

Makroekonomické projekce pro eurozónu z března 2016 sestavené pracovníky ECB¹

1 Výhled eurozóny: přehled a hlavní rysy

Očekává se, že hospodářské oživení v eurozóně bude pokračovat, byť s menší dynamikou, než se předpokládalo. Pomalejší tempo je projevem oslabujícího růstu světové ekonomiky a posílení efektivního směnného kurzu eura. Průměrné meziroční tempo růstu reálného HDP by mělo dosáhnout hodnoty 1,4 % v roce 2016, 1,7 % v roce 2017 a 1,8 % v roce 2018. Na základě dalšího prudkého poklesu cen ropy byla projekce inflace měřené HICP na rok 2016 upravena směrem dolů na 0,1 % a na rok 2017 mírněji na 1,3 %. Inflace by měla v roce 2018 dále vzrůst na úroveň 1,6 %.

Výhled růstu reálného HDP se v krátkodobém horizontu zmírnil, jelikož v poslední době došlo k zintenzivnění nepříznivých faktorů. Ty souvisejí s nepříznivým vývojem světové hospodářské aktivity, zvláště v rozvíjejících se tržních ekonomikách, s posílením efektivního směnného kurzu eura a se zvýšením nejistoty, která se projevila ve větší volatilitě na finančních trzích. Vezmeme-li také v úvahu klesající důvěru podniků a spotřebitelů v lednu a únoru, krátkodobý výhled růstu reálného HDP se od prosincových projekcí zhoršil.

Pokračující hospodářské oživení by nicméně měla podporovat řada příznivých faktorů. V ekonomice se nadále projevuje akomodační nastavení měnové politiky ECB, které v prosinci 2015 ještě podpořilo oznámení dalších měnověpolitických opatření. Soukromou spotřebu by v roce 2016 měl podle předpokladů podpořit nedávný další prudký pokles cen ropy a pokračující průběžné zlepšování situace na trhu práce. Celosvětové oživení by mělo také přispět k postupnému zvyšování investic, částečně i díky vlivům akcelérátoru. Domácí poptávka bude také těžit z určitého fiskálního uvolnění, které částečně souvisí s přílivem uprchlíků.

Na vývoj celkové inflace v horizontu projekcí bude mít podle předpokladů silný vliv profil tempa růstu cen energií v rámci HICP. Vzhledem k dalšímu prudkému propadu cen ropy v posledních měsících se v roce 2016 očekává záporné tempo

¹ Makroekonomické projekce pracovníků ECB slouží Radě guvernérů jako jeden z podkladů pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Informace o použitých metodách a postupech naleznete v publikaci *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ECB, červen 2001, která je k dispozici na internetových stránkách ECB. Datum uzávěrky pro metodické předpoklady, jako jsou ceny ropy a směnné kurzy, bylo 15. února 2016 (viz box 2). Datum uzávěrky pro použití dalších informací pro tyto projekce bylo 25. února 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.

růstu cen energií v rámci HICP, které by však v roce 2017 mělo dosahovat kladných hodnot, a to vlivem výrazné změny ve srovnávací základně směrem vzhůru a předpokládaného zvýšení cen ropy zohledněného v křivce futures na ropu. Zároveň se v nadcházejících letech předpokládá postupné zvyšování inflace měřené HICP bez potravin a energií, jelikož zlepšující se podmínky na trhu práce a klesající nevyužité kapacity se promítají do vyšších mezd a ziskových marží. Dále se očekává, že oživení inflace měřené HICP bez potravin a energií podpoří opožděné dopady předchozího výrazného oslabení eura a nepřímé účinky předpokládaného zvýšení cen energetických i neenergetických komodit společně s odeznívajícími tlumícími efekty jejich dřívějšího poklesu.

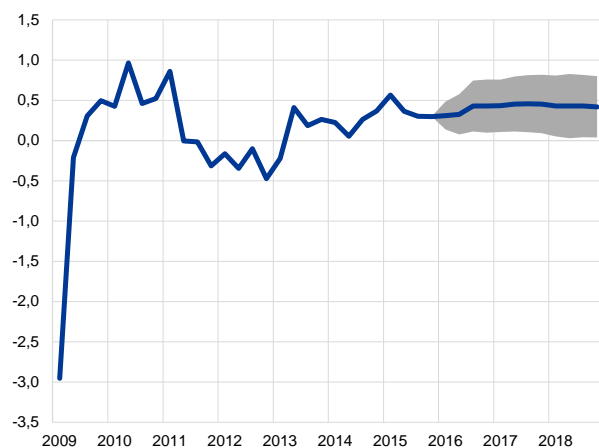
Graf 1

Makroekonomické projekce¹⁾

(čtvrtletní údaje)

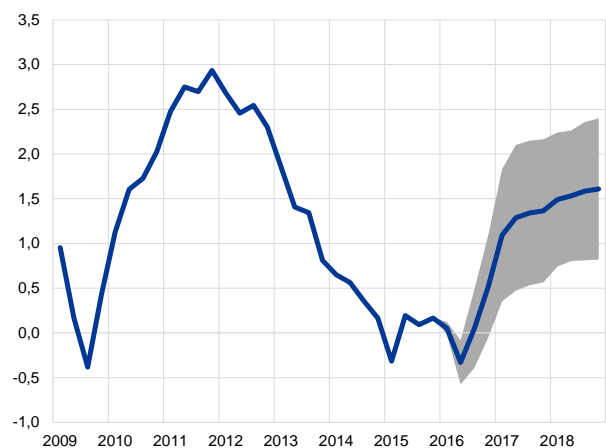
Růst reálného HDP v eurozóně²⁾

(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 hospodářské aktivity v eurozóně bude pokračovat, byť s poněkud menší dynamikou, než se předpokládalo. Reálný HDP si v posledním čtvrtletí roku 2015 zachoval mírnou dynamiku a v porovnání s předchozím čtvrtletím vzrostl o 0,3 %. Nejnovější index spotřebitelské důvěry a důvěry v podnikatelském sektoru poklesl, ale stále naznačuje pokračující mírný růst hospodářské aktivity v první polovině roku 2016.

Předpokládá se, že soukromá spotřeba bude v roce 2016 výrazně těžit z nízkých cen ropy. Očekává se, že průměrná cena ropy bude v roce 2016 činit 34,9 USD za barel, což je o 33 % méně, než předpokládaly prosincové projekce (viz box 1). Nominální disponibilní důchod by se měl v horizontu projekcí zvýšit, neboť jej

podpoří trvalý růst zaměstnanosti a stoupající nárůst nominální náhrady na zaměstnance a předpokládá se i kladný příspěvek ostatních osobních příjmů. Očekává se, že růst reálného disponibilního důchodu ztratí v roce 2017 na dynamice s předpokládaným oživením tempa růstu cen energií. Soukromou spotřebu v celém horizontu projekcí by měly podpořit nízké náklady financování a mírně rostoucí čisté jmění domácností, neboť na obě tyto složky má příznivý vliv nedávný soubor měnověpolitických opatření ECB. Celkově by se měl meziroční růst soukromé spotřeby podle očekávání zvýšit z 1,6 % v roce 2015 na 1,9 % v roce 2016 a poté oslabit na 1,8 % v roce 2017 a 1,6 % v roce 2018.

Box 1

Metodické předpoklady o úrokových sazbách, směnných kurzech a cenách komodit

V porovnání s prosincovými projekcemi zahrnují hlavní změny metodických předpokladů výrazně nižší ceny ropy v amerických dolarech, 5% posílení efektivního směnného kurzu eura a nižší krátkodobé i dlouhodobé tržní úrokové sazby.

Metodické předpoklady

	březen 2016				prosinec 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Tříměsíční sazba EURIBOR (v % p.a.)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v % p.a.)	1,2	1,2	1,4	1,7	1,2	1,4	1,7
Cena ropy (v USD za barel)	52,5	34,9	41,2	44,9	53,8	52,2	57,5
Ceny neenergetických komodit v USD (meziroční změna v %)	-19,9	-14,8	3,0	4,7	-18,7	-5,2	4,1
Směnný kurz USD/EUR	1,11	1,11	1,12	1,12	1,11	1,09	1,09
Nominální efektivní směnný kurz eura (EER38) (meziroční změna v %)	-7,1	4,8	0,2	0,0	-7,1	0,1	0,0

Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách komodit vycházejí z tržních

očekávání s datem pro uzávěrku údajů 15. února 2016. Krátkodobé sazby odkazují na tříměsíční sazbu EURIBOR, přičemž tržní očekávání se odvozují od sazeb futures. Podle této metodiky činí průměrná úroveň těchto krátkodobých úrokových sazeb -0,3 % v letech 2016 a 2017 a -0,2 % v roce 2018. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 1,2 % v roce 2016, 1,4 % v roce 2017 a 1,7 % 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

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.

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 během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 15. února se očekává, že cena barelu ropy Brent klesne z úrovně 52,5 USD v roce 2015 na 34,9 USD v roce 2016 a následně vzroste na 41,2 USD v roce 2017 a na 44,9 USD v roce 2018, což je v roce 2016 o 17 USD méně a v roce 2017 o 16 USD méně než podle prosincových projekcí. Očekává se, že ceny neenergetických komodit v amerických dolarech v roce 2016 značně klesnou a v letech 2017 a 2018 poněkud 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 15. února. To by znamenalo, že průměrný směnný kurz eura bude v roce 2016 na úrovni 1,11 USD za euro a v letech 2017 a 2018 na úrovni 1,12 USD za euro v porovnání s 1,09 USD za euro podle prosincových projekcí. Efektivní směnný kurz eura (vůči 38 obchodním partnerům) by měl v horizontu projekcí podle předpokladů posílit o 5 %.

Vývoj míry úspor domácností by měl být podle předpokladů ovlivněn především vyrovnáním spotřeby vzhledem k vývoji cen ropy.

Míra úspor by se měla v roce 2016 podle odhadů zvýšit, neboť se v ní odrazí nerovnoměrné promítání růstu reálného důchodu spojeného s cenami ropy do soukromé spotřeby. Tento účinek by měl částečně odeznít v roce 2017. Pak by měla míra úspor po zbytek horizontu projekcí podle předpokladů stagnovat. Ve víceméně stagnujícím vývoji míry úspor se projevuje protichůdný vývoj v jednotlivých zemích eurozóny. Očekává se, že v některých zemích bude určitý tlak na růst úspor nadále udržovat stále vysoká nezaměstnanost, zvýšená úroveň hrubého zadlužení a dopad velmi nízké hladiny úrokových sazeb na úspory na důchod. V jiných zemích se očekává pokračující tlak na pokles úspor. Zprvée, postupně klesající nezaměstnanost by měla vést k nižším obezřetnostním úsporám. Domácnosti by tak mohly provádět větší nákupy, které dříve mohly být odkládány. Zadruhé, od úspor odrazují také velmi nízké úrokové výnosy prostřednictvím intertemporálního substitučního efektu.

Investice do rezidenčních nemovitostí v eurozóně by měly začít růst, i když z velmi nízké úrovně.

Oživení investic do bytových nemovitostí by podle očekávání měl podpořit trvalý růst reálného disponibilního důchodu a velmi nízké sazby hypotečních úvěrů. Kromě toho nejspíše skončily korekce na trzích s bydlením v několika zemích a zlepšil se výhled vývoje cen rezidenčních nemovitostí. Nicméně v mnoha zemích výraznému zvýšení investic do bytových nemovitostí pravděpodobně zabrání vysoká úroveň zadlužení domácností. Celkově se investice do bydlení budou v roce 2018 vzhledem k předpokládanému mírnému oživení stále pohybovat asi 20 % pod svou maximální hodnotou, které dosáhly v roce 2007.

Podnikatelské investice by podle očekávání měly vykazat nevýrazné oživení.

V blízké budoucnosti by měly mít na výhled podnikatelských investic nepříznivý vliv

³ Předpoklady o cenách ropných a potravinářských komodit vycházejí z cen futures do konce horizontu projekcí. U ostatních neenergetických nerostných komodit se předpokládá, že ceny budou do prvního čtvrtletí roku 2017 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

nedávná volatilita na finančních trzích a oslabující hospodářský růst v rozvíjejících se tržních ekonomikách. Investice by však časem měla podpořit řada faktorů. Velmi akomodační nastavení měnové politiky, vlivy akcelérátoru v kontextu předpokládaného posilování poptávky, potřeba modernizovat investiční statky po několika letech utlumených investic, expanzivní fiskální opatření v určitých 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. Poměr dluhu k vlastnímu kapitálu poklesl z maximálních hodnot během finanční krize skutečně výrazně a zůstává hluboko pod svou historickou průměrnou úrovní. Oživení podnikových investic však bude stále tlumeno zbývajícími finančními omezeními a vysokou zadlužeností v některých zemích i očekáváním nižšího tempa růstu potenciálního produktu.

Vývoz mimo eurozónu by měl těžit z očekávaného oživení zahraniční poptávky eurozóny (viz box 2) a ze zpožděných účinků předchozího oslabení eura. Poté, co vývoz mimo eurozónu nedávno oslabil, by měl podle předpokladů v roce 2016 postupně posilovat a pak dále nabývat na dynamice a dosáhnout mírně vyššího oživení, než se předpokládá u zahraniční poptávky. Podíly na vývozních trzích by podle očekávání měly v horizontu projekcí v důsledku zpožděných účinků dřívějšího zvýšení konkurenceschopnosti mírně vzrůst. Růst dovozu ze zemí mimo eurozónu by měla podle předpokladů ovlivňovat domácí poptávka, a proto by měl zůstat mírně vyšší než růst vývozu mimo eurozónu. V důsledku toho by přebytek na běžném účtu měl podle očekávání klesnout ze 3,0 % HDP v letech 2015 a 2016 na 2,5 % v roce 2018.

Celkově by měl reálný HDP podle předpokladů vzrůst v roce 2016 o 1,4 %, v roce 2017 o 1,7 % a v roce 2018 o 1,8 %.

Box 2

Mezinárodní prostředí

Vývoj ve vyspělých i rozvíjejících se tržních ekonomikách se ukázal být na konci roku 2015 slabší, než se předpokládalo, což potvrzuje, že dynamika růstu světové ekonomiky je nadále křehká. Po ztrátě dynamiky na přelomu roku by světová hospodářská aktivita měla podle předpokladů postupně mírně růst vlivem perspektivy stále odolného růstu ve většině vyspělých ekonomik a očekávaného 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. Příznivé vyhlídky růstu může navíc naznačovat zvýšená úroveň indexu spotřebitelské důvěry v některých klíčových vyspělých ekonomikách. Naopak střednědobý výhled pro rozvíjející se tržní ekonomiky zůstává nejistější. Vedle zpomalení trendového růstu čínského hospodářství a jeho nepříznivých projevů v jiných rozvíjejících se tržních ekonomikách, zejména v Asii, budou vývozci komodit muset nadále pokračovat v makroekonomické konsolidaci, aby se přizpůsobili nižším cenám komodit. Tyto ekonomiky se budou navíc potýkat s prostředím přísnějších podmínek externího financování, které jsou

důsledkem normalizace měnové politiky Spojených států, vyšší politické nejistoty a většího geopolitického napětí.

Světový obchod v poslední době zklamal a podle předpokladů poroste v horizontu projekcí pouze pomalu. Z hlediska světového HDP by v horizontu projekcí měl být profil světového dovozu a zahraniční poptávky eurozóny dosti slabý. Růst zahraniční poptávky eurozóny by měl podle projekcí vzrůst z úrovně 0,4 % v roce 2015 na 2,2 % v roce 2016, 3,8 % v roce 2017 a 4,1 % v roce 2018. Oproti tomu v období 1999–2007 činilo meziroční průměrné tempo růstu řádově 7,7 %.

Mezinárodní prostředí

(procentní změny za rok)

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

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

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

V porovnání s projekcemi zveřejněnými v prosinci byla světová hospodářská aktivita upravena směrem dolů, zvláště v roce 2016. Také zahraniční poptávka eurozóny byla na rok 2016 podstatně upravena směrem dolů.

Jelikož skutečný růst HDP by měl podle předpokladů značně předstihnout tempo růstu potenciálního produktu, měla by se mezera výstupu v horizontu projekcí stále zmenšovat. Tempo růstu potenciálního produktu by se v horizontu projekcí mělo poněkud zvýšit mírně nad 1 %, a zůstane tak hluboko pod svou předkrizovou úroveň.

Podmínky na trzích práce v eurozóně by se měly nadále zlepšovat.

Zaměstnanost by podle předpokladů měla v horizontu projekcí nadále růst, byť trochu pomaleji, než se očekávalo dříve, a to hlavně vlivem slabšího hospodářského oživení. Má se za to, že růst zaměstnanosti v horizontu projekcí podpoří zmírnění růstu mezd a dřívější reformy pracovního trhu. Objem pracovní síly se má v horizontu projekcí podle předpokladů značně zvýšit v důsledku pokračujícího přílivu uprchlíků a slábnoucích demotivačních vlivů. Míra nezaměstnanosti, která v lednu 2016 klesla na 10,3 %, by se měla podle očekávání dále snižovat.

Výhled růstu reálného HDP byl oproti prosincovým projekcím upraven směrem dolů. Tato úprava je odrazem kombinace nepříznivého dopadu nižší zahraniční poptávky eurozóny a silnějšího směnného kurzu eura na růst vývozu i dopadu zvýšené volatility na finančních trzích a slabších indexů důvěry na krátkodobý výhled. Společně tyto nepříznivé účinky převažují nad příznivým dopadem nižších cen ropy a nedávných dalších měnověpolitických opatření na domácí poptávku.

Podle předběžného odhadu Eurostatu (zveřejněného po datu uzávěrky pro zahrnutí posledních informací do projekcí) dosahovala v únoru 2016 inflace měřená HICP úrovně -0,2 %, tedy o 0,3 procentního bodu méně než v listopadu 2015, a odrážela tak pokles všech hlavních složek. Očekává se, že výrazný záporný příspěvek tempa růstu cen energií v rámci HICP v rozsahu 0,8 procentního bodu související s nedávným prudkým poklesem cen ropy bude v roce 2016 nadále citelně tlumit celkovou inflaci. Ta by měla v tomto roce dosáhnout průměrné hodnoty 0,1 %. Inflace měřená HICP bez započtení potravin a energií by měla z 0,8 % v roce 2015 oživit v roce 2016 na 1,1 %, i když by měla zůstat poměrně utlumená v důsledku nepřímých vlivů nižších cen ropy, nedávné efektivní apreciace eura a zbývající záporné mezery výstupu v ekonomice.

Velkou část očekávaného silného oživení inflace měřená HICP na 1,3 % v roce 2017 lze vysvětlit vlivy srovnávací základny, které vyplývají z cen komodit. Jakmile z meziročního srovnání vymizí vliv prudkého poklesu cen ropy a energií, očekává se, že kladný vliv srovnávací základny a předpokládaný další růst cen komodit povedou v roce 2017 k silnějším vnějším cenovým tlakům.

Růst mezd byl zatím utlumený, ale postupně by měl v horizontu projekcí posilovat. I když byl růst mezd dosud omezen vysokou nezaměstnaností a nízkou produktivitou, očekává se, že v horizontu projekcí pokračující růst zaměstnanosti mezeru na trhu práce zúží. Růst mezd by mělo podporovat také očekávané oživení inflace, a to především ke konci horizontu projekcí. Tempo růstu mezd by však mělo zůstat utlumené a odrážet také pokračující slabý růst produktivity.

Z probíhajícího hospodářského oživení a nižších cen ropy by měly těžit ziskové marže. Další posilování domácí poptávky a zužování mezery výstupu, které se v nadcházejících letech očekává, by mělo podnikům vytvořit silnější pozici při stanovování cen, a to ve prospěch jejich ziskových marží. Kromě toho se očekává, že ziskové marže budou nadále těžit z neočekávaných zisků souvisejících s nižšími cenami ropy v roce 2016.

Inflace měřená HICP by měla v roce 2018 dále vzrůst na 1,6 %, a odrážet tak posilující domácí cenové tlaky.

V porovnání s prosincovými projekcemi byl výhled inflace měřená HICP upraven směrem dolů, a to zejména pro rok 2016. Za úpravou inflace směrem dolů stojí z velké části výrazněji slabší vnější cenové tlaky související především s podstatně nižšími než předpokládanými cenami ropy a s poněkud silnějším než předpokládaným efektivním směnným kurzem eura. K úpravě inflace směrem dolů přispívá také mírnější růst mezd, než se předpokládalo v předchozích projekcích.

Nastavení fiskální politiky by mělo být v období do roku 2017 expanzivní a v roce 2018 pak neutrálnější.

Nastavení fiskální politiky se měří změnou cyklicky očištěného primárního salda bez státní podpory finančního sektoru. Expanzivní nastavení fiskální politiky v období do roku 2017 vyplývá především z přímých daňových škrťů v některých zemích a z výdajů spojených s uprchlíky.

Schodek rozpočtu vládního sektoru by se měl v horizontu projekcí stabilizovat zhruba na 2 % HDP a poměr dluhu veřejných financí k HDP by měl mírně poklesnout.

Je pravděpodobné, že příznivý příspěvek cyklické složky a nižších úrokových plateb do fiskálního salda bude zejména v roce 2016 kompenzován uvolněním fiskální politiky. Během období do roku 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. Na očekávaný vývoj dluhu by měly mít příznivý vliv také malé primární přebytky.

V porovnání s projekcemi zveřejněnými v prosinci se fiskální výhled mírně zhoršil.

Saldo státního rozpočtu na rok 2015 bylo revidováno mírně dolů v důsledku nižšího nominálního HDP. Tato úprava směrem dolů přetrvá během let 2016–2017. Poměr dluhu k HDP by měl být v horizontu projekcí vyšší, a odrážet tak mírně nižší primární přebytek a zejména v letech 2015–2016 méně příznivý diferenciál mezi hospodářským růstem a úrokovými sazbami, který vyplývá z úpravy inflace a růstu nominálního HDP směrem dolů.

Tabulka 1
Makroekonomické projekce pro eurozónu¹⁾

(procentní změny za rok)

	březen 2016				prosinec 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Reálný HDP ¹⁾	1,5	1,4	1,7	1,8	1,5	1,7	1,9
		[1,0–1,8] ²⁾	[0,7–2,7] ²⁾	[0,6–3,0] ²⁾	[1,4–1,6] ²⁾	[1,1–2,3] ²⁾	[0,9–2,9] ²⁾
Soukromá spotřeba	1,6	1,9	1,8	1,6	1,6	1,9	1,7
Vládní spotřeba	1,4	1,5	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0
Hrubá tvorba fixního kapitálu	2,5	2,7	3,6	3,3	2,3	2,8	3,8
Vývoz ³⁾	4,8	3,0	4,3	4,6	4,8	4,0	4,8
Dovoz ³⁾	5,4	4,6	5,3	5,1	5,3	4,8	5,3
Zaměstnanost	1,1	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Míra nezaměstnanosti (v % pracovní síly)	10,9	10,4	10,2	9,9	11,0	10,5	10,1
HICP	0,0	0,1	1,3	1,6	0,1	1,0	1,6
		[-0,2–0,4] ²⁾	[0,6–2,0] ²⁾	[0,8–2,4] ²⁾	[0,1–0,1] ²⁾	[0,5–1,5] ²⁾	[0,9–2,3] ²⁾
HICP bez započtení energií	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,3	1,5
HICP bez započtení energií a potravin	0,8	1,1	1,3	1,6	0,9	1,3	1,6
HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,3	1,6
Jednotkové mzdové náklady	0,9	1,1	0,9	1,2	0,9	0,9	1,2
Náhrada na zaměstnance	1,3	1,5	1,9	2,1	1,4	1,5	2,1
Produktivita práce	0,4	0,4	0,9	0,9	0,5	0,7	0,9
Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8
Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP) ⁵⁾	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-1,9
Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)	91,1	90,8	90,0	89,2	91,1	90,1	88,9
Saldo běžného účtu (v % HDP)	3,0	3,0	2,6	2,5	3,0	2,9	2,7

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 analýzy a analýzy scénářů

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. Dále tento box obsahuje scénář možného dopadu razantnějšího synchronizovaného poklesu v rozvíjejících se trzích ekonomikách na hospodářský růst a inflaci v eurozóně.

1) Alternativní vývoj cen ropy

Alternativní modely vývoje cen ropy ukazují poněkud rychlejší růst cen ropy v horizontu projekcí, než naznačují futures. Metodické předpoklady o vývoji cen ropy pro základní projekce, založené na trzích s futures, očekávají v horizontu projekcí 40% nárůst cen ropy od prvního čtvrtletí roku 2016 do čtvrtého čtvrtletí roku 2018. Kombinace alternativních modelů používaných pracovníky ECB⁴ při přípravě projekcí cen ropy během horizontu projekcí v současné době naznačuje vyšší ceny ropy během horizontu projekcí než ceny obsažené v metodických předpokladech. To by odpovídalo buď výraznějšímu oživení světové poptávky po ropě ve střednědobém horizontu, nebo určitému snížení nabídky ropy v důsledku nižších investic v ropném sektoru, a tedy snížení těžební kapacity v některých zemích v reakci na nedávný pokles cen ropy. Naplnění tohoto alternativního vývoje, při kterém by ceny ropy byly do roku 2018 o 11,6 % vyšší než v základní projekci, by nepatrně utlumilo růst reálného HDP, přičemž by poněkud zrychlil růst inflace měřené HICP (zhruba o 0,1–0,2 procentního bodu v letech 2016, 2017 a 2018).

2) Alternativní vývoj směnného kurzu

Tato citlivostní analýza obsahuje dvě alternativy vývoje směnného kurzu eura oproti základní projekci. První je založena na 25. percentilu rozdělení na základě rizikově neutrálních hustot pravděpodobnosti odvozených z opcí pro směnný kurz USD/EUR ke dni 15. února 2016. Tento vývoj předpokládá postupné oslabování eura vůči americkému dolaru až na kurz 1,00 USD/EUR v roce 2018, což je hodnota o 10,8 % nižší než předpoklad základní projekce pro uvedený rok. Druhá alternativa je založena na 75. percentilu stejného rozdělení a implikuje postupné posilování eura vůči americkému dolaru až na kurz 1,24 USD/EUR v roce 2018, což je hodnota o 11,2 % vyšší 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 52 %. V případě oslabení vede tento předpoklad k postupné divergenci efektivního směnného kurzu eura od základní projekce směrem dolů až na hodnotu, která je 5,8 % pod úroveň 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–

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

0,3 procentního bodu a inflaci měřenou HICP vyšší o 0,1–0,4 procentního bodu. V případě posílení kurzu vede tento předpoklad k postupné divergenci efektivního směnného kurzu eura od základní projekce směrem nahoru až na hodnotu, která je 5,5 % nad úroveň 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 nižší o 0,1–0,3 procentního bodu a inflaci měřenou HICP nižší o 0,1–0,4 procentního bodu.

3) Scénář synchronizovaného poklesu v rozvíjejících se tržních ekonomikách

Výhled hospodářského růstu v rozvíjejících se tržních ekonomikách se v posledních měsících zhoršil a pro projekce hospodářského růstu ve světě zesílila rizika zpomalení.

Základní projekce však předpokládá, že v horizontu projekcí bude v rozvíjejících se tržních ekonomikách docházet k postupnému mírnému oživení hospodářské aktivity. V tomto kontextu byl sestaven scénář, který analyzuje dopad razantnějšího synchronizovaného zpomalení na rozvíjejících se tržích na růst reálného HDP v eurozóně a inflaci měřenou HICP.

Tento scénář předpokládá, že zpomalení je vyvolané „tvrdým přistáním“ v Číně, neboť se naplní rizika ohrožující finanční stabilitu a odliv kapitálu naruší důvěru čínských spotřebitelů a podniků. Scénář „tvrdého přistání“ v Číně by s sebou přinesl silnější odeznívání domácích nerovnováh v Číně se zpomalením investic vedoucím k růstu nezaměstnanosti. Dále by se v tomto scénáři výrazně zpomalil růst soukromé spotřeby v Číně. Zhoršení finančních podmínek a slabší hospodářský výhled v Číně by se podle modelu rozšířily do dalších rozvíjejících se tržních ekonomik, které by byly ovlivněny přímým obchodním kanálem a prostřednictvím předpokládaného růstu nejistoty ve světě. V tomto scénáři je nejistota ve světě aproximována přechodným růstem indexu VIX⁵ o 10 procentních bodů, přičemž tento růst v horizontu projekcí odezní. Dále se očekává, že předpokládaný pokles cen akcií v Číně povede ke globálnímu poklesu cen akcií. Toto výraznější zpomalení v rozvíjejících se tržních ekonomikách je modelováno tak, aby v horizontu projekcí implikovalo trajektorii nižších cen komodit. Dále se předpokládá, že čínské orgány zmírní „tvrdé přistání“ tím, že umožní oslabení renminbi. Očekává se, že v důsledku efektů nákazy povede tento vývoj k oslabování měn rozvíjejících se tržních ekonomik. V důsledku toho směnné kurzy amerického dolaru, japonského jenu a eura v nominálním efektivním vyjádření v tomto scénáři posílí. Posilování těchto tří měn pak bude mít nepříznivé dopady na vývozní sektory Spojených států, Japonska a eurozóny, což v těchto oblastech povede k dalším tlakům na pokles inflace, především v důsledku nižších dovozních cen.

⁵ VIX je ukazatel implikované volatility cen opcí indexu S&P 500 vypočtené Chicago Board Options Exchange.

Hlavní předpoklady scénáře

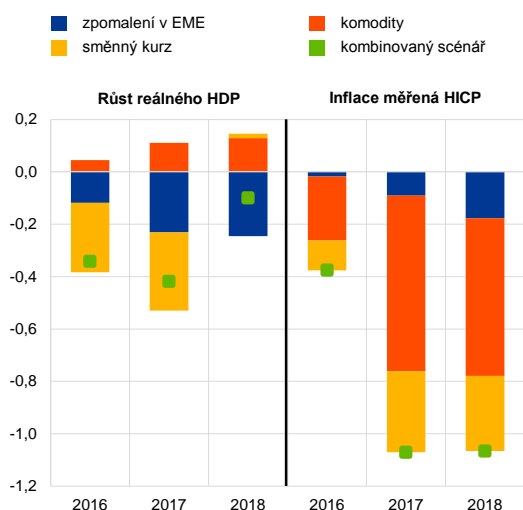
	2016	2017	2018
Domácí poptávka v Číně	-2,3	-4,7	-3,0
Světové akciové trhy	-20,0	-20,0	-20,0
Oslabení měn Číny a EME vůči měnám rozvinutých ekonomik	-5,0	-10,0	-10,0
Nominální efektivní směnný kurz eura	1,1	2,8	2,8
Ceny ropy (v USD za barel)	-8,8	-26,0	-37,8

Zdroj: pracovníci ECB.

Poznámky: Vypočteno jako odchylka procentních změn od základní projekce s výjimkou domácí poptávky v Číně, která je vypočtena jako odchylka procentních bodů od tempa růstu v základní projekci. Pokles čínského akciového indexu činí 40 % oproti základní projekci. „EME“ znamená rozvíjející se tržní ekonomiky.

Příspěvek k růstu reálného HDP a inflaci měřené HICP v eurozóně

(odchylka od tempa růstu v základní projekci v procentních bodech)



Zdroj: Pracovníci ECB.

Poznámky: Scénáře jsou sestavovány za použití více modelů. Předpokládá se exogenní měnová politika. „EME“ znamená rozvíjející se tržní ekonomiky.

V tomto scénáři by byly jak růst reálného HDP, tak inflace měřená HICP v eurozóně nižší než hodnoty základní projekce. Údaje z několika makroekonomických modelů sestavených pracovníky ECB naznačují, že zpomalení hospodářské aktivity na rozvíjejících se trzích by vedlo k nižší zahraniční poptávce eurozóny a tlumilo by tak v roce 2017 i 2018 růst reálného HDP a inflaci měřenou HICP v eurozóně. Související nižší ceny komodit (jak ropných, tak neropných) po zpomalení na rozvíjejících se trzích by po růstu reálného disponibilního důchodu domácností a vyšších podnikových ziscích posílily hospodářskou aktivitu v eurozóně. Současně by nižší ceny komodit vytvářely silný tlak na pokles inflace měřené HICP v eurozóně. V neposlední řadě by posilování eura vůči renminbi a dalším měnám rozvíjejících se trhů vyvíjelo další tlak na oslabení hospodářské aktivity a pokles cen v eurozóně. Lze tedy konstatovat, že

synchronizované hospodářské zpomalení v rozvíjejících se tržních ekonomikách vyvolané Čínou by v eurozóně představovalo výrazná rizika poklesu oproti základní projekci jak u růstu reálného HDP, tak u inflace měřené HICP.

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 zcela srovnávat s makroekonomickými projekcemi pracovníků ECB, neboť byly dokončovány v rozdílných obdobích. Navíc pro odvození předpokladů pro vývoj fiskálních, finančních a externích proměnných včetně cen ropy a dalších komodit používají odlišné (částečně nespecifikované) metody. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očišťování údajů o vliv počtu pracovních dnů (viz tabulka). Jak z tabulky vyplývá, většina prognóz, které jsou v současné době k dispozici od ostatních institucí, ukazuje vyšší růst reálného HDP a vyšší inflaci pro rok 2016, ale neliší se příliš od bodových prognóz uvedených v březnových projekcích pracovníků ECB pro roky 2017 a 2018 a s rezervou odpovídá 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		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projekce pracovníků ECB	březen 2016	1,4 [1,0-1,8]	1,7 [0,7-2,7]	1,8 [0,6-3,0]	0,1 [-0,2-0,4]	1,3 [0,6-2,0]	1,6 [0,8-2,4]
Evropská komise	únor 2016	1,7	1,9	–	0,5	1,5	–
OECD	únor 2016 / listopad 2015	1,4	1,7	–	0,9	1,3	–
Šetření Euro Zone Barometer	únor 2016	1,7	1,8	1,6	0,5	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	únor 2016	1,6	1,7	–	0,5	1,5	–
Výběrové šetření mezi prognostiky	leden 2016	1,7	1,8	1,7	0,7	1,4	1,6
MMF	leden 2016 / říjen 2015	1,7	1,7	–	1,0	1,3	–

Zdroje: European Commission Economic Forecast, Winter 2016; IMF World Economic Outlook, Update January 2016 (v případě HDP); IMF World Economic Outlook, October 2015 (v případě inflace měřené HICP); OECD Economic Outlook, Update February 2016 (v případě HDP); OECD Economic Outlook, November 2015 (v případě inflace měřené HICP); Consensus Economics Forecasts; MJEconomics a Výběrové šetření ECB mezi prognostiky. Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu a pracovníků ECB a prognózy OECD uvádějí meziroční tempa růstu očištěná o vliv počtu pracovních dní, zatímco Evropská komise a MMF pracují s meziročními tempy růstu, která o vliv počtu pracovních dní za rok očištěna nejsou. U ostatních prognóz se neuvádí, která z těchto metodik byla při vykazování údajů použita.

© 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.