



MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU Z ČERVNA 2015 SESTAVENÉ ODBORNÍKY EUROSYSTEMU¹

1. VÝHLED EUROZÓNY: PŘEHLED A KLÍČOVÉ PRVKY

Červnové projekce potvrzují výhled hospodářského oživení v eurozóně. Podle předběžného odhadu Eurostatu vzrostl reálný HDP v eurozóně v prvním čtvrtletí 2015 o 0,4 % a poslední výsledky průzkumů ukazují na pokračování cyklického oživení. V delší perspektivě přetrvávají faktory podporující očekávané udržitelné hospodářské oživení.

Vnější faktory podpoří výhled hospodářské aktivity. Předpokládaná a zatím stále nízká cena ropy i přes nedávný mírný nárůst nadále podporuje jak soukromou spotřebu, tak podnikové investice. Navíc by se měla v horizontu projekcí mírně zvýšit zahraniční poptávka eurozóny. Zahraniční poptávku podporuje především silnější růst ve vyspělých ekonomikách, zatímco výhled rozvíjejících se trhů mírně oslabil.

Nedávná měnověpolitická opatření ECB by měla podpořit agregátní poptávku. V důsledku rozšířeného programu nákupu aktiv (APP) zavedeného ECB dále poklesly sazby z bankovních úvěrů, výrazně vzrostly kurzy akcií a citelně oslabil směnný kurz. Z akomodačního nastavení měnové politiky by tak měla těžit agregátní poptávka, zejména tvorba fixního kapitálu a vývoz. Agregátní poptávku by měla nedávná mimořádná opatření měnové politiky podpořit také prostřednictvím kanálu obnovování rovnováhy portfolia a prostřednictvím vlivu důvěry.

Domácí poptávka by měla těžit i z dalších faktorů. Očekává se, že nastavení fiskální politiky, měřené jako změna cyklicky očištěného primárního salda, bude v horizontu projekcí oproti restriktivní orientaci do roku 2013 celkově neutrální. Podmínky pro poskytování úvěrů se dále zlepšily, jak ukazují výsledky posledního průzkumu bankovních úvěrů v eurozóně, které naznačují čisté uvolnění jak úvěrových standardů, tak úvěrových podmínek. Dluh nefinančních podniků (měřený jako procento HDP) v roce 2014 dále poklesl a pokračoval tak v trendu pozorovaném od roku 2012. Zdá se, že domácnosti dosáhly při snižování svého zadlužení určitého pokroku, a to zejména v zemích s poměrně vysokou dluhovou zátěží. Dále se očekává, že v řadě zemí byl završen proces konsolidace na trzích s bydlením, jak signalizují ceny rezidenčních nemovitostí, které se odrazily ode dna.

Přetrvávají však strukturální omezení. Zadlužení veřejného sektoru nadále rostlo, i když pomalejším tempem, a podle očekávání by mělo v některých zemích zůstat na vysoké úrovni. Vývoj na trzích práce bude i přes celkové zlepšení nadále provázen vysokou mírou strukturální nezaměstnanosti v některých zemích. Navíc obavy o dlouhodobý potenciál růstu a pomalý postup při provádění reforem i vysoké míry volné kapacity a stále vysoké zadlužení podniků v některých zemích budou nadále omezovat investiční výdaje.

Celkově by mělo tempo růstu reálného HDP výrazně posílit z 0,9 % v roce 2014 na 1,5 % v roce 2015, na 1,9 % v roce 2016 a na 2,0 % v roce 2017. Naopak tempo růstu potenciálního produktu by v horizontu projekcí mělo dosáhnout zhruba 1 %, neboť příspěvky práce a kapitálu by měly zůstat utlumené. Záporná mezera výstupu by se tak měla ke konci horizontu projekcí výrazně zúžit.

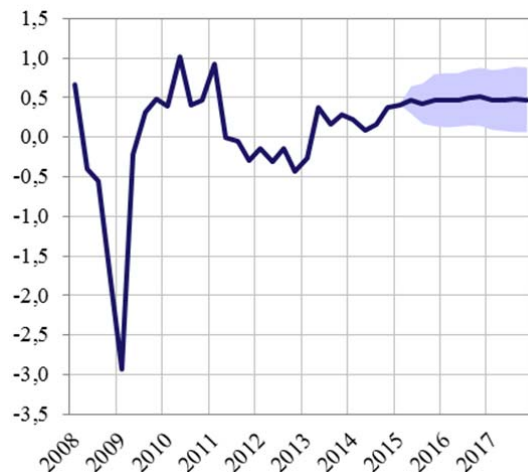
¹ Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu slouží Radě guvernérů jako podklad pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Informace o použitých metodách a postupech naleznete v publikaci *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ECB, June 2011, která je k dispozici na internetových stránkách ECB. Datum uzávěrky pro použití aktuálních informací pro tyto projekce bylo 20. května 2015. Stávající makroekonomické projekce pokrývají období let 2015–2017. Projekce na takto dlouhé období jsou spojeny s velmi vysokou mírou nejistoty a tuto skutečnost je zapotřebí zohlednit při jejich interpretaci. Viz článek „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections“ v Měsíčním bulletinu ECB z května 2013.

Graf 1 Makroekonomické projekce¹⁾

(čtvrtletní údaje)

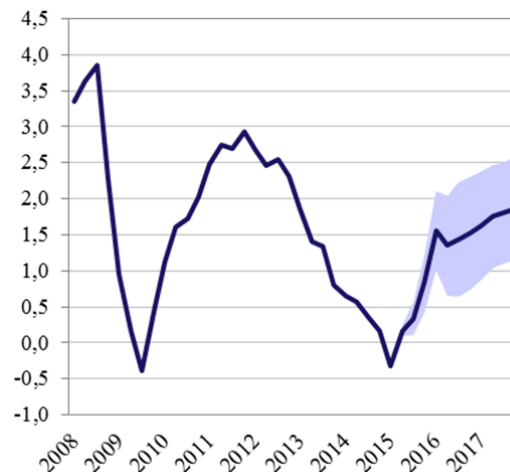
Reálný HDP v eurozóně²⁾

(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 lednu 2015 odrazila ode dna a během posledních několika měsíců dále posiluje. Hlavním faktorem tohoto oživení bylo uvolnění protiinflačních tlaků vyplývajících z růstu cen energií měřeného HICP z důvodu opětovného růstu cen ropy v amerických dolarech. Tlak na růst cenové hladiny byl vyvolán také vyšším růstem cen potravin měřeným HICP, který tak odrážel růst cen potravinářských komodit. Dopad tohoto pohybu cen komodit směrem vzhůru byl podpořen oslabením eura. Naopak inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin zůstala během posledních několika měsíců utlumená a zatím nevykazuje známky oživení. Rostoucí cenové tlaky u inflace měřené HICP bez energií a potravin jsou zatím patrné pouze v počátečních etapách cenového řetězce – především u dovozních cen – a zatím neměly dopad na ceny domácích výrobců.

Celkově by inflace měřená HICP měla během roku 2015 dále růst a za celý rok dosáhnout průměrné úrovně 0,3 %. Vlivy srovnávací základy společně s očekávaným růstem cen ropy, naznačovaným cenami futures (vix box 2), by měly vést během roku k méně záporné dynamice růstu cen energií měřeného HICP. Inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin by měla během roku 2015 postupně posilovat. Zuzňující se mezera na trhu práce i v ekonomice jako celku by se měla odrážet ve stabilizujícím se růstu mezd a ziskových marží. Navíc nižší kurz eura a nepřímé vlivy předpokládaného růstu cen energetických a neenergetických komodit by měly přispět k oživení inflace měřené HICP bez započtení energií a potravin.

Předpokládá se, že celková inflace dále vzroste: v roce 2016 na 1,5 % a v roce 2017 na 1,8 %, a to v důsledku dalšího zúžení mezery výstupu a kladných vnějších cenových tlaků. Tento očekávaný růst odráží zpožděné dopady kurzového kanálu a rostoucí křivku cen futures na ropu. Dále posílit by měla také inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin a v roce 2017 dosáhnout úrovně 1,7 %.

2. REÁLNÁ EKONOMIKA

V horizontu projekcí se v eurozóně očekává plošné cyklické oživení hospodářské aktivity. V prvním čtvrtletí 2015 si aktivita udržela dynamiku ze závěru loňského roku. Průzkumy ukazují na pokračující cyklické oživení v polovině roku 2015. Tento kladný výhled odráží především očekávaný kladný dopad na hospodářskou aktivitu, za níž stojí oslabování eura od poloviny roku 2014, nízké úrokové sazby částečně tažené programem nákupu aktiv a kladné důchodové vlivy díky nižším cenám energií.

Očekává se, že jedním z hlavních faktorů oživení hospodářské aktivity zůstane soukromá spotřeba. Výhled růstu reálného disponibilního důchodu v blízkém období zůstává příznivý, i když by jeho dynamiku měl mírně tlumit dopad částečného obratu v poklesu cen energií. Následně by měly v prostředí stabilního růstu zaměstnanosti a zrychlujícího růstu nominálních náhrad na zaměstnance oživit také mzdové příjmy, přičemž s celkovým oživením ekonomiky se očekává také růst ostatních osobních příjmů. Nízké náklady financování a uvolnění podmínek financování by měly podpořit soukromou spotřebu a do určité míry také rostoucí čisté jmění domácností a odrážet tak jak růst cen finančních aktiv v roce 2015, tak další očekávané 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 %.

Míra úspor by po počátečním růstu v důsledku posílení reálného důchodu v souvislosti s cenou ropy měla během několika dalších čtvrtletí mírně klesat. Následně naznačují protisměrně působící vlivy v jednotlivých zemích celkově nezměněnou úroveň míry úspor po zbytek horizontu projekcí. 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 rovněž mohly ve stále rostoucí míře uskutečňovat větší nákupy, které předtím odkládaly, a tak míru úspor snížit. Na druhé straně by stále vysoká míra nejistoty spojená s krizí státních dluhopisů i vysoká nezaměstnanost a zadluženost v dalších zemích měly zachovat určitý tlak na růst úspor.

Po osmi letech poklesu by se snižování investic do rezidenčních nemovitostí v eurozóně mělo v roce 2015 zastavit. Tento výhled investic do rezidenčních nemovitostí se bude zlepšovat jen postupně, neboť v některých zemích zůstává zastíněn zranitelností tohoto segmentu. Investice do rezidenčních nemovitostí by postupem doby měly přesto získat na dynamice. Podporovat by je měly udržitelný růst reálného disponibilního důchodu, velmi nízké sazby hypotečních úvěrů a uvolnění podmínek financování. 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. Hlavními faktory by měly být program nákupu aktiv a cyklické oživení. Mírné oživení podnikových investic bude během roku 2015 pokračovat poté, co jej brzdily zvýšená nejistota vyvolaná krizí státních dluhů v eurozóně, slabá ziskovost, vysoké míry nevyužitých kapacit a omezení na straně nabídky úvěrů v některých zemích. Nepříznivý dopad těchto faktorů by měl však v horizontu projekcí pominout. Navíc celkový tlak vyvolaný snižováním zadluženosti podniků v eurozóně by měl v horizontu projekcí představovat menší překážku pro podnikové investice než v minulosti. Také posilování domácí i vnější poptávky, potřeba modernizovat investiční statky po několika letech utlumených investic, akomodační nastavení měnové politiky i posilování ziskových marží by měly zvýšit kapitálové výdaje. V porovnání s předchozími cykly bude však oživení podnikových investic tlumeno zbývající nejistotou, finančními omezeními a perspektivou slabšího růstu potenciálního produktu.

V poslední době byla zahraniční poptávka eurozóny slabší, než se očekávalo, a vyjadřovala tak zpomalení na rozvíjejících se trzích. Podle projekcí by měla v jejich horizontu mírně oživit s tím, jak bude posilovat hospodářská aktivita ve světě (viz box 1). Zahraniční poptávka by sice měla v horizontu projekcí posilovat, ale její dynamika podle projekcí nebude ani zdaleka dosahovat úrovně před krizí a bude tak odrážet jak slabší hospodářskou aktivitu ve světě, tak menší elasticitu světového obchodu na růst. Toto oživení zahraniční poptávky eurozóny bude zastírat určité odlišnosti mezi zeměmi eurozóny a odrážet tak rozdíly ve vývoji obchodu v jednotlivých sektorech a regionech i skutečnost, že některé

země eurozóny jsou v důsledku svých expozic vůči Rusku, Společenství nezávislých států a zemím vyvážejícím ropu postiženy více.

Box 1

MEZINÁRODNÍ PROSTŘEDÍ

Tempo globálního hospodářského růstu na začátku roku 2015 zpomalilo, přičemž ekonomické oživení ve světě bylo nadále mírné, ale nerovnoměrné, s přetrvávajícím rozdílným vývojem v rozvinutých a rozvíjejících se tržních ekonomikách. V dalším výhledu se očekává, že tempo růstu reálného HDP ve světě (bez eurozóny) se v horizontu projekcí zrychlí a z hodnoty 3,4 % v roce 2015 dále vzroste v období 2016–2017 mírně nad 4 %. Mezi faktory, které by měly podporovat světový růst, patří pokles cen ropy v loňském roce, z něhož by měly těžit země dovážející ropu. Akomodační finanční podmínky v rozvinutých zemích by i přes potenciální měnové zpřísnění ve Spojených státech měly podporovat světovou poptávku. Navíc nepříznivé faktory, které v několika rozvinutých ekonomikách od finanční krize omezovaly hospodářský růst (snižování zadlužení soukromého sektoru, fiskální konsolidace a slabé trhy práce), odezňávají a poskytují základ pro dlouhodobější oživení těchto ekonomik. Naopak výhled na rozvíjejících se trzích oslabil a pokračoval tak v sestupném trendu posledních let. V některých rozvíjejících se tržních ekonomikách je potenciální růst stále více omežován přetrvávajícími makroekonomickými nerovnováhami. Další rozvíjející se ekonomiky se přizpůsobují nižším cenám komodit a potenciální normalizaci měnových politik v rozvinutých ekonomikách.

Tempo růstu světového obchodu na začátku roku 2015 citelně zpomalilo, ale očekává se, že v horizontu projekcí posílí. Růst světového obchodu (mimo eurozónu) by měl posilovat z úrovně 2 % v roce 2015 na zhruba 5 % v roce 2016 a 2017. Elasticita obchodu na hospodářskou aktivitu by však v horizontu projekcí měla zůstat na úrovni před krizí a odrážet tak složení světového růstu HDP se slabší intenzitou obchodu.

V porovnání s projekcemi z března, které sestavili pracovníci ECB, byla hospodářská aktivita ve světě upravena pro rok 2015 směrem dolů, což odráží slabší krátkodobý výhled. Také zahraniční poptávka eurozóny byla revidována směrem dolů, především pro rok 2015, a vyjadřuje tak slabší projekci dovozu v některých hlavních rozvíjejících se ekonomikách, zejména v Rusku.

Mezinárodní prostředí

(procentní změny za rok)

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

Poznámka: Úpravy se počítají z nezaokrouhlených hodnot.

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

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

Postupný růst zahraniční poptávky a slabší kurz eura by měly v horizontu projekcí podporovat růst vývozu, přičemž posilovat by měl podíl dovozních trhů. Tempo růstu dovozu ze zemí mimo eurozónu by mělo v horizontu projekcí postupně získávat na dynamice a odrážet tak posilování celkové poptávky v eurozóně. Přebytek běžného účtu by měl mírně poklesnout a v roce 2017 dosáhnout 2,0 % HDP.

Očekává se, že podmínky na trzích práce v eurozóně se v horizontu projekcí dále zlepší. Zaměstnanost se během roku 2014 nadále zotavovala a v prvním čtvrtletí 2015 se tempo jejího růstu zrychlilo. Její stávající oživení zůstává silnější, než jak naznačují historické elasticity zaměstnanosti na hospodářskou aktivitu, což pravděpodobně odráží podpůrný vliv utlumeného růstu mezd a nedávných reforem na trzích práce. 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 podporovat fiskální pobídky a dřívější reformy na trzích práce. Podle projekcí mírně vzroste počet odpracovaných hodin na zaměstnanou osobu, ale stále by měl zůstat 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.

Box 2

METODICKÉ PŘEDPOKLADY O ÚROKOVÝCH SAZBÁCH, SMĚNNÝCH KURZECH A CENÁCH KOMODIT

V porovnání s březnovými projekcemi zahrnují změny metodických předpokladů výrazně vyšší ceny ropy v amerických dolarech, oslabení eura a mírně vyšší dlouhodobé úrokové sazby v eurozóně.

Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzávěrku údajů 12. května 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 0,2 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 1,3 % v roce 2015, 1,7 % v roce 2016 a 1,9 % 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 ke dni uzávěrky 12. května se očekává, že cena barelu ropy Brent klesne z úrovně 98,9 USD v roce 2014 na 63,8 USD v roce 2015 a následně vzroste na 71,0 USD v roce 2016 a na 73,1 USD v roce 2017. Předpokládá se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech v roce 2015 značně klesnou a v roce 2016 a 2017 vzrostou.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. května. To by znamenalo, že kurz eura se bude během období projekcí pohybovat na úrovni 1,12 USD/EUR.

Metodické předpoklady

	červen 2015				březen 2015			úpravy od března 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Tříměsíční sazba EURIBOR (v % p.a.)	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v % p.a.)	2,0	1,3	1,7	1,9	1,2	1,4	1,6	0,1	0,3	0,3
Cena ropy (v USD za barel)	98,9	63,8	71,0	73,1	58,5	66,8	70,7	9,0	6,3	3,4
Ceny neenergetických komodit v USD (meziroční změny v %)	-6,2	-13,6	2,9	4,9	-11,0	2,6	4,8	-2,6	0,3	0,0
Směnný kurz USD/EUR	1,33	1,12	1,12	1,12	1,14	1,13	1,13	-1,8	-1,5	-1,5
Nominální efektivní směnný kurz eura (EER19) (meziroční změny v %)	0,6	-9,5	-0,2	0,0	-7,9	-0,2	0,0	-1,6	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 druhého čtvrtletí 2016 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě. Projekce výstupních cen zemědělské produkce EU (v eurech), které se používají při prognózování spotřebitelských cen potravin, se vytvářejí na základě ekonometrického modelu, který bere v potaz vývoj mezinárodních cen potravinářských komodit.

Míra nezaměstnanosti by měla klesnout, ale zůstat na historicky zvýšené úrovni. Očekává se, že počet nezaměstnaných v období, pro které jsou projekce vypracovány, klesne zhruba o 2,8 mil. a dosáhne tak své nejnižší úrovně od poloviny roku 2009, přičemž jejich počet tak bude stále o 4,5 mil. vyšší než nejnižší hodnota před začátkem krize. Tento pokles odráží tlumící efekt rostoucí zaměstnanosti, který je do určité míry kompenzován vlivem rostoucí pracovní síly, ačkoli mnohem nižším tempem než v minulosti. Míra nezaměstnanosti by tedy měla v horizontu projekcí značně poklesnout a v roce 2017 dosáhnout úrovně 10,0 %.

Výhled růstu zůstal oproti předchozím projekcím víceméně beze změny. Pouze růst reálného HDP v roce 2017 je upraven mírně směrem dolů v důsledku nižšího tempa růstu soukromých investic.

3. CENY A NÁKLADY

Podle projekcí by měla inflace měřená HICP v roce 2015 dosáhnout v průměru hodnoty 0,3 %, v roce 2016 by měla posílit na 1,5 % a v roce 2017 na 1,8 %. Během roku 2015 by měla vzrůst, přičemž nahoru by ji měla tlačit složka energií v důsledku vlivu srovnávací základny a předpokladu rostoucích cen ropy, jak naznačují ceny futures, a dále oslabení eura od poloviny roku 2014, předpokládaný nárůst cen neenergetických komodit a sílící domácí cenové tlaky v důsledku hospodářského oživení. V roce 2016 a 2017 by měla celková inflace zaznamenat další nárůst, neboť domácí cenové tlaky sílí vlivem plynulého zužování mezery výstupu a očekává se pokračující tlak na růst cen v důsledku vnějších vlivů, zejména vlivem opožděných účinků oslabení eura.

Důležitým faktorem posílení inflace je vývoj cen komodit a směnného kurzu. Pokles cen energetických i neenergetických komodit po většinu posledních dvou let a posílení eura v období do začátku roku 2014 vyvinuly značný tlak na snížení inflace měřené HICP a do velké míry odpovídají za prudký pokles inflace na velmi nízkou úroveň během nedávné doby. Očekává se, že růst inflace do roku 2017 bude podporovat obrat zahraničních cenových trendů z klesajících na rostoucí. Tlak na růst cen by měl být způsoben předpokládaným růstem cen energetických i neenergetických komodit během horizontu projekcí, jak naznačují křivky futures. K trendu rostoucí inflace také přispěje oslabení eura, ke kterému došlo od poloviny roku 2014, a vzhledem ke značným opožděným vlivům vývoje směnného kurzu na inflaci se očekává, že novější trendy rostoucích zahraničních cen budou do konce horizontu projekcí přispívat k zvestupu inflace. Předpokládá se však nižší stimulační dopad oslabení eura, než tomu bylo v minulosti, na základě poznatků v některých studiích o postupném poklesu vlivu směnného kurzu na inflaci v eurozóně.

Zlepšující se podmínky na trzích práce by se měly promítnout do posílení tempa růstu mezd. Podle projekcí by měly pokračující růst zaměstnanosti a pokles míry nezaměstnanosti podpořit postupné posilování tempa růstu náhrady na zaměstnance z úrovně 1,5 % v roce 2014 na 2,3 % v roce 2017.

Silnější tempo růstu mezd je tlumeno řadou faktorů. Patří mezi ně zbývající mezera na trzích práce a probíhající změny nákladové konkurenceschopnosti v některých zemích eurozóny. Strukturální reformy na trhu práce zaměřené na podporu růstu zaměstnanosti a uplatněné během krize v některých zemích eurozóny navíc pravděpodobně utlumí růst mezd během současného oživení. I když se očekává, že tento nárůst mezd bude mírný, tlumící dopad na mzdy vlivem sekundárních efektů v důsledku poklesu cen ropy v minulosti by měl být také omezený. To odráží skutečnost, že se systémy automatické mzdové indexace uplatňují především v případě cenových úprav směrem nahoru a že tyto systémy byly v některých zemích, kde jsou používány, navíc dočasně pozastaveny nebo omezeny.

Tempo růstu jednotkových mzdových nákladů by mělo během hospodářského oživení růst jen nepatrně. Očekává se, že nákladové tlaky v důsledku posílení úrovně mezd by měly být do roku 2017 částečně kompenzovány cyklickým zrychlováním produktivity. Tempo růstu jednotkových mzdových nákladů by mělo v roce 2017 vzrůst na hodnotu 1,3 %.

Tabulka 1 Makroekonomické projekce pro eurozónu¹⁾

(procentní změny za rok)

	červen 2015				březen 2015			úpravy od března 2015 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Reálný HDP ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,0	1,5	1,9	2,1	0,0	0,0	-0,1
		[1,2 – 1,8] ^{4) 5)}	[0,8 – 3,0] ^{4) 5)}	[0,7 – 3,3] ^{4) 5)}	[1,1 – 1,9] ⁴⁾	[0,8 – 3,0] ⁴⁾	[0,9 – 3,3] ⁴⁾			
Soukromá spotřeba	1,0	1,9	1,6	1,6	1,8	1,6	1,6	0,1	0,0	0,0
Vládní spotřeba	0,7	0,7	0,7	0,8	1,0	0,6	0,8	-0,3	0,2	0,0
Hrubá tvorba fixního kapitálu	1,2	1,9	3,5	3,9	1,7	4,1	4,6	0,1	-0,6	-0,7
Vývoz ⁶⁾	3,8	4,2	5,4	5,6	4,1	5,1	5,5	0,1	0,2	0,1
Dovoz ⁶⁾	4,1	4,8	5,8	5,9	4,3	5,5	5,8	0,5	0,3	0,1
Zaměstnanost	0,6	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0
Míra nezaměstnanosti (v % pracovní síly)	11,6	11,1	10,6	10,0	11,1	10,5	9,9	0,0	0,1	0,0
HICP	0,4	0,3	1,5	1,8	0,0	1,5	1,8	0,3	0,0	-0,1
		[0,2 – 0,4] ⁴⁾	[0,9 – 2,1] ⁴⁾	[1,0 – 2,6] ⁴⁾	[-0,3 – 0,3] ⁴⁾	[0,8 – 2,2] ⁴⁾	[1,0 – 2,6] ⁴⁾			
HICP bez započtení energií	0,7	0,9	1,4	1,7	0,8	1,4	1,8	0,0	-0,1	0,0
HICP bez započtení energií a potravin	0,8	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,0	0,0
HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní ⁷⁾	0,7	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,1	0,0
Jednotkové mzdové náklady	1,2	0,8	0,7	1,3	1,1	1,0	1,2	-0,3	-0,3	0,1
Náhrady na zaměstnance	1,5	1,4	1,7	2,3	1,7	2,0	2,3	-0,3	-0,3	0,0
Produktivita práce	0,3	0,6	1,0	1,0	0,6	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1
Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	-2,3	-1,9	-1,5	0,2	0,1	0,1
Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP) ⁸⁾	-1,8	-1,7	-1,7	-1,4	-1,8	-1,7	-1,7	0,1	0,1	0,3
Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)	92,0	91,5	90,2	88,4	91,4	89,8	87,9	0,1	0,4	0,6
Saldo běžného účtu (v % HDP)	2,2	2,1	2,0	2,0	2,7	2,5	2,4	-0,6	-0,4	-0,4

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) Poté, co byl tento dokument poprvé zveřejněn 3. června 2015, byla opravena rozpětí projekcí růstu reálného HDP na rok 2015, 2016 a 2017, které sestavili odborníci Eurosystemu.

6) Včetně obchodu v rámci eurozóny.

7) 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.

8) Vypočítá se jako saldo vládního sektoru snížené o přechodné vlivy hospodářského cyklu a dočasná opatření přijatá vládami (metodika ESCB viz *Working Paper Series*, No 77, ECB, September 2001 a *Working Paper Series*, No 579, ECB, January 2007). Projekce strukturálního salda není odvozená od celkové hodnoty mezery výstupu. Podle metodiky ESCB se cyklické složky vypočítávají odděleně za různé příjmové a výdajové položky. Více informací viz box „Cyclical adjustment of the government budget balance“ ve vydání Měsíčního bulletinu z března 2012 a box „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position“ ve vydání Měsíčního bulletinu ECB ze září 2014.

S pokračujícím oživením by se měly zvýšit ziskové marže. Po oslabení během několika posledních let se zdá, že se ziskové marže během horizontu projekcí opět zotaví, neboť posilují produktivita a hospodářská aktivita, což podporuje schopnost podniků určovat ceny. Očekává se však, že reformy na trhu práce uplatněné během krize budou nadále tlumit růst ziskových marží během hospodářského oživení. Cyklický růst ziskových marží ve srovnání se standardním vývojem v minulosti může být opožděn nebo utlumen také zvýšenou konkurencí na globálních i domácích trzích zboží a služeb.

V porovnání s projekcemi zveřejněnými v březnu byla projekce inflace měřené HICP na rok 2015 revidována směrem nahoru a na rok 2016 a 2017 zůstává víceméně beze změny. Revize týkající se roku 2015 odráží stimulační vlivy nedávného oživení cen ropy v eurech ve srovnání s předchozí projekcí.

4. FISKÁLNÍ VÝHLED

Očekává se, že nastavení fiskální politiky měřené změnou cyklicky očištěného primárního salda bude v horizontu projekcí celkově neutrální. To odráží mírný růst veřejných výdajů v poměru k trendovému růstu nominálního HDP, který by měly podle předpokladů zhruba vykompenzovat daňové škrty v některých zemích. Příznivý dopad automatických stabilizátorů na domácí poptávku se s hospodářským oživením časem zmírní.²

Poměry vládního schodku a dluhu k HDP by měly během horizontu projekcí klesat. Pokles poměru schodku veřejného sektoru k HDP je bez zbytku důsledkem cyklického zlepšení ekonomiky eurozóny a snižujících se úrokových nákladů. Naopak strukturální primární saldo rozpočtu by mělo během horizontu projekcí zůstat beze změny, což bude odrážet zhruba neutrální fiskální politiku. Projekce předpokládají, že poměr vládního dluhu k HDP dosáhl v roce 2014 vrcholu a v horizontu prognózy klesá díky zlepšujícímu se rozpočtovému saldu, posilování hospodářského růstu a nízkým úrokovým sazbám.

Oproti projekcím zveřejněným v březnu je vývoj salda veřejných rozpočtů mírně příznivější, zatímco výhled dluhu se o něco zhoršil. Malé zlepšení salda veřejných rozpočtů je především důsledkem dalšího poklesu vládních výpůjčních nákladů. Výhled míry vládního dluhu byl přehodnocen směrem nahoru především vlivem účinku změny jmenovatele dané nižším nominálním HDP.

Box 3

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 citlivost projekcí 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. Metodické předpoklady pro horizont projekcí vycházejí z růstu cen ropy (viz box 2). Tento vývoj je v souladu s oživením světové poptávky po ropě v prostředí posilující dynamiky světové ekonomiky a mírného poklesu nabídky ropy v důsledku nedostatečných investic a snížení kapacit na těžbu ropy v některých zemích vyvážejících ropu. Odborníci Eurosystemu využívají pro projekce cen ropy během horizontu projekcí řadu alternativních modelů. Patří k nim i) „rizikově upravený“ model futures – statistický model, který chybu předpovědi na základě futures koriguje úpravou v čase se měnící rizikové premie spojené s hospodářskou aktivitou USA; ii) bayesovský model VAR (BVAR) – empirický model založený na údajích souvisejících se základními ukazateli ropných trhů (výroba a zásoby ropy) a globální hospodářskou aktivitou; a iii) dynamický stochastický model všeobecné rovnováhy (DSGE) – teoretický model zachycující dlouhodobou dynamiku vývoje na ropném trhu.¹ Rovnoměrně vážený průměr projekcí odvozených z těchto tří modelů společně s cenami ropy odvozenými z trhů s futures, jak předpokládá základní projekce, v současné době naznačuje v letech 2015 a 2016 mírně nižší ceny ropy než v základní projekci.

² Ve fiskálních předpokladech se promítají informace uvedené v rozpočtových zákonech na rok 2015 a v aktualizovaném znění vnitrostátních střednědobých rozpočtových plánů a programů stability, které bylo k dispozici ke dni 20. května 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.

Pro rok 2017 však tato kombinace modelů naznačuje o něco prudší nárůst cen ropy, což odpovídá poklesu kapacit pro produkci ropy v některých zemích. Vliv tohoto alternativního vývoje na růst reálného HDP a inflaci v roce 2015 a 2016 je velmi omezený, zatímco pro rok 2017 naznačuje nepatrně nižší růst a mírně vyšší inflaci měřenou HICP (+0,1 procentního bodu).

2) Alternativní vývoj směnného kurzu

Důsledkem očekávání rozdílného nastavení měnové politiky v eurozóně a ve Spojených státech by mohlo být další oslabení eura. Tento scénář by s sebou nesl delší období nízkých úrokových sazeb v eurozóně a rychlejší návrat k obvyklým, tedy vyšším hodnotám měnověpolitických sazeb ve Spojených státech. Alternativní trend vývoje eura předpokládající další oslabení byl odvozen od 25. percentilu rozdělení na základě rizikově neutrálních hustot pravděpodobnosti odvozených z opcí pro směnný kurz USD/EUR ke dni 12. května 2015. Tento trend předpokládá postupné oslabení eura vůči americkému dolaru až na kurz 1,03 v roce 2017, což je hodnota o 8,2 % nižší než předpoklad základní projekce pro uvedený rok. Příslušné předpoklady ohledně nominálního efektivního kurzu eura odrážejí obvyklé tendence minulého vývoje, přičemž změny kurzu USD/EUR odrážejí změny efektivního směnného kurzu eura s elasticitou kolem 52 %. Důsledkem je postupná, klesající divergence efektivního směnného kurzu eura od základní projekce až na hodnotu, která je 4,3 % pod úroveň základní projekce na rok 2017. V tomto scénáři naznačují výsledky řady makroekonomických modelů odborníků Eurosystemu pro rok 2015, 2016 a 2017 tempo růstu reálného HDP vyšší o 0,1–0,3 procentního bodu a inflaci měřenou HICP vyšší o 0,1–0,4 procentního bodu.

¹ Pro další podrobnosti viz Manescu, C. and Van Robays, I., „Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance“, *Working Paper Series*, No 1735, ECB, 2014.

Box 4

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 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 nespécifikované) metodiky. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očišťování údajů o vliv počtu pracovních dnů (viz tabulka). Jak vyplývá z tabulky, většina prognóz, které jsou v současné době k dispozici od ostatních institucí, se příliš neliší od bodových prognóz uvedených v červnových projekcích odborníků Eurosystemu 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 odborníků Eurosystemu	červen 2015	1,5	1,9	2,0	0,3	1,5	1,8
		[1,2 – 1,8] ¹⁾	[0,8 – 3,0] ¹⁾	[0,7 – 3,3] ¹⁾	[0,2 – 0,4]	[0,9 – 2,1]	[1,0 – 2,6]
Evropská komise	květen 2015	1,5	1,9	–	0,1	1,5	–
Euro Zone Barometer	květen 2015	1,5	1,9	1,6	0,1	1,2	1,6
Consensus Economics Forecasts	květen 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,2	1,5
Survey of Professional Forecasters	květen 2015	1,4	1,7	1,8	0,1	1,2	1,6
MMF	červen 2015	1,5	1,6	–	0,1	1,0	–

Zdroje: European Commission's European Economic Forecast, Spring 2015; IMF World Economic Outlook, April 2015; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a The ECB Survey of Professional Forecasters.

Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu a pracovníků ECB uvádějí meziroční tempa růstu očištěná o vliv počtu pracovních dní, zatímco Evropská komise a MMF pracují s meziročními tempy růstu, která o vliv počtu pracovních dní za rok očištěna nejsou. U ostatních prognóz se neuvádí, která z těchto metodik byla při vykazování údajů použita.

¹⁾ Poté, co byl tento dokument poprvé zveřejněn 3. června 2015, byla opravena rozpětí projekcí růstu reálného HDP na rok 2015, 2016 a 2017, které sestavili odborníci Eurosystemu.

© 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.