



Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu: september 2016¹

Očakáva sa, že hospodárske oživenie v eurozóne bude pokračovať, hoci mierne pomalším tempom, než sa predpokladalo v projekciách z júna 2016. Výrazná revízia zahraničného dopytu nadol, najmä v súvislosti s oveľa slabším dopytom po dovoze v Spojenom kráľovstve v nadväznosti na referendum o členstve v EÚ, by mala podľa projekcií tmiť rast vývozu z eurozóny. Na ukazovatele sentimentu a neistoty v eurozóne má však výsledok hlasovania o „Brexite“ zatiaľ len nepatrný vplyv, vďaka čomu zostávajú vyhliadky oživenia do značnej miery nezmenené. Akomodačné nastavenie menovej politiky, stále pomerne nízke ceny ropy, zlepšujúce sa podmienky na trhu práce a pokrok dosiahnutý v oddlžovaní jednotlivých sektorov by mali počas sledovaného obdobia v kontexte postupného svetového oživenia podporovať rast domáceho dopytu. V ročnom vyjadrení by mal rast reálneho HDP dosiahnuť 1,7 % v roku 2016 a 1,6 % v rokoch 2017 a 2018.

Inflácia HICP, výrazne tlmená záporným príspevkom inflácie energetickej zložky HICP v dôsledku prudkého poklesu cien ropy v minulosti, by mala v roku 2016 dosiahnuť v priemere 0,2 %. Očakáva sa, že po odznení tohto tlmiaceho vplyvu začiatkom roka 2017 zaznamená inflácia HICP v roku 2017 výrazný rast až na 1,2 %. V dôsledku prebiehajúceho hospodárskeho oživenia a poklesu miery nevyužitých kapacít v hospodárstve by malo počas sledovaného obdobia dochádzať k postupnému zvyšovaniu inflácie HICP bez energií a potravín, čo by malo prispieť k ďalšiemu rastu celkovej inflácie na 1,6 % v roku 2018.

1 Reálna ekonomika

Oživenie hospodárskej aktivity v eurozóne by malo pokračovať. V dôsledku výraznej revízie írskoho HDP nahor, ktorá bola najmä odrazom reštrukturalizácie veľkých nadnárodných podnikov vedúcej k podstatnému zvýšeniu úrovne kapitálových aktív v Írsku, došlo k výraznej revízii HDP eurozóny za rok 2015 nahor. Z revízie vyplýva zmena úrovne údajov HDP, no nestojí za ňou výraznejšie tempo

¹ Makroekonomické projekcie odborníkov ECB sú pre Radu guvernérov podkladom na hodnotenie hospodárskeho vývoja a rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. 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 11. augusta 2016 (box 2). Dňom uzávierky ďalších informácií zahrnutých v projekciách bol 18. august 2016 s výnimkou informácií za Nemecko a Španielsko, v prípade ktorých boli zahrnuté údaje o HDP z 24. augusta (Nemecko) a 25. augusta (Španielsko).

Toto vydanie makroekonomických projekcií sa vzťahuje na obdobie 2016 – 2018. 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 s názvom *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections* v Mesačnom bulletinu ECB z mája 2013.

rastu hospodárstva eurozóny či Írska. Podľa najnovšieho odhadu Eurostatu sa rast reálneho HDP v druhom štvrťroku 2016 po odznení priaznivých účinkov niektorých dočasných faktorov normalizoval na 0,3 % (z 0,5 % v prvom štvrťroku). Napriek výsledku britského referenda zostal podnikateľský a spotrebiteľský sentiment v eurozóne zhruba nezmenený a ukazovatele volatility na finančných trhoch a celkovej makroekonomickej neistoty zostali na nízkej úrovni (box 1). Z týchto ukazovateľov vyplýva rovnomerný hospodársky rast v najbližšom období.

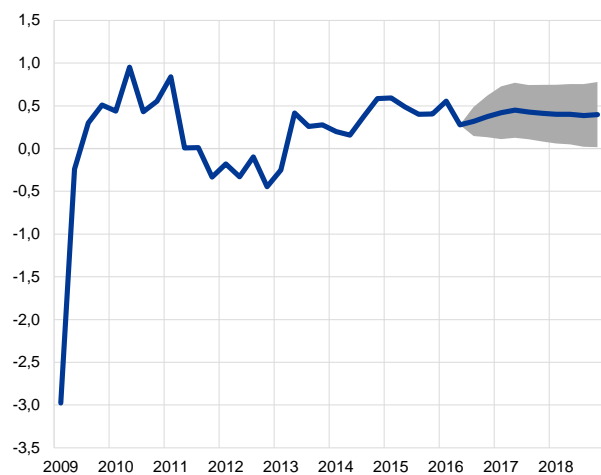
Graf 1

Makroekonomické projekcie¹⁾

(štvrťročné údaje)

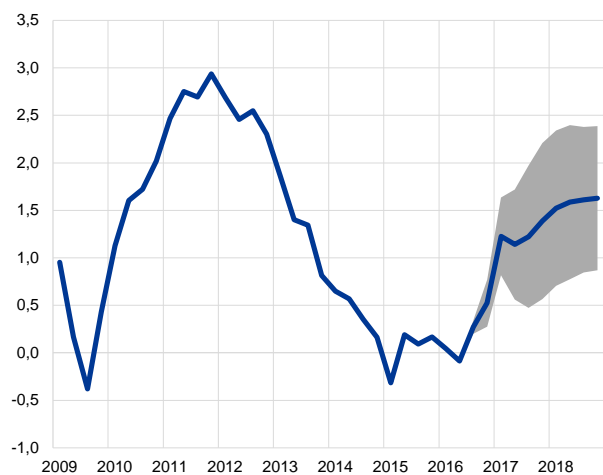
Reálny HDP eurozóny²⁾

(medzištvrťročné percentuálne zmeny)



HICP eurozóny

(medziročné percentuálne zmeny)



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.

V ročnom vyjadrení by mal rast reálneho HDP dosiahnuť 1,7 % v roku 2016 a 1,6 % v rokoch 2017 a 2018. Očakáva sa, že stabilný domáci dopyt, ktorý ťaží najmä z akomodačného nastavenia menovej politiky ECB a priaznivého nastavenia fiškálnej politiky v roku 2016, bude aj naďalej hlavným faktorom rastu reálneho HDP. Rast vývozu by mal podľa projekcií v dôsledku očakávaného postupného svetového oživenia do určitej miery nabráť na intenzite, bude však pod úrovňou rastu dovozu, pričom záporný príspevok čistého obchodu k rastu sa bude počas sledovaného obdobia postupne strácať.

Box 1

Vplyv výsledku referenda o členstve Spojeného kráľovstva v Európskej únii na výhľad hospodárskeho vývoja v eurozóne

Očakáva sa, že rozhodnutie Spojeného kráľovstva vystúpiť z Európskej únie nepriaznivo ovplyvní hospodárstvo eurozóny, najmä prostredníctvom obchodných väzieb, keďže výhľad vývoja hospodárstva Spojeného kráľovstva bol revidovaný výrazne nadol. Aktuálny základný

scenár pre Spojené kráľovstvo je charakterizovaný zdĺhavým nárastom neistoty, ktorý nepriaznivo ovplyvňuje hospodársku aktivitu. Rast HDP Spojeného kráľovstva by mal v druhej polovici roka 2016 a v roku 2017 podľa očakávaní zaznamenať výrazné spomalenie, ktorého príčinou by mal byť značný pokles investícií a pomalší rast súkromnej spotreby. Predpokladá sa, že na obchodné premenné bude mať dodatočný nepriaznivý vplyv neistota v súvislosti s výsledkom obchodných rokovaní, keďže podniky môžu váhať s uzatváraním nových dlhodobějších obchodných dohôd, kým nebudú vyjasnené budúce vzťahy medzi Spojeným kráľovstvom a Európskou úniou. Z tohto dôvodu a tiež vzhľadom na slabší výmenný kurz britskej libry bol dovoz do Spojeného kráľovstva počas sledovaného obdobia oproti projekciám z júna 2016 revidovaný výrazne nadol. Nadol bol upravený aj rast vývozu zo Spojeného kráľovstva, hoci v menšom rozsahu, keďže sa očakáva, že ho bude čiastočne podporovať oslabovanie efektívneho výmenného kurzu libry. V roku 2018 by mala hospodárska aktivita v Spojenom kráľovstve zaznamenať mierne oživenie v dôsledku expanzívnej menovej politiky.

Na hospodársku aktivitu v eurozóne by mal nepriaznivo vplývať najmä nižší vývoz.

Zohľadňujúc i súvisiace globálne dôsledky bude mať Brexit počas sledovaného obdobia výrazný vplyv na zníženie zahraničného dopytu po produkcii eurozóny, v kumulatívnom vyjadrení v rozsahu približne 1,3 percentuálneho bodu. Nepriaznivý vplyv slabšieho zahraničného dopytu na rast reálneho HDP sa v jednotlivých krajinách eurozóny líši vzhľadom na rozdiely v obchodných vzťahoch so Spojeným kráľovstvom. Popri týchto obchodných dôsledkoch sa v jednotlivých krajinách v dôsledku Brexitu prejavujú aj kurzové vplyvy súvisiace s výrazným oslabením britskej libry voči euru v nadväznosti na referendum. V prípade všetkých krajín eurozóny (s výnimkou Írska) však bolo zhodnotenie eura voči libry viac než vykompenzované oslabením eura voči ostatným hlavným menám (v efektívnom vyjadrení). Od referenda navyše dochádza k výraznej revízii dlhodobých úrokových mier nadol, ktorá môže byť odrazom zmien v očakávaniach budúcej menovej politiky v eurozóne a vo svete. Tieto dva faktory tlmia nepriaznivý vplyv Brexitu na výhľad hospodárskeho rastu eurozóny.

Projekcia hospodárskeho rastu eurozóny zohľadňuje aj dodatočné tlmiace vplyvy v konkrétnych krajinách. Ide napríklad o nepriaznivé účinky na dôveru v niektorých krajinách úzko prepojených so Spojeným kráľovstvom, ako aj oslabený turistický ruch a nepriaznivý vývoj na trhu s nehnuteľnosťami v niektorých krajinách. Navyše vzhľadom na to, že výhľad hospodárskeho rastu v Spojenom kráľovstve bol revidovaný nadol najmä z dôvodu oveľa slabšieho vývoja investičnej aktivity, budú neúmerne nepriaznivému vplyvu čeliť tí obchodní partneri, ktorí do Spojeného kráľovstva dodávajú investičný tovar.

V súvislosti s Brexitom sú projekcie eurozóny ohrozené výraznými rizikami nenaplnenia projektovaných hodnôt. Rokovania medzi Spojeným kráľovstvom a Európskou úniou môžu byť zložitejšie, než sa očakáva, čo by mohlo ešte viac ovplyvniť výhľad obchodnej výmeny. Pretrvávajúca neistota by mohla počas sledovaného obdobia viesť k zhoršovaniu dôvery a oslabovaniu hospodárskej aktivity. Slabší dopyt Spojeného kráľovstva po investíciách do bývania v zahraničí by tiež mohol v niektorých ekonomikách eurozóny nepriaznivo ovplyvniť vývoj investícií do nehnuteľností na bývanie. V niektorých krajinách eurozóny zároveň možno pozorovať riziká rýchlejšieho rastu súvisiace s premiestnením finančných služieb alebo tokov priamych zahraničných investícií pre Spojené kráľovstvo a ich investovaním do krajiny pôvodu alebo iných krajín eurozóny.

Výdavky na súkromnú spotrebu majú v tomto roku podľa projekcií výrazne rásť a aj neskôr zostať stabilné. Spotrebiteľská dôvera naďalej vysoko presahuje svoj historický priemer, čo poukazuje na pokračujúci rast súkromnej spotreby v druhom polroku 2016. Vzhľadom na pokračujúci rast zamestnanosti sprevádzaný miernym posilňovaním miery rastu kompenzácií na zamestnanca zostáva výhľad vývoja nominálneho disponibilného príjmu naďalej pozitívny. K rastu nominálneho disponibilného príjmu by mali kladne prispievať iné osobné príjmy, zhruba v súlade s vývojom ziskovosti. Tempo rastu reálneho disponibilného príjmu by sa malo v roku 2016 podľa očakávaní zrýchliť, v roku 2017 a neskôr by však malo predovšetkým v dôsledku vývoja inflácie cien energií stratiť na dynamike. Uvoľňovanie podmienok poskytovania bankových úverov, ku ktorému prispievajú menovopolitické opatrenia ECB, by malo podporiť rast súkromnej spotreby. Hoci nižšie úrokové sadzby ovplyvnili úrokové príjmy a úrokové platby súkromných domácností v približne rovnakom rozsahu a priemerný úrokový výnos domácností v eurozóne tak zostal na takmer nezmenenej úrovni, dochádza k redistribúcii zdrojov od čistých sporiteľov k čistým dlžníkom. Keďže dlžníci majú zvyčajne väčší hraničný sklon k spotrebe, táto redistribúcia úrokových príjmov/platieb by mala ďalej podporiť agregátnu spotrebu. K rastu súkromnej spotreby by mali navyše prispieť aj výsledky v procese oddlžovania. Celkovo by tak mal ročný rast súkromnej spotreby podľa projekcií dosiahnuť v priemere 1,7 % v roku 2016, 1,6 % v roku 2017 a 1,5 % v roku 2018.

Miera úspor by mala do polovice roka 2017 klesať a neskôr by mala zostať na nezmenenej úrovni. V dôsledku čiastočného a postupného premietania rastu reálnych príjmov súvisiaceho s cenami ropy do spotrebiteľských výdavkov došlo podľa odhadov k miernemu zvýšeniu miery úspor počas druhej polovice roka 2015 a ďalej počas prvej polovice roka 2016. Očakáva sa, že tento vplyv na rast miery úspor bude dočasný a po jeho odznení bude miera úspor od konca roka 2016 do polovice roka 2017 klesať. Po zvyšok sledovaného obdobia by mala miera úspor v dôsledku viacerých protichodných faktorov stagnovať. Hoci v niektorých krajinách klesajúca nezamestnanosť, zlepšujúce sa úverové podmienky a nízke úrokové sadzby poukazujú na pokles miery úspor, potreba redukcie miery zadlženosti v niektorých rizikových krajinách naopak pravdepodobne povedie k jej nárastu.

Box 2

Technické predpoklady pre úrokové miery, výmenné kurzy a ceny komodít

V porovnaní s júnovými projekciami došlo v rámci technických predpokladov k týmto zmenám: mierne nižšie ceny ropy v amerických dolároch, nepatrné znehodnotenie efektívneho výmenného kurzu eura a výrazne nižšie dlhodobé trhové úrokové sadzby.

Technické predpoklady

	september 2016				jún 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Trojmesačný EURIBOR (v % p. a.)	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov (v % p. a.)	1,2	0,7	0,6	0,8	1,2	0,9	1,1	1,4
Cena ropy (v USD za barel)	52,4	42,8	47,4	50,6	52,4	43,4	49,1	51,3
Ceny neenergetických komodít v USD (ročná percentuálna zmena)	-19,9	-3,0	5,3	4,2	-19,9	-3,3	4,3	4,6
Výmenný kurz USD/EUR	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,13	1,14	1,14
Nominálny efektívny výmenný kurz eura (EER38) (ročná percentuálna zmena)	-7,1	3,6	-0,1	0,0	-7,1	4,2	0,2	0,0

Technické predpoklady pre úrokové miery a ceny komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 11. augusta 2016.

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 2016 a -0,4 % v rokoch 2017 a 2018. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne by podľa očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 0,7 % v roku 2016, 0,6 % v roku 2017 a 0,8 % v roku 2018.² Vzhľadom na vývoj forwardových trhových úrokových mier a postupné premietanie zmien trhových úrokových mier do sadziieb úverov sa v roku 2016 očakáva určitý pokles kompozitných sadziieb bankových úverov poskytovaných nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny, nasledovaný ich ďalším miernym uvoľnením v roku 2017 a nepatrným nárastom v roku 2018. Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures počas dvojtýždňového obdobia končiaceho sa dňom uzávierky 11. augusta sa predpokladá, že cena ropy Brent klesne z 52,4 USD za barel v roku 2015 na 42,8 USD za barel v roku 2016, pričom v roku 2017 by mala stúpnuť na 47,4 USD za barel a v roku 2018 na 50,6 USD za barel, čo je počas sledovaného obdobia v porovnaní s júnovými projekciami v priemere o približne 1 USD menej. Predpokladá sa, že ceny neenergetických komodít v amerických dolároch v roku 2016 mierne klesnú a v rokoch 2017 a 2018 naopak porastú.³ Vzájomné výmenné kurzy by mali počas sledovaného obdobia zostať nezmenené na priemernej úrovni za dvojtýždňové obdobie končiace sa dňom uzávierky 11. augusta. Z toho vyplýva priemerný výmenný kurz amerického dolára počas sledovaného obdobia na úrovni 1,11 USD/EUR, v porovnaní s úrovňou 1,14 USD/EUR z júnových projekcií. Napriek výraznému oslabeniu britskej libry voči euru v nadväznosti na referendum v Spojenom kráľovstve je efektívny výmenný kurz eura (voči 38 obchodným partnerom) oproti predpokladom z júnových projekcií v roku 2016 slabší o 0,5 % a v rokoch 2017 a 2018 slabší o 0,9 %.

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 Európskou centrálnou bankou, 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.

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 štvrtroka 2017 vychádzať z cien futures a neskôr sa budú vyvíjať podľa svetovej hospodárskej aktivity.

Očakáva sa nevýrazné oživenie investícií do nehnuteľností na bývanie

v eurozóne. Projektované zrýchlenie rastu nominálneho disponibilného príjmu a veľmi nízke sadzby hypotekárnych úverov by mali prispieť k rovnomernému oživovaniu investícií do nehnuteľností na bývanie. Svedčí o tom aj rastúci počet stavebných povolení a zvyšujúci sa dopyt po úveroch na kúpu nehnuteľnosti na bývanie vďaka zlepšovaniu podmienok poskytovania bankových úverov. V niektorých krajinách sa okrem toho podľa všetkého skončil proces korekcie trhov s nehnuteľnosťami na bývanie a ceny týchto nehnuteľností začali rásť. Nárast investícií do nehnuteľností na bývanie však tlmí vysoká nezamestnanosť a vysoká miera zadlženosti domácností v niektorých krajinách, ako aj nepriaznivý demografický vývoj.

Podnikové investície by mali aj naďalej pokračovať v prebiehajúcim oživení.

Očakáva sa, že k oživeniu investičnej aktivity bude prispievať viacero faktorov: vzhľadom na priaznivé očakávania v oblasti produkcie a obrat v očakávaniach vývoja predajných cien aj naďalej dochádza k zvyšovaniu dôvery; miera využitia kapacít prekročila svoj dlhodobý priemer; podmienky financovania a poskytovania bankových úverov zaznamenali za podpory neštandardných menovopolitických opatrení ECB výrazné zlepšenie; domáci dopyt by mal byť aj naďalej stabilný a zahraničný dopyt by sa mal posilniť; vznikla potreba modernizácie kapitálových statkov po niekoľkých rokoch tlmenej investičnej aktivity; a v kontexte vysokoliquidného nefinančného podnikového sektora sa tiež očakáva rast ziskových marží. V dôsledku zaznamenaného výrazného oživenia cien akcií v posledných rokoch a obmedzeného rastu dlhového financovania sa navyše pomer dlhového financovania (pomer dlhu k celkovým aktívam) v nefinančnom podnikovom sektore dostal na historicky nízku úroveň. Oživenie podnikových investícií však bude naďalej brzdiť nepružnosť na trhu tovarov a služieb a trhu práce a očakávania slabšieho rastu potenciálneho produktu než v minulosti.

Na vývoz z eurozóny podstatne nepriaznivo vplyva revízia zahraničného dopytu po produkcii eurozóny nadol, prevažne v dôsledku slabšieho výhľadu vývoja v Spojenom kráľovstve.

Od polovice roka 2016 sa v súlade s oživením svetovej hospodárskej aktivity očakáva len mierne zvýšenie dynamiky zahraničného dopytu, ku ktorej budú prispievať najmä rozvíjajúce sa trhové ekonomiky. Projektované miery rastu zahraničného dopytu však budú naďalej výrazne nižšie než pred krízou. Výsledný nepriaznivý vplyv na vývoz z eurozóny len čiastočne zmierňujú priaznivé účinky slabšieho efektívneho výmenného kurzu eura. Celkovo sa očakáva, že dynamika vývozu z eurozóny bude od druhej polovice roka 2016 rásť len mierne. Podiely na vývozných trhoch by sa mali v krátkodobom horizonte v dôsledku slabšieho výmenného kurzu eura mierne zvýšiť a neskôr by mali stagnovať. Počas sledovaného obdobia sa očakáva naďalej pomerne nevýrazné tempo rastu dovozu z krajín mimo eurozóny. Dovozy by mal rásť v súlade so svojou historickou elasticitou voči celkovému dopytu, hoci stále o niečo rýchlejšie než vývoz. V roku 2018 sa tak očakáva pokles prebytku bežného účtu platobnej bilancie na 3,3 %.

Box 3

Medzinárodné prostredie

Očakáva sa postupné zintenzívňovanie svetovej hospodárskej aktivity. V súvislosti s Brexitom dochádza k naplneniu rizika spomalenia hospodárskeho rastu, ktoré nepriaznivo vplýva na už i tak slabý výhľad svetovej hospodárskej aktivity. Zatiaľ čo volatilita na svetových finančných trhoch v nadväznosti na britské referendum trvala len krátko – čiastočne ju tlmili očakávania ďalšieho zvýšenia miery akomodácie menovej politiky – výhľad vývoja v Spojenom kráľovstve sa zhoršil, čo sa prejavilo aj na svetovom dopyte. Zároveň napriek určitým signálom zastavenia poklesu hospodárskej aktivity vo veľkých rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, ktoré sú vývozcami komodít, globálne ukazovatele už pred britským referendom poukazovali len na mierny rast svetovej hospodárskej aktivity. V nasledujúcom období sa očakáva naďalej len veľmi postupné oživenie svetového hospodárstva. Akomodačná politika by mala podporovať vyhliadky rastu vo vyspelých ekonomikách, zatiaľ čo pozvoľný ústup hlbokkej recesie vo veľkých rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, najmä v Rusku a Brazílii, by mal podporiť rast svetovej hospodárskej aktivity a prevážiť vplyv štrukturálneho spomalenia v Číne.

Svetový obchod je naďalej slabý. Svetový obchod v posledných štvrtrokoch tlmia nepriaznivé cyklické faktory v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, najmä na strane vývozcov komodít, ktorí zaznamenali pokles investícií. V nadchádzajúcich štvrtrokoch by malo s odznievaním týchto šokov dochádzať k miernemu zvyšovaniu svetového dovozu. V strednodobom horizonte sa v projekciách predpokladá elasticita svetového obchodu voči svetovému hospodárskemu rastu na úrovni približne 1, čo je v porovnaní s predkrízovými hodnotami výrazne menej. Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny by sa mal podľa očakávaní zvýšiť z 1,6 % v roku 2016 na 2,6 % v roku 2017 a 3,5 % v roku 2018.

Medzinárodné prostredie

(ročná percentuálna zmena)

	september 2016				jún 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Svetový reálny HDP (bez eurozóny)	3,2	3,0	3,5	3,7	3,1	3,1	3,7	3,8
Svetový obchod (bez eurozóny) ¹⁾	0,7	0,9	2,8	3,7	0,7	1,8	3,5	4,0
Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny ²⁾	0,6	1,6	2,6	3,5	0,6	2,0	3,5	4,0

1) Vážený priemer dovozov.

2) Vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

V porovnaní s projekciami z júna 2016 boli odhady svetovej hospodárskej aktivity

a zahraničného dopytu po produkcii eurozóny upravené nadol. Revízia zahraničného dopytu po produkcii eurozóny nadol o 0,4 percentuálneho bodu v roku 2016, 0,9 percentuálneho bodu v roku 2017 a 0,5 percentuálneho bodu v roku 2018 je predovšetkým odrazom očakávaní slabšieho rastu dovozu zo Spojeného kráľovstva a súvisiacich globálnych dôsledkov.

Záporná produkčná medzera v eurozóne sa má v priebehu sledovaného obdobia vzhľadom na len nevýrazný rast potenciálneho produktu systematicky zužovať. Tempo rastu potenciálneho produktu by sa malo počas sledovaného

obdobia mierne zvýšiť, zostane však jednoznačne pod svojou predkrízovou úrovňou (približne 1,7 %). Nízke tempo potenciálnej produkcie je v prvom rade odrazom pomerne nízkeho príspevku kapitálu po dlhšom období veľmi obmedzenej investičnej aktivity. Príspevok pracovnej sily by sa mal počas sledovaného obdobia zvýšiť vzhľadom na rast počtu obyvateľov v produktívnom veku v kontexte prílevu utečencov a rastúcej miery zapojenia pracovnej sily, čiastočne vďaka predchádzajúcim štrukturálnym reformám. V dôsledku starnutia obyvateľstva však bude príspevok pracovnej sily aj naďalej o niečo nižší než jeho priemerná úroveň pred krízou. Očakávaný príspevok celkovej produktivity faktorov je naopak zhruba rovnaký ako pred krízou.

Podmienky na trhu práce v eurozóne by sa mali v priebehu sledovaného obdobia naďalej zlepšovať. Podľa projekcií by sa mala zamestnanosť počas sledovaného obdobia naďalej zvyšovať, hoci o niečo pomalšie než v posledných štvrtrokoch. V krátkodobom horizonte ide predovšetkým o výsledok normalizácie vzhľadom na ústup niektorých dočasných podporných faktorov, zatiaľ čo počas zvyšku sledovaného obdobia ide najmä o odraz predpokladaného zhoršenia vplyvu nedostatku kvalifikovaných pracovných síl v niektorých častiach eurozóny. Očakáva sa, že miera nezamestnanosti bude klesať, hoci pomalšie než v roku 2015, keďže vplyv rastúcej zamestnanosti na mieru nezamestnanosti by mal byť čiastočne kompenzovaný rýchlejším rastom pracovnej sily v dôsledku prílevu utečencov a efektu pracovnej motivácie. Z tohto vývoja zamestnanosti vyplýva nárast produktivity práce z 0,4 % v roku 2016 na 0,9 % v roku 2018, v súlade s jej zvyčajným procyklickým správaním.

V porovnaní s projekciami z júna 2016 boli vyhliadky rastu reálneho HDP počas sledovaného obdobia upravené mierne nadol. Ide predovšetkým o odraz nepriaznivého vplyvu zníženia zahraničného dopytu na vývoz z eurozóny, ktorý je len čiastočne kompenzovaný priaznivým vplyvom nižších dlhodobých úrokových mier, slabšieho efektívneho výmenného kurzu eura a určitej dodatočnej fiškálnej podpory.

2

Ceny a náklady

Podľa projekcií by mala inflácia HICP v roku 2016 dosiahnuť v priemere 0,2 % a neskôr by mala výrazne vzrásť na 1,2 % v roku 2017 a 1,6 % v roku 2018.

Očakáva sa, že ustupovanie výrazného tlmiaceho účinku predchádzajúceho poklesu cien ropy povedie na začiatku roka 2017 k podstatnému nárastu celkovej inflácie, ktorá sa v prvom štvrtroku zvýši na 1,2 %. Na základe krivky cien ropných futures sa očakáva zvýšenie príspevku energetickej zložky inflácie HICP k celkovej inflácii z -0,6 percentuálneho bodu v roku 2016 na približne +0,1 až 0,2 percentuálneho bodu v rokoch 2017 a 2018. Príspevok k zvýšeniu celkovej inflácie od roku 2016 do roku 2017 by tak mal predstavovať 0,7 percentuálneho bodu.

S postupným poklesom miery nevyužitých kapacít v hospodárstve sa očakáva rast inflácie HICP bez energií a potravín. Zlepšovanie podmienok na trhu práce,

ako vyplýva zo značného poklesu miery nezamestnanosti, by malo počas sledovaného obdobia podľa očakávaní prispieť k postupnému oživeniu rastu miezd. Za pokračujúceho hospodárskeho oživenia sa tiež očakáva, že základná inflácia bude priebežne ťažiť z posilňovania vplyvu podnikov na cenotvorbu a súvisiaceho nárastu ziskových marží. K očakávanému nárastu inflácie HICP bez energií a potravín by malo prispieť aj odznievanie tlmiacich nepriamych účinkov vývoja cien energetických a neenergetických komodít. Stimulačné účinky na rast inflácie je možné očakávať aj v dôsledku zvyšujúcich sa globálnych cenových tlakov vo všeobecnosti. Rast inflácie HICP bez energií a potravín by však malo počas sledovaného obdobia brzdiť postupné odznievanie stimulačných účinkov predchádzajúceho znehodnotenia eura. Celkovo by mala inflácia HICP bez energií a potravín v roku 2016 dosiahnuť v priemere 0,9 % a neskôr by mala vzrásť na 1,3 % v roku 2017 a 1,5 % v roku 2018.

Externé cenové tlaky budú prispievať k rastu inflácie: inflácia dovozných cien by mala v roku 2017 po štyroch rokoch zápornej ročnej miery zmeny zaznamenať kladné hodnoty. Predpokladá sa, že deflátor dovozu bude v roku 2016 naďalej klesať, no v rokoch 2017 a 2018 by sa mal oživiť. Jedným z hlavných faktorov obratu vo vývoji dovozných cenových tlakov je predpokladaný rast cien komodít a najmä cien ropy vyplývajúci z kriviek cien futures, v nadväznosti na ich prudký pokles v predchádzajúcich rokoch. Významnou mierou sa na obrate ročnej miery inflácie deflátoru dovozu od roku 2016 do roku 2017 podieľajú aj výrazné kladné bazické efekty. Popri týchto faktoroch by mali k zvyšujúcim sa externým cenovým tlakom v eurozóne prispievať aj postupne rastúce globálne inflačné tlaky vo všeobecnosti, ako vyplýva napríklad z projektovaného rastu globálnej inflácie spotrebiteľských cien.

Klesajúca miera nevyužitých kapacít na trhu práce a zvyšujúca sa celková inflácia by mali v rokoch 2017 a 2018 podľa očakávaní prispieť k oživeniu mzdového rastu. Napriek nepretržitému poklesu miery nevyužitých kapacít na trhu práce v posledných rokoch zostáva mzdový rast zhruba nezmenený. Medzi faktory, ktoré počas prebiehajúceho hospodárskeho oživenia pravdepodobne naďalej brzdia mzdový rast, patrí okrem zostávajúcej miery nevyužitých kapacít a nízkej inflácie aj prebiehajúci proces úprav v rôznych krajinách zameraný na obnovenie alebo udržanie cenovej konkurencieschopnosti, spolu s reformami trhu práce zavedenými počas krízy. Navyše podľa všetkého dochádza k tvorbe nových pracovných miest najmä v sektoroch s nízkou produktivitou práce, a teda aj nízkou úrovňou miezd, čo prostredníctvom kompozičných efektov nepriaznivo vplyva na celkový rast miezd. Počas sledovaného obdobia by mali tieto tlmiace účinky z hľadiska miezd do určitej miery stratiť na význame a miera nevyužitých kapacít by sa mala ďalej znížiť, vďaka čomu by sa mal rast kompenzácií na zamestnanca zvýšiť z 1,2 % v roku 2016 na 1,8 % v roku 2017 a na 2,2 % v roku 2018.

Ukazovateľ ziskových marží by mal počas sledovaného obdobia ťažiť z pokračujúceho hospodárskeho oživenia. V roku 2015 prispieval k rastu ziskových marží tlmivý vývoj nákladov práce a prudký pokles cien ropy, ktorý sa podľa všetkého v plnej miere nepremietol do spotrebiteľských cien. Keďže účinnok

poklesu cien ropy by mal v roku 2016 odznieť, očakáva sa pokles miery rastu ukazovateľa ziskových marží. Predpokladané cyklické zlepšovanie hospodárskej aktivity počas sledovaného obdobia by však malo aj naďalej podporovať vplyv podnikov na cenotvorbu, a tým aj ziskové marže, a to aj napriek tlmiacemu vplyvu rastúcich nákladov práce.

V porovnaní s projekciami z júna 2016 je výhľad vývoja inflácie HICP počas sledovaného obdobia zhruba nezmenený.

3 Výhľad rozpočtového vývoja

V roku 2016 sa očakáva expanzívne nastavenie rozpočtovej politiky, ktoré by sa v rokoch 2017 a 2018 malo zmeniť na neutrálne. Nastavenie rozpočtovej politiky je vyjadrené ako zmena cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od vládnej podpory finančnému sektoru. V roku 2016 je expanzívne nastavenie rozpočtovej politiky prevažne dané diskrečnými rozpočtovými opatreniami, zatiaľ čo nediskrečné faktory zohrávajú menšiu úlohu a okrem iného súvisia s miernym poklesom nedaňových príjmov.

Deficit a dlh verejnej správy by sa mali podľa projekcií počas sledovaného obdobia znížiť. V roku 2016 nižšie úrokové platby a zlepšenie cyklickej zložky viac než vykompenzovali zhoršenie cyklicky upraveného primárneho salda. Od roku 2017 do roku 2018 vyplýva z ďalšieho poklesu úrokových platieb a zlepšenia cyklickej zložky i primárneho salda ďalšie zníženie rozpočtového deficitu. Očakáva sa, že v priebehu sledovaného obdobia k postupnému znižovaniu dlhu verejnej správy prispeje predovšetkým priaznivý vplyv diferenciálu rastu a úrokovej miery vzhľadom na projektované hospodárske oživenie a predpokladané nízke úrokové sadzby. Na projektovaný vývoj dlhu by mali priaznivo vplývať aj nízke primárne prebytky.

V porovnaní s júnovými projekciami je výhľad rozpočtového vývoja z hľadiska pomeru deficitu zhruba nezmenený a z hľadiska pomeru dlhu priaznivejší.

Počas sledovaného obdobia sa zároveň očakáva nižší pomer dlhu k HDP, predovšetkým vzhľadom na revíziu írskoho nominálneho HDP na rok 2015 nahor, v dôsledku ktorej došlo k redukcii pomeru dlhu k HDP eurozóny o približne 0,4 % HDP.

Tabuľka 1

Makroekonomické projekcie pre eurozónu¹⁾

(ročná percentuálna zmena)

	september 2016				jún 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Reálny HDP ¹⁾	1,9	1,7 [1,5 – 1,9] ²⁾	1,6 [0,7 – 2,5] ²⁾	1,6 [0,4 – 2,8] ²⁾	1,6	1,6 [1,3 – 1,9] ²⁾	1,7 [0,7 – 2,7] ²⁾	1,7 [0,5 – 2,9] ²⁾
Súkromná spotreba	1,7	1,7	1,6	1,5	1,7	1,9	1,7	1,5
Vládna spotreba	1,4	1,7	0,9	1,0	1,3	1,5	0,8	0,9
Hrubá tvorba fixného kapitálu	2,9	3,1	3,3	3,3	2,7	3,2	3,4	3,3
Vývoz ³⁾	6,1	2,6	3,7	4,1	5,2	3,2	4,2	4,4
Dovoz ³⁾	6,1	3,3	4,4	4,7	6,0	4,7	4,7	4,8
Zamestnanosť	1,1	1,3	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	0,9
Miera nezamestnanosti (v % pracovnej sily)	10,9	10,1	9,9	9,6	10,9	10,2	9,9	9,5
HICP	0,0	0,2 [0,1 – 0,3] ²⁾	1,2 [0,6 – 1,8] ²⁾	1,6 [0,8 – 2,4] ²⁾	0,0	0,2 [0,1 – 0,3] ²⁾	1,3 [0,6 – 2,0] ²⁾	1,6 [0,7 – 2,5] ²⁾
HICP bez energií	0,9	0,9	1,2	1,5	0,9	0,9	1,2	1,6
HICP bez energií a potravín	0,8	0,9	1,3	1,5	0,8	1,0	1,2	1,5
HICP bez energií, potravín a zmien nepriamych daní ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	0,9	1,2	1,5
Jednotkové náklady práce	0,4	0,8	1,0	1,3	0,8	0,8	1,0	1,3
Kompenzácie na zamestnanca	1,3	1,2	1,8	2,2	1,3	1,3	1,8	2,2
Produktivita práce	0,9	0,4	0,7	0,9	0,6	0,5	0,8	0,9
Saldo rozpočtu verejnej správy (v % HDP)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Štrukturálne rozpočtové saldo (v % HDP) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Hrubý dlh verejnej správy (v % HDP)	90,3	89,5	88,4	87,0	90,7	90,0	89,0	87,4
Saldo bežného účtu platobnej bilancie (v % HDP)	3,2	3,5	3,4	3,3	3,2	2,9	2,8	2,8

1) Údaje očistené 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 premietnutie vplyvu daní do HICP.

5) Vypočítané ako saldo verejnej správy očistené od dočasných vplyvov hospodárskeho cyklu a dočasných vládných 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 z agregátnej miery produkčnej medzery. V súlade s metodikou ESCB sa cyklické zložky počítajú oddelene pre rôzne príjmové a výdavkové položky. 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

Analýzy citlivosti

Projekcie sa do značnej miery opierajú o technické predpoklady týkajúce sa vývoja určitých kľúčových premenných. Keďže niektoré z týchto premenných môžu mať na projekcie pre eurozónu veľký vplyv, vyhodnotenie citlivosti projekcií na alternatívny vývoj týchto základných predpokladov môže pomôcť pri analýze rizík spojených s projekciami. Tento box sa zaoberá neistotou v spojitosti s niekoľkými kľúčovými predpokladmi a citlivosťou projekcií na tieto premenné.

1) Alternatívny vývoj cien ropy

Modely alternatívneho vývoja cien ropy poukazujú na riziko mierne rýchlejšieho rastu cien ropy v priebehu sledovaného obdobia, než vyplýva z cien futures. Technické predpoklady vývoja cien ropy v rámci základnej projekcie, vychádzajúc z trhov s futures, predpovedajú trend rastu cien ropy, pričom cena ropy Brent by mala ku koncu roka 2018 dosiahnuť 51,6 USD za barel. Tento vývoj je v súlade so scenárom mierneho oživenia svetového dopytu po rope, ktorý súvisí s posilňovaním svetového hospodárskeho oživenia a s miernym znížením ponuky ropy. Z kombinácie alternatívnych modelov, pomocou ktorých odborníci ECB⁴ vypracúvajú predikcie vývoja cien ropy počas sledovaného obdobia, v súčasnosti na roky 2017 a 2018 vyplývajú vyššie ceny ropy, než sa očakáva na základe technických predpokladov. Príčinou by mohlo byť výraznejšie oživenie svetového dopytu po rope vďaka výraznejšiemu než očakávanému oživeniu svetovej hospodárskej aktivity a/alebo výraznejšia redukcia ponuky ropy v dôsledku nižších investícií v ropnom sektore a následného zníženia produkčnej kapacity niektorých producentov ropy. V prípade naplnenia tohto alternatívneho vývoja, pri ktorom by boli ceny ropy do roka 2018 o 11 % vyššie než v základnom scenári, by došlo k miernemu pribrzdzeniu rastu reálneho HDP a zároveň k o niečo rýchlejšiemu rastu inflácie HICP (o 0,1 percentuálneho bodu v roku 2017 a 0,3 percentuálneho bodu v roku 2018).

2) Alternatívny vývoj výmenného kurzu

Táto analýza citlivosti skúma (na ilustračné účely) vplyv výraznejšieho oslabovania výmenného kurzu eura v porovnaní so základnou projekciou. Riziko znehodnotenia výmenného kurzu eura súvisí najmä s divergenciou nastavenia menovej politiky na dvoch stranách Atlantiku. Ďalší tlak na znehodnotenie eura by mohol vyplynúť najmä z pokračujúceho zvyšovania miery akomodácie menovej politiky v eurozóne, ako aj skoršieho než očakávaného zvýšenia sadzby federálnych fondov v Spojených štátoch. Alternatívny vývoj výmenného kurzu eura vychádza z 25. percentilu rozdelenia na základe rizikovo neutrálnych hustôt odvodených z cien opcií na výmenný kurz USD/EUR z 11. augusta 2016. Z tohto vývoja vyplýva postupné oslabovanie eura voči americkému doláru až na úroveň 1,04 USD/EUR v roku 2018, čo je o 6,3 % pod úroveň základnej projekcie na tento rok. Zodpovedajúce predpoklady nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura sú odrazom historických zákonitostí, podľa ktorých zmeny výmenného kurzu USD/EUR odrážajú zmeny efektívneho výmenného kurzu s elasticitou približne 50 %. Výsledkom predpokladu

⁴ Podrobnejšie informácie o kombinácii štyroch modelov uvádza článok „Forecasting the price of oil“, *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2015.

je postupný odklon efektívneho výmenného kurzu eura od základnej projekcie smerom nadol až na úroveň 3,3 % pod úrovňou základnej projekcie v roku 2018. V tomto scenári vývoja z priemeru výsledkov viacerých makroekonomických modelov odborníkov na roky 2017 a 2018 vyplýva vyšší rast reálneho HDP (o 0,1 až 0,2 percentuálneho bodu) a vyššia inflácia HICP (o 0,1 až 0,2 percentuálneho bodu).

Box 5

Prognózy iných inštitúcií

Pre eurozónu je k dispozícii viacero prognóz medzinárodných organizácií a 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 uvádza tabuľka, aktuálne dostupné projekcie iných inštitúcií týkajúce sa rastu reálneho HDP a inflácie HICP sa nachádzajú v rámci intervalov projekcií odborníkov ECB (v tabuľke uvedené v zátvorkách).

Porovnanie prognóz rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne

(ročná percentuálna zmena)

	Dátum zverejnenia	Rast HDP			Inflácia HICP		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projekcie odborníkov ECB	september 2016	1,7 [1,5 – 1,9]	1,6 [0,7 – 2,5]	1,6 [0,4 – 2,8]	0,2 [0,1 – 0,3]	1,2 [0,6 – 1,8]	1,6 [0,8 – 2,4]
Európska komisia	máj 2016	1,6	1,8	–	0,2	1,4	–
OECD	jún 2016	1,6	1,7	–	0,2	1,2	–
Euro Zone Barometer	august 2016	1,5	1,3	1,6	0,3	1,3	1,6
Consensus Economics Forecasts	august 2016	1,5	1,2	1,6	0,2	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters	júl 2016	1,5	1,4	1,6	0,3	1,2	1,5
MMF	júl (HDP)/apríl (HICP) 2016	1,6	1,4	1,6	0,4	1,1	1,3

Zdroj: European Commission European Economic Forecast, jar 2016, máj 2016 (v júli 2016 zverejnila Európska komisia dva scenáre na vyjadrenie vplyvu výsledku britského referenda na výhľad hospodárskeho vývoja eurozóny; z mierneho scenára vyplýva rast HDP eurozóny na úrovni 1,6 % v roku 2016 a 1,5 % v roku 2017, z prísneho na úrovni 1,5 % v roku 2016 a 1,3 % v roku 2017); IMF World Economic Outlook, Update, júl 2016 (HDP), IMF World Economic Outlook, apríl 2016 (HICP); OECD Economic Outlook, jún 2016; Consensus Economics Forecasts, august 2016; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, august 2016; a ECB Survey of Professional Forecasters, júl 2016.

Poznámka: V makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu 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 2016

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.