



Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – september 2017¹

Hospodárska expanzia v eurozóne by mala podľa projekcií v sledovanom období pokračovať tempom, ktoré výrazne prekračuje tempo rastu potenciálneho produktu. Očakáva sa, že po dosiahnutí pokrízového maxima 2,2 % v roku 2017 sa bude ročný rast reálneho HDP v rokoch 2018 a 2019 pohybovať na priemernej úrovni 1,8 %. Výrazne akomodačné nastavenie menovej politiky, výsledky dosiahnuté v procese oddlžovania jednotlivých sektorov a pokračujúce zlepšovanie podmienok na trhu práce by mali podporovať domáci dopyt. Napriek nedávnomu zhodnoteniu eura sa zároveň očakáva, že globálne oživenie bude podporovať vývoz z eurozóny.

Celková inflácia by sa mala v krátkodobom horizonte znížiť, najmä pôsobením základných efektov v rámci energetickej zložky. Následne by mala zase stúpnuť a v roku 2019 by mala dosiahnuť 1,5 %. Hoci jadrovú infláciu tlmí nedávne zhodnocovanie výmenného kurzu eura, v priebehu času by sa mala v súlade s očakávanou absorpciou nevyužitých kapacít postupne zvyšovať.

1

Reálna ekonomika

Z priaznivých ukazovateľov nálady vyplýva naďalej výrazné hospodárske oživenie. Reálny HDP v druhom štvrtroku 2017 vzrástol o 0,6 %, k čomu do značnej miery prispel domáci dopyt. Podmienky na trhu práce sa v posledných mesiacoch aj naďalej zlepšujú a miera nezamestnanosti sa znižuje rýchlejšie, než sa očakávalo. Tempo rastu vývozu, ktoré začiatkom roka 2017 zaznamenalo vysoké hodnoty, by sa malo do istej miery znormalizovať. Rast reálneho HDP by sa preto mal v najbližšom období mierne oslabiť, no v súlade so zvýšenou úrovňou podnikateľskej a spotrebiteľskej nálady by mal zostať vysoko nad úrovňou rastu potenciálneho produktu.

¹ Tieto makroekonomické projekcie odborníkov ECB slúžia Rade guvernérov ako podklad pri hodnotení hospodárskeho vývoja a rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. Projekcie vypracované odborníkmi ECB alebo Eurosystemu nie sú schvaľované Radou guvernérov a nemusia nevyhnutne vyjadrovať jej názor na výhľad vývoja v eurozóne. Informácie o použitých postupoch a technikách sú uvedené v publikácii ECB *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* z júla 2016, ktorá je k dispozícii na internetovej stránke ECB. Dňom uzávierky technických predpokladov, ako sú ceny ropy a výmenné kurzy, bol 14. august 2017 (box 1). Dňom uzávierky ostatných údajov použitých v týchto projekciách bol 21. august 2017, s výnimkou štvrtročných národných účtov Španielska zverejnených 24. augusta, ktoré sú do projekcií zahrnuté.

Toto vydanie makroekonomických projekcií sa vzťahuje na obdobie rokov 2017 až 2019. Projekcie na takto dlhé obdobie sú spojené s veľmi vysokou mierou neistoty, ktorú je pri ich výklade potrebné brať do úvahy. Bližšie informácie sú v článku *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections* v Mesačnom bulletinu ECB z mája 2013.

Na stránke <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> sa nachádza odkaz na údaje, z ktorých vychádzajú vybrané tabuľky a grafy.

Domáci dopyt, ktorý podporujú priaznivé podmienky financovania a zlepšovanie situácie na trhu práce, bude v strednodobom horizonte aj naďalej hlavným činiteľom vo výhľade hospodárskeho rastu. Z dlhodobejšieho hľadiska sa očakáva, že súkromnú spotrebu a investičné výdavky bude počas sledovaného obdobia aj naďalej podporovať viacero priaznivých faktorov. Výrazne akomodačné nastavenie menovej politiky ECB sa naďalej premieta do ekonomiky a očakávaná budúcich trhových úrokových mier, ktoré sú súčasťou technických predpokladov týchto projekcií, zostávajú počas sledovaného obdobia na nízkej úrovni. Úvery súkromnému sektoru vďaka nízkym úrokovým mieram a priaznivým podmienkam poskytovania bankových úverov aj naďalej zaznamenávajú rast. Súkromnej spotrebe by malo pomôcť pretrvávajúce zlepšovanie podmienok na trhu práce. Podnikové investície sa budú ďalej zvyšovať, čiastočne v dôsledku rastu ziskových marží vzhľadom na nižšiu potrebu oddlžovania a zvyšujúce sa dopytové tlaky. Rezidenčné investície budú ťažiť z priaznivých príjmových vyhládok a podmienok financovania, ako aj z nízkych výnosov alternatívnych investícií. Hospodársky rast by mali podporovať takisto priaznivé vonkajšie vplyvy súvisiace s posilňovaním globálnej hospodárskej aktivity a zodpovedajúcim rastom zahraničného dopytu v eurozóne.

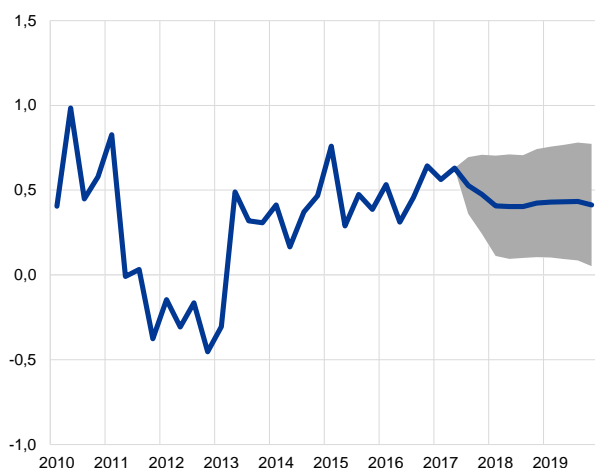
Graf 1

Makroekonomické projekcie¹⁾

(štvrtročné údaje)

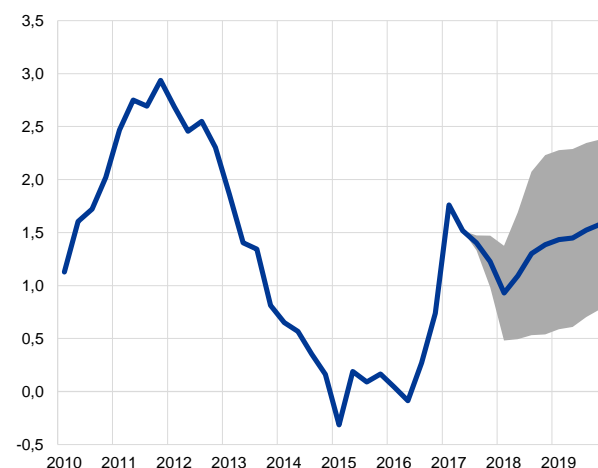
Reálny HDP eurozóny²⁾

(medzištvrtročná percentuálna zmena)



HICP eurozóny

(medziročná percentuálna zmena)



1) Uvedené intervaly okolo stredových hodnôt projekcií vychádzajú z rozdielov medzi skutočnými hodnotami a projektovanými hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov. Postup výpočtu intervalov vrátane úprav v dôsledku mimoriadnych udalostí je bližšie opísaný v dokumente ECB *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* z decembra 2009, ktorý je k dispozícii na internetovej stránke ECB.
2) Údaje očistené od rozdielov v počte pracovných dní.

Súkromná spotreba by mala byť podľa projekcií v sledovanom období naďalej robustná. Najnovšie ukazovatele spotrebiteľskej dôvery, ktorá zostáva vysoko nad svojím dlhodobým priemerom, poukazujú na stabilný vývoj spotrebiteľských výdavkov, ku ktorému prispieva aj pretrvávajúce zlepšovanie podmienok na trhu práce. V strednodobom horizonte sa má súkromná spotreba vyvíjať celkovo v súlade s rastom reálneho disponibilného príjmu.

Počas horizontu projekcií by malo dochádzať k zrýchľovaniu rastu nominálneho disponibilného príjmu, hoci rast reálnej kúpnej sily domácností bude pravdepodobne brzdiť vyššia inflácia. Očakáva sa, že príspevok hrubých miezd a plátov k rastu nominálneho disponibilného príjmu zostane počas sledovaného obdobia relatívne stabilný, keďže pomalší rast zamestnanosti je viac-menej vykompenzovaný zrýchlením tempa rastu kompenzácií na zamestnanca. Rast ostatných osobných príjmov by mal byť priaznivý v dôsledku kladného vývoja ziskov a majetkových príjmov. Rast reálneho disponibilného príjmu sa síce v poslednom období spomalil, no v horizonte projekcií by sa mal mierne zrýchliť a zachovať si výrazné tempo.

Rast súkromnej spotreby by mal zároveň ťažiť zo zlepšovania podmienok poskytovania bankových úverov, ku ktorému prispievajú menovopolitické opatrenia ECB, a z výsledkov dosiahnutých v procese oddlžovania. Hoci nízke úrokové sadzby ovplyvnili úrokové výnosy i úrokové náklady domácností, majú tendenciu redistribuovať zdroje od čistých sporiteľov k čistým dlžníkom. Keďže dlžníci majú zvyčajne väčší hraničný sklon k spotrebe, táto redistribúcia by mala podporovať agregátnu súkromnú spotrebu. K spotrebe by mali navyše prispieť aj výsledky dosiahnuté v procese oddlžovania.

Očakáva sa, že miera úspor domácností zostane počas sledovaného obdobia na zhruba nezmenenej úrovni. Za týmto celkovo stabilným vývojom v eurozóne sa však skrývajú rôzne protichodné faktory. Klesajúca nezamestnanosť (a z nej vyplývajúce nižšie preventívne úspory), zlepšujúce sa úverové podmienky a nízke úrokové sadzby vyvíjajú tlak na znižovanie miery úspor, zatiaľ čo pretrvávajúca potreba znižovania hrubej zadlženosti a vyrovňavanie spotreby v prostredí cyklickej expanzie vyvolávajú jej rast.

Box 1

Technické predpoklady týkajúce sa úrokových mier, výmenných kurzov a cien komodít

V porovnaní s projekciami z júna 2017 technické predpoklady zahŕňajú výrazné zhodnotenie efektívneho výmenného kurzu eura a o niečo nižšie úrokové miery. Technické predpoklady týkajúce sa úrokových mier a cien komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 14. augusta 2017. Krátkodobé úrokové miery sa merajú prostredníctvom trojmesačnej sadzby EURIBOR, pričom trhové očakávania sú odvodené z úrokových mier futures. Na základe tejto metodiky by mala priemerná úroveň krátkodobých úrokových mier dosiahnuť -0,3 % v roku 2017, -0,3 % v roku 2018 a -0,1 % v roku 2019. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne by podľa očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 1,1 % v roku 2017, 1,3 % v roku 2018 a 1,6 % v roku 2019.² V porovnaní s projekciami z júna 2017 boli trhové očakávania týkajúce sa krátkodobých a dlhodobých úrokových mier upravené o 10 – 20 bázických bodov nadol.

² Predpoklad týkajúci sa nominálnych výnosov desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne vychádza z váženého priemeru výnosov referenčných desaťročných dlhopisov v krajinách eurozóny, váženého ročnými hodnotami HDP a zohľadňujúceho budúci vývoj na základe nominálneho výnosu všetkých desaťročných dlhopisov v eurozóne vypočítaného ECB, pričom počiatočný rozdiel medzi obomi časovými radmi sa počas sledovaného obdobia nemení. Predpokladá sa, že spready medzi výnosmi štátnych dlhopisov krajín eurozóny a príslušným priemerom za eurozónu sú počas sledovaného obdobia konštantné.

Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures (priemer za dvojtýždňové obdobie končiacie sa dňom uzávierky 14. augusta) sa predpokladá, že cena ropy Brent stúpne zo 44,0 USD za barel v roku 2016 na 51,8 USD za barel v roku 2017, 52,6 USD za barel v roku 2018 a 53,1 USD za barel v roku 2019. Z tohto vývoja vyplýva, že v porovnaní s júnovými projekciami sú ceny ropy v USD vyššie o 0,5 % v roku 2017, o 2,3 % v roku 2018 a o 3,0 % v roku 2019. Predpokladá sa, že ceny neenergetických komodít v amerických dolároch budú v roku 2017 výrazne rásť a neskôr sa ich rast mierne spomalí.³

Vzájomné výmenné kurzy by mali počas sledovaného obdobia zostať nezmenené na priemernej úrovni za dvojtýždňové obdobie končiacie sa dňom uzávierky 14. augusta. Z toho vyplýva priemerný výmenný kurz amerického dolára na úrovni 1,13 USD/EUR v roku 2017 a 1,18 USD/EUR v rokoch 2018 a 2019, v porovnaní s úrovňou 1,09 USD/EUR z júnových projekcií. Predpokladá sa, že efektívny výmenný kurz eura (voči 38 obchodným partnerom) bude v roku 2017 o 2,1 % vyšší a v rokoch 2018 a 2019 o 4,4 % vyšší, než sa predpokladalo v júnových projekciách.

Technické predpoklady

	September 2017				Jún 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Trojmesačná sadzba EURIBOR (v % p. a.)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov (v % p. a.)	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,2	1,5	1,8
Cena ropy (v USD za barel)	44,0	51,8	52,6	53,1	44,0	51,6	51,4	51,5
Ceny neenergetických komodít v USD (ročná percentuálna zmena)	-3,9	9,0	5,4	4,2	-3,9	6,4	2,0	4,5
Výmenný kurz USD/EUR	1,11	1,13	1,18	1,18	1,11	1,08	1,09	1,09
Nominálny efektívny výmenný kurz eura (EER38) (ročná percentuálna zmena)	3,8	2,3	2,6	0,0	3,7	-0,4	0,3	0,0

Oživenie rezidenčných investícií by malo pokračovať. V posledných štvrtrokoch dochádza v mnohých krajinách eurozóny k výraznému rastu investícií do nehnuteľností na bývanie. Prispievajú k tomu priaznivé podmienky financovania, preskupovanie portfólií v prospech investícií do nehnuteľností na bývanie vzhľadom na nízke výnosy alternatívnych dlhodobých investičných príležitostí, ako aj pokračujúce zlepšovanie podmienok na trhu práce. Navyše sa zdá, že proces korekcie trhov s nehnuteľnosťami na bývanie je vo väčšine krajín eurozóny ukončený. Základné predpoklady na pokračovanie oživenia rezidenčných investícií zostávajú počas sledovaného obdobia priaznivé. Napriek tomu sa však očakáva mierne spomalenie tempa, a to vzhľadom na neskorú fázu cyklu na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie a slabnúcí vplyv stimulov v niektorých krajinách, potrebu ďalšieho znižovania miery zadlženosti v ďalších krajinách, ako aj vzhľadom na nepriaznivé demografické trendy.

³ Predpoklady týkajúce sa cien ropy a potravinových komodít vychádzajú z cien futures do konca sledovaného obdobia. V prípade ostatných neenergetických nepoľnohospodárskych komodít sa predpokladá, že ich ceny budú do tretieho štvrťroka 2018 vychádzať z cien futures a neskôr sa budú vyvíjať podľa svetovej hospodárskej aktivity.

V projekciách sa očakáva pokračovanie oživenia podnikových investícií počas sledovaného obdobia. Podporovať by ho malo viacero faktorov: dôvera podnikov je vzhľadom na veľmi priaznivé očakávania v oblasti produkcie a objednávok naďalej zvýšená; miera využitia kapacít ďalej rástla tempom presahujúcim svoju priemernú predkrízovú úroveň; podmienky financovania by mali počas sledovaného obdobia zostať veľmi priaznivé; po niekoľkých rokoch timenej investičnej aktivity vznikla potreba modernizácie kapitálových statkov; a v kontexte momentálne vysokoliquidného nefinančného podnikového sektora sa tiež očakáva zrýchlenie rastu ziskových marží. Okrem toho vzhľadom na rastúce ceny aktív a obmedzený rast dlhového financovania v krajinách eurozóny dochádza k znižovaniu pomeru dlhového financovania v nefinančnom podnikovom sektore. Zároveň sa očakáva, že určité faktory budú výhľad vývoja podnikových investícií aj naďalej ovplyvňovať nepriaznivo. Patria medzi ne očakávania slabšieho rastu potenciálneho produktu a obmedzenia sprostredkovateľskej kapacity bánk v niektorých krajinách.

Box 2

Medzinárodné prostredie

Svetové hospodárstvo si zachováva stabilné tempo rastu. Po dočasnom spomalení dynamiky na začiatku roka konkrétne údaje a výsledky prieskumov poukazujú na oživenie rastu svetového reálneho HDP v druhom štvrťroku. Z ukazovateľov podnikateľskej a spotrebiteľskej dôvery vyplýva naďalej optimistický sentiment. Napriek zvýšeniu výnosov dlhodobých dlhopisov v uplynulých týždňoch sú finančné podmienky vďaka akomodačnej menovej politike vo vyspelých ekonomikách naďalej priaznivé. Finančné trhy v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách zostávajú odolné a kapitálové toky smerujúce do týchto ekonomik sú výrazné. Čo sa týka ďalšieho vývoja, svetová hospodárska aktivita by mala mierne akcelerovať. Z výhľadu vývoja vo vyspelých ekonomikách vyplýva pokračovanie cyklického oživenia vzhľadom na postupné zužovanie ich produkčných medzier. Rastúcu hospodársku aktivitu podporuje menová a rozpočtová politika, hoci očakávania rozpočtovej stimulácie v Spojených štátoch sa vzhľadom na posun v politických diskusiách znížili. Na strane rozvíjajúcich sa trhových ekonomik bude pokračovať stabilný rast v prípade dovozov komodít ako je India a Čína, kým v prípade vývozov komodít sa očakáva zastavenie klesania hospodárskej aktivity po hlbokej recesii v týchto krajinách. V projekciách sa očakáva zrýchlenie svetovej hospodárskej aktivity (bez eurozóny) o 3,7 % v roku 2017 a o 3,8 % do roku 2018 až 2019. Oživovanie hospodárskej aktivity od roku 2016 je do značnej miery odrazom pozvoľného ústupu hlbokoj recesie v krajinách, ktoré sú vývozcami komodít. V porovnaní s projekciami z júna 2017 zostáva projekcia rastu svetového reálneho HDP zhruba nezmenená, pričom revíziu rastu v Spojených štátoch smerom nadol (v dôsledku revízie predpokladov o budúcich rozpočtových stimuloch) vykompenzovali očakávania väčšej odolnosti v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách.

Medzinárodné prostredie

(ročná percentuálna zmena)

	September 2017				Jún 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Svetový reálny HDP (bez eurozóny)	3,2	3,7	3,8	3,8	3,2	3,5	3,8	3,8
Svetový obchod (bez eurozóny) ¹⁾	1,1	5,3	3,8	3,8	0,9	4,4	3,8	3,9
Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny ²⁾	1,6	4,7	3,4	3,5	1,3	3,7	3,4	3,5

1) Vážený priemer dovozov.

2) Vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

Rast svetového obchodu zaznamenal začiatkom roka 2017 nečakaný vzostup. Čo sa týka ďalšieho vývoja, v strednodobom horizonte sa v projekciách očakáva rast svetového obchodu zodpovedajúci svetovej hospodárskej aktivite. Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny by sa mal zvýšiť o 4,7 % v roku 2017, o 3,4 % v roku 2018 a o 3,5 % v roku 2019. V porovnaní s júnovými projekciami bol dopyt na rok 2017 upravený o 1,1 percentuálneho bodu nahor, najmä v dôsledku priaznivejších údajov za prvý štvrťrok.

Očakáva sa, že na vývoz z eurozóny bude mať nepriaznivý vplyv strata konkurencieschopnosti spôsobená nedávnym zhodnocovaním eura.

V dôsledku výrazného rastu zahraničného dopytu ako aj znehodnocovania eura v druhom polroku 2016 a začiatkom roka 2017 zaznamenal vývoz z eurozóny v prvom štvrťroku 2017 výrazný rast. Počas horizontu projekcií by mal vývoz z eurozóny vzhľadom na stabilný zahraničný dopyt zo strany vyspelých i rozvíjajúcich sa ekonomík rásť rýchlym tempom. Očakáva sa však, že počas sledovaného obdobia naň bude nepriaznivo vplyvať silnejší výmenný kurz eura. Výsledkom je revízia vývoja podielov na vývozných trhoch smerom nadol – podľa projekcií by mali počas sledovaného obdobia klesnúť o 1,1 percentuálneho bodu. Dovozy do eurozóny by mal na rozdiel od vývozu profitovať z o niečo priaznivejšieho vývoja domáceho dopytu a silnejšieho výmenného kurzu eura, vďaka čomu by sa mal celkový príspevok čistého obchodu k hospodárskemu rastu mierne znížiť.

Očakáva sa, že v prostredí nevýrazného potenciálneho rastu dôjde počas horizontu projekcií k absorpcii zostávajúcich nevyužitých kapacít.

Na rozdiel od pomerne výrazného skutočného rastu reálneho HDP by malo tempo rastu potenciálnej produkcie počas horizontu projekcií podľa odhadov dosiahnuť len o niečo viac ako 1 %. Nevýrazná miera rastu potenciálnej produkcie je v prvom rade odrazom pomerne nízkeho príspevku zásoby kapitálu po dlhšom období historicky nízkej investičnej aktivity. Príspevok pracovnej sily k potenciálnemu rastu by mal byť podľa projekcií naďalej kladný, najmä vzhľadom na rastúcu mieru zapojenia pracovných síl vďaka štrukturálnym reformám. V dôsledku postupného znižovania podielu obyvateľov v produktívnom veku však bude príspevok pracovnej sily aj naďalej o niečo nižší než jeho priemerná úroveň pred krízou. Očakáva sa, že mierne nižší ako pred krízou bude aj príspevok celkovej produktivity výrobných faktorov.

Podľa projekcií by sa mali podmienky na trhu práce v priebehu sledovaného obdobia naďalej zlepšovať. Zamestnanosť z hľadiska počtu osôb sa v prvom štvrťroku 2017 zvýšila o 0,4 % a podľa odhadov podobným tempom rástla aj

v druhom štvrtroku. Aktuálny výrazný rast zamestnanosti má široký geografický rozsah, no čiastočne ho možno pripísať priaznivým dočasným faktorom (napríklad stimulačným rozpočtovým opatreniam v niektorých krajinách eurozóny). Keďže sa však očakáva postupné odznievanie účinku týchto faktorov, dynamika rastu zamestnanosti by sa mala podľa projekcií do určitej miery spomaliť, okrem iného aj vzhľadom na rastúci nedostatok kvalifikovaných pracovných síl.

Očakáva sa, že rast produktivity práce sa bude v strednodobom horizonte v súlade so svojim cyklickým priebehom zrýchľovať. Rastúca miera využitia kapitálu a pracovných síl vzhľadom na klesajúcu mieru nevyužitých kapacít, zvyšovanie počtu odpracovaných hodín na osobu a určitý nárast celkovej produktivity faktorov poukazujú na stabilné zrýchľovanie rastu produktivity.

Očakáva sa, že miera nezamestnanosti bude naďalej klesať. Miera nezamestnanosti v druhom štvrtroku 2017 klesla na 9,2 %, čo je najnižšia úroveň zaznamenaná od marca 2009. Čo sa týka budúceho vývoja, počet nezamestnaných by mal podľa projekcií naďalej výrazne klesať. Miera nezamestnanosti sa má v roku 2019 podľa očakávaní znížiť na 8,1 %, má však zostať nad predkrízovou úrovňou (7,5 % v roku 2007).

V porovnaní s projekciami z júna 2017 bol rast reálneho HDP na rok 2017 upravený nahor, pričom neskôr zostáva zhruba nezmenený. Revízia nahor na rok 2017 súvisí najmä s nedávnymi nečakane priaznivými údajmi o HDP. Zo všeobecnejšieho hľadiska je optimistickejší výhľad vývoja domáceho dopytu vyplývajúci z priaznivejšieho podnikateľského a spotrebiteľského sentimentu ako aj nižších úrokových mier viac-menej vykompenzovaný nepriaznivým vplyvom straty cenovej konkurencieschopnosti vyplývajúcej z nedávneho zhodnocovania eura na vývoz.

2 Ceny a náklady

Očakáva sa, že inflácia HICP bude počas horizontu projekcií vykazovať profil v tvare písmena V: v krátkodobom horizonte majú infláciu tlmiť bázické efekty súvisiace s infláciou cien energií a následne by malo nastať postupné oživenie základnej inflácie. Celková inflácia HICP by mala v roku 2017 podľa predpokladov dosiahnuť v priemere 1,5 %, v roku 2018 by mala klesnúť na 1,2 % a v roku 2019 by mala vzrásť na 1,5 %. Bázické efekty by mali od roku 2017 do roku 2018 viesť k výraznému poklesu príspevku energetickej zložky inflácie HICP k celkovej inflácii. Z predpokladaného (aj keď len nevýrazného) nárastu cien ropy počas zvyšku sledovaného obdobia, na ktorý poukazuje krivka cien ropných futures, vyplýva určité oživenie energetickej zložky inflácie HICP v roku 2019. Očakáva sa, že nedávne oživenie potravinovej zložky inflácie HICP bude počas sledovaného obdobia na viac-menej stabilnej úrovni, okrem iného aj vzhľadom na predpokladaný mierne rýchlejší rast cien potravinových komodít. Pokračujúce hospodárske oživenie má počas horizontu projekcií viesť k postupnému rastu inflácie HICP bez energií a potravín. Kľúčovým faktorom tohto rastu bude očakávané zvyšovanie nákladov práce súvisiace s poklesom miery nevyužitých kapacít na trhu práce.

Za hlavný zdroj rastúcich domácich nákladových tlakov v najbližších rokoch sa považuje zlepšovanie podmienok na trhu práce.

Rast kompenzácií na zamestnanca by sa mal podľa projekcií zvýšiť z 1,5 % v roku 2017 na 2,3 % v roku 2019. Vzhľadom na očakávané cyklické zrýchlenie rastu produktivity sa má rast jednotkových nákladov práce zrýchľovať o niečo pomalšie: z úrovne 0,8 % v roku 2017 by sa mal zvýšiť na 1,4 % v roku 2019. Za významné príčiny zrýchľovania mzdového rastu sa považuje znižovanie rozsahu nevyužitých kapacít na trhu práce v eurozóne a rastúci nedostatok pracovných síl v niektorých jej častiach. Okrem toho možno očakávať, že k rýchlejšiemu rastu nominálnych miezd v krajinách eurozóny, v ktorých systém tvorby miezd zahŕňa retrospektívne prvky súvisiace s indexáciou alebo očakávaniami, časom prispeje i nedávny výrazný nárast celkovej inflácie. Navyše sa očakáva pozvoľný ústup viacerých faktorov, ktoré v súčasnosti rast miezd tlmia. Týka sa to napríklad potreby mzdovej moderácie v niektorých krajinách v záujme obnovenia cenovej konkurencieschopnosti alebo dlhodobejšieho brzdenia dynamiky miezd vzhľadom na záväzky znemožňujúce znižovanie nominálnych miezd počas krízy. Očakáva sa tiež vypršanie platnosti opatrení na zníženie odvodov sociálneho zabezpečenia.

Predpokladá sa, že ziskové marže budú počas sledovaného obdobia rásť.

Rast cien ropy a súvisiaci vplyv na produkčné vstupné náklady a na obchodné podmienky vo všeobecnosti mali na ziskové marže začiatkom roka 2017 nepriaznivý vplyv. Vzhľadom na pozvoľný ústup týchto tlmiacich účinkov by mali ziskové marže podľa očakávaní profitovať z pokračujúceho hospodárskeho oživenia, hoci by ich mal počas horizontu projekcií do určitej miery brzdiť čoraz rýchlejší rast jednotkových nákladov práce.

Vonkajšie cenové tlaky sa v posledných štvrtrokoch výrazne zvýšili a očakáva sa, že rastúce tempo si do určitej miery zachovajú aj v priebehu horizontu projekcií.

Po štyroch rokoch klesania by mala ročná miera rastu dovozných cien v roku 2017 zaznamenať kladné hodnoty. Hlavnou príčinou tohto obratu v roku 2017 je opätovný rast cien ropy a neenergetických komodít od roka 2016. Očakávané následné spomalenie rastu je odrazom zmierňovania vývoja cien komodít, ako aj tlmiaceho účinku nedávneho zhodnocovania eura. Zo všeobecnejšieho hľadiska sa očakáva, že základné globálne inflačné tlaky sa budú počas horizontu projekcií v dôsledku zvyšovania globálnych produkčných nákladov súvisiaceho s poklesom miery nevyužitých kapacít vo svetovom hospodárstve postupne zvyšovať. Vzhľadom na naďalej vysokú hladinu nevyužitých kapacít vo svete a globálne konkurenčné tlaky sa však neočakáva, že by tak mohol vzniknúť silnejší tlak na rast dovozných cien eurozóny.

V porovnaní s projekciami z júna 2017 bola projekcia vývoja inflácie HICP mierne znížená.

Zhodnocovanie výmenného kurzu eura od predchádzajúcich projekcií vyvíja tlak na pokles inflácie HICP. V prípade základnej inflácie je tento tlmiaci vplyv čiastočne vykompenzovaný lepším výhľadom vývoja domáceho dopytu v eurozóne (box 3).

Box 3

Posúdenie vplyvu nedávneho zhodnocovania eura na výhľad vývoja inflácie v eurozóne

Nominálny efektívny výmenný kurz eura sa v priebehu posledných mesiacov zhodnocoval a desaťdňový priemer bol v deň uzávierky údajov týchto projekcií (14. augusta 2017) 4,4 % nad úrovňou predpokladanou v projekciách z júna 2017. Tento box sa zaoberá faktormi, ktoré by sa mali brať do úvahy pri posudzovaní vplyvu nedávneho zhodnocovania na výhľad vývoja inflácie v eurozóne.

Hoci v tejto súvislosti môžu nastať značné odlišnosti, zo štandardných modelových elasticít vo všeobecnosti vyplýva, že kurzový šok podobného rozsahu, aký bol zaznamenaný v posledných mesiacoch, bude mať nezanedbateľný vplyv na výhľad vývoja inflácie v eurozóne.⁴ Tieto modelové elasticity sa však vzťahujú len na vonkajšie kurzové šoky.

K nedávne mu zhodnocovaniu naopak pravdepodobne dochádzalo najmä v dôsledku ďalšieho zlepšovania výhľadu hospodárskeho rastu v eurozóne, ktorý je zasa odrazom zlepšovania výhľadu domáceho dopytu. Túto skutočnosť je pri posudzovaní vplyvu nedávneho zhodnocovania na výhľad vývoja inflácie potrebné brať do úvahy.

V projekciách zo septembra 2017 sa celkový vplyv zhodnocovania eura na infláciu považuje za podstatne slabší, než vyplýva zo štandardných modelových elasticít, ktoré sa vo všeobecnosti vzťahujú na vonkajšie kurzové šoky. Nedávne empirické štúdie potvrdili endogénnosť kurzových pohybov a vysvetlili závislosť vplyvu kurzových pohybov na infláciu od konkrétneho šoku⁵. Platí totiž, že reakcia cien na zmenu výmenného kurzu môže byť rôzna v závislosti od povahy konkrétneho šoku(-ov), ktorý(-é) kurzový pohyb spôsobil(-i), pretože môže zohľadňovať rôzne transmisné kanály. V prípadoch, keď bolo zhodnotenie v plnej miere zapríčinené priaznivým dopytovým šokom, empirické štúdie dokonca poukazujú na rastové cenové tlaky súvisiace s priaznivejším výhľadom domáceho dopytu. Keďže hlavným faktorom nedávneho zhodnocovania eura sú očakávania rýchlejšieho hospodárskeho rastu (vzhľadom na priaznivejší výhľad domáceho dopytu), tlmiace účinky zhodnocovania na infláciu by mali byť podstatne nižšie než v prípade čisto vonkajšieho kurzového šoku, ktorého účinok by bolo možné posúdiť pomocou štandardných modelových elasticít.

3 Výhľad rozpočtového vývoja

Nastavenie rozpočtovej politiky by malo byť podľa projekcií počas sledovaného obdobia v priemere celkovo neutrálne. Nastavenie rozpočtovej politiky sa vyjadruje ako zmena cyklicky upraveného primárneho salda očisteného

od vládnej podpory finančnému sektoru. Nastavenie rozpočtovej politiky v roku 2017

⁴ Ďalšie informácie sú napríklad v článku „Exchange rate pass-through into euro area inflation“, *Economic Bulletin*, číslo 7, ECB, 2016.

⁵ Ďalšie informácie uvádza napríklad Shambaugh, J. v článku „A new look at pass-through“, *Journal of International Money and Finance*, roč. 27, číslo 4, s. 560-591, jún 2008; Forbes, K., Hjortsoe, I. a Nenova, T. v štúdiu „The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through“, *Discussion Paper*, č. 43, Bank of England, External MPC Unit, november 2015; a Ciccarelli, M. a Osbat, C. v štúdiu „Low inflation in the euro area: Causes and consequences“, *Occasional Paper Series*, č. 181, ECB, január 2017.

zohľadňuje oživenie investícií verejnej správy po slabých výsledkoch zaznamenaných v roku 2016 a jednorazovú platbu výrobcami jadrovej energie v Nemecku (približne 0,2 % domáceho HDP)⁶. Celkovo neutrálne nastavenie odráža protichodné účinky zo strany výdavkov a zo strany príjmov.

Deficit a dlh verejnej správy by sa mali podľa projekcií počas sledovaného obdobia znižovať. Z rozpočtovej projekcie vyplýva postupné znižovanie deficitu verejnej správy počas sledovaného obdobia, a to najmä v dôsledku zlepšenia cyklickej zložky a poklesu úrokových platieb. Cyklicky upravené primárne saldo zostáva viac-menej nezmenené. Očakáva sa, že pomer dlhu verejnej správy k HDP sa bude počas sledovaného obdobia vzhľadom na zlepšovanie primárneho salda a priaznivý diferenciál rastu a úrokovej miery naďalej znižovať.⁷

V porovnaní s projekciami zverejnenými v júni 2017 zostáva výhľad rozpočtového deficitu viac-menej nezmenený, zatiaľ čo pomer dlhu je o niečo nižší, predovšetkým vzhľadom na priaznivejší diferenciál rastu a úrokovej miery v roku 2017.

⁶ Na základe rozhodnutia ústavného súdu, podľa ktorého bola daň z jadrového paliva zavedená na obdobie 2011 až 2016 nezákonná.

⁷ Diferenciál sa počíta ako rozdiel medzi nominálnou efektívnou úrokovou mierou dlhu a mierou rastu nominálneho HDP.

Tabuľka 1

Makroekonomické projekcie pre eurozónu¹⁾

(ročná percentuálna zmena)

	September 2017				Jún 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Reálny HDP	1,8	2,2	1,8	1,7	1,7	1,9	1,8	1,7
		[2,1 – 2,3] ²⁾	[1,0 – 2,6] ²⁾	[0,6 – 2,8] ²⁾		[1,6 – 2,2] ²⁾	[0,8 – 2,8] ²⁾	[0,6 – 2,8] ²⁾
Súkromná spotreba	2,0	1,7	1,8	1,5	1,9	1,5	1,6	1,4
Vládna spotreba	1,8	1,2	1,2	1,1	1,8	1,2	1,2	1,1
Tvorba hrubého fixného kapitálu	4,1	4,0	3,9	3,1	3,6	3,7	3,4	3,0
Vývoz ³⁾	3,2	4,7	3,7	3,8	2,8	4,8	4,3	4,1
Dovoz ³⁾	4,5	5,2	4,6	4,2	4,0	5,2	4,6	4,3
Zamestnanosť	1,4	1,5	1,0	0,8	1,4	1,4	1,0	0,9
Miera nezamestnanosti (v % pracovnej sily)	10,0	9,1	8,6	8,1	10,0	9,4	8,8	8,3
HICP	0,2	1,5	1,2	1,5	0,2	1,5	1,3	1,6
		[1,4 – 1,6] ²⁾	[0,6 – 1,8] ²⁾	[0,7 – 2,3] ²⁾		[1,4 – 1,6] ²⁾	[0,6 – 2,0] ²⁾	[0,7 – 2,5] ²⁾
HICP bez energií	0,9	1,2	1,3	1,5	0,9	1,2	1,4	1,6
HICP bez energií a potravín	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,7
HICP bez energií, potravín a zmien nepriamych daní ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,5	0,8	1,1	1,4	1,7
Jednotkové náklady práce	0,8	0,8	1,2	1,4	0,9	1,1	1,3	1,5
Kompenzácie na zamestnanca	1,2	1,5	2,0	2,3	1,3	1,7	2,1	2,4
Produktivita práce	0,4	0,7	0,8	0,9	0,3	0,5	0,8	0,9
Saldo rozpočtu verejnej správy (v % HDP)	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
Štrukturálne rozpočtové saldo (v % HDP) ⁵⁾	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3
Hrubý dlh verejnej správy (v % HDP)	89,1	87,5	86,0	84,2	89,2	87,9	86,4	84,7
Saldo bežného účtu platobnej bilancie (v % HDP)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,4	2,8	2,8	2,9

1) Projekcie reálneho HDP a jeho zložiek vychádzajú z údajov očistených od rozdielov v počte pracovných dní.

2) Uvedené intervaly sa určujú na základe rozdielov medzi skutočnými hodnotami a projektovanými hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov. Postup výpočtu intervalov vrátane úprav v dôsledku mimoriadnych udalostí je bližšie opísaný v dokumente ECB *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* z decembra 2009, ktorý je k dispozícii na internetovej stránke ECB.

3) Vráťane obchodnej výmeny v rámci eurozóny.

4) Tento ukazovateľ vychádza z odhadov skutočného vplyvu nepriamych daní. Môže sa líšiť od údajov Eurostatu, ktoré predpokladajú úplné a okamžité premietanie vplyvu daní do HICP.

5) Počítané ako saldo verejnej správy očistené od dočasných vplyvov hospodárskeho cyklu a dočasných vládnych opatrení (postup ESCB je podrobnejšie vysvetlený v publikáciách *Working Paper Series*, č. 77, ECB, september 2001, a *Working Paper Series*, č. 579, ECB, január 2007). Projekcia štrukturálneho salda nie je odvodená od agregátnej miery produkčnej medzery. V súlade s metodikou ESCB sa cyklické zložky pre rôzne príjmové a výdavkové položky počítajú oddelene. Podrobnejšie informácie sa nachádzajú v boxe Cyklická úprava salda štátneho rozpočtu v Mesačnom bulletinu ECB z marca 2012 a v boxe Štrukturálne saldo ako ukazovateľ rozpočtovej pozície v Mesačnom bulletinu ECB zo septembra 2014.

Box 4

Analýza citlivosti

Projekcie sa do značnej miery opierajú o technické predpoklady týkajúce sa vývoja určitých kľúčových premenných. Keďže niektoré z týchto premenných môžu projekcie pre eurozónu výrazne ovplyvniť, hodnotenie citlivosti projekcií na alternatívny vývoj týchto základných predpokladov môže pomôcť pri analýze rizík spojených s projekciami. Tento box sa bližšie zameriava na neistotu spojenú s niektorými kľúčovými predpokladmi a citlivosť projekcií na tieto premenné.

1) Alternatívny vývoj ceny ropy

Modely alternatívneho vývoja cien ropy v priebehu sledovaného obdobia poukazujú na riziko vyšších cien ropy, než vyplýva z cien ropných futures.

Technické predpoklady vývoja cien ropy v rámci základnej projekcie, vychádzajúce z trhov s futures, predpovedajú mierny rast cien ropy, pričom cena ropy Brent by mala ku koncu roka 2019 vzrásť na približne 53 USD za barel. Tento vývoj vyplývajúci z cien ropných futures je v súlade so scenárom mierneho rastu svetového dopytu po ropy, ktorý súvisí s postupným posilňovaním svetového hospodárskeho oživenia. Pokiaľ ide o faktory na strane ponuky, predĺženie platnosti dohody medzi krajinami OPEC a hlavnými producentmi mimo OPEC nevedlo k výraznejšiemu nárastu krivky cien ropných futures, pravdepodobne v dôsledku naďalej vysokého – hoci klesajúceho – stavu zásob ropy a obáv, že niektorí z najväčších producentov ropy sa môžu od dohody odkloniť. Obmedzenia zavedené tradičnými producentmi navyše čiastočne kompenzuje výrazná expanzia produkcie bridlicovej ropy v Spojených štátoch. Z kombinácie alternatívnych modelov, pomocou ktorých odborníci Eurosystemu⁸ zostavujú projekcie vývoja cien ropy počas sledovaného obdobia, v súčasnosti vyplýva o niečo vyššia hladina cien ropy v porovnaní s technickými predpokladmi. Takýto vývoj môže zodpovedať neočakávaným ďalším prerušeniam dodávky v krátkodobom a strednodobom horizonte. Dôsledkom môže byť rýchlejší než očakávaný nárast nesúlady medzi ponukou a dopytom a tým aj vyššie ceny ropy. V prípade naplnenia tohto alternatívneho vývoja, pri ktorom by boli ceny ropy do roka 2019 o 3,8 % vyššie než v základnom scenári, by došlo k miernemu príbrzdzeniu rastu reálneho HDP a zároveň k o niečo rýchlejšiemu rastu inflácie HICP (o 0,1 percentuálneho bodu v roku 2019).

2) Alternatívny vývoj výmenného kurzu

Účelom tejto analýzy citlivosti je ilustrovať mechanický vplyv výraznejšieho zhodnocovania výmenného kurzu eura v porovnaní so základnou projekciou.

Na ilustračné účely alternatívny vývoj výmenného kurzu eura vychádza zo 75. percentilu rozdelenia na základe rizikovo neutrálnych hustôt odvodených z cien opcií na výmenný kurz USD/EUR zo 14. augusta 2017. Z tohto vývoja vyplýva postupné zhodnocovanie eura voči americkému doláru na úroveň 1,31 USD/EUR v roku 2019, čo je o približne 11 % nad úrovňou základnej projekcie na uvedený rok. Zodpovedajúce predpoklady týkajúce sa nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura odrážajú historické zákonitosti, pričom zmeny výmenného kurzu USD/EUR odrážajú zmeny vo vývoji efektívneho výmenného kurzu s elasticitou na úrovni približne 52 %. Výsledkom tohto predpokladu je postupný odklon efektívneho výmenného kurzu eura od základnej projekcie smerom nahor až na úroveň o približne 6 % vyššiu ako základná projekcia na rok 2019. V tomto scenári vývoja z priemeru výsledkov viacerých makroekonomických modelov odborníkov ECB na roky 2018 a 2019 vyplýva nižší rast reálneho HDP (o 0,3 percentuálneho bodu v oboch rokoch) a nižšia inflácia HICP (o 0,4 percentuálneho bodu v roku 2018 a 0,5 percentuálneho bodu v roku 2019). Je potrebné poznamenať, že tieto odhadované účinky na hospodársky rast a infláciu platia len v prípade čisto vonkajšieho kurzového šoku (viac informácií v boxe 3).

⁸ Viac informácií o kombinácii štyroch modelov je uvedených v článku „Forecasting the price of oil“, *Ekonomický bulletin*, č. 4, ECB, 2015.

Box 5

Prognózy iných inštitúcií

Pre eurozónu je k dispozícii viacero prognóz medzinárodných organizácií aj inštitúcií zo súkromného sektora. Vzhľadom na rôzne termíny uzávierky sa však tieto prognózy nedajú priamo porovnávať navzájom a ani s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB. Okrem toho tieto prognózy na odvodenie predpokladov týkajúcich sa rozpočtového, finančného a zahraničného vývoja vrátane cien ropy a ostatných komodít používajú odlišné (čiastočne nešpecifikované) metódy. Jednotlivé prognózy sa navyše líšia aj v spôsobe zohľadňovania rozdielov v počte pracovných dní (nasledujúca tabuľka).

Ako vyplýva z tabuľky, aktuálne dostupné projekcie iných inštitúcií týkajúce sa rastu reálneho HDP a inflácie HICP sa vo všeobecnosti nachádzajú v rámci intervalov projekcií odborníkov ECB (v tabuľke uvedených v zátvorkách).

Porovnanie prognóz rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne

(ročná percentuálna zmena)

	Dátum zverejnenia	Rast HDP			Inflácia HICP		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Projekcie odborníkov ECB	September 2017	2,2 [2,1 – 2,3]	1,8 [1,0 – 2,6]	1,7 [0,6 – 2,8]	1,5 [1,4 – 1,6]	1,2 [0,6 – 1,8]	1,5 [0,7 – 2,3]
Európska komisia	Máj 2017	1,7	1,8	–	1,6	1,3	–
OECD	Jún 2017	1,8	1,8	–	1,7	1,4	–
Euro Zone Barometer	August 2017	2,0	1,8	1,5	1,6	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	August 2017	2,0	1,8	1,4	1,5	1,3	1,7
Survey of Professional Forecasters	Júl 2017	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,6
MMF	Júl 2017	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5	1,7

Zdroj: Európska komisia: European Economic Forecast, jar 2017; MMF: Article IV country report, 25. júla 2017; OECD Economic Outlook, jún 2017; Consensus Economics Forecasts, august 2017; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, august 2017; a ECB: Survey of Professional Forecasters, júl 2017.

Poznámky: V makroekonomických projekciách odborníkov Euro systému a ECB a v prognózach OECD sú uvedené ročné miery rastu očistené od vplyvu počtu pracovných dní v roku, zatiaľ čo Európska komisia a MMF svoje prognózy od tohto vplyvu neočisťujú. Ostatné prognózy nešpecifikujú, či rozdiely v počte pracovných dní zohľadňujú.

© Európska centrálna banka 2017

Poštová adresa: 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefón: +49 69 1344 0
Internet: www.ecb.europa.eu

Všetky práva vyhradené. Šírenie na vzdelávacie a nekomerčné účely je povolené, ak je uvedený zdroj.

ISSN 2529-4598 (pdf)
Katalógové číslo EÚ QB-CE-17-002-SK-N (pdf)