



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTÉM

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKČIE ODBORNÍKOV EUROSYSTÉMU PRE EUROZÓNU – DECEMBER 2015¹

1. VÝHLAD VÝVOJA V EUROZÓNE: PREHĽAD A HLAVNÉ ZNAKY

Očakáva sa, že oživenie hospodárskej aktivity v eurozóne bude pokračovať. Reálny HDP by sa mal podľa projekcií zvýšiť o 1,5 % v roku 2015, o 1,7 % v roku 2016 a o 1,9 % v roku 2017. Celkový výhľad vývoja sa v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami v podstate nezmenil, hoci výhľad domáceho dopytu je priaznivejší, kým výhľad zahraničného dopytu sa zhoršil. Inflácia by mala v priebehu sledovaného obdobia vzrásť a v roku 2017 dosiahnuť 1,6 %. Hodnoty inflácie boli mierne upravené nadol, predovšetkým vzhľadom na nižšie ceny ropy.

Vďaka viacerým priaznivým faktorom by malo v rokoch 2016 a 2017 pokračovať oživovanie poháňané domácim dopytom. Akomodačná menová politika ECB sa i naďalej premieta do hospodárstva, o čom svedčí určité ďalšie uvoľňovanie podmienok v ponuke úverov, nedávny obrat dynamiky úverov i znehodnocovanie efektívneho výmenného kurzu eura. Nízke ceny ropy by mali podporovať spotrebu i investičnú aktivitu. Domáci dopyt by mal okrem toho ťažiť z určitého uvoľnenia rozpočtovej politiky, čiastočne v dôsledku nedávneho prílevu utečencov, ktorý má viesť k dodatočným vládnym výdavkom a transferom domácnostiam. Vzhľadom na predpoklad postupne klesajúcej potreby oddlžovania súkromného sektora sa v nasledujúcich rokoch očakáva nárast domáceho dopytu pod účinkom investičného akcelerátora. Spotreba by mala rásť i vďaka ďalšiemu zlepšovaniu situácie na trhu práce. Podiel globálneho oživenia na aktivitách v eurozóne by mal naopak zostať tlmenejší, predovšetkým vzhľadom na pomalé tempo rastu v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách.

Inflácia HICP by mala podľa projekcií vzrásť na 1,0 % v roku 2016 a 1,6 % v roku 2017. Na profile inflácie HICP by sa mal v priebehu sledovaného obdobia významne prejavovať vývoj energetickej zložky HICP. Výrazné rastové základné efekty na prelome roka, ako aj v druhej polovici roka 2016 majú spolu s predpokladaným nárastom cien ropy (na základe cien futures) zasahujúcim do roka 2017 spôsobiť podstatný nárast inflácie energetickej zložky HICP z momentálne zápornej hladiny. Okrem toho by sa mala počas sledovaného obdobia postupne zvyšovať aj inflácia HICP bez energií a potravín. V rámci rozbiehajúceho sa hospodárskeho oživenia by mal k rastu inflácie prispievať i rast miezd a ziskových marží. Na inflácii HICP by sa mal navyše aj naďalej prejavovať podstatný pokles výmenného kurzu eura.

¹ Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu sú pre Radu guvernérov podkladom pri hodnotení hospodárskeho vývoja a rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. Informácie o použitých postupoch a technikách sú uvedené v publikácii ECB *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises* z júna 2001, ktorá je k dispozícii na internetovej stránke ECB. Dňom uzávierky technických predpokladov ako sú ceny ropy a výmenné kurzy bol 12. november 2015 (box 3). Dňom uzávierky ostatných údajov použitých v týchto projekciách bol 19. november 2015.

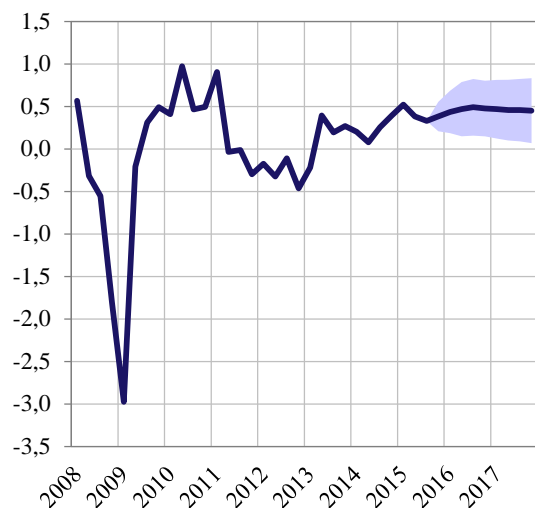
Toto vydanie makroekonomických projekcií sa vzťahuje na obdobie 2015 – 2017. Projekcie na takéto dlhé obdobie sú spojené s veľmi vysokou mierou neistoty, ktorú je pri ich výklade potrebné brať do úvahy. Bližšie informácie sú v článku „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections“ v Mesačnom bulletinu ECB z mája 2013.

Graf 1 Makroekonomické projekcie¹⁾

(štvrt'ročné údaje)

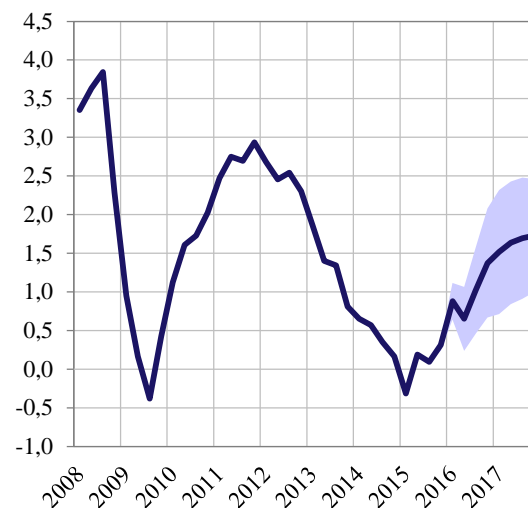
Reálny HDP eurozóny²⁾

(medzištvrt'ročné 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.

2. REÁLNA EKONOMIKA

Oživenie hospodárskej aktivity v eurozóne má počas projekčného horizontu pokračovať, i vďaka čoraz väčšej podpore domáceho dopytu. V treťom štvrt'roku 2015 stúpol reálny HDP o 0,3 %. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, podnikateľská i spotrebiteľská dôvera v posledných mesiacoch zostáva zvýšená, čo poukazuje na stabilný rast v najbližšom období. V ďalšom priebehu projekčného horizontu má rast reálneho HDP podporovať celý rad priaznivých faktorov, predovšetkým akomodačné nastavenie menovej politiky, určité uvoľnenie rozpočtovej politiky, nízke ceny ropy a postupne sa zlepšujúci výhľad svetového dopytu spojený s rastúcim podielom na vývoznom trhu, ktorý je odrazom pomerne slabého efektívneho výmenného kurzu eura.

Hlavným zdrojom oživenia majú zostať súkromné spotrebné výdavky. Rast nominálneho disponibilného príjmu by sa mal počas sledovaného obdobia zrýchliť vďaka rastúcim mzdovým príjmom vzhľadom na stabilný rast zamestnanosti i rýchlejší rast nominálnych kompenzácií na zamestnanca, ako aj rýchlejší rast iných osobných príjmov. Príjem domácností sa v roku 2016 okrem toho zvýši aj vďaka vyšším transferom a zníženiu priamych daní. Rast reálneho disponibilného príjmu by mal v roku 2016 ešte pokračovať, než sa v roku 2017 spomalí v dôsledku rastu spotrebiteľských cien. Nízke náklady financovania a rast čistého majetku domácností, ku ktorým prispieva program nákupu aktív, by mali stimulovať súkromnú spotrebu, aj keď prostredie nízkych úrokových mier zároveň prostredníctvom znižovania úrokových výnosov disponibilný príjem kráti. Celkovo tak má priemerný ročný rast súkromnej spotreby v rokoch 2015 – 2017 podľa projekcií dosiahnuť 1,7 % (po náraste o 0,8 % v roku 2014).

Miera úspor má v najbližšom období zostať nezmenená, než v roku 2017 mierne klesne. Miera úspor sa má podľa projekcií v roku 2015 o niečo zvýšiť, odrážajúc určitú strnulosť v reakcii spotreby na nárast disponibilného príjmu vyplývajúci z nižších cien ropy. Miera úspor má v roku 2016 zostať v podstate

nezmenená, než v roku 2017 o niečo klesne. V niektorých krajinách sa očakáva, že vysoká miera nezamestnanosti a zvýšená hladina hrubého dlhu budú i naďalej vyvíjať tlak na rast úspor, kým veľmi nízka hladina úrokových mier môže v niektorých krajinách znamenať potrebu dodatočných úspor. V priebehu času sa však očakáva, že prevážia viaceré tlaky na znižovanie úspor. Po prvé, spotreba domácností by mala postupne zareagovať na zvýšenie disponibilného príjmu v dôsledku poklesu cien ropy. Po druhé, postupné klesanie nezamestnanosti by malo viesť k redukcii preventívnych úspor a umožniť domácnostiam realizovať doposiaľ odkladané väčšie výdavky. V neposlednom rade majú veľmi nízke úrokové výnosy tendenciu od úspor odrádzať prostredníctvom medzičasového substitučného efektu.

Investície do nehnuteľností na bývanie v eurozóne by mali vzrásť, aj keď ich východisková úroveň je veľmi nízka. Revidované údaje naznačujú o niečo výraznejšiu aktivitu v investíciách do nehnuteľností na bývanie v prvom polroku 2015. Vzhľadom na rovnomerný rast reálneho disponibilného príjmu, veľmi nízke sadzby hypotekárnych úverov a zlepšujúce sa podmienky financovania, v spojení s programom nákupu aktív, by mali investície do nehnuteľností na bývanie v ďalšom priebehu sledovaného obdobia naberať na intenzite. Výsledkom by mal byť rýchlejší rast úverov domácnostiam, ktorý podporí investície do nehnuteľností na bývanie. Výraznejšiemu nárastu investícií do nehnuteľností na bývanie však bude pravdepodobne brániť vysoká úroveň zadlženosti domácností a nepriaznivé demografické vplyvy v niektorých krajinách eurozóny.

Podnikové investície majú postupne naberať na intenzite vďaka zlepšeniu podmienok financovania a cyklickému oživeniu. Objem kapitálových výdavkov má stimulovať akomodačné nastavenie menovej politiky, akceleračné účinky v spojitosti s projektovaným nárastom domáceho i zahraničného dopytu, potreba modernizácie kapitálových statkov po rokoch tlmenej investičnej aktivity, rozpočtové opatrenia v niektorých krajinách i nárast ziskových marží vzhľadom na hotovostne už dobre vybavený sektor nefinančných podnikov. V porovnaní s minulosťou by mal navyše podnikové investície počas sledovaného obdobia v menšej miere obmedzovať celkový tlak vyplývajúci z oddlžovania podnikov v eurozóne. Pomer dlhového financovania k vlastným zdrojom už vo väčšine krajín podstatne klesol z vysokých hodnôt zaznamenaných počas finančnej krízy a v súčasnosti sa pohybuje na historicky nízkej úrovni. Oživenie podnikových investícií však budú i naďalej brzdiť zostávajúce finančné bariéry a vysoká úroveň zadlženosti v niektorých krajinách, ako aj v porovnaní s minulosťou nižšie očakávaná rastu potenciálneho produktu.

Nastavenie rozpočtovej politiky, vyjadrené ako zmena cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od vládnej podpory finančnému sektoru, by malo mať počas sledovaného obdobia mierny kladný príspevok k dopytu. Po nevýraznom sprísnení diskrečných rozpočtových opatrení v roku 2015 sa v roku 2016 očakáva diskrečné uvoľnenie, kým v roku 2017 majú byť rozpočtové opatrenia neutrálne.² Rast reálnych štátnych investícií sa má v roku 2016 čiastočne zrýchliť a ďalej naberať na intenzite v roku 2017, kým spotreba verejnej správy má rásť pomerne výrazným tempom. Prílev utečencov by mal prispieť k uvoľneniu rozpočtovej politiky v eurozóne (box 2).

Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny by mal byť tlmenejší v dôsledku pomalého rastu v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách i nízkej obchodnej intenzity svetového rastu, v priebehu sledovaného obdobia by sa však mal postupne oživiť (box 1). Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny by mal počas sledovaného obdobia postupne rásť, no vzhľadom na pomalý rast dovozu do rozvíjajúcich sa trhových ekonomik bude jeho rast pomalší. Podľa projekcií by mal výrazne zaosť za predkrízovým tempom, a to v dôsledku nižšej svetovej hospodárskej aktivity i nižšej elasticity obchodu vo vzťahu k hospodárskemu rastu, a to najmä v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách.

Rast vývozu z eurozóny by sa mal počas sledovaného obdobia zrýchľovať. Tempo rastu vývozu z eurozóny by malo počas sledovaného obdobia i naďalej predstihovať rast zahraničného dopytu, pričom

² Predpoklady v oblasti rozpočtovej politiky vychádzajú z informácií zahrnutých v rozpočtových zákonoch na rok 2016, ako aj relevantné informácie, ktoré boli k dispozícii k 19. novembru 2015. Do úvahy sa berú všetky opatrenia rozpočtovej politiky, ktoré už schválili národné parlamenty, resp. dostatočne podrobne vypracované opatrenia vlád, ktoré budú v rámci legislatívneho konania pravdepodobne schválené.

vývoz by mal profitovať z oneskoreného účinku znehodnotenia efektívneho výmenného kurzu eura a nárastu konkurencieschopnosti. Rast dovozu do eurozóny by mal počas sledovaného obdobia zostať pomerne nevýrazný vzhľadom na to, že v skladbe celkového dopytu dominujú výdavkové komponenty s nízkym obsahom dovozu, ako napr. verejná a súkromná spotreba. Prebytok na bežnom účte platobnej bilancie by sa mal zvýšiť z 2,4 % HDP v roku 2014 na 3,0 % v roku 2015, v roku 2016 by mal klesnúť na 2,9 % a neskôr v roku 2017 na 2,7 %.

Záporná produkčná medzera sa má zúžiť, predovšetkým vzhľadom na nevýrazný rast potenciálneho produktu. Tempo rastu potenciálneho produktu by malo počas sledovaného obdobia podľa odhadov dosahovať len okolo 1 % a tým jednoznačne zaostávať za svojou predkrízovou úrovňou. Vzhľadom na to, že projektovaný rast reálneho HDP sa pohybuje nad potenciálnou úrovňou, by sa mala záporná produkčná medzera do konca sledovaného obdobia podstatne zmenšiť.

Box 1

MEDZINÁRODNÉ PROSTREDIE

Svetové hospodárstvo naďalej prechádza postupným oživením, hoci tempo ekonomickej expanzie zostáva skromné. Ukazovatele svetovej hospodárskej aktivity a dostupné údaje za jednotlivé krajiny poukazujú na stále mierny rast v celosvetovom meradle v treťom štvrtroku 2015. V ďalšom období by mala svetová hospodárska aktivita pokračovať v trende postupného, hoci nerovnomerného oživovania, a to vďaka stabilným vyhladkam rastu v najrozvinutejších ekonomikách, zatiaľ čo výhľad rozvíjajúcich sa trhových ekonomik zostáva v porovnaní s historickými údajmi obmedzený. V rozvinutých ekonomikách by mali hospodársky výhľad podporovať nízke ceny ropy, priaznivé podmienky financovania, zlepšujúca sa situácia na trhu práce a rastúca dôvera, ako aj ústup nepriaznivých účinkov oddlžovania súkromného sektora a rozpočtovej konsolidácie. V prípade rozvíjajúcich sa trhových ekonomik je strednodobý výhľad naopak rôznorodejší. Zatiaľ čo vyšší dopyt v rozvinutých ekonomikách by mal podporovať oživenie hospodárskej aktivity, vo viacerých veľkých rozvíjajúcich sa ekonomikách rastové vyhladky brzdia štrukturálne prekážky a makroekonomické nerovnováhy. Niektoré z týchto ekonomik sa zároveň prispôbujú nižším cenám komodít a prísnejším podmienkam financovania v očakávaní normalizácie menovej politiky Spojených štátov, kým niektoré z nich naďalej poznačuje vysoká politická neistota. Podľa projekcií by sa mal svetový rast (bez eurozóny) postupne zrýchliť z 3,1 % v roku 2015 na 3,6 % v roku 2016 a takmer 3,9 % v roku 2017. V porovnaní so septembrovými projekciami to znamená revíziu o 0,1 percentuálneho bodu nadol na rok 2015 a o 0,2 percentuálneho bodu nadol na rok 2016.

Svetový obchod bol v prvom polroku 2015 mimoriadne slabý, postupne sa však má posilniť. Údaje o svetovej obchodnej výmene za prvý polrok 2015 boli výrazne revidované nadol, pričom teraz vykazujú citeľnejší pokles. Hoci výrazný prepád dovozu v Rusku a Brazílii počas uvedeného obdobia možno čiastočne vysvetliť poklesom domáceho dopytu a znehodnotením výmenného kurzu, vývoj v ostatných krajinách (vrátane Spojeného kráľovstva, Japonska a Číny) je podľa všetkého najmä odrazom šumu v obchodných údajoch. Aktuálne ukazovatele obchodnej výmeny síce v treťom štvrtroku 2015 naznačujú určitú stabilizáciu, jej celková dynamika však v najbližšom období pravdepodobne zostane tlmená. Neskôr sa očakáva postupné posilňovanie svetového obchodu v nadväznosti na oživenie svetovej hospodárskej aktivity, predkrízovú dynamiku však rozhodne nedosiahne. Celkovo má byť profil svetového dovozu a zahraničného dopytu po produkcii eurozóny vo vzťahu k svetovému HDP počas sledovaného obdobia pomerne slabý. Rast zahraničného dopytu po produkcii eurozóny by sa mal podľa projekcií zvýšiť z -0,1 % v roku 2015 na 2,7 % v roku 2016 a 3,8 % v roku 2017. V porovnaní so septembrovými projekciami to predstavuje zníženie o 1,6 percentuálneho bodu na rok 2015, o 0,7 percentuálneho bodu na rok 2016 a o 0,3 percentuálneho bodu na rok 2017.

Medzinárodné prostredie

(ročné percentuálne zmeny)

	December 2015				September 2015			Revízie od septembra 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Svetový reálny HDP (bez eurozóny)	3,7	3,1	3,6	3,9	3,2	3,8	4,0	-0,1	-0,2	0,0
Svetový obchod (bez eurozóny) ¹⁾	3,2	0,5	2,9	3,8	1,4	3,3	4,1	-0,9	-0,5	-0,3
Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny ²⁾	3,3	-0,1	2,7	3,8	1,5	3,3	4,1	-1,6	-0,7	-0,3

Poznámka: Úpravy sa počítajú z nezaokrúhlených hodnôt.

1) Vážený priemer dovozov.

2) Vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

Zlepšovanie podmienok na trhu práce v eurozóne by malo v priebehu sledovaného obdobia pokračovať. Počet zamestnancov má v druhom polroku 2015 pokračovať v momentálne výraznom raste. Podľa projekcií sa v rokoch 2016 a 2017 očakáva ďalšie zvyšovanie, ktoré je predovšetkým výsledkom hospodárskeho oživenia, rozpočtových stimulov v niektorých krajinách, mzdovej moderácie, predchádzajúcich reforiem na trhu práce a postupnej integrácie utečencov na trhu práce. Počet odpracovaných hodín na osobu sa má podľa projekcií počas sledovaného obdobia mierne zvýšiť, no i naďalej má zostať hlboko pod predkrízovou úrovňou. Z tohto vývoja zamestnanosti vyplýva nárast produktivity práce z 0,3 % v roku 2014 na 0,9 % v roku 2017, v súlade s jej tradične procyklickým správaním. Po ročnom raste o 0,2 % v rokoch 2014 a 2015 by mala pracovná sila vzhľadom na pokračujúci prílev utečencov (box 2) a ústup odrádzajúcich účinkov rásť rýchlejšie, než sa pôvodne očakávalo – o 0,5 % v roku 2016 i 2017. Miera nezamestnanosti sa má znížiť na 10,1 % v roku 2017 a naďalej sa pohybovať výrazne nad predkrízovou úrovňou (7,5 % v roku 2007).

V porovnaní so septembrovými projekciami je výhľad rastu reálneho HDP zhruba nezmenený. Malé zvýšenie na rok 2015 je predovšetkým odrazom priaznivejšieho výsledku za druhý štvrtrok 2015. Zhruba nezmenený výhľad na rok 2016 a 2017 vyplýva z dvoch protichodných faktorov: na jednej strane stabilnejšieho výhľadu súkromnej spotreby a vyšších vládnych výdavkov spôsobených okrem iného rozpočtovými opatreniami prijatými v reakcii na prílev utečencov, a na druhej strane zhoršeného výhľadu vývozu v dôsledku nižšieho zahraničného dopytu.

Box 2

DOSAĤ PRÍLEVU UTEČENCOV NA HOSPODÁRSTVO EUROZÓNY

Eurozóna v súčasnosti zažíva bezprecedentný prílev utečencov. Podľa Úradu vysokého komisára Spojených národov pre utečencov do konca novembra 2015 preplávalo Stredozemné more približne 850 000 utečencov, čo s odstupom predstihuje prílev zaznamenaný počas balkánskej krízy začiatkom 90. rokov. V porovnaní s projekciami z júna 2015 sa v týchto projekciách predpokladá, že do roku 2017 do eurozóny pravdepodobne dorazí ďalších 2,4 mil. utečencov (menej ako 1 % obyvateľov eurozóny).

Hodnotenie vplyvu prílevu utečencov na reálnu ekonomiku a stav verejných financií je spojené s veľmi vysokou mierou neistoty. Počet utečencov a ich kvalifikačný profil sú ešte stále veľmi nejasné a následný prílev ich rodinných príslušníkov je prevažne nepredvídateľný. Jasné nie je ani ich rozloženie v jednotlivých krajinách eurozóny. Navyše v súčasnosti prebiehajú úpravy národných azylových politík, s príslušnými makroekonomickými a rozpočtovými následkami.

Makroekonomický vplyv na stranu ponuky bude predovšetkým závisieť od účasti trhu práce a rýchlosti pracovnej integrácie. Vstup utečencov na formálny trh práce hosťovskej krajiny je spravidla zdĺhavý proces. Najskôr je potrebné prejsť azylovým konaním a v niektorých prípadoch získať aj pracovné povolenie, jazykové znalosti a aprobáciu. Vzhľadom na právne a praktické obmedzenia vstup

utečencov na trh práce v eurozóne trvá v priemere minimálne šesť mesiacov. Medzi jednotlivými krajinami pritom existujú veľké rozdiely a v praxi by mohlo hľadanie stabilného pracovného miesta mnohým utečencom trvať aj niekoľko rokov. V základnom scenári projekcií pre eurozónu sa očakáva, že prichádzajúci utečenci sú prevažne mladí a budú konkurovať miestnym pracovným silám na nižšom konci kvalifikačnej a mzdovej stupnice. Zároveň sa predpokladá, že do konca projekčného horizontu sa do pracovnej sily zapojí len asi štvrtina všetkých utečencov.

Krátkodobý až strednodobý makroekonomický dosah prílevu utečencov sa prejavuje prostredníctvom dopytového i ponukového kanálu. Kladný dopytový šok v podobe vyššej súkromnej a vládnej spotreby môže spočiatku spôsobiť nárast cien a produkcie za podpory pomerne malých úspor utečencov a ich vysokého sklonu k spotrebe. Rozsah tohto šoku môže závisieť aj od výšky remitencií utečencov do ich domovských krajín. V niektorých krajinách môže byť ekonomika zároveň nepriaznivo ovplyvnená zhoršujúcou sa dôverou spotrebiteľov a podnikov. Príčinou môžu byť obavy, že integrácia utečencov bude prebiehať na úkor pracovných vyhládok miestnych obyvateľov – ak utečenci nebudú obsadzovať len voľné pracovné miesta – a že by prijímaním veľkého počtu utečencov v krajinách južnej Európy mohol trpieť cestovný ruch. V dôsledku vstupu utečencov na trh práce môže vzhľadom na rastúci počet menej kvalifikovaných a horšie platených pracovníkov dôjsť k obmedzeniu kompenzácií na zamestnanca a produktivity práce. V najbližšom období však môže dôjsť k zvýšeniu inflácie v porovnaní so základným scenárom, ktorý neberie do úvahy vplyv dodatočných utečencov v podobe vyššieho domáceho dopytu, nižšej produktivity a rastu nájomného. Neskôr by rast ponuky práce a zamestnanosti mohol stimulovať ďalší rast, a to vďaka vyššej súkromnej spotrebe a investíciami do nehnuteľností na bývanie. Z dlhodobšieho hľadiska môže z tohto vývoja ťažiť i rast potenciálneho produktu.

Vplyv prílevu utečencov na zamestnanosť, produkciu a cenovú hladinu sa v jednotlivých krajinách líši a v základnom scenári projekcií pre eurozónu bude pravdepodobne mierny. Citeľné však budú rozpočtové následky. Očakáva sa, že rozpočtové následky prílevu utečencov budú predstavovať vládne výdavky na stravu a ubytovanie, peňažné dávky utečencom a v menšej miere aj nárast výdavkov verejnej správy súvisiacich okrem iného so vzdelávaním, zdravotnou starostlivosťou a integráciou vo všeobecnosti. Očakávané krátkodobé rozpočtové následky odrážajú skutočnosť, že napriek určitým náznakom dodatočného dopytu po ubytovacích kapacitách nevidieť žiadne známky rozsiahlych dodatočných investícií verejnej správy. Prílev utečencov má v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami prispieť k uvoľneniu rozpočtovej politiky v eurozóne. Očakáva sa, že v najviac postihnutých krajinách potrvá rozpočtový vplyv na verejné financie počas celého projekčného horizontu. S výnimkou niekoľkých krajín, v ktorých sa majú dodatočné (obmedzené) náklady spojené s hostením utečencov hradiť presunutím výdavkových priorit či čerpaním rezerv, majú tieto výdavky podľa očakávaní spôsobiť prehĺbenie rozpočtových deficitov, v neposlednom rade aj vzhľadom na určitú flexibilitu, ktorú v tomto smere poskytuje Pakt stability a rastu. V dlhodobjšom horizonte sa rozpočtový vplyv môže zmierniť, čo však bude závisieť predovšetkým od načasovania a rozsahu vstupu utečencov na trh práce.

Box 3

TECHNICKÉ PREDPOKLADY PRE ÚROKOVÉ MIERY, VÝMENNÉ KURZY A CENY KOMODÍT

V porovnaní so septembrovými projekciami došlo v rámci technických predpokladov okrem iného k nasledujúcim zmenám: nižšie ceny ropy a neenergetických komodít v amerických dolároch, nepatrné zhodnotenie efektívneho výmenného kurzu eura a nižšie úrokové miery v eurozóne.

Technické predpoklady pre úrokové miery a ceny komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 12. novembra 2015. 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 0,0 % v roku 2015, -0,2 % v roku 2016 a -0,1 % v roku 2017. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny by mali na základe očakávaní trhu dosiahnuť v priemere 1,2 % v roku 2015, 1,4 % v roku 2016 a 1,7 % v roku 2017.¹ Vzhľadom na vývoj forwardových trhových úrokových mier a postupné premietanie zmien trhových úrokových mier do sadziieb úverov sa očakáva, že kompozitné sadzby bankových úverov

poskytovaných nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny budú v roku 2016 aj naďalej celkovo stabilné a v roku 2017 sa mierne zvýšia. Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures počas dvojtýždňového obdobia končiaceho sa dňom uzávierky 12. novembra sa predpokladá, že cena ropy Brent stúpne z vtedajšej úrovne 45 USD za barel na 52,2 USD za barel v roku 2016 a na 57,5 USD za barel v roku 2017. Predpokladá sa, že ceny neenergetických komodít v amerických dolároch budú vykazovať stúpajúci trend.² Vzájomné výmenné kurzy by mali počas sledovaného obdobia zostať nezmenené na priemernej úrovni za dvojtýždňové obdobie končiace sa dňom uzávierky 12. novembra. Z toho vyplýva výmenný kurz na úrovni 1,09 USD/EUR počas sledovaného obdobia.

Technické predpoklady

	December 2015				September 2015			Revízie od septembra 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Trojmesačný EURIBOR (v % p. a.)	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2
Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov (v % p. a.)	2,0	1,2	1,4	1,7	1,3	1,6	1,8	-0,1	-0,2	-0,1
Cena ropy (v USD za barel)	98,9	53,8	52,2	57,5	55,3	56,1	60,9	-2,7	-6,9	-5,6
Ceny neenergetických komodít v USD (ročná percentuálna zmena)	-8,6	-18,7	-5,2	4,1	-19,7	-4,6	4,4	1,0	-0,7	-0,4
Výmenný kurz USD/EUR	1,33	1,11	1,09	1,09	1,11	1,10	1,10	0,3	-1,0	-1,0
Nominálny efektívny výmenný kurz eura (EER38) (ročná percentuálna zmena)	2,4	-7,1	0,1	0,0	-7,8	0,3	0,0	0,7	-0,2	0,0

1) Zmeny sú určené na základe nezaokrúhlených údajov a vyjadrené ako percentá v prípade úrovní, ako rozdiely v prípade mier rastu a ako percentuálne body v prípade úrokových mier a výnosov dlhopisov.

- 1) 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.
- 2) 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 posledného štvrťroka 2016 vychádzať z cien futures a neskôr sa budú vyvíjať podľa svetovej hospodárskej aktivity.

3. CENY A NÁKLADY

Inflácia HICP zostáva v posledných mesiacoch blízko nuly. Nízka úroveň celkovej inflácie odráža intenzívnejšie tlmiace tlaky cien energií súvisiace s najnovším poklesom cien ropy. Inflácia HICP bez energií zároveň v posledných mesiacoch mierne vzrástla v dôsledku zvýšenia inflácie cien potravín a neenergetických priemyselných tovarov. K rastu cien neenergetických priemyselných tovarov prispelo výrazné oslabenie eura. Inflácia cien služieb bola naopak posledných mesiacoch aj napriek určitej volatilite vzhľadom na mierne domáce cenové tlaky takmer bez zmeny.

Inflácia HICP by mala v roku 2015 dosiahnuť v priemere 0,1 %, v roku 2016 by mala vzrásť na 1,0 % a v roku 2017 na 1,6 %. Očakáva sa, že na profil inflácie HICP bude mať počas sledovaného obdobia výrazný vplyv inflácia cien energií. Významné kladné bazické efekty a predpokladaný rast cien ropy (na základe trhov s futures) majú do roku 2017 viesť k podstatnému nárastu inflácie cien energií. Inflácia HICP bez energií by sa mala postupne zvyšovať v súlade s rastom domácich cenových tlakov súvisiacim so zužovaním zápornej produkčnej medzery. Na zvyšovanie inflácie HICP bez energií by malo mať vplyv aj výrazné oslabenie eura a nepriame účinky predpokladaného rastu cien komodít počas sledovaného obdobia. Regulované ceny a zmeny nepriamych daní by pritom mali mať na infláciu aj naďalej len obmedzený vplyv.

Očakáva sa, že medzi hlavnými faktormi rastu inflácie počas sledovaného obdobia bude oslabovanie eura, kladné bazické efekty súvisiace s cenami ropy a predpokladané zvyšovanie cien komodít. Po viacerých rokoch pôsobenia tlmiacich vonkajších cenových tlakov sa očakáva rast dovozných cien, ktoré budú počas sledovaného obdobia prispievať k zvyšovaniu inflácie HICP. Ročný rast deflátoru dovozu by sa mal podľa projekcií zvýšiť z -2,0 % v roku 2015 na 0,4 % v roku 2016 a 1,8 % v roku 2017. Jedným zo zásadných faktorov tohto nárastu je podstatné oslabenie výmenného kurzu eura, ktorého účinok na domáce ceny (prostredníctvom dovozných cien) zvyčajne trvá dlhšie a očakáva sa, že na domáce ceny bude mať vplyv aj v rokoch 2016 a 2017. Počas sledovaného obdobia budú navyše k rastu dovozných a spotrebiteľských cien v eurozóne prispievať ceny energií a neenergetických komodít.

Na raste inflácie HICP by sa malo podieľať aj stupňovanie domácich cenových tlakov, najmä ku koncu sledovaného obdobia. Očakávané pokračujúce hospodárske oživenie a zvyšovanie dopytu by mali viesť k zlepšeniu podmienok na trhu práce a posilneniu vplyvu podnikov na cenotvorbu. Za týchto okolností sa očakáva rast miezd i ziskových marží, ktoré prispievajú k rastu domácich cenových tlakov.

Znižovanie miery nevyužitých kapacít na trhu práce by malo podľa projekcií viesť k zrýchľovaniu rastu nominálnych kompenzácií na zamestnanca. Očakáva sa však naďalej pomerne mierny rast miezd. Rast kompenzácií na zamestnanca počas prebiehajúceho hospodárskeho oživenia okrem iného brzdí zostávajúca miera nevyužitých kapacít na trhu práce a súčasné prostredie nízkej inflácie. Očakáva sa, že na rast miezd budú mať tlmiaci účinok aj adaptačné procesy zamerané na zvýšenie cenovej konkurencieschopnosti v niektorých krajinách eurozóny. Rýchlejšiemu rastu miezd počas aktuálneho oživenia môžu okrem toho brániť aj štrukturálne reformy trhu práce zavedené počas krízy a potenciálne aj obmedzenie dynamiky miezd súvisiace s nepružnosťou nominálnych miezd počas krízy. Predpokladá sa, že rast jednotkových nákladov práce sa bude až do začiatku roka 2017 naďalej pohybovať v blízkosti súčasnej nízkej úrovne, keďže projektované cyklické zrýchľovanie rastu produktivity sa vyrovnáva s postupne sa zrýchľujúcim trendom rastu miezd. Počas roka 2017 sa následne vzhľadom na stabilizáciu rastu produktivity a ďalšie oživenie rastu miezd očakáva zrýchľovanie rastu jednotkových nákladov práce.

S pokračovaním hospodárskeho oživenia sa očakáva rast ziskových marží. Očakáva sa, že ďalšie zvyšovanie dopytu a znižovanie miery nevyužitých kapacít v hospodárstve počas sledovaného obdobia posilnia vplyv podnikov na cenotvorbu a podporia pokračovanie nedávno zaznamenaného oživenia ziskových marží. K nedávnomu oživeniu ziskov prispeli neočakávané príjmy súvisiace s predchádzajúcim výrazným poklesom cien ropy a komodít a oslabením eura v dôsledku stratégií prispôsobovania cien trhovým podmienkam zo strany vývozcov. Tlmiaci účinok na ziskové marže sa naopak očakáva v dôsledku štrukturálnych reforiem trhu tovarov a služieb zavedených počas krízy a po nej, ktoré podľa očakávaní zvýšili konkurenciu na niektorých trhoch. Celkovo sa po niekoľkých rokoch slabého vývoja očakáva, že ziskové marže počas sledovaného obdobia zaznamenajú oživenie a v rozpätí rokov 2015 až 2017 sa každoročne zvýšia v priemere o 0,5 %.

V porovnaní s projekciami zverejnenými v septembri bola projekcia vývoja inflácie HICP mierne znížená. Za znížením projekcie stáli predovšetkým slabšie vonkajšie cenové tlaky súvisiace s nižšími než predpokladanými cenami ropy.

4. VÝHLAD ROZPOČTOVÉHO VÝVOJA

Projekcie predpokladajú zlepšenie salda verejnej správy. Postupné zlepšovanie pomeru salda verejnej správy k HDP je čiastočne dôsledkom cyklického zlepšenia a čiastočne dôsledkom klesajúcich úrokových nákladov. Štrukturálne primárne saldo by sa malo v roku 2016 podľa projekcií mierne zhoršiť a v roku 2017 by malo zostať na stabilnej úrovni. Pomer dlhu verejnej správy k HDP, ktorý sa až do roku 2014 zvyšoval, by mal od roku 2015 začať klesať.

V porovnaní so septembrovými projekciami je výhľad rozpočtového vývoja zhruba nezmenený. Vzhľadom na zmeny rozsahu rozpočtovej konsolidácie bolo saldo rozpočtu verejnej správy na rok 2015 upravené mierne nahor a na rok 2017 mierne nadol. Vývoj dlhu počas sledovaného obdobia je

priaznivejši, odrážajúc priaznivejši vplyv diferenciálu rastu a úrokovej miery a kladný účinok úpravy vzťahu deficitu a dlhu.

Tabuľka 1 Makroekonomické projekcie pre eurozónu¹⁾

(ročné percentuálne zmeny)

	December 2015				September 2015			Revízie od septembra 2015 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Reálny HDP ³⁾	0,9	1,5	1,7	1,9	1,4	1,7	1,8	0,1	0,0	0,0
		[1,4 – 1,6] ⁴⁾	[1,1 – 2,3] ⁴⁾	[0,9 – 2,9] ⁴⁾	[1,3 – 1,5] ⁴⁾	[0,8 – 2,6] ⁴⁾	[0,6 – 3,0] ⁴⁾			
Súkromná spotreba	0,8	1,6	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	-0,1	0,2	0,0
Vládna spotreba	0,8	1,4	1,2	1,0	0,7	0,8	0,7	0,7	0,4	0,3
Hrubá tvorba fixného kapitálu	1,3	2,3	2,8	3,8	2,1	3,4	3,9	0,2	-0,7	-0,1
Vývoz ⁵⁾	4,1	4,8	4,0	4,8	4,5	4,9	5,2	0,4	-0,8	-0,4
Dovoz ⁵⁾	4,5	5,3	4,8	5,3	4,7	5,4	5,7	0,6	-0,7	-0,4
Zamestnanosť	0,6	1,0	1,0	1,0	0,7	0,8	0,8	0,2	0,3	0,1
Miera nezamestnanosti (v % pracovnej sily)	11,6	11,0	10,5	10,1	11,0	10,6	10,1	-0,1	-0,1	0,0
HICP	0,4	0,1	1,0	1,6	0,1	1,1	1,7	0,0	-0,2	0,0
		[0,1 – 0,1] ⁴⁾	[0,5 – 1,5] ⁴⁾	[0,9 – 2,3] ⁴⁾	[0,0 – 0,2] ⁴⁾	[0,5 – 1,7] ⁴⁾	[0,9 – 2,5] ⁴⁾			
HICP bez energií	0,7	0,9	1,3	1,5	0,9	1,3	1,6	0,0	-0,1	-0,1
HICP bez energií a potravín	0,8	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,6	-0,1	-0,1	0,0
HICP bez energií, potravín a zmien nepriamych daní ⁶⁾	0,7	0,8	1,3	1,6	0,9	1,4	1,6	0,0	-0,1	0,0
Jednotkové náklady práce	1,1	0,9	0,9	1,2	1,0	0,6	1,1	-0,1	0,2	0,1
Kompenzácie na zamestnanca	1,4	1,4	1,5	2,1	1,6	1,6	2,1	-0,2	0,0	0,0
Produktivita práce	0,3	0,5	0,7	0,9	0,7	1,0	1,0	-0,1	-0,3	-0,1
Saldo rozpočtu verejnej správy (v % HDP)	-2,6	-2,0	-2,0	-1,8	-2,1	-2,0	-1,7	0,1	0,0	-0,1
Štrukturálne rozpočtové saldo (v % HDP) ⁷⁾	-1,8	-1,7	-1,9	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	0,1	0,0	-0,2
Hrubý dlh verejnej správy (v % HDP)	92,1	91,1	90,1	88,9	91,6	90,7	89,4	-0,5	-0,7	-0,5
Saldo bežného účtu platobnej bilancie (v % HDP)	2,4	3,0	2,9	2,7	3,0	2,9	2,7	0,0	0,0	0,0

1) Údaje sa vzťahujú na eurozónu vrátane Litvy, s výnimkou údajov o HICP za rok 2014. Priemerné ročné percentuálne zmeny HICP za rok 2015 sa vzťahujú na zloženie eurozóny, ktoré v roku 2014 už zahŕňa Litvu.

2) Úpravy sa počítajú z nezaokrúhlených hodnôt.

3) Údaje sú očistené od rozdielov v počte pracovných dní.

4) 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.

5) Vrátane obchodnej výmeny v rámci eurozóny.

6) 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.

7) 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 metódikou 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.

ANALÝZA 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 spojenou s vývojom cien ropy a výmenných kurzov, ako aj citlivosťou projekcií na tieto premenné.

1) Alternatívny vývoj cien ropy

Modely alternatívneho vývoja cien ropy poukazujú na mierne vyššie ceny ropy v rokoch 2016 a 2017 než tie, ktoré vyplývajú z futures. Technické predpoklady vývoja cien ropy v rámci základnej projekcie, vychádzajúc z trhov s futures, poukazujú na rast cien ropy počas sledovaného obdobia (box 3). Tento vývoj je v súlade s určitým oživením svetového dopytu po ropy v reakcii na rast svetového hospodárstva a miernym znížením rastu ponuky ropy. Z alternatívnych modelov, pomocou ktorých odborníci ECB¹⁾ vypracúvajú projekcie vývoja cien ropy počas sledovaného obdobia, v súčasnosti vyplývajú o niečo vyššie ceny ropy počas sledovaného obdobia, než sa očakáva na základe technických predpokladov. Tento scenár je podľa všetkého v súlade s ešte výraznejším oživením svetového dopytu po ropy v strednodobom horizonte a/alebo s výraznejším obmedzením rastu ponuky ropy spôsobeným nižšími investíciami v ropnom sektore a následným znížením ťažobnej kapacity v niektorých krajinách v dôsledku nedávneho poklesu cien ropy. Účinok tohto alternatívneho vývoja, pri ktorom by ceny ropy rástli mierne rýchlejším tempom a do roku 2017 by boli o 5,8 % vyššie než v základnom scenári, by mierne stlmil rast reálneho HDP (o 0,1 percentuálneho bodu v roku 2017), a zároveň by viedol k mierne rýchlejšiemu rastu inflácie HICP v rokoch 2016 a 2017 (o 0,1 percentuálneho bodu v rokoch 2016 i 2017).

2) Alternatívny vývoj výmenného kurzu

Výhľad vývoja efektívneho výmenného kurzu eura ohrozujú riziká zhodnotenia i znehodnotenia eura. Riziko znehodnotenia súvisí najmä s čoraz väčšou divergenciou nastavenia menovej politiky na dvoch stranách Atlantiku. Z ďalšieho zvýšenia miery akomodácie menovej politiky v eurozóne a zvýšenia sadzby federálnych fondov v Spojených štátoch by mohol vyplynúť ďalší tlak na znehodnotenie eura. Riziká zhodnotenia výmenného kurzu eura by naopak mohli vzniknúť v dôsledku zhoršujúcich sa obáv, pokiaľ ide o hospodársky rast v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách a najmä v Číne. Následné zvýšenie trhovej volatility môže viesť k zhodnocovaniu eura v dôsledku rušenia veľkého objemu obchodov „carry trade“.

S cieľom znázorniť riziká ohrozujúce projekcie táto analýza citlivosti zohľadňuje dve možnosti vývoja výmenného kurzu eura. Prvý alternatívny vývoj vychádza z 25. percentilu rozdelenia na základe rizikovo neutrálnych hustôt odvodených z cien opcií na výmenný kurz USD/EUR z 12. novembra 2015. Z tohto vývoja vyplýva postupné oslabovanie eura voči americkému doláru až na úroveň 0,99 USD/EUR v roku 2017, čo je o 8,1 % pod úrovňou základnej projekcie na tento rok. Druhý alternatívny vývoj vychádza zo 75. percentilu toho istého rozdelenia a vyplýva z neho postupné zhodnocovanie eura voči americkému doláru na úroveň 1,18 USD/EUR v roku 2017, čo je o 8,9 % nad úrovňou základnej projekcie na tento rok. Príslušné predpoklady nominálneho efektívneho výmenného kurzu (NEER-38) sú odrazom historických zákonitostí, podľa ktorých zmeny výmenného kurzu USD/EUR zodpovedajú zmenám efektívneho výmenného kurzu s elasticitou približne 52 %. V prípade znehodnotenia je výsledkom postupný odklon NEER-38 od základnej projekcie nadol až na úroveň o 4,3 % pod úrovňou základnej projekcie v roku 2017. V prípade zhodnotenia dochádza k postupnému odklonu NEER-38 od základnej projekcie nahor na úroveň o 4,5 % nad úrovňou základnej projekcie v roku 2017.

V prípade oboch scenárov výsledky z viacerých makroekonomických modelov odborníkov Euro systému poukazujú na pomerne výrazný dosah na rast reálneho HDP a infláciu HICP v rokoch 2016 a 2017. Z výsledkov v prípade znehodnotenia eura vyplýva vyššia inflácia HICP (o 0,1 až 0,3 percentuálneho bodu v roku 2016 a o 0,3 až 0,5 percentuálneho bodu v roku 2017) a rýchlejší rast

reálneho HDP (o 0,1 až 0,2 percentuálneho bodu v roku 2016 a o 0,2 až 0,3 percentuálneho bodu v roku 2017). V prípade zhodnotenia eura sú výsledky podobné (s opačným znamienkom).

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

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 porovnávať navzájom a ani s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu. 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, väčšina prognóz iných inštitúcií, ktoré sú v súčasnosti k dispozícii, sa zásadne nelíši od bodových prognóz decembrových projekcií odborníkov Eurosystemu a nachádza sa v rámci intervalov týchto projekcií (v tabuľke uvedené v zátvorkách).

Porovnanie prognóz rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne

(ročné percentuálne zmeny)

	Dátum zverejnenia	Rast HDP			Inflácia HICP		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Projekcie odborníkov Eurosystemu	December 2015	1,5	1,7	1,9	0,1	1,0	1,6
		[1,4 – 1,6]	[1,1 – 2,3]	[0,9 – 2,9]	[0,1 – 0,1]	[0,5 – 1,5]	[0,9 – 2,3]
Európska komisia	November 2015	1,6	1,8	1,9	0,1	1,0	1,6
OECD	November 2015	1,5	1,8	1,9	0,1	0,9	1,3
Euro Zone Barometer	November 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
Consensus Economics Forecasts	November 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,1	1,5
Survey of Professional Forecasters	November 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
MMF	Október 2015	1,5	1,6	1,7	0,2	1,0	1,3

Zdroje: European Commission European Economic Forecasts, jeseň 2015; IMF World Economic Outlook, október 2015; OECD Economic Outlook, november 2015; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a Survey of Professional Forecasters ECB.

Poznámky: V makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu a ECB 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 2015

Poštová adresa: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Telefón: +49 69 1344 0

Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Všetky práva vyhradené.

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