



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTÉM

Box

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKcie ODBORNÍKOV ECB PRE EUROZÓNU

Na základe informácií dostupných k 22. februáru 2013 odborníci ECB vypracovali projekcie makroekonomického vývoja v eurozóne<sup>1</sup>. Priemerný ročný rast reálneho HDP by mal podľa projekcií dosiahnuť -0,9 % až -0,1 % v roku 2013 a 0,0 % až 2,0 % v roku 2014. Inflácia by sa mala pohybovať v rozpätí od 1,2 % do 2,0 % v roku 2013 a od 0,6 % do 2,0 % v roku 2014.

### Technické predpoklady pre úrokové miery, výmenné kurzy, ceny komodít a rozpočtovú politiku

Technické predpoklady pre úrokové miery a ceny energetických i neenergetických komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 14. februára 2013.

Predpoklad týkajúci sa krátkodobých úrokových mier je výhradne technickej povahy. 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 2013 a 0,5 % v roku 2014. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov by podľa očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 3,2 % v roku 2013 a 3,6 % v roku 2014. Vzhľadom na vývoj forwardových trhových úrokových mier a postupné premietanie zmien trhových úrokových mier do sadzieb úverov sa v prvej polovici roka 2013 očakáva zastavenie poklesu kompozitných sadzieb bankových úverov poskytovaných nefinančnému súkromnému sektoru v eurozóne a ich následný postupný nárast. Očakáva sa, že vplyv podmienok poskytovania úverov na hospodársku aktivitu v eurozóne bude v roku 2013 v priemere stále negatívny, v roku 2014 by však mal byť neutrálnejší.

Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures počas dvojtýždňového obdobia končiaceho sa dňom uzávierky sa predpokladá, že cena ropy Brent dosiahne v priemere 114,1 USD za barel v roku 2013 a 106,8 USD za barel v roku 2014. Ceny neenergetických komodít v amerických dolároch<sup>2</sup> by sa mali v roku 2013 zvýšiť o 1,2 % a v roku 2014 o 2,3 %.

Vzájomné výmenné kurzy by mali počas sledovaného obdobia zostať nezmenené na priemernej úrovni za obdobie dvoch týždňov končiace sa dňom uzávierky 14. februára 2013. Z toho vyplýva priemerný výmenný kurz EUR/USD na úrovni 1,35 v rokoch 2013 a 2014, čo predstavuje nárast z 1,29 v roku 2012. Efektívny výmenný kurz eura by sa mal zvýšiť o 4,2 % v roku 2013 a o 0,1 % v roku 2014.

Predpoklady v oblasti rozpočtovej politiky vychádzajú z opatrení, ktoré už schválil parlament, resp. z dostatočne podrobne vypracovaných opatrení vlády, ktoré budú pravdepodobne v rámci legislatívneho konania schválené. V porovnaní s rozsiahlymi konsolidačnými opatreniami vrátane zvyšovania daní a krátenia výdavkov, ktoré sa uskutočnili, resp. by sa mali uskutočniť v roku 2013, je zatiaľ predpokladaný rozsah rozpočtovej konsolidácie na rok 2014 veľmi obmedzený.

<sup>1</sup> Makroekonomické projekcie odborníkov ECB dopĺňajú makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu, ktoré dvakrát ročne spolu zostavujú odborníci ECB a národných centrálnych bánk krajín eurozóny. Použité postupy sú v súlade s postupmi používanými pri zostavovaní projekcií odborníkov Eurosystemu, ktoré sú uvedené v publikácii ECB „*A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*“ z júna 2001 dostupnej na internetovej stránke ECB. Na vyjadrenie neistoty spojenej s projekciami sa výsledné hodnoty každej premennej uvádzajú formou intervalu. Intervaly sa určujú na základe rozdielov medzi skutočnými hodnotami a hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov. Tento postup vrátane úprav v dôsledku výnimočných udalostí je bližšie opísaný v dokumente ECB „*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*“ z decembra 2009, ktorý je tiež k dispozícii na internetovej stránke ECB.

<sup>2</sup> Predpoklady týkajúce sa cien ropy a potravín vychádzajú z cien futures do konca sledovaného obdobia. V prípade ostatných komodít sa predpokladá, že ich ceny vychádzajú z cien futures do prvého štvrtroka 2014 a neskôr sa budú vyvíjať podľa svetovej hospodárskej aktivity.

## Projekcie týkajúce sa medzinárodného prostredia

Rast svetového reálneho HDP (bez eurozóny) by sa mal v priebehu sledovaného obdobia podľa projekcií postupne zrýchľovať, najskôr mierne z 3,7 % v roku 2012 na 3,8 % v roku 2013 a neskôr na 4,4 % v roku 2014. Toto očakávanie postupného zrýchľovania podporujú prieskumy indexu nákupných manažérov (PMI) mimo eurozóny, ktoré v posledných mesiacoch rastú smerom k svojim dlhodobým priemerom, čím signalizujú zlepšovanie podnikateľského sentimentu. Okrem sa ďalej zlepšujú aj podmienky na svetovom finančnom trhu, o čom svedčia rastúce ceny na akciových trhoch, nižšia volatilita na finančnom trhu a pokles kľúčových spreadov na finančnom trhu. Strednodobý výhľad pre hlavné rozvinuté ekonomiky však zostáva obmedzený. Bez ohľadu na pokrok dosiahnutý v konsolidácii dlhu súkromného sektora zostáva miera zadlženosti domácností v rozvinutých krajinách vysoká, pričom potreba prísnejších rozpočtových opatrení by mala v nasledujúcich rokoch tlmieť rastové vyhliadky. Tempo rastu v rozvíjajúcich sa ekonomikách by však malo zostať výrazné. Zahraničný dopyt eurozóny by sa mal zhruba v súlade s výhľadom svetového hospodárskeho rastu zvýšiť o 3,5 % v roku 2013 a o 6,3 % v roku 2014 (po náraste o 3,2 % v roku 2012).

## Projekcie rastu reálneho HDP

Reálny HDP eurozóny po poklese o 0,2 % v druhom a o 0,1 % v treťom štvrtroku 2012 klesol v poslednom štvrtroku o 0,6 %. Domáci dopyt eurozóny v poslednom štvrtroku zaznamenal výrazný pokles, tak v oblasti súkromnej spotreby, ako aj investičnej aktivity. V dôsledku slabého vývoja obchodu z konca minulého roka došlo aj k poklesu vývozu.

Pokiaľ ide o ďalší vývoj, v prvom polroku sa očakáva stabilizácia rastu reálneho HDP a od druhej polovice roka 2013 jeho postupné oživenie. V roku 2013 bude hospodársky rast pravdepodobne stimulovaný postupným zrýchľovaním rastu vývozu v dôsledku priaznivejšieho vývoja zahraničného dopytu, ktorý bude len čiastočne obmedzený stratou konkurencieschopnosti v dôsledku zhodnocovania eura. K oživeniu by mal prispieť aj priaznivý vplyv akomodačného nastavenia menovej politiky na domáci súkromný dopyt, ako aj priaznivý vplyv poklesu inflácie, spôsobený čiastočne zhodnotením eura a čiastočne predpokladaným poklesom cien komodít, na reálny disponibilný príjem. Očakáva sa však, že domáci dopyt bude v dôsledku stále celkovo slabého sentimentu a zostávajúcich potrieb oddlžovania a rozpočtovej konsolidácie v niektorých krajinách naďalej slabý a v priebehu sledovaného obdobia sa bude oživovať len postupne. Celkovo sa očakáva, že projektované oživenie bude v porovnaní s minulosťou i naďalej nevýrazné, čoho dôsledkom bude záporná produkčná medzera počas celého sledovaného obdobia. V ročnom vyjadrení by mal rast reálneho HDP dosiahnuť -0,9 % až -0,1 % v roku 2013 a 0,0 % až 2,0 % v roku 2014.

Pokiaľ ide o podrobnejšiu analýzu jednotlivých zložiek dopytu, podľa projekcií by v priebehu roka 2013 a neskôr mal rast vývozu do krajín mimo eurozóny nabráť na intenzite. Tento výhľad sa opiera o postupné posilňovanie zahraničného dopytu eurozóny, hoci jeho efekt bude zrejme čiastočne zmiernený stratou konkurencieschopnosti v dôsledku zhodnocovania eura. Očakáva sa, že podnikové investície, ktoré v poslednom štvrtroku 2012 pravdepodobne klesli, budú naďalej mierne klesať aj v prvom polroku 2013, a to v dôsledku stále pomerne slabého sentimentu, nízkeho využitia kapacít, neistých vyhliadok dopytu a nepriaznivej situácie v ponuke úverov v niektorých krajinách. Podnikové investície, ktorých podiel na HDP dosiahol historicky nízku úroveň, by mali v druhom polroku 2013 začať rásť vďaka postupnému zvyšovaniu domáceho a zahraničného dopytu a veľmi nízkej hladine úrokových mier. Investície do nehnuteľností na bývanie by mali v nasledujúcich štvrtrokoch ďalej klesať v dôsledku pomalého rastu disponibilného príjmu, stále krehkej a len pomaly sa zlepšujúcej spotrebiteľskej dôvery a potreby ďalších úprav na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie v niektorých krajinách. Očakáva sa, že tieto nepriaznivé vplyvy prevážia relatívnu atraktivitu investícií do nehnuteľností na bývanie v niektorých ďalších krajinách, kde túto formu investícií podporujú historicky nízke sadzby hypotekárnych úverov.

V dôsledku očakávaných rozpočtových konsolidačných opatrení v niekoľkých krajinách eurozóny sa počas celého sledovaného obdobia očakáva pokles vládnych investícií.

Súkromná spotreba sa v poslednom štvrtroku 2012 znížila, pravdepodobne v dôsledku prudkého poklesu reálneho disponibilného príjmu, ktorý bol len čiastočne kompenzovaný dočasným poklesom miery úspor vyplývajúcim zo snahy domácností o vyrovnávanie spotreby. Očakáva sa, že súkromná spotreba sa bude v prvom polroku 2013 ďalej znižovať a v druhom polroku mierne vzrastie, pričom jej vývoj by mal približne zodpovedať profilu rastu reálneho disponibilného príjmu. V roku 2014 by mal rast súkromnej spotreby podľa projekcií nabráť tempo v dôsledku zvýšenia príjmov z pracovnej činnosti vďaka zlepšovaniu podmienok na trhu práce a oslabovaniu nepriaznivého vplyvu rozpočtových konsolidačných opatrení. Oživenie súkromnej spotreby v roku 2014 však má byť tlmené rastom miery úspor, ktorý je odrazom dlhodobovo vysokej miery nezamestnanosti a potreby znížiť mieru zadlženosti domácností. Vládna spotreba by mala vzhľadom na úsilie o rozpočtovú konsolidáciu v roku 2013 klesnúť a v roku 2014 mierne vzrásť.

Dovoz z krajín mimo eurozóny by mal po svojom nedávnom útlme začať v priebehu roka 2013 opäť rásť vďaka postupnému oživeniu celkového dopytu. Vzhľadom na rýchlejší rast vývozu v porovnaní s dovozom sa očakáva, že príspevok čistého vývozu k rastu HDP bude počas sledovaného obdobia kladný, aj keď v menšom rozsahu ako v roku 2012. Očakáva sa, že prebytok bežného účtu platobnej bilancie sa počas sledovaného obdobia zvýši v dôsledku rastúceho prebytku obchodnej bilancie.

#### Tabuľka A Makroekonomické projekcie pre eurozónu

(priemerné ročné zmeny v percentách)<sup>1)</sup>

	2012	2013	2014
HICP	2,5	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0
Reálny HDP	-0,5	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0
Súkromná spotreba	-1,2	-1,3 – -0,3	-0,3 – 1,5
Vládna spotreba	0,0	-0,9 – -0,1	-0,4 – 1,2
Hrubá tvorba fixného kapitálu	-4,0	-3,8 – -1,0	-0,9 – 3,5
Vývoz (tovary a služby)	2,9	-1,3 – 3,5	0,8 – 7,8
Dovoz (tovary a služby)	-0,7	-2,1 – 2,3	1,0 – 7,2

1) Projekcie reálneho HDP a jeho zložiek vychádzajú z údajov očistených od rozdielov v počte pracovných dní. Projekcie dovozu a vývozu zahŕňajú obchodnú výmenu v rámci eurozóny.

#### Projekcie cien a nákladov

Očakáva sa, že miera celkovej inflácie HICP, ktorá vo februári 2013 podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla 1,8 %, bude v priebehu roka 2013 ďalej klesať najmä v dôsledku predpokladaného výrazného poklesu ročnej miery inflácie cien energií a v menšom rozsahu aj v dôsledku predpokladaného poklesu inflácie cien potravín z ich zvýšených úrovní zaznamenaných v roku 2012. Projektovaný pokles inflácie cien energií je čiastočne odrazom tlmiacich bazických efektov vyplývajúcich z oslabovania vplyvu predchádzajúceho rastu cien ropy, ako aj ich predpokladaného postupného znižovania počas sledovaného obdobia. Projektovaný pokles inflácie cien potravín je tiež dôsledkom tlmiacich bazických efektov spôsobených slabnúcim vplyvom predchádzajúceho rastu cien i dôsledkom predpokladu, že vývoj medzinárodných i európskych cien potravinových komodít sa počas sledovaného obdobia čiastočne zmierni. Inflácia HICP bez potravín a energií by mala v roku 2013 mierne klesnúť v dôsledku zhodnocovania eura a nevýrazného hospodárskeho vývoja. V roku 2014 by sa tento ukazovateľ inflácie mal len nepatrne zvýšiť v dôsledku mierneho oživenia hospodárskej aktivity. Ročný priemer inflácie

HICP by mal klesnúť z 2,5 % v roku 2012 na 1,2 % až 2,0 % v roku 2013 a neskôr na 0,6 % až 2,0 % v roku 2014.

Vonkajšie cenové tlaky sa v posledných mesiacoch zmiernili vzhľadom na zhodnocovanie eura. Ročná miera rastu deflátoru dovozu by sa mala v roku 2013 znížiť a v roku 2014 čiastočne ustáliť vďaka predpokladanému odznievaniu tlmiaceho vplyvu silnejšieho výmenného kurzu eura. Čo sa týka domácich cenových tlakov, ročná miera rastu kompenzácií na zamestnanca by mala v rokoch 2013 a 2014 zostať nevýrazná v dôsledku nepriaznivých podmienok na trhu práce. Vzhľadom na projektovaný pokles inflácie spotrebiteľských cien by sa reálne kompenzácie na zamestnanca, ktoré v rokoch 2011 a 2012 klesali, mali počas sledovaného obdobia postupne zvyšovať. Rast jednotkových nákladov práce by mal v roku 2013 zostať pomerne zvýšený, keďže rast produktivity práce bude výrazne zaostávať za rastom miezd. Vzhľadom na očakávané zrýchlenie rastu produktivity v roku 2014 v dôsledku výraznejšieho oživenia hospodárskej aktivity v porovnaní so zamestnanosťou sa očakáva spomalenie rastu jednotkových nákladov práce. Ukazovateľ ziskových marží vyjadrený ako pomer deflátoru HDP v základných cenách k jednotkovým nákladom práce by mal v roku 2013 znova mierne klesnúť, v nadväznosti na výraznejší pokles z roku 2012, a tak kompenzovať pomerne vysoký nárast jednotkových nákladov práce. Neskôr by mal k oživeniu ziskových marží prispieť pomalší rast jednotkových nákladov práce a postupné zlepšovanie hospodárskych podmienok. Očakáva sa, že k inflácii HICP bude v rokoch 2013 a 2014 v pomerne výraznej miere prispievať zvyšovanie regulovaných cien a nepriamych daní, ktoré je súčasťou plánov rozpočtovej konsolidácie, hoci jej rozsah je o niečo menší než v roku 2012.

#### Porovnanie s projekciami z decembra 2012

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu zverejnenými v Mesačnom bulletinu z decembra 2012 bola horná hranica intervalov projekcií rastu reálneho HDP eurozóny na rok 2013 znížená. Táto revízia je predovšetkým odrazom slabého výsledku reálneho HDP za posledný štvrtrok 2012, ktorá pri mechanickej interpretácii vplyva na priemernú ročnú mieru rastu v roku 2013 viac negatívne. Profil štvrtročných mier rastu na rok 2013 však zostáva v podstate nezmenený. Interval priemernej ročnej miery rastu reálneho HDP na rok 2014 bol upravený mierne nadol. Pokiaľ ide o infláciu HICP, interval projekcií na rok 2013 je o niečo užší. Na rok 2014 je horná hranica intervalu v porovnaní s projekciami z decembra 2012 mierne nižšia, a to najmä v dôsledku silnejšieho výmenného kurzu eura.

Tabuľka B Porovnanie s projekciami z decembra 2012

(priemerné ročné zmeny v percentách)

	2013	2014
Reálny HDP – december 2012	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2
Reálny HDP – marec 2013	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0
HICP – december 2012	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2
HICP – marec 2013	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0

#### Porovnanie s prognózami iných inštitúcií

Pre eurozónu je k dispozícii viacero prognóz medzinárodných organizácií a inštitúcií zo súkromného sektora (tabuľka C). Vzhľadom na rôzne termíny uzávierky sa však tieto prognózy nedajú porovnávať s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB, ani navzájom. Okrem toho tieto prognózy používajú na odvodenie predpokladov týkajúcich sa rozpočtového, finančného a zahraničného vývoja

vrátane cien ropy a ostatných komodít odlišné (čiastočne nešpecifikované) metódy. Jednotlivé prognózy sa navyše líšia aj v spôsobe zohľadňovania rozdielov v počte pracovných dní.

Podľa prognóz, ktoré sú v súčasnosti k dispozícii od iných organizácií a inštitúcií, sa v roku 2013 očakáva rast reálneho HDP eurozóny v rozpätí od -0,3 % do 0,0 %, čo je v blízkosti hornej hranice intervalu projekcií odborníkov ECB. Na rok 2014 sa dostupné prognózy rastu pohybujú v rozpätí od 1,0 % do 1,4 %, čo je v rámci intervalu projekcií odborníkov ECB. Pokiaľ ide o infláciu, podľa dostupných prognóz by sa priemerná ročná miera inflácie HICP v roku 2013 mala pohybovať na úrovni 1,6 % až 1,9 % a v roku 2014 na úrovni 1,2 % až 1,8 %, čo je v oboch prípadoch v rámci intervalu projekcií odborníkov ECB.

### Tabuľka C Porovnanie prognóz rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne

(priemerné ročné zmeny v percentách)

	Dátum zverejnenia	Rast HDP		Inflácia HICP	
		2013	2014	2013	2014
OECD	november 2012	-0,1	1,3	1,6	1,2
Európska komisia	február 2013	-0,3	1,4	1,8	1,5
MMF	január 2013	-0,2	1,0	1,6	1,4
Survey of Professional Forecasters	február 2013	0,0	1,1	1,8	1,8
Consensus Economics Forecasts	február 2013	-0,2	1,0	1,8	1,7
Euro Zone Barometer	február 2013	-0,1	1,2	1,9	1,8
Projekcie odborníkov ECB	marec 2013	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0

Zdroje: European Commission Economic Forecast – zima 2013; IMF World Economic Outlook Update – január 2013 za rast reálneho HDP a World Economic Outlook – október 2012 za infláciu; OECD Economic Outlook – november 2012; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a Survey of Professional Forecasters ECB.

Poznámky: V makroekonomických projekciách odborníkov ECB a 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 vplyv počtu pracovných dní zohľadňujú.

© Európska centrálna banka 2013

Adresa: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt nad Mohanom, Nemecko  
 Poštová adresa: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Germany  
 Telefón: +49 69 1344 0  
 Fax: +49 69 1344 6000  
 Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Všetky práva vyhradené.

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