



MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU Z PROSINCE 2015 SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSYSTÉMU¹

1. VÝHLED PRO EUROZÓNU: PŘEHLED A HLAVNÍ RYSY

Očekává se, že hospodářské oživení v eurozóně bude pokračovat. Reálný HDP by měl podle projekcí vzrůst v roce 2015 o 1,5 %, v roce 2016 o 1,7 % a v roce 2017 o 1,9 %. Celkový výhled je v porovnání s předchozími projekcemi prakticky beze změn, ale výhled domácí poptávky je silnější, zatímco výhled zahraniční poptávky je slabší. Inflace by měla v horizontu projekcí vzrůst v roce 2017 na úroveň 1,6 %. Výhled inflace byl upraven mírně směrem dolů a odráží především nižší ceny ropy.

Domácí poptávkou tažené oživení v roce 2016 a 2017 by měla nadále podporovat řada příznivých faktorů. Transmise akomodačního nastavení měnové politiky ECB do ekonomiky pokračuje, jak dokládá určitě další uvolnění podmínek pro poskytování úvěrů, nedávný obrat v objemu úvěrů a oslabení efektivního směnného kurzu eura. Nízké ceny ropy by měly podporovat jak spotřebu, tak investice. Navíc z určitého fiskálního uvolnění, které je mimo jiné důsledkem nedávného přílivu uprchlíků, bude těžit domácí poptávka, neboť tento faktor by měl vést k další vládní spotřebě a transferům ve prospěch domácností. Vzhledem k tomu, že potřeba soukromého sektoru snižovat zadlužení by měla oslabovat, se očekává, že domácí poptávka bude v nadcházejících letech posilovat prostřednictvím investičního akcelérátoru. Spotřebu by mělo podporovat také pokračující zlepšování podmínek na trhu práce. Naopak podpora hospodářské aktivity v eurozóně vyplývající z globálního oživení by měla zůstat utlumenější a z velké míry tak odrážet slabý růst v rozvíjejících se tržních ekonomikách.

Inflace měřená HICP by podle projekcí měla vzrůst v roce 2016 na 1,0 % a v roce 2017 na 1,6 %. Ve vývoji inflace měřené HICP by v horizontu projekcí měl sehrát jednu z hlavních úloh růst cen energií v rámci HICP. Silné vlivy srovnávací základny na přelomu roku i ve druhé polovině roku 2016 by společně s předpokládaným růstem cen ropy (v souladu s cenami futures) do roku 2017 měly ze současných záporných hodnot vést k podstatnému nárůstu cen energií v rámci HICP. V horizontu projekcí by navíc měla postupně posilovat inflace měřená HICP bez započtení potravin a energií. Posílit jadrovou inflaci by s vyšší dynamikou hospodářského oživení měl nárůst mezd i ziskových marží. Navíc by se do inflace měřené HICP měl nadále promítat výrazný pokles směnného kurzu eura.

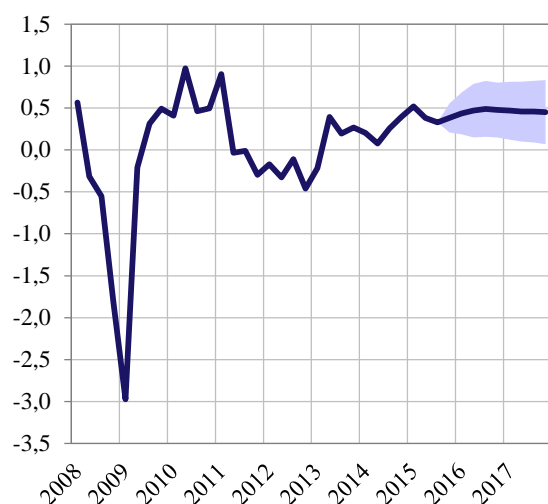
¹ Makroekonomické projekce sestavené odborníky Eurosystemu slouží Radě guvernérů jako podklad pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Informace o použitých metodách a postupech naleznete v publikaci *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ECB, June 2001, která je k dispozici na internetových stránkách ECB. Datum uzávěrky pro metodické předpoklady, jako jsou ceny ropy a směnné kurzy, bylo 12. listopadu 2015 (viz box 3). Datum uzávěrky pro použití dalších informací pro tyto projekce bylo 19. listopadu 2015. Stávající makroekonomické projekce pokrývají období 2015–2017. Projekce za období tak dlouhého horizontu jsou spojeny s velmi vysokou mírou nejistoty. Při jejich interpretaci je toto třeba vzít v úvahu. Viz článek „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections“ v Měsíčním bulletinu ECB z května 2013.

Graf 1 Makroekonomické projekce¹⁾

(čtvrtletní údaje)

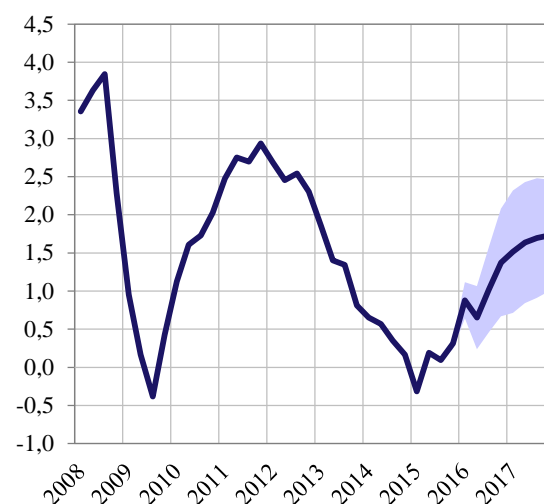
Reálný HDP v eurozóně²⁾

(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 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.

2. REÁLNÁ EKONOMIKA

Oživení hospodářské aktivity v eurozóně by mělo pokračovat. Výrazněji by jej měla v horizontu projekcí podporovat domácí poptávka. Růst reálného HDP dosáhl ve třetím čtvrtletí 2015 úrovně 0,3 %. Pokud jde o další vývoj, v posledních měsících zůstávala na zvýšené úrovni podnikatelská a spotřebitelská důvěra, což ukazuje na stabilní růst v blízké budoucnosti. Poté by růst reálného HDP v horizontu projekcí měla podporovat řada příznivých faktorů – především akomodační nastavení měnové politiky, určité fiskální uvolnění, nízké ceny ropy a postupně se zlepšující výhled poptávky ve světě spojený s růstem podílů vývozu odrážejícím poměrně slabý efektivní směnný kurz eura.

Očekává se, že hlavním faktorem hospodářského oživení zůstanou výdaje na soukromou spotřebu. V horizontu projekcí by mělo zrychlit tempo růstu nominálního disponibilního důchodu. Podporovat by jej měly rostoucí mzdy v prostředí robustního růstu zaměstnanosti a zvyšující se dynamiky růstu nominálních náhrad na zaměstnance i zrychlující se tempo ostatních osobních příjmů. Příjmy domácností v roce 2016 by měly růst také v důsledku vyšších transferů a nižších přímých daní. Růst reálného disponibilního důchodu by měl zůstat v roce 2016 odolný a v roce 2017 by měl v důsledku rostoucích spotřebitelských cen ztratit na dynamice. Nízké náklady financování a rostoucí čisté jmění domácností podporované programem nákupu aktiv (APP) by měly podpořit soukromou spotřebu, i když prostředí nízkých úrokových sazeb také tlumí disponibilní důchod prostřednictvím nižších úrokových příjmů. Celkově by meziroční růst soukromé spotřeby měl dosáhnout v období 2015–2017 průměrné hodnoty 1,7 %, přičemž v roce 2014 činil 0,8 %.

Míra úspor by měla v blízké budoucnosti zůstat celkově stabilní a v roce 2017 by měla mírně poklesnout. Očekává se, že míra úspor v roce 2015 mírně vzroste v důsledku určité setrvačnosti přizpůsobení spotřeby podle růstu reálného disponibilního důchodu souvisejícího s cenami ropy. Míra úspor by měla v roce 2016 zůstat celkově beze změny a v roce 2017 by měla mírně poklesnout. Očekává se, že v některých zemích budou vysoká nezaměstnanost a zvýšená úroveň hrubého zadlužení nadále

udržovat určitý tlak na růst úspor, zatímco velmi nízké úrokové sazby mohou v některých zemích naznačovat potřebu dodatečných úspor. Předpokládá se však, že v dalším období bude převládat množství tlaků na pokles úspor. Zaprvé, spotřeba domácností by s růstem disponibilního důchodu měla v důsledku poklesu cen ropy postupně oživovat. Zadruhé, postupně klesající nezaměstnanost by měla vést k nižším obezřetnostním úsporám. Domácnosti by tak mohly provádět větší nákupy, které dříve mohly být odkládány. Od úspor odrazují také velmi nízké úrokové výnosy prostřednictvím intertemporálního substitučního efektu.

Investice do rezidenčních nemovitostí v eurozóně by měly oživovat, i když z velmi nízké úrovně. Revidované údaje naznačují o něco silnější investice do rezidenčních nemovitostí během první poloviny roku 2015. Pokud jde o další vývoj, investice do rezidenčních nemovitostí by měly v horizontu projekcí získat na dynamice. Podporovat by je měl růst reálného disponibilního důchodu, velmi nízké úrokové sazby hypoték a mírnější podmínky financování podporované APP. Tento vývoj by měl vést k silnějšímu růstu úvěrování domácností a podporovat tak investice do rezidenčních nemovitostí. Je však pravděpodobné, že vysoká zadluženost domácností a nepříznivé vlivy demografického vývoje v některých zemích eurozóny budou silnějšímu růstu investic do rezidenčních nemovitostí bránit.

Podnikové investice by měly postupně nabírat na dynamice. Podporovat by je mělo zlepšení podmínek financování a cyklické oživení. Akomodační nastavení měnové politiky, vlivy akcelératoru v kontextu předpokládaného posilování domácí a zahraniční poptávky, potřeba modernizovat investiční statky po několika letech utlumených investic, fiskální opatření v některých zemích a posilování ziskových marží v kontextu hotovostí již dobře vybaveného sektoru nefinančních podniků – to vše by mělo podpořit kapitálové výdaje. Také celkový tlak v důsledku snižování zadluženosti podniků v eurozóně by v horizontu projekcí měl podnikové investice omezovat méně než v minulosti. Ve většině zemí poměr dluhu k vlastnímu kapitálu poklesl z maximálních hodnot během finanční krize skutečně výrazně a je na historickém minimu. Oživení podnikových investic však bude stále tlumeno zbývajícími finančními omezeními a vysokou zadlužeností v některých zemích i očekáváním slabšího tempa růstu potenciálního produktu než v minulosti.

Očekává se, že nastavení fiskální politiky měřené jako změna cyklicky očištěného primárního salda bez státní podpory finančnímu sektoru bude v horizontu projekcí poskytovat mírně kladný příspěvek k poptávce. Po mírně restriktivních diskrečních fiskálních opatřeních v roce 2015 se v roce 2016 předpokládá diskreční uvolnění; v roce 2017 by měla být fiskální opatření neutrální.² Růst reálných vládních investic by měl v roce 2016 získat na dynamice a v roce 2017 dále zrychlit, přičemž vládní spotřeba by měla růst poměrně silným tempem. Příliv uprchlíků by měl přispívat k uvolnění nastavení fiskální politiky v eurozóně (viz box 2).

Zahraniční poptávku eurozóny by měl tlumit slabý růst na rozvíjejících se trzích a nízká obchodní intenzita celosvětového růstu. Podle projekcí by však poptávka měla v horizontu projekcí postupně oživovat (viz box 1). I když se očekává, že zahraniční poptávka bude v horizontu projekcí postupně oživovat, tempo oživení bude v důsledku slabého růstu dovozu v rozvíjejících se trzích ekonomikách pomalé. Podle projekcí by její dynamika měla být výrazně pod úrovní z doby před krizí a odrážet jak slabší hospodářskou aktivitu ve světě, tak nižší elasticitu světového obchodu na hospodářský růst, především v rozvíjejících se trzích ekonomikách.

Tempo růstu vývozu z eurozóny by mělo v horizontu projekcí zrychlovat. Tempo růstu vývozu z eurozóny by mělo být v horizontu projekcí nadále vyšší než růst zahraniční poptávky, přičemž vývoz by měl těžit ze zpožděných dopadů oslabení efektivního směnného kurzu eura a z růstu konkurenceschopnosti. Růst dovozu ze zemí mimo eurozónu by měl v horizontu projekcí zůstat relativně omezený a odrážet tak složení celkové poptávky, v němž převládají výdajové složky s nízkým obsahem

² Fiskální předpoklady odrážejí informace zahrnuté do rozpočtových zákonů pro rok 2016 i další relevantní údaje, které byly k 19. listopadu 2015 k dispozici. 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.

dovozu, např. veřejná a soukromá spotřeba. Přebytek běžného účtu platební bilance by měl vzrůst z 2,4 % HDP v roce 2014 na 3,0 % v roce 2015 a následně zvolnit na 2,9 % v roce 2016 a na 2,7 % v roce 2017.

Záporná meze výstupu by se měla v prostředí mírného růstu potenciálního produktu zúžit. Odhaduje se, že růst potenciálního produktu dosáhne v horizontu projekcí jen zhruba 1,0 % a zůstane tak jednoznačně pod svou úrovní z doby před krizí. Za situace, kdy je projekce růstu reálného HDP nad jeho potenciálem, by se měla záporná meze výstupu do konce horizontu projekcí výrazně zúžit.

Box 1

MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

Světová ekonomika pokračuje v postupném zotavování, ale tempo hospodářské expanze zůstává mírné. Ukazatele globální hospodářské aktivity a dostupné údaje za jednotlivé země ukazují ve třetím čtvrtletí 2015 na pokračující mírný hospodářský růst ve světě. Pokud jde o další vývoj, globální hospodářská aktivita by měla pokračovat v postupném, byť nerovnoměrném mírném oživení taženém perspektivou odolného růstu ve většině vyspělých ekonomik, přičemž výhled v rozvíjejících se tržních ekonomikách je z historického hlediska nadále utlumený. Nízké ceny ropy, příznivé podmínky financování, zlepšující se situace na trzích práce a důvěra i ustupující omezení spojená se snižováním zadlužení v soukromém sektoru a s fiskální konsolidací by měly výhled vyspělých ekonomik podpořit. Naopak střednědobý výhled pro rozvíjející se tržní ekonomiky je více smíšený. Zatímco ve vyspělých ekonomikách by posílená poptávka měla podporovat oživení hospodářské aktivity, strukturální překážky a makroekonomické nerovnováhy v několika velkých rozvíjejících se tržních ekonomikách v nich perspektivu růstu nadále tlumí. Zároveň se některé z těchto ekonomik přizpůsobují nižším cenám komodit a přísnějším podmínkám vnějšího financování už před návratem měnové politiky USA k obvyklým hodnotám, přičemž v některých z nich přetrvává vysoká míra politické nejistoty. Tempo světového hospodářského růstu (s vyloučením eurozóny) by podle projekcí mělo postupně zrychlovat z 3,1 % v roce 2015 na 3,6 % v roce 2016 a na 3,9 % v roce 2017. To v porovnání se zářijovými projekcemi znamená úpravu směrem dolů o 0,1 procentního bodu pro rok 2015 a 0,2 procentního bodu pro rok 2016.

Světový obchod byl v první polovině roku 2015 mimořádně slabý, ale očekává se, že bude postupně posilovat. Údaje o světovém obchodu za první polovinu roku 2015 byly upraveny výrazně směrem dolů a ukazují tak nyní citelnější pokles. Zatímco výrazný propad dovozu v Rusku a Brazílii v této době lze částečně vysvětlit klesající domácí poptávkou a oslabením směnného kurzu, vývoj v dalších ekonomikách (včetně Spojeného království, Japonska a Číny) spíše odráží šumy v údajích o obchodu. Nedávné obchodní ukazatele naznačují určitou stabilizaci ve třetím čtvrtletí 2015, ale je pravděpodobné, že v blízké budoucnosti celkově utlumená dynamika přetrvá. Pokud jde o další vývoj, světový obchod by měl v souladu s oživením hospodářské aktivity ve světě postupně posilovat. Je ale zřejmé, že své dynamiky před finanční krizí nedosáhne. Z hlediska světového HDP by v horizontu projekcí měl být profil světového dovozu a zahraniční poptávky eurozóny poněkud slabý. Růst zahraniční poptávky eurozóny by měl podle projekcí vzrůst z úrovně -0,1 % v roce 2015 na 2,7 % v roce 2016 a 3,8 % v roce 2017. V porovnání s projekcemi zveřejněnými v září to představuje úpravu směrem dolů o 1,6 procentního bodu v roce 2015, 0,7 procentního bodu v roce 2016 a 0,3 procentního bodu v roce 2017.

Mezinárodní prostředí

(procentní změny za rok)

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

Poznámka: Úpravy se vypočítají z nezaokrouhlených hodnot.

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

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

Očekává se, že zlepšování podmínek na trzích práce v eurozóně bude v horizontu projekcí pokračovat. Počet zaměstnaných osob by si měl ve druhé polovině roku 2015 udržet silnou dynamiku. Podle projekcí by měl být jejich počet v roce 2016 a 2017 tažen především hospodářským oživením, fiskálními pobídkami v některých zemích, zmírněním růstu mezd, dřívějšími reformami na trzích práce a postupnou integrací uprchlíků na trzích práce. Počet hodin odpracovaných zaměstnanci by měl v horizontu projekcí mírně vzrůst, ale měl by zůstat výrazně pod úrovní před krizí. Tento vývoj zaměstnanosti naznačuje oživení růstu produktivity práce z 0,3 % v roce 2014 na 0,9 % v roce 2017 a odpovídá tradičnímu procyklickému charakteru. Očekává se, že po meziročním tempu růstu pracovní síly na úrovni 0,2 % v roce 2014 a 2015 dosáhne toto tempo výraznějšího růstu, než se dříve očekávalo: 0,5 % v roce 2016 i v roce 2017 a bude tak odrážet pokračující příliv uprchlíků (viz box 2) a slábnoucí demotivační vlivy. Míra nezaměstnanosti by měla v roce 2017 poklesnout na 10,1 % a zůstat tak stále výrazně nad svou předkrizovou úrovní (7,5 % v roce 2007).

V porovnání s projekcemi ze září zůstal výhled reálného růstu HDP celkově beze změny. Malá úprava směrem nahoru pro rok 2015 odráží především silnější výsledek ve druhém čtvrtletí 2015. Celkově nerevidovaný výhled pro rok 2016 a 2017 odráží dva kompenzační faktory: na jedné straně odolnější výhled soukromé spotřeby a vyšší vládní spotřebu mimo jiné v důsledku fiskálních opatření přijatých v reakci na příliv uprchlíků a na druhé straně slabší výhled vývozu z důvodu slabší zahraniční poptávky.

Box 2

VLIV PŘÍLIVU UPRCHLÍKŮ NA HOSPODÁŘSTVÍ EUROZÓN

Eurozóna se v současné době setkává s bezprecedentním přílivem uprchlíků. Podle Úřadu vysokého komisaře OSN pro uprchlíky přeplulo do konce listopadu 2015 přes Středozemní moře zhruba 850 000 uprchlíků, což je příliv výrazně převyšující množství zaznamenané v době balkánské krize počátkem 90. let. V porovnání s projekcemi z června 2015 se ve stávajících projekcích předpokládá, že do roku 2017 do eurozóny pravděpodobně dorazí o 2,4 mil. uprchlíků více (méně než 1 % obyvatel eurozóny).

Hodnocení vlivu přílivu uprchlíků na reálnou ekonomiku a veřejné finance je spojeno s velmi vysokou nejistotou. Počty uprchlíků a profil jejich kvalifikace jsou zatím velmi nejasné a příliv dalších rodinných příslušníků je neodhadnutelný. Jasně není ani v jejich jejich rozmístění v eurozóně. Navíc probíhá úprava vnitrostátních azylových politik – s makroekonomickými a fiskálními dopady.

Makroekonomický dopad na straně nabídky by zásadně závisel na participaci na trhu práce a na rychlosti vstupu na něj. Vstup uprchlíků na trh práce hostitelské země je zpravidla dlouhodobý proces. Nejprve musí projít azylovým řízením a někdy také získat pracovní povolení, jazykové dovednosti a uznání kvalifikace. V důsledku právních a praktických omezení je v eurozóně potřeba průměrně alespoň 6 měsíců, než budou moci uprchlíci vstoupit na trh práce. Rozdíly mezi zeměmi jsou velké a v praxi by řadě uprchlíků mohlo hledání stabilního pracovního místa trvat několik let. V základní projekci pro eurozónu se očekává, že přicházející uprchlíci jsou převážně mladí a budou soutěžit s pracovníky-

-rezidenty na spodním konci kvalifikační a mzdové distribuce. Dále se předpokládá, že pouze zhruba jedna čtvrtina všech uprchlíků vstoupí do konce horizontu projekcí mezi pracovní sílu.

Krátkodobý až střednědobý dopad přílivu uprchlíků se projevuje jak přes poptávkový, tak nabídkový kanál. Nejprve kladný poptávkový šok prostřednictvím vyšší soukromé a vládní spotřeby by zvýšil ceny a produkt za podpory poměrně nízkých úspor a výrazného sklonu ke spotřebě mezi uprchlíky. Rozsah tohoto šoku může také záviset na remitencích uprchlíků poukazovaných do jejich domovských zemí. Zároveň může být v některých zemích ekonomika nepříznivě ovlivněna zhoršující se důvěrou spotřebitelů a podniků. Mohou se tak promítat obavy, že uprchlíci se budou integrovat na úkor vyhlídek rezidentů na trhu práce – pokud nebudou uprchlíci obsazovat volná pracovní místa – a že by mohl být nepříznivě ovlivněn cestovní ruch v zemích jižní Evropy, do kterých přicházejí velké počty uprchlíků. V důsledku vstupu uprchlíků na trh práce se mohou snížit náhrady na zaměstnance a produktivita v důsledku zvyšujícího se počtu méně kvalifikovaných a hůře placených pracovníků. V blízké budoucnosti však přitom může inflace vzrůst, srovnáme-li ji se základní projekcí, která nezahrnuje dopad dodatečných uprchlíků, v důsledku vyšší domácí poptávky, nižší produktivity a rostoucích cen nájemního bydlení. Poté by mohl rostoucí trend nabídky práce a zaměstnanosti dále zrychlit růst, a to díky vyšší soukromé spotřebě a investicím do bydlení. V delším časovém horizontu by z tohoto vývoje mohl navíc těžit i růst potenciálního produktu.

Dopad na zaměstnanost, produkt a ceny se v jednotlivých zemích liší a celkově bude v základní projekci pro eurozónu pravděpodobně mírný. Rozpočtové dopady však budou významné. Očekává se, že rozpočtový dopad přílivu uprchlíků bude odrážet veřejné výdaje na potraviny a ubytování, hotovostní transfery uprchlíkům a v menším rozsahu zvýšené veřejné výdaje související mimo jiné s výdaji na vzdělávání, zdravotní péči a integraci obecněji. Očekávané krátkodobé rozpočtové dopady odrážejí skutečnost, že i přes určité náznaky dodatečné poptávky po bydlení neexistují žádné poznatky o tom, že by dodatečné vládní investice byly značné. Příliv uprchlíků by měl přispět k uvolněnějšímu nastavení fiskální politiky v eurozóně oproti předchozím projekcím. Očekává se, že v nejvíce dotčených zemích potrvá rozpočtový dopad na veřejné finance v celém horizontu projekcí. S výjimkou několika zemí, kde se očekává, že dodatečné (omezené) náklady související s příchodem uprchlíků budou pokryty novým nastavením priorit mezi výdaji nebo využitím rezerv, tyto výdaje zvýší vládní schodky, v neposlední řadě vzhledem k tomu, že Pakt stability a růstu poskytuje v tomto ohledu určitou flexibilitu. V delším horizontu je možné, že se fiskální dopad stane příznivějším, což bude do stěžejní míry záviset na načasování a rozsahu vstupu uprchlíků na trh práce.

Box 3

METODICKÉ PŘEDPOKLADY O ÚROKOVÝCH SAZBÁCH, SMĚNNÝCH KURZECH A CENÁCH KOMODIT

V porovnání se zářijovými projekcemi zahrnují změny metodických předpokladů nižší ceny ropy a neenergetických komodit v amerických dolarech, malé posílení efektivního kurzu eura a nižší úrokové sazby v eurozóně.

Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzávěrku údajů 12. listopadu 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 na 0,0 %, v roce 2016 na -0,2 % a v roce 2017 na -0,1 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 1,2 % v roce 2015, 1,4 % v roce 2016 a 1,7 % v roce 2017.¹ 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 během roku 2016 zůstanou celkově stabilní a v roce 2017 mírně vzrostou. Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího k datu uzávěrky 12. listopadu se očekává, že cena barelu ropy Brent vzroste z tehdy platné úrovně 45 USD na 52,2 USD v roce 2016 a na 57,5 USD v roce 2017. Předpokládá se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech porostou.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. listopadu. Tento vývoj implikuje v horizontu projekcí směnný kurz 1,09 USD/EUR.

Metodické předpoklady

	prosinec 2015				září 2015			úpravy od září 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Tříměsíční sazba EURIBOR (v % p.a.)	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v % p.a.)	2,0	1,2	1,4	1,7	1,3	1,6	1,8	-0,1	-0,2	-0,1
Cena ropy (v USD za barel)	98,9	53,8	52,2	57,5	55,3	56,1	60,9	-2,7	-6,9	-5,6
Ceny neenergetických komodit v USD (meziroční změny v %)	-8,6	-18,7	-5,2	4,1	-19,7	-4,6	4,4	1,0	-0,7	-0,4
Směnný kurz USD/EUR	1,33	1,11	1,09	1,09	1,11	1,10	1,10	0,3	-1,0	-1,0
Nominální efektivní směnný kurz eura (EER38) (meziroční změny v %)	2,4	-7,1	0,1	0,0	-7,8	0,3	0,0	0,7	-0,2	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 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.
- Předpoklady o cenách ropných a potravinářských komodit vycházejí z cen futures do konce horizontu projekcí. U ostatních neenergetických nerostných komodit se předpokládá, že ceny budou do čtvrtého čtvrtletí 2016 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

3. CENY A NÁKLADY

Během posledních několika měsíců zůstávala inflace měřená HICP blízko nuly. Nízká úroveň celkové inflace odráží zvýšený tlak na její pokles v důsledku vývoje cen energií souvisejícího s nedávným poklesem cen ropy. Zároveň v posledních měsících mírně rostla inflace měřená HICP bez započtení energií. Tento vývoj odráží nárůst tempa růstu cen potravin a neenergetického průmyslového zboží. Míru inflace neenergetického průmyslového zboží zvýšilo výrazné oslabení eura. Naopak i přes určitou volatilitu tempo růstu cen služeb v posledních několika měsících prakticky stagnovalo, což odráželo mírné domácí nákladové tlaky.

Podle projekcí by měla inflace měřená HICP v roce 2015 dosáhnout průměrné hodnoty 0,1 %, v roce 2016 vzrůst na 1,0 % a v roce 2017 na 1,6 %. Očekává se, že růst cen energií v rámci HICP bude mít na celkový profil inflace měřené HICP v horizontu projekcí výrazný vliv. Očekává se, že silný kladný vliv srovnávací základny a předpokládaný nárůst cen ropy (podle trhů s futures) povede až do roku 2017 k výraznému posilování tempa růstu cen energií v rámci HICP. Inflace měřená HICP bez započtení energií by měla postupně posilovat v souladu s nárůstem domácích nákladových tlaků souběžně se zužující se zápornou mezerou výstupu. Dále se očekávají kladné vlivy na inflaci měřenou HICP bez započtení energií také v důsledku značného oslabení eura a nepřímých vlivů předpokládaného nárůstu cen komodit v horizontu projekcí. Zároveň se očekává, že vliv regulovaných cen a změn nepřímých daní na inflaci zůstane omezený.

Oslabení eura, kladné vlivy srovnávací základny v souvislosti s cenami ropy a předpokládaný nárůst cen komodit by měly patřit k hlavním faktorům růstu inflace v horizontu projekcí. Po několika letech tlaků na pokles cen zvnějšku se očekává, že ceny dovozu vzrostou a v horizontu projekcí posílí inflaci měřenou HICP. Roční růst deflátoru dovozu by měl podle projekcí vzrůst z úrovně -2,0 %

v roce 2015 na 0,4 % v roce 2016 a 1,8 % v roce 2017. Důležitým faktorem tohoto nárůstu je výrazné oslabení směnného kurzu eura, jehož promítání do domácích cen prostřednictvím dovozních cen obvykle trvá delší dobu a domácí ceny by mělo ovlivňovat také v roce 2016 a 2017. Ceny energetických i neenergetických komodit navíc budou v horizontu projekcí zvyšovat růst dovozních a spotřebitelských cen v eurozóně.

Rostoucí domácí cenové tlaky by také měly přispět k nárůstu inflace měřené HICP zejména ke konci horizontu projekcí. Očekávané pokračující hospodářské oživení a posilování poptávky by se mělo odrazit v dalším zlepšování podmínek na trhu práce a schopnosti podniků určovat ceny. Za této situace se očekává, že mzdy i ziskové marže vzrostou a posílí domácí cenové tlaky.

Ztenčující se nevyužité kapacity na trhu práce by s sebou měly přinést posílení růstu nominálních náhrad na zaměstnance. Očekává se však, že růst mezd zůstane poměrně mírný. Mezi faktory, které během současného hospodářského oživení brzdí růst náhrad na zaměstnance, patří zbývající úroveň nevyužitých kapacit na trhu práce a současné prostředí nízké inflace. Tlumící dopad na růst mezd se očekává rovněž v důsledku probíhajících korekcí zaměřených na cenovou konkurenceschopnost v některých zemích eurozóny. Strukturální reformy na trzích práce uplatňované během krize a potenciálně také potlačovaný pokles mezd související s nemožností snížit nominální mzdy během krize jsou navíc faktory, které mohou zrychlení tempa růstu mezd během stávajícího oživení omezovat. Růst jednotkových nákladů práce by se měl nadále pohybovat kolem nedávných nízkých úrovní do počátečního období roku 2017, kdy bude předpokládáno cyklické zrychlení růstu produktivity kompenzovat postupně rostoucí dynamiku růstu mezd. V dalším období stabilizace růstu produktivity společně s dalším posílením růstu mezd implikuje posílení růstu jednotkových nákladů práce během roku 2017.

Očekává se, že s postupujícím hospodářským oživením posílí ziskové marže. Další zlepšování poptávky a pokles objemu nevyužitých kapacit by měly podpořit schopnost podniků určovat ceny a pokračování v nedávné době zaznamenaného oživení ziskových marží v horizontu projekcí. Neočekávané zisky související se silným poklesem cen ropy a komodit v minulosti a oslabení eura v důsledku strategií vývozců tvořit ceny podle jednotlivých trhů přispěly k nedávnému oživení zisků. Tlumící dopad na ziskové marže se naopak očekává vzhledem ke strukturálním reformám na trzích zboží a služeb zavedeným během krize a po ní, neboť se předpokládá, že tyto reformy zvýšily stupeň konkurence na některých trzích. Celkově se po dlouhotrvajícím slabém období během několika minulých let předpokládá, že se ziskové marže v horizontu projekcí zotaví a v letech 2015 až 2017 porostou v průměru zhruba o 0,5 % ročně.

V porovnání s projekcemi zveřejněnými v září byl výhled inflace měřené HICP upraven mírně dolů. Za revizí směrem dolů stojí z větší části slabší vnější cenové tlaky, související s nižšími než předpokládanými cenami ropy.

4. FISKÁLNÍ VÝHLED

Předpokládá se, že saldo vládního sektoru selepší. Postupné zlepšování poměrového ukazatele salda veřejných financí k HDP je částečně důsledkem cyklického zlepšení a částečně klesajících úrokových výdajů, přičemž strukturální primární saldo by se mělo v roce 2016 do určité míry zhoršit a v roce 2017 stabilizovat. Po nárůstech do roku 2014 se předpokládá, že poměr dluhu veřejných financí k HDP začne od roku 2015 klesat.

V porovnání s projekcemi zveřejněnými v září zůstal fiskální výhled celkově beze změny. Saldo státního rozpočtu na rok 2015 bylo revidováno mírně nahoru a na rok 2017 mírně dolů, což odráží změny objemu fiskální konsolidace. Vývoj dluhu je v horizontu projekcí příznivější, což odráží příznivější diferenciál mezi hospodářským růstem a úrokovými sazbami a pozitivní vliv úprav poměru schodku a dluhu.

Tabulka 1 Makroekonomické projekce pro eurozónu¹⁾

(procentní změny za rok)

	prosinec 2015				září 2015			úpravy od září 2015 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Reálný HDP ³⁾	0,9	1,5	1,7	1,9	1,4	1,7	1,8	0,1	0,0	0,0
		[1,4 – 1,6] ⁴⁾	[1,1 – 2,3] ⁴⁾	[0,9 – 2,9] ⁴⁾	[1,3 – 1,5] ⁴⁾	[0,8 – 2,6] ⁴⁾	[0,6 – 3,0] ⁴⁾			
Soukromá spotřeba	0,8	1,6	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	-0,1	0,2	0,0
Vládní spotřeba	0,8	1,4	1,2	1,0	0,7	0,8	0,7	0,7	0,4	0,3
Hrubá tvorba fixního kapitálu	1,3	2,3	2,8	3,8	2,1	3,4	3,9	0,2	-0,7	-0,1
Vývoz ⁵⁾	4,1	4,8	4,0	4,8	4,5	4,9	5,2	0,4	-0,8	-0,4
Dovoz ⁵⁾	4,5	5,3	4,8	5,3	4,7	5,4	5,7	0,6	-0,7	-0,4
Zaměstnanost	0,6	1,0	1,0	1,0	0,7	0,8	0,8	0,2	0,3	0,1
Míra nezaměstnanosti (v % pracovní síly)	11,6	11,0	10,5	10,1	11,0	10,6	10,1	-0,1	-0,1	0,0
HICP	0,4	0,1	1,0	1,6	0,1	1,1	1,7	0,0	-0,2	0,0
		[0,1 – 0,1] ⁴⁾	[0,5 – 1,5] ⁴⁾	[0,9 – 2,3] ⁴⁾	[0,0 – 0,2] ⁴⁾	[0,5 – 1,7] ⁴⁾	[0,9 – 2,5] ⁴⁾			
HICP bez započtení energií	0,7	0,9	1,3	1,5	0,9	1,3	1,6	0,0	-0,1	-0,1
HICP bez započtení energií a potravin	0,8	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,6	-0,1	-0,1	0,0
HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní ⁶⁾	0,7	0,8	1,3	1,6	0,9	1,4	1,6	0,0	-0,1	0,0
Jednotkové mzdové náklady	1,1	0,9	0,9	1,2	1,0	0,6	1,1	-0,1	0,2	0,1
Náhrady na zaměstnanost	1,4	1,4	1,5	2,1	1,6	1,6	2,1	-0,2	0,0	0,0
Produktivita práce	0,3	0,5	0,7	0,9	0,7	1,0	1,0	-0,1	-0,3	-0,1
Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)	-2,6	-2,0	-2,0	-1,8	-2,1	-2,0	-1,7	0,1	0,0	-0,1
Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP) ⁷⁾	-1,8	-1,7	-1,9	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	0,1	0,0	-0,2
Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)	92,1	91,1	90,1	88,9	91,6	90,7	89,4	-0,5	-0,7	-0,5
Saldo běžného účtu (v % HDP)	2,4	3,0	2,9	2,7	3,0	2,9	2,7	0,0	0,0	0,0

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

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 z různých 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 4
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 cenami ropy a směnnými kurzy a také o citlivosti těchto projekcí s ohledem na tyto proměnné.

1) Alternativní vývoj cen ropy

Alternativní modely vývoje cen ropy ukazují do určité míry vyšší ceny ropy v roce 2016 a 2017, než naznačují kontrakty futures. Metodické předpoklady o vývoji cen ropy pro základní projekce, založené na trzích s futures, předpokládají v horizontu projekcí nárůst cen ropy (viz box 3). Tento vývoj odpovídá určitému oživení světové poptávky po ropě souvisejícímu s posilováním světové ekonomiky a určitému zpomalení růstu nabídky ropy. Alternativní modely používané pracovníky ECB¹⁾ při přípravě projekcí cen ropy v horizontu projekcí v současné době naznačují mírně vyšší cenu ropy v horizontu projekcí než metodické předpoklady. To by odpovídalo dokonce silnějším oživení světové poptávky po ropě ve střednědobém horizontu nebo silnějším utlumení růstu nabídky ropy v důsledku nižších investic do ropného průmyslu a tedy snížení kapacity pro těžbu ropy v některých zemích následkem nedávného poklesu cen ropy. Dopad tohoto alternativního vývoje, v rámci něž by ceny ropy rostly mírně silnějším tempem a do roku 2017 by dosáhly o 5,8 % vyšší úroveň než základní projekce, by mírně utlumil růst reálného HDP (v roce 2017 snížení o 0,1 procentního bodu), což by s sebou neslo do určité míry rychlejší nárůst inflace měřené HICP v roce 2016 a 2017 (zvýšení o zhruba 0,1 procentního bodu v roce 2016 i 2017).

2) Alternativní vývoj směnného kurzu

Vývoj efektivního směnného kurzu eura je spojen s rizikem jeho oslabení i posílení. Rizika oslabení vyplývají především z rostoucí divergence nastavení měnové politiky na obou březích Atlantiku. Další tlak na snížení hodnoty eura by mohly způsobit především další měnověpolitická akomodace v eurozóně a růst sazby z federálních fondů ve Spojených státech. Naopak rizika posílení směnného kurzu eura by mohla pramenit z rostoucích obav o hospodářský růst v rozvíjejících se trzích ekonomikách, zejména v Číně. Z toho vyplývající nárůst tržní volatility by mohl vést k posílení eura v důsledku uzavírání velkých pozic carry trade.

V zájmu ilustrace souvisejících rizik spojených s projekcemi zahrnuje tato analýza citlivosti dva alternativní vývojové scénáře směnného kurzu eura. První je založen na 25. percentilu rozdělení na základě rizikově neutrálních hustot pravděpodobnosti odvozených z opcí pro směnný kurz USD/EUR ke dni 12. listopadu 2015. Tento vývoj předpokládá postupné oslabení eura vůči americkému dolaru až na kurz 0,99 USD/EUR v roce 2017, což je hodnota o 8,1 % nižší než předpoklad základní projekce pro uvedený rok. Druhý scénář je založen na 75. percentilu stejného rozdělení a implikuje postupné posílení eura vůči americkému dolaru až na kurz 1,18 USD/EUR v roce 2017, což je hodnota o 8,9 % vyšší než předpoklad základní projekce pro uvedený rok. Příslušné předpoklady ohledně nominálního efektivního směnného kurzu (NEER-38) odráží obvyklé tendence minulého vývoje, přičemž změny kurzu USD/EUR odpovídají změnám efektivního směnného kurzu s elasticitou kolem 52 %. V případě oslabení bude následovat postupná divergence NEER-38 ze základního scénáře směrem dolů na úroveň 4,3 % pod základním scénářem v roce 2017. V případě posílení povede implikovaná divergence NEER-38 směrem nahoru k úrovni 4,5 % nad základním scénářem v roce 2017.

V obou scénářích naznačují výsledky řady makroekonomických modelů odborníků Euro systému poměrně silné dopady na růst reálného HDP a inflaci měřenou HICP v roce 2016 a 2017. Výsledky oslabení eura naznačují vyšší inflaci měřenou HICP (zvýšení o 0,1 až 0,3 procentního bodu v roce 2016 a v roce 2017 o 0,3 až 0,5 procentního bodu) a vyšší růst reálného HDP (zvýšení o 0,1 až 0,2 procentního bodu v roce 2016 a v roce 2017 o 0,2 až 0,3 procentního bodu). Výsledky posílení eura jsou podobné, jen s opačným znaménkem.

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

Box 5

PROGNÓZY DALŠÍCH INSTITUCÍ

Pro eurozónu je k dispozici řada prognóz od různých mezinárodních institucí i organizací v soukromém sektoru. Tyto prognózy však nejsou vzájemně přesně srovnatelné, ani je nelze striktně srovnávat s makroekonomickými projekcemi odborníků Euro systému, neboť byly dokončovány

v rozdílných obdobích. Navíc pro odvození předpokladů pro vývoj fiskálních, finančních a externích proměnných včetně cen ropy a dalších komodit používají odlišné (částečně nespecifikované) metodiky. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očišťování údajů o vliv počtu pracovních dnů (viz tabulka). Jak je uvedeno v tabulce, většina prognóz, které jsou v současné době k dispozici od různých institucí, se příliš neliší od bodových prognóz obsažených v prosincových 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		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Projekce odborníků Eurosystemu	prosinec 2015	1,5	1,7	1,9	0,1	1,0	1,6
		[1,4 – 1,6]	[1,1 – 2,3]	[0,9 – 2,9]	[0,1 – 0,1]	[0,5 – 1,5]	[0,9 – 2,3]
Evropská komise	listopad 2015	1,6	1,8	1,9	0,1	1,0	1,6
OECD	listopad 2015	1,5	1,8	1,9	0,1	0,9	1,3
Euro Zone Barometer	listopad 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
Consensus Economics Forecasts	listopad 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,1	1,5
Survey of Professional Forecasters	listopad 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
MMF	říjen 2015	1,5	1,6	1,7	0,2	1,0	1,3

Zdroje: European Commission European Economic Forecast, Autumn 2015; IMF World Economic Outlook, October 2015; OECD Economic Outlook, November 2015; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a ECB Survey of Professional Forecasters. Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu a pracovníků ECB 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, 2015

Poštovní adresa: 60640 Frankfurt am Main, Německo

Tel.: +49 69 1344 0

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

Všechna práva vyhrazena.

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