9	0,9
Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0
Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1
Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)	90,7	90,0	89,0	87,4	91,1	90,8	90,0	89,2
Saldo běžného účtu (v % HDP)	3,2	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0	2,6	2,5

1) Údaje očištěné o vliv počtu pracovních dnů.

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

3) Včetně obchodu v rámci eurozóny.

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

5) Vypočítá se jako saldo vládního sektoru snížené o přechodné vlivy hospodářského cyklu a dočasná opatření přijatá vládami (metodika ESCB viz *Working Paper Series*, č. 77, ECB, září 2001 a *Working Paper Series*, č. 579, ECB, leden 2007). Projekce strukturálního salda není odvozená od celkové hodnoty mezery výstupu. Podle metodiky ESCB se cyklické složky vypočítávají odděleně za různé příjmové a výdajové položky. Více informací viz box „Cyclical adjustment of the government budget balance“ v Měsíčním bulletinu ECB z března 2012 a box „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position“ ve vydání Měsíčního bulletinu ECB ze září 2014.**Box 3****Citlivostní analýza**

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

1) Alternativní vývoj cen ropy

Alternativní modely vývoje cen ropy ukazují na riziko poněkud rychlejšího růstu cen ropy v horizontu projekcí, než naznačují futures. Metodické předpoklady o vývoji cen ropy pro základní projekce založené na trzích s futures očekávají trend růstu cen ropy s cenou barelu ropy Brent dosahující na konci roku 2018 úrovně 52 USD. Tento vývoj odpovídá mírnému oživení světové poptávky po ropě, což je scénář, který lze spojovat s rozbíhajícím se světovým hospodářským oživením, a malému poklesu nabídky ropy. Kombinace alternativních modelů používaných odborníky Eurosystemu⁴ při přípravě projekcí cen ropy během horizontu projekcí v současné době naznačuje vyšší ceny ropy v letech 2017 a 2018 než ceny obsažené v metodických předpokladech. To by mohlo nastat v důsledku silnějšího oživení světové poptávky po ropě díky silnějšímu než očekávanému oživení světové hospodářské aktivity nebo většímu poklesu nabídky ropy v důsledku nižších investic v ropném sektoru, a tedy poklesu kapacit pro těžbu ropy v některých zemích těžících ropu. Naplnění alternativního vývoje, v němž by ceny ropy byly do roku 2018 o 10 % vyšší než v základním scénáři, by marginálně tlumilo růst reálného HDP, přičemž by s sebou neslo mírně rychlejší růst inflace HICP (o zhruba 0,1 procentního bodu v roce 2017 a 0,2 procentního bodu v roce 2018).

2) Alternativní vývoj směnného kurzu

Tato citlivostní analýza se zabývá dopadem slabšího směnného kurzu eura oproti základní projekci. Rizika oslabení kurzu vyplývají především z divergence nastavení měnové politiky na obou březích Atlantiku. Další tlak na snížení hodnoty eura by mohl způsobit především další měnověpolitická akomodace v eurozóně a dřívější než očekávaný růst sazby z federálních fondů ve Spojených státech. Alternativní vývoj směnného kurzu eura je založen na 25. percentilu rozdělení na základě rizikově neutrálních hustot pravděpodobnosti odvozených z opcí pro směnný kurz USD/EUR ke dni 10. května 2016. Tento vývoj předpokládá postupné oslabování eura vůči americkému dolaru až na kurz 1,04 USD/EUR v roce 2018, což je hodnota o 8,8 % nižší než předpoklad základní projekce pro uvedený rok. Příslušné předpoklady ohledně nominálního efektivního směnného kurzu eura odrážejí obvyklé tendence minulého vývoje, přičemž změny kurzu USD/EUR odrážejí změny efektivního směnného kurzu s elasticitou kolem 50 %. Důsledkem tohoto předpokladu je postupná klesající divergence efektivního směnného kurzu eura od základní projekce až na hodnotu, která je 4,6 % pod úrovní základní projekce na rok 2018. V tomto scénáři naznačuje průměr výsledků řady makroekonomických modelů pracovníků ECB pro roky 2016, 2017 a 2018 tempo růstu reálného HDP vyšší o 0,1–0,2 procentního bodu a inflaci měřenou HICP vyšší o 0,1–0,3 procentního bodu.

⁴ 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 Eurosystemu, neboť byly dokončovány v rozdílných obdobích. Navíc pro odvození předpokladů pro vývoj fiskálních, finančních a externích proměnných včetně cen ropy a dalších komodit používají odlišné (částečně nspecifikované) metodiky. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očišťování údajů o vliv počtu pracovních dnů (viz tabulka). Jak je uvedeno v tabulce, většina prognóz, které jsou v současné době k dispozici od ostatních institucí, ukazují podobný nebo mírně nižší růst reálného HDP v horizontu projekcí, zatímco v případě inflace ukazují podobný nebo mírně vyšší výhled. Projekce růstu reálného HDP a inflace měřené HICP se příliš neliší od bodových prognóz obsažených v červnových makroekonomických projekcích pro eurozónu sestavených odborníky Eurosystemu a ani zdaleka nepřekračují rozpětí těchto projekcí (uvedená v závorkách v tabulce).

Srovnání prognóz růstu reálného HDP a inflace měřené HICP v eurozóně

(procentní změny za rok)

	Datum zveřejnění	Růst HDP			Inflace měřená HICP		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projekce odborníků Eurosystemu	červen 2016	1,6 [1,3–1,9]	1,7 [0,7–2,7]	1,7 [0,5–2,9]	0,2 [0,1–0,3]	1,3 [0,6–2,0]	1,6 [0,7–2,5]
Evropská komise	květen 2016	1,6	1,8	-	0,2	1,4	-
OECD	červen 2016	1,6	1,7	-	0,2	1,2	-
Šetření Euro Zone Barometer	květen 2016	1,6	1,7	1,6	0,3	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	květen 2016	1,6	1,6	1,6	0,2	1,3	1,6
Výběrové šetření mezi prognostiky (Survey of Professional Forecasters)	duben 2016	1,5	1,6	1,7	0,3	1,3	1,6
MMF	duben 2016	1,5	1,6	1,6	0,4	1,1	1,3

Zdroje: European Commission's European Economic Forecast, Spring 2016; IMF World Economic Outlook, April 2016; OECD Economic Outlook, June 2016; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a The ECB Survey of Professional Forecasters.

Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu a pracovníků ECB a 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, 2016

Poštovní adresa: 60640 Frankfurt am Main, Německo

Telefon: +49 69 1344 0

Internetové stránky: www.ecb.europa.eu

Všechna práva vyhrazena. Zhotovení kopií pro vzdělávací a nekomerční účely je povoleno, a to pouze s uvedením zdroje.