

# prosinec 2018

## Makroekonomické projekce pro eurozónu sestavené odborníky Eurosystemu<sup>1</sup>

*Ve třetím čtvrtletí 2018 neočekávaně oslabil růst reálného HDP, což částečně odráželo přechodná omezení ve výrobě u producentů osobních vozidel. I když aktuální údaje byly slabší, než se očekávalo, výroba osobních vozidel v posledních měsících oživila a fundamentální faktory podporující hospodářskou expanzi v eurozóně zůstaly víceméně zachovány. Hospodářský růst by tedy měl v blízké budoucnosti oživit. Výhled růstu podle projekcí odráží dopad velmi akomodačního nastavení měnové politiky, zlepšující se podmínky na trhu práce, silnější rozvahy a určité fiskální uvolnění. Zmírnění růstu reálného HDP z 1,9 % v roce 2018 na 1,5 % v roce 2021 lze vysvětlit především zvyšujícím se nedostatkem nabídky pracovních sil v některých zemích a o něco méně příznivými podmínkami financování v horizontu projekcí. Očekává se, že inflace měřená HICP dosáhla ve třetím čtvrtletí 2018 vrcholu 2,1 % a do konce roku 2019 by měla dosáhnout nejnižší hodnoty 1,4 % a následně postupně zrust na úroveň 1,8 % v roce 2021. Tento model odráží prudký pokles inflace měřené HICP ve složce energií během roku 2019 ze stávající vysoké úrovně, neboť dopad silného dřívějšího růstu cen ropy odeznívá, přičemž inflace měřená HICP bez započtení cen potravin a energií by měla podle projekcí růst a odrážet tak pokračující hospodářskou expanzi a napjatější podmínky na trzích práce.*

### 1 Reálná ekonomika

**V porovnání s prvním pololetím 2018 hospodářská expanze ve třetím čtvrtletí oslabila.** Toto zpomalení růstu reálného HDP z 0,4 % v obou čtvrtletích první poloviny roku 2018 na 0,2 % ve třetím čtvrtletí částečně souvisí se zdržením některých výrobců osobních vozidel při absolvování nového celosvětově harmonizovaného zkušební postupu pro lehká vozidla, což jejich výrobce přimělo prudce omezit výrobu. Bylo tomu tak zejména v případě Německa, kde výroba

<sup>1</sup> Tyto makroekonomické projekce sestavené odborníky Eurosystemu slouží Radě guvernérů jako podklad pro hodnocení hospodářského vývoje a rizik pro cenovou stabilitu. Projekce sestavené pracovníky ECB nebo odborníky Eurosystemu Rada guvernérů neschvaluje ani nutně neodrážejí její názory na výhled pro eurozónu. Informace o použitých metodách a postupech naleznete v publikaci *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, ECB, červenec 2016, která je k dispozici na internetových stránkách ECB. Datum uzávěrky pro metodické předpoklady, jako jsou ceny ropy a směnné kurzy, bylo 21. listopadu 2018 (viz box 1). Datum uzávěrky pro použití dalších informací pro tyto projekce bylo 28. listopadu 2018. Stávající makroekonomické projekce pokrývají období let 2018–2021. Projekce na takto dlouhé období jsou spojeny s velmi vysokou mírou nejistoty a tuto skutečnost je při jejich interpretaci třeba vzít v úvahu. Viz článek „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections“ v Měsíčním bulletinu ECB z května 2013.

Na stránce <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> je k dispozici odkaz na soubor s přístupnou verzí dat, které sloužily jako podklad k vybraným tabulkám a grafům.

osobních vozidel výrazně oslabila a ve velké míře tak přispěla k poklesu tamního reálného HDP ve třetím čtvrtletí 2018. Ve třetím čtvrtletí znatelně pokleslo tempo růstu reálného HDP také v několika dalších zemích a odráželo tak zpomalení domácí poptávky.

**Tabulka 1**

**Makroekonomické projekce pro eurozónu<sup>1)</sup>**

(procentní změny za rok)

	prosinec 2018				září 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Reálný HDP	1,9	1,7	1,7	1,5	2,0	1,8	1,7
	[1,8–2,0] <sup>2)</sup>	[1,1–2,3] <sup>2)</sup>	[0,8–2,6] <sup>2)</sup>	[0,5–2,5] <sup>2)</sup>	[1,8–2,2] <sup>2)</sup>	[1,0–2,6] <sup>2)</sup>	[0,6–2,8] <sup>2)</sup>
Soukromá spotřeba	1,4	1,7	1,6	1,4	1,5	1,7	1,6
Vládní spotřeba	1,1	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
Hrubá tvorba fixního kapitálu	3,5	3,3	2,6	2,1	4,0	3,2	2,9
Vývoz <sup>3)</sup>	2,8	3,5	3,8	3,4	3,1	3,8	3,6
Dovoz <sup>3)</sup>	2,7	4,2	4,2	3,6	3,5	4,5	3,9
Zaměstnanost	1,4	0,9	0,8	0,6	1,4	0,9	0,8
Míra nezaměstnanosti (v % pracovní síly)	8,2	7,8	7,5	7,1	8,3	7,8	7,4
HICP	1,8	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7
	[1,8–1,8] <sup>2)</sup>	[1,1–2,1] <sup>2)</sup>	[0,9–2,5] <sup>2)</sup>	[0,9–2,7] <sup>2)</sup>	[1,6–1,8] <sup>2)</sup>	[1,1–2,3] <sup>2)</sup>	[0,9–2,5] <sup>2)</sup>
HICP bez započtení energií	1,3	1,5	1,7	1,8	1,3	1,6	1,8
HICP bez započtení energií a potravin	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
HICP bez započtení energií, potravin a změn nepřímých daní <sup>4)</sup>	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
Jednotkové mzdové náklady	1,7	1,3	1,6	1,8	1,6	1,3	1,7
Náhrada na zaměstnance	2,2	2,1	2,5	2,7	2,2	2,2	2,7
Produktivita práce	0,5	0,8	0,9	0,9	0,6	0,9	1,0
Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-0,5
Strukturální saldo rozpočtu (v % HDP) <sup>5)</sup>	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0
Hrubý dluh vládního sektoru (v % HDP)	84,9	83,0	80,9	79,0	84,8	82,8	80,6
Saldo běžného účtu (v % HDP)	3,0	2,7	2,6	2,5	3,2	2,8	2,8

1) Reálný HDP a jeho složky ukazují údaje očištěné o vliv počtu pracovních dní.

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 je k dispozici v boxu „Cyclical adjustment of the government budget balance“ v Měsíčním bulletinu ECB z března 2012 a v boxu „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position“ v Měsíčním bulletinu ECB ze září 2014.

**Projekce předpokládají, že oslabení ve třetím čtvrtletí 2018 je z velké míry přechodné a že následně dojde k oživení růstu.**

Kompozitní index vedoucích nákupů v říjnu a listopadu nadále klesal a v posledních měsících klesaly také ukazatele důvěry sestavované Evropskou komisí, avšak zůstaly nad svými dlouhodobými průměry a ukazovaly jen na mírný růst ve čtvrtém čtvrtletí. Současně poslední údaje o výrobě osobních vozidel v Německu ukazují na přechodnou povahu

tohoto zpomalení; v nadcházejících měsících se očekává další oživení výroby osobních vozidel směrem k obvyklé úrovni. Projekce předpokládají, že oslabení ve třetím čtvrtletí letošního roku je z velké míry přechodné a že růst následně oživí. Je třeba uvést, že tento profil víceméně odpovídá údajům z předstihových ukazatelů, jako jsou EuroCOIN a Conference Board Leading Economic Index.

**Ve střednědobém horizontu jsou základní veličiny nadále na úrovni umožňující pokračování hospodářského růstu.** Domácí poptávku by měla nadále podporovat řada příznivých faktorů. V ekonomice se nadále projevuje velmi akomodační nastavení měnové politiky ECB. Úvěrování soukromého sektoru pokračuje v růstu, který probíhá napříč zeměmi eurozóny a podporují ho zatím stále nízké, i když mírně vyšší úrokové sazby a příznivé podmínky bankovních úvěrů jak pro domácnosti, tak pro nefinanční podniky. K dynamice soukromých výdajů bude přispívat také menší potřeba snižovat zadluženost napříč sektory. Očekává se, že dopad uvolnění fiskální politiky v eurozóně jako celku bude mírně expanzivní. Velmi dobré podmínky na trhu práce a reálný růst čistého jmění by měly podpořit také zvyšování soukromé spotřeby a investic do rezidenčních nemovitostí. Současně budou nadále růst podnikové investice, a to v prostředí vyšších zisků, vysoké úrovně využívání kapacit a pravděpodobných investic do úspory pracovních sil v souvislosti s jejich rostoucím nedostatkem. Vývoz z eurozóny by měl těžit z probíhající expanze hospodářské aktivity ve světě a odpovídajícího růstu zahraniční poptávky eurozóny.

**Růst reálného HDP by však měl v horizontu projekcí mírně zpomalovat vzhledem k tomu, že některé příznivé faktory postupně slábnou.** V porovnání se silným růstem světového obchodu zaznamenaným v roce 2017 a počátkem roku 2018 by v horizontu projekcí měla podpora zahraniční poptávky slábnout a finanční podmínky by měly být o něco méně prorůstové. Růst zaměstnanosti by měl v horizontu projekcí výrazně zpomalit, a to především v souvislosti se stále více svazujícím nedostatkem pracovních sil v některých zemích. Růst podnikatelských investic by měl podle projekcí slábnout v důsledku slabšího růstu celkové poptávky, přísnějších podmínek financování, skončení fiskálních pobídek a strukturálních změn, jako jsou nepříznivé demografické faktory. Ty budou nepříznivě ovlivňovat i růst investic do rezidenčních nemovitostí.

**V důsledku vyšších fiskálních transferů by měl růst reálného disponibilního důchodu v roce 2019 posílit; od roku 2020 pak bude oslabovat.** Podle projekcí by podíl hrubých mezd a platů na růstu nominálního disponibilního důchodu v roce 2019 měl mírně poklesnout v důsledku dopadu slabšího růstu zaměstnanosti. Po roce 2019 by měl tento podíl zůstat víceméně beze změny, neboť očekávané posílení růstu nominálních mezd kompenzuje další zpomalení růstu zaměstnanosti. Nepracovní příjmy by měly v roce 2019 růst mírněji a následně po zbytek horizontu projekcí by měl jejich růst získat na dynamice, v souladu s růstem zisků. V důsledku kombinace snižování přímého zdanění a růstu transferů domácnostem by měl být ve velkých zemích eurozóny příspěvek čistých fiskálních transferů v roce 2019 kladný – poprvé od roku 2010; v roce 2020 by měl být víceméně neutrální a v roce 2021 mírně restriktivní, a to v kontextu nižších transferů domácnostem a postupně rostoucího přímého zdanění. Celkově by měl růst reálného disponibilního důchodu v roce 2019 posílit, ale v letech 2020–2021 by měl oslabovat. Toto oslabení by mělo

být umocněno předpokládaným zrychlením tempa růstu spotřebitelské inflace. Navíc by se složení růstu disponibilního důchodu mělo stát méně příznivým pro výdaje domácností, neboť disponibilní důchod bude tažen více mzdami než zaměstnaností – a na její změny spotřeba typicky reaguje o něco výrazněji.

**V blízkém horizontu by měla mírně oživit dynamika soukromé spotřeby.** Podle očekávání měla soukromou spotřebu ve třetím čtvrtletí 2018 tlumit výrazná omezení ve výrobě osobních vozidel, což znamenalo zpoždění v plnění dodávek. Zatím příznivá spotřebitelská důvěra, další očekávaná zlepšení podmínek na trhu práce a rostoucí reálné mzdy na zaměstnance naznačují silnější růst spotřeby v příštích několika čtvrtletích, umocněný kladným vlivem fiskálního uvolnění v určitých zemích.

**Růst soukromé spotřeby by měl být podporován příznivými podmínkami bankovních úvěrů, posilovanými měnověpolitickými opatřeními ECB, a pokrokem dosaženým ve snižování zadluženosti.** Úrokové sazby bankovních úvěrů by v horizontu projekcí měly růst mírným tempem. Dopad rostoucích úrokových sazeb bankovních úvěrů na hrubé úrokové platby by však měl být omezený v důsledku dlouhodobé splatnosti úvěrů poskytnutých domácnostem a relativně malého podílu úvěrů s proměnlivou úrokovou sazbou v rozvahách domácností. I přes tento nárůst by měly hrubé úrokové platby zůstat na nízké úrovni a podporovat tak soukromou spotřebu. Dále by mělo v reálné vyjádření růst také čisté jmění, i když o něco pomalejším tempem než v předchozích letech. Společně s pokrokem dosaženým při snižování zadluženosti by rostoucí reálné čisté jmění mělo podporovat také spotřebu, i když hrubá zadluženost domácností zůstává na úrovních převládajících před světovou finanční krizí.

**Míra úspor domácností by měla v horizontu projekcí postupně růst směrem k historicky obvyklejším hodnotám.** Tento návrat k obvyklým hodnotám odráží probíhající cyklickou expanzi a měnící se strukturu růstu důchodu. Navíc se očekává, že soukromé domácnosti v reakci na snižování přímých daní a na dočasný růst veřejných transferů zvýší úspory.

## Box 1

Metodické předpoklady o úrokových sazbách, směnných kurzech a cenách komodit

**V porovnání s projekcemi ze září 2018 zahrnují metodické předpoklady slabší efektivní kurz eura, nižší ceny ropy v amerických dolarech a mírně vyšší dlouhodobé úrokové sazby.**

Metodické předpoklady o úrokových sazbách a cenách komodit vycházejí z tržních očekávání s datem pro uzávěrku údajů 21. listopadu 2018. 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 2019 na -0,3 %, v roce 2020 na 0,0 % a v roce 2021 na 0,3 %. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně implikují průměrnou hodnotu 1,4 % v roce 2019, 1,7 % v roce 2020 a 1,9 %

v roce 2021.<sup>2</sup> V porovnání s projekcemi ze září 2018 byla tržní očekávání krátkodobých úrokových sazeb revidována směrem dolů, a to o 4 bazické body pro roky 2019 a 2020, zatímco očekávání dlouhodobých úrokových sazeb byla revidována směrem nahoru o 13 bazických bodů pro rok 2019 a o 15 bazických bodů pro rok 2020.

Pokud jde o ceny komodit, na základě vývoje na trzích s futures (průměr za dvoutýdenní období končící ke dni uzávěrky 21. listopadu 2018) se očekává, že cena barelu ropy Brent poklesne z úrovně 71,8 USD v roce 2018 na 67,5 USD v roce 2019 a dále pak oslabí na 65,9 USD v roce 2021. Z tohoto vývoje vyplývá, že v porovnání s projekcemi ze září 2018 jsou ceny ropy v amerických dolarech v roce 2018 vyšší o 0,4 %, v roce 2019 nižší o 5,8 % a v roce 2020 nižší o 3,2 %. Ceny neenergetických komodit v amerických dolarech by měly být v roce 2019 o něco nižší než v roce 2018 a po zbytek období projekcí oživovat.<sup>3</sup>

Očekává se, že dvoustranné směnné kurzy eura zůstanou v horizontu projekcí beze změny na průměrné úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky 21. listopadu 2018. To by znamenalo, že průměrný směnný kurz eura bude v roce 2018 na úrovni 1,18 USD za euro a v letech 2019–2021 na úrovni 1,14 USD za euro, tj. prakticky beze změny v porovnání s projekcemi ze září 2018. Efektivní směnný kurz eura (vůči 38 obchodním partnerům) je o 0,5 % slabší ve srovnání s předpokladem z letošních zářijových projekcí.

#### Metodické předpoklady

	prosinec 2018				září 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Tříměsíční sazba EURIBOR (v % p.a.)	-0,3	-0,3	0,0	0,3	-0,3	-0,2	0,0
Výnosy desetiletých státních dluhopisů (v % p.a.)	1,1	1,4	1,7	1,9	1,1	1,3	1,6
Cena ropy (v USD za barel)	71,8	67,5	66,8	65,9	71,5	71,7	69,0
Ceny neenergetických komodit v USD (procentní změny za rok)	3,0	-1,4	4,4	4,3	1,9	-2,6	4,2
Směnný kurz USD/EUR	1,18	1,14	1,14	1,14	1,18	1,14	1,14
Nominální efektivní směnný kurz eura (EER38) (procentní změny za rok)	5,2	0,0	0,0	0,0	5,1	0,6	0,0

**Růst investic do rezidenčních nemovitostí by měl pokračovat, i když mírnějším tempem.** Růst investic do rezidenčních nemovitostí patrně dosáhl vrcholu počátkem roku 2018 a v následujících čtvrtletích ztratil dynamiku. Toto oslabení v porovnání s dynamicky rostoucím trhem s bydlením v letech 2016 a 2017 odráží především dopad rostoucích omezení na straně nabídky – především nedostatek pracovních sil – v některých zemích. Během horizontu projekcí přetrvávají nejdůležitější podmínky pro další růst investic do rezidenčních nemovitostí, přičemž výběrová

<sup>2</sup> 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 zůstanou v horizontu projekcí konstantní.

<sup>3</sup> 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 2019 sledovat ceny futures a dále se budou vyvíjet podle hospodářské aktivity ve světě.

šetření ukazují na to, že stále větší počet domácností plánuje během příštích dvou let nákup či stavbu rezidenční nemovitosti nebo její opravu. V souladu s očekávaným postupným zpomalováním tempa růstu reálného disponibilního důchodu a o něco přísnějšími podmínkami financování by však měla dynamika této expanze zmírnit. Takové zmírnění může nastat také z důvodu stále více svazujících kapacitních omezení v sektoru stavebnictví a nepříznivých demografických trendů v některých zemích.

**Oživení podnikatelských investic by mělo v horizontu projekcí nadále pokračovat, i když od roku 2019 postupně klesajícím tempem.** Podnikatelské investice během roku 2018 podle odhadů výrazně vzrostly a zvýšily tak svůj podíl na reálném HDP v eurozóně na předkrizovou maximální úroveň. Pokud jde o další vývoj, kromě celkové příznivé perspektivy na straně poptávky se očekává, že podnikatelské investice budou nadále podporovány řadou faktorů: důvěra podnikatelského sektoru, i když o něco slabší než zpočátku roku 2018, zůstává nad průměrnou úrovní a podporovat by ji měla příznivá očekávání v oblasti výroby a objem zakázek; využívání kapacit zůstává výrazně nad dlouhodobým průměrem a velká část výrobních podniků uvádí nedostatek zařízení jako jeden z faktorů omezujících výrobu; podmínky financování by měly zůstat prorůstové, i když by se měly v horizontu projekcí postupně zpříšňovat; předpokládá se, že se zvýší zisky v souvislosti se sektorem nefinančních podniků již tak vykazujícím nadbytek hotovosti; a podniky možná zvýší investice jako způsob, jak kompenzovat omezení na straně nabídky pracovních sil. Navíc pákový poměr nefinančních podniků v posledních letech poklesl díky oživení cen akcií, pokračující akumulaci aktiv a mírnému růstu dluhového financování, i když konsolidovaná hrubá zadluženost je stále nad předkrizovou úrovní. Postupná ztráta dynamiky podnikatelských investic během horizontu projekcí odráží celkové zpomalení domácí i zahraniční poptávky a také růst úrokových sazeb z bankovních úvěrů nefinančním podnikům. Podnikové investice by mělo ve střednědobém horizontu omezovat také očekávané ukončení zvláštních fiskálních pobídek a nepříznivé vlivy určitých strukturálních změn (jako jsou nepříznivé demografické faktory).

## Box 2

### Mezinárodní prostředí

---

#### **I když hospodářská aktivita ve světě zatím zůstávala odolná, objevují se známky zpomalení.**

Světová ekonomika v druhém čtvrtletí 2018 rostla nadále stabilním tempem a výsledky za Spojené státy a Spojené království stále ukazují na odolnou hospodářskou činnost, a to nehledě na pokles produktu v Japonsku, který z velké míry odráží přechodné faktory spojené s přírodními katastrofami. Pokud jde o rozvíjející se tržní ekonomiky, dobře se vedlo Číně, zatímco stabilizace sentimentu a související posílení turecké liry ukazují na poněkud méně výrazné oslabení hospodářské aktivity v Turecku, než se dříve očekávalo.

#### **V blízkém horizontu by cyklická dynamika globální ekonomiky měla světovou hospodářskou aktivitu podporovat.**

Rozvinuté ekonomiky nadále těží z akomodační měnové politiky a značného fiskálního stimulu ve Spojených státech. Dřívější růst cen ropy také pomohl stabilizovat investice v řadě ekonomik vyvážejících ropu. Nicméně obchodní napětí mezi Spojenými státy a Čínou se vyhrlo a přetrvává zvýšená nejistota týkající se budoucích obchodní vztahů – s dopadem na

hospodářskou aktivitou ve světě. Obavy týkající se světového obchodu, postupný návrat měnových politik v rozvinutých ekonomikách k běžnému stavu a hospodářskopolitické nejistoty vedly v letních měsících ke zpřísnění finančních podmínek, zejména v některých rozvíjejících se tržních ekonomikách. I když se zdá, že se rizika ve světě v poslední době stabilizovala, finanční investoři mají nadále averzi vůči rozvíjejícím se tržním ekonomikám s výraznými nerovnováhami, silnou potřebou vnějšího financování a omezeními v oblasti politik.

**Pokud jde o vývoj v následujícím období, měl by růst světové ekonomiky zůstat stabilní.** Na jedné straně to odráží předpokládané cyklické zpomalení ve vyspělých ekonomikách a přechod Číny k trajektorii nižšího hospodářského růstu. Ve většině rozvinutých ekonomik jsou záporné mezery výstupu již uzavřeny nebo se zužují a podpůrná opatření budou postupně ukončena. Navíc přesto, že se předpokládá udržení stávajícího obchodního vztahu mezi Spojeným královstvím a EU27 do konce roku 2020, očekávaný přechod k novému obchodnímu vztahu počínaje rokem 2021 do určité míry negativně zasáhne hospodářský růst Spojeného království. Na druhé straně výhled hospodářské aktivity ve světě také odráží očekávané oživení hospodářské aktivity v několika rozvíjejících se tržních ekonomikách v horizontu projekcí, zejména v těch, které byly nepříznivě ovlivněny nedávnými turbulencemi na finančních trzích. Celkově se očekává, že tempo světového hospodářského růstu (mimo eurozónu) bude v roce 2018 na úrovni 3,8 % a v roce 2021 poklesne na 3,6 %.

**V porovnání s projekcemi ze září 2018 byl růst HDP ve světě revidován směrem dolů.** Tyto revize směrem dolů odrážejí slabší výhled rozvíjejících se tržních ekonomik, zatímco výhled hospodářské aktivity ve vyspělých ekonomikách zůstává víceméně beze změny.

#### Mezinárodní prostředí

(procentní změny za rok)

	prosinec 2018				září 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Reálný HDP ve světě (mimo eurozónu)	3,8	3,5	3,6	3,6	3,9	3,7	3,7
Světový obchod (mimo eurozónu) <sup>1)</sup>	5,1	3,5	3,6	3,6	4,6	3,9	3,8
Zahraniční poptávka eurozóny <sup>2)</sup>	4,3	3,1	3,5	3,4	4,1	3,6	3,6

1) Vypočítá se jako vážený průměr dovozu.

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

**Předpokládá se, že s dozráváním světového hospodářského cyklu a zatížením obchodu novými cly, zejména ve Spojených státech a v Číně, dynamika světového obchodu v roce 2019 zpomalí.** Ve střednědobém horizontu jsou projekce obchodu ukotveny kolem názoru, že světový dovoz bude růst víceméně v souladu se světovou hospodářskou aktivitou. Celkově by zahraniční poptávka v eurozóně měla v roce 2018 vzrůst o 4,3 % a do roku 2021 zpomalit na 3,4 %. V porovnání s projekcemi ze září 2018 byla zahraniční poptávka eurozóny revidována pro rok 2018 směrem nahoru v důsledku výraznější dynamiky zaznamenané v první polovině roku 2018. Revize směrem dolů pro rok 2019 a 2020 odrážejí mechanický dopad vyšších dvoustranných cel ve Spojených státech a v Číně a v menší míře mírně slabší hospodářskou aktivitu ve světě.

**Vývoz mimo eurozónu by měl v blízkém období převýšit zahraniční poptávku a následně růst v souladu s ní.** Očekává se, že vývoz z eurozóny poroste během roku 2019 o něco rychlejším tempem než zahraniční poptávka, což implikuje určitý

nárůst tržního podílu v krátkodobém horizontu v důsledku zlepšující se cenové konkurenceschopnosti ve všech zemích eurozóny (v souvislosti s tím, že tempo růstu jejich vývozních cen je nižší než v případě jejich konkurentů). Ve střednědobém horizontu se očekává, že vývoz z eurozóny poroste v souladu se zahraniční poptávkou. Dovoz ze zemí mimo eurozónu by měl těžit z pozitivního vývoje poptávky a v nadcházejících čtvrtletích ze silnějšího eura. Po nízkém kladném příspěvku čistého obchodu k hospodářskému růstu v roce 2018 by měl být tento příspěvek v horizontu projekcí víceméně neutrální.

**Tempo růstu zaměstnanosti by mělo klesnout, neboť hospodářská aktivita zpomalí a nedostatek pracovních sil by měl být v některých zemích stále více svazující.** Růst počtu zaměstnanců ve třetím čtvrtletí 2018 zpomalil poté, co byla v první polovině roku zaznamenána čtvrtletní tempa růstu o 0,4 %, což odráží zpomalení hospodářské aktivity od počátku roku 2018. Výhledové průzkumy naznačují pokračující růst zaměstnanosti v krátkodobém horizontu, i když v roce 2019 tlumený snižováním počtu pracovních míst ve veřejném sektoru, očekávaným zavedením systému předčasného odchodu do důchodu a očekávaným propouštěním v kontextu zvyšování minimálních mezd v některých zemích. V zásadě se předpokládá, že dynamika růstu zaměstnanosti do určité míry během horizontu projekcí oslabí a bude převážně odpovídat zpomalení hospodářské aktivity.

**Během horizontu projekcí se očekává zvyšování objemu pracovní síly, avšak pomalejším tempem.** To odráží předpokládanou čistou imigraci pracovníků, očekávanou integraci uprchlíků a probíhající zvyšování míry participace na trhu práce. Dopad těchto faktorů by však měl během horizontu projekcí slábnout a růst by měl nepříznivý dopad stárnutí populace s tím, jak starší ročníky opouštějí pracovní proces v hojnějším počtu než mladší ročníky, které do něj vstupují.

**V roce 2021 se očekává pokles míry nezaměstnanosti na 7,1 %.** Míra nezaměstnanosti se ve třetím čtvrtletí 2018 snížila na 8,1 %, což je nejnižší úroveň od posledních měsíců roku 2008. Pokud jde o další vývoj, počet nezaměstnaných by měl nadále výrazně klesat a blížit se nejnižší úrovni před krizí.

**Produktivita práce by se měla v horizontu projekcí zotavit a odrážet tak svůj cyklický průběh.** Po silném růstu v roce 2017 produktivita práce v prvních třech čtvrtletích 2018 mezičtvrtletně stagnovala a odrážela tak nečekané oslabení hospodářské aktivity. Pokud jde o vývoj v budoucnu, výše uvedené zpomalení růstu zaměstnanosti, rostoucí využívání kapitálu v kontextu snižujícího se objemu nevyužitých kapacit, nárůst počtu odpracovaných hodin na osobu a určitý nárůst souhrnné produktivity výrobních faktorů naznačují, že se růst produktivity práce v horizontu projekcí zvýší, i když na úroveň mírně pod předkrizovou průměrnou hodnotu 1,0 %.

**V porovnání s projekcemi ze září 2018 byl růst reálného HDP pro léta 2018 a 2019 revidován mírně směrem dolů.** To odráží slabší výsledné údaje ve třetím čtvrtletí 2018 a související nižší přenosový efekt do roku 2019. Přitom co se týče roku 2019 i 2020, zatímco mírně vyšší dlouhodobé zápůjční sazby, nižší kurzy akcií a nižší zahraniční poptávka budou tlumit hospodářskou aktivitu, očekává se, že tyto



efekty budou víceméně kompenzovány příznivým vlivem nižších cen ropy, slabšího efektivního směnného kurzu eura a určitého dodatečného fiskální uvolňování.

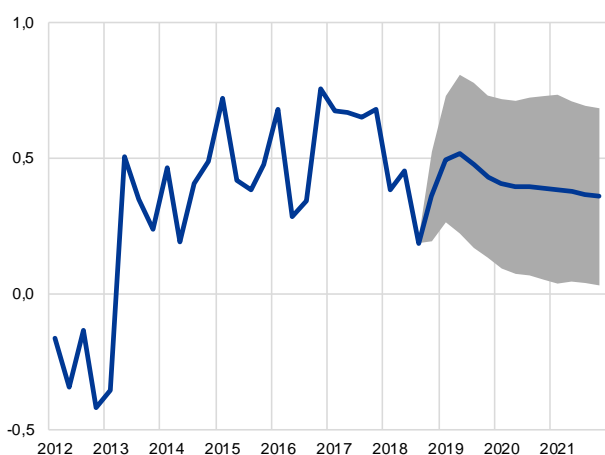
## Graf 1

### Makroekonomické projekce<sup>1)</sup>

(čtvrtletní údaje)

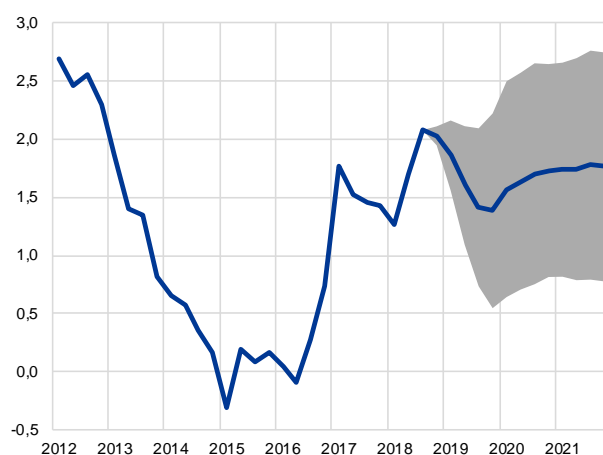
#### Reálný HDP v eurozóně<sup>2)</sup>

(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.

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Údaje očištěné o vliv počtu pracovních dnů.

## 2

### Ceny a náklady

**Předpokládá se, že inflace měřená HICP dosáhla své nejvyšší úrovně ve třetím čtvrtletí 2018 a že do konce roku 2019 bude klesat a poté bude po zbytek horizontu projekcí postupně posilovat.** Stávající vysoké míry inflace měřené HICP ve složce energií, související se silným růstem cen ropy v minulosti, by měly v horizontu projekcí značně klesnout vzhledem k mírně sestupnému sklonu křivky futures na ceny ropy. Inflace měřená HICP ve složce potravin by měla být v horizontu projekcí poměrně stabilní a dosáhnout v průměru 1,9 %. Předpokládá se, že tlaky na jádrovou inflaci postupně porostou v důsledku lepší cyklické pozice ekonomiky a souvisejícího posilování tempa růstu mezd. Tlak na růst mezd by měla vyvolávat zejména omezení na straně nabídky pracovních sil v některých zemích. Dále se očekávají některé další tlaky posilující jádrovou inflaci vycházející mimo jiné z vývoje vnějších cen s tím, jak minulý růst cen ropy nepřímo ovlivňuje inflaci měřenou HICP bez započtení cen energií a potravin. Inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin by měla růst a v roce 2021 dosáhnout úrovně 1,8 %.

**Růst mezd by měl v horizontu projekcí znatelně oživit s tím, jak se nadále zpřísňují podmínky na trzích práce a slabně vliv faktorů, které v posledních několika letech růst mezd v některých zemích tlumily.** Tempo růstu náhrad na

zaměstnance by se z úrovně 2,2 % v roce 2018 mělo znatelně zvýšit na 2,7 % v roce 2021.<sup>4</sup> Hlavním faktorem oživení růstu mezd je očekávané další zlepšování podmínek na trzích práce v eurozóně – s rostoucím napětím na těchto trzích a významnými omezeními na straně nabídky pracovních sil v některých částech eurozóny. V souladu s pozicí ekonomiky v rámci hospodářského cyklu se očekává, že posilování tempa růstu náhrad na zaměstnance bude podpořeno pevnějším růstem sjednaných mezd. Vedle cyklické dynamiky lze také očekávat, že nedávné výrazné oživení celkové inflace přispěje k vyššímu růstu mezd v zemích eurozóny, kde procesy tvorby mezd zahrnují retrospektivní prvky. Také efekty tlumící mzdy vyplývající z faktorů souvisejících s krizí, například potřeba mírnit růst mezd s cílem obnovit v některých zemích cenovou konkurenceschopnost a odkládané omezení růstu mezd související se svazující nepružností nominálních mezd směrem dolů během krize, by měly s pokračováním hospodářského růstu a jeho rozšířením i do ostatních zemí eurozóny postupně odeznít. Dále se očekává, že některá vládní opatření, která omezila růst mezd v minulosti, budou hrát menší úlohu a některé země zavedly růst minimální mzdy, který by se mohl přenést do distribuce mezd.

**Ziskové marže by se měly v horizontu projekcí vyvíjet příznivěji než v roce 2018.** Slabší vývoj ziskových marží v roce 2018 odráží zejména nedávné zhoršení směnné relace, ale také určitou ztrátu cyklické dynamiky. Příznivější výhled ziskových marží po roce 2018 odráží očekávaný kladný vývoj ve schopnosti podniků určovat ceny.

**Vnější cenové tlaky by měly zůstat kladné, ale v horizontu projekcí by měly o něco zmírnit.** Očekává se, že roční tempo růstu deflátoru dovozu po roce 2018 zmírní. Odrážejí se tak určité tlumící vlivy mírně sestupného vývoje cen ropy zahrnutého v předpokladech, zatímco u cen neropných komodit a jadrových světových cenových tlaků se v horizontu projekcí předpokládá růst.

**V porovnání s projekcemi ze září 2018 byla projekce inflace měřené HICP upravena pro rok 2019 směrem dolů.** Vývoj inflace měřené HICP bez započtení cen energií a potravin je mírně nižší vzhledem k mírně slabšímu výhledu hospodářského růstu a vývoje mezd. Pokud jde o celkovou inflaci měřenou HICP, revize inflace měřené HICP bez započtení cen energií a potravin se skládá z dolů směřujících revizí ve složce energií pro rok 2019, ale je kompenzována nahoru směřujícími revizemi ve složce energií pro rok 2020. Tyto revize ve složce energií víceméně sledují změny předpokladů cen ropy, které byly revidovány směrem dolů v krátkodobém horizontu, ale nyní je jejich sestupný sklon mírnější než v předchozích projekcích.

<sup>4</sup> Přechodné zpomalení tempa růstu náhrad na zaměstnance v roce 2019 odráží provádění fiskálního opatření ve Francii, jmenovitě přeměnu daňového zápočtu (Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – CICE) na trvalé snížení příspěvku zaměstnavatelů na sociální zabezpečení. Jelikož je pokles růstu náhrady na zaměstnance a jednotkových mzdových nákladů z velké části vykompenzován odpovídajícím nárůstem ziskových marží, dopad na tvorbu cen by měl být omezený.

### 3 Fiskální výhled

**Projekce předpokládají, že v roce 2018 bude nastavení fiskální politiky v eurozóně celkově neutrální, v roce 2019 a 2020 mírně uvolněné a v roce 2021 opět neutrální.** Nastavení fiskální politiky se měří změnou cyklicky očištěného primárního salda bez státní podpory finančního sektoru. K uvolněnému nastavení fiskální politiky v roce 2019 bude přispívat především snížení přímých daní a příspěvků na sociální zabezpečení a také vyšší transfery v některých zemích. V roce 2020 přispívá k tomuto uvolnění další snížování přímých daní a příspěvků na sociální zabezpečení a také stále poměrně silný růst výdajů v některých zemích, ačkoli v menší míře než v roce 2019.

**Po zlepšení v roce 2018 se očekává během období 2019 až 2021 mírné zhoršení rozpočtového salda eurozóny, zatímco ukazatel zadluženosti si zachovává klesající tendenci.** Zvyšování schodku veřejných financí je důsledkem zhoršování cyklicky očištěného primárního salda. To je částečně kompenzováno mírným poklesem úrokových nákladů, vyplývajícím z nahrazení nákladného starého dluhu novým dluhem emitovaným při nižších úrokových sazbách, zatímco cyklická složka zůstává víceméně beze změny. Sestupnou tendenci poměru vládního dluhu k HDP podporují kladná primární salda a příznivý diferenciál mezi úrokovou sazbou a tempem růstu. V porovnání s makroekonomickými projekcemi ze září 2018 se výhled schodku zhoršil v důsledku méně příznivého primárního salda, zatímco poměr dluhu k HDP byl revidován mírně směrem nahoru následkem nižších primárních sald a revize historických dat směrem nahoru.

#### Box 3

##### Citlivostní analýzy

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

#### 1) Alternativy vývoje cen ropy

**Tato citlivostní analýza má za cíl vyhodnotit možné důsledky alternativ vývoje cen ropy.**

Metodické předpoklady o vývoji cen ropy pro základní projekce, založené na trzích s futures na ropu, očekávají trend mírného poklesu cen ropy, takže cena barelu ropy typu Brent by na konci roku 2021 dosáhla úrovně kolem 66 USD. Analyzovány byly dvě alternativy vývoje cen ropy. První je založena na nižším 25. percentilu rozdělení na základě hustot pravděpodobnosti odvozených z opcí pro cen ropy ke dni 21. listopadu 2018. Tato alternativa předpokládá postupné oslabení ceny ropy na 48,8 USD za barel v roce 2021, což je hodnota o 25,9 % nižší než předpoklad základní projekce pro uvedený rok. Za použití průměru výsledků řady makroekonomických modelů pracovníků ECB by měla tato alternativa určitý posilující vliv na tempo růstu reálného HDP, zatímco inflace měřená HICP by byla v roce 2019 o 0,5 procentního bodu nižší, v roce 2020 o 0,4 procentního bodu nižší a v roce 2021 o 0,2 procentního bodu nižší. Druhá alternativa je

založena na horním 25. percentilu stejného rozdělení a implikuje nárůst ceny ropy přibližně na 83 USD za barel v roce 2021, což je hodnota o 25,9 % vyšší než předpoklad základní projekce pro uvedený rok. Tato alternativa by měla za následek rychlejší růst inflace měřené HICP, která by byla v roce 2019 o 0,5 procentního bodu vyšší, v roce 2020 o 0,4 procentního bodu vyšší a v roce 2021 o 0,2 procentního bodu vyšší, zatímco růst reálného HDP by byl v letech 2019 až 2021 o něco nižší.

## 2) Alternativní vývoj směnného kurzu

**Tato citlivostní analýza se zabývá vlivy posilování směnného kurzu eura.** Tento scénář je konzistentní s rozdělením na základě rizikově neutrálních hustot pravděpodobnosti odvozených z opcí pro směnný kurz USD/EUR ke dni 21. listopadu 2018, který je výrazně vychýlen k posílení eura. 75. percentil rozdělení předpokládá posilování eura vůči americkému dolaru až na kurz 1,34 USD/EUR v roce 2021, což je hodnota o 18,5 % vyšší než předpoklad základní projekce pro uvedený rok. Příslušný předpoklad ohledně nominálního efektivního směnného kurzu eura odráží obvyklé tendence minulého vývoje, přičemž změny kurzu USD/EUR odpovídají změnám efektivního směnného kurzu s elasticitou těsně nad jednu polovinu. V tomto scénáři naznačuje průměr výsledků řady makroekonomických modelů pracovníků ECB tempo růstu reálného HDP nižší o 0,3 procentního bodu pro rok 2019, o 0,6 procentního bodu pro rok 2020 a o 0,2 procentního bodu pro rok 2021. Inflace měřená HICP by byla v roce 2019 nižší o 0,3 procentního bodu a v roce 2020 a 2021 nižší o 0,6–0,7 procentního bodu.

---

### Box 4

#### Prognózy dalších institucí

---

**Pro eurozónu je k dispozici řada prognóz od různých mezinárodních institucí i organizací v soukromém sektoru.** Tyto prognózy však nejsou vzájemně přesně srovnatelné ani je nelze striktně srovnávat s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu, neboť byly dokončovány v rozdílných obdobích. Navíc pro odvození předpokladů pro vývoj fiskálních, finančních a externích proměnných včetně cen ropy a dalších komodit používají odlišné (částečně nespecifikované) metodiky. Jednotlivé prognózy se liší také metodikou očištění údajů o vliv počtu pracovních dnů (viz tabulka).

**Jak vyplývá z tabulky, prognózy růstu reálného HDP a inflace měřené HICP, které jsou momentálně k dispozici od ostatních institucí, do velké míry odpovídají rozpětím kolem projekcí odborníků Eurosystemu (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			
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Projekce odborníků Eurosystemu	prosinec 2018	1,9	1,7	1,7	1,5	1,8	1,6	1,7	1,8
		[1,8–2,0]	[1,1–2,3]	[0,8–2,6]	[0,5–2,5]	[1,8–1,8]	[1,1–2,1]	[0,9–2,5]	[0,9–2,7]
Evropská komise	listopad 2018	2,1	1,9	1,7	–	1,8	1,8	1,6	–
OECD	listopad 2018	1,9	1,8	1,6	–	1,8	1,9	1,9	–
Šetření Euro Zone Barometer	listopad 2018	2,0	1,7	1,6	1,4	1,8	1,7	1,7	1,7
Prognózy Consensus Economics	listopad 2018	2,0	1,7	1,4	1,4	1,8	1,7	1,7	1,8
Výběrové šetření mezi prognostiky	říjen 2018	2,0	1,8	1,6	–	1,7	1,7	1,7	–
MMF	říjen 2018	2,0	1,9	1,7	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9

Zdroje: European Commission European Economic Forecast, Autumn 2018; IMF World Economic Outlook, October 2018; OECD Economic Outlook, November 2018; Consensus Economics Forecasts, November 2018; údaje na rok 2020 a 2021 pro Consensus Economics jsou převzaty z výběrového šetření dlouhodobých prognóz; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, November 2018; údaje na rok 2020 a 2021 pro Euro Zone Barometer jsou převzaty z výběrového šetření dlouhodobých prognóz; a ECB Survey of Professional Forecasters, October 2018.  
Poznámky: Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu a pracovníků ECB i 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, 2018

Poštovní adresa: 60640 Frankfurt am Main, Německo

Telefon: +49 69 1344 0

Internetové stránky: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Všechna práva vyhrazena. Reprodukce pro vzdělávací a nekomerční účely je povolena za předpokladu, že je uveden zdroj.

ISSN 2529-4636 (pdf)

Katalogové číslo EU QB-CF-18-002-CS-N (pdf)