



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTÉM

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKČIE ODBORNÍKOV EUROSYSTÉMU PRE EUROZÓNU – DECEMBER 2014¹

Dynamika hospodárskej aktivity zaostala za očakávaniami zo začiatku roka, a to najmä z dôvodu nečakane tlmeného rastu investícií a vývozu. Súčasná fáza nevýrazného rastu by mala pokračovať aj v roku 2015. V priebehu roka 2015 by sa však mal prejaviť celý rad vonkajších i vnútorných podporných faktorov, napr. výrazne akomodačná menová politika v eurozóne v spojení so štandardnými i neštandardnými opatreniami z júna a septembra 2014, ktoré by mali rast reálneho HDP o niečo zrýchliť. Reálny HDP by sa mal podľa projekcií zvýšiť o 0,8 % v roku 2014, o 1,0 % v roku 2015 a o 1,5 % v roku 2016. Vzhľadom na to, že tieto tempá rastu v čoraz väčšej miere prekračujú odhadovaný potenciálny rast, sa produkčná medzera v priebehu sledovaného obdobia bude pomaly zatvárať, aj keď v roku 2016 zostane stále záporná. V porovnaní s projekciami zverejnenými v septembrovom vydaní Mesačného bulletinu boli projekcie rastu reálneho HDP podstatne revidované nadol.

Inflácia HICP v eurozóne by mala podľa projekcií v najbližšej dobe zostať nízka a v priebehu sledovaného obdobia len pomaly rásť. V priemere by mala dosiahnuť 0,5 % v roku 2014, 0,7 % v roku 2015 a 1,3 % v roku 2016. Nedávny pokles cien ropy spôsobil výrazné zníženie krátkodobej inflačnej projekcie. Postupné znižovanie zápornej produkčnej medzery a silnejšie vonkajšie cenové tlaky, zintenzívnené nižším kurzom eura, by však mali v priebehu projekčného horizontu prispieť k nárastu inflácie HICP. Výraznejšiemu zvyšovaniu inflácie však bude brániť pretrvávajúce nízke využitie výrobných kapacít. V porovnaní s makroekonomickými projekciami zverejnenými v septembrovom vydaní Mesačného bulletinu bola projekcia inflácie HICP výrazne znížená.

Tento článok obsahuje súhrnný prehľad makroekonomických projekcií pre eurozónu na obdobie 2014 – 2016. Projekcie na takto dlhé obdobie sú spojené s veľmi vysokou mierou neistoty,² ktorú je pri ich výklade potrebné zohľadniť. Zároveň je potrebné zdôrazniť, že pri zostavovaní týchto projekcií boli nedávne neštandardné opatrenia menovej politiky zohľadnené len do tej miery, do akej sa už prejavili na finančných ukazovateľoch, pričom ďalšie možné transmisné kanály sa do úvahy nebrali. To znamená, že vplyv súboru menovopolitických opatrení je v základnej projekcii s najväčšou pravdepodobnosťou podhodnotený.

MEZINÁRODNÉ PROSTREDIE

Hospodárske oživenie vo svete by sa malo podľa projekcií aj naďalej postupne zrýchľovať, hoci len postupne. Rast svetového reálneho HDP (bez eurozóny) by sa mal podľa projekcií v priebehu sledovaného obdobia postupne zrýchľovať, a to z 3,6 % v roku 2014 na 4,2 % v roku 2016. Priebeh oživenia v jednotlivých regiónoch by však mal zostať nerovnomerný. Po pomerne nevýraznej hospodárskej aktivite začiatkom roka 2014 sa dynamika rastu v niektorých vyspelých ekonomikách mimo eurozóny celkovo upevňuje. V rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách je tempo rastu naopak naďalej celkovo tlmené, s určitými regionálnymi rozdielmi. Za hranicou krátkodobého horizontu by sa svetová hospodárska aktivita mala postupne zrýchľovať, aj keď tempo oživenia by malo zostať mierne. Kým niektoré z hlavných vyspelých ekonomik profitujú z menej nepriaznivých podmienok, vzhľadom na

¹ Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu slúžia Rade guvernérov ako podklad 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 údajov uvedených v týchto projekciách bol 20. november 2014.

² Bližšie informácie sú v článku „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections“ v Mesačnom bulletinu z mája 2013.

prehlbujúce sa štrukturálne problémy a sprísňovanie finančných podmienok je nepravdepodobné, že rozvíjajúce sa ekonomiky zaregistrujú návrat k predkrízovým tempám rastu.

Dynamika svetového obchodu v prvom polroku zostala nízka. Očakáva sa však, že rast svetového obchodu už v druhom štvrtroku dosiahol svoje minimum a že v priebehu projekčného horizontu vzrastie, a to z 2,7 % v roku 2014 na 5,2 % v roku 2016 (svet bez eurozóny). Elasticita obchodu vo vzťahu k svetovej hospodárskej aktivite by sa mala na konci sledovaného obdobia i naďalej pohybovať pod úrovňou pred celosvetovej krízy. Keďže dopyt hlavných obchodných partnerov eurozóny po dovoze by mal rásť pomalším tempom ako dopyt zvyšku sveta, rast zahraničného dopytu po produkcii eurozóny by mal byť podľa projekcií o niečo pomalší ako rast svetového obchodu (tabuľka 1).

Tabuľka 1 Medzinárodné prostredie

(ročné percentuálne zmeny)

	December 2014				September 2014			Revízie od septembra 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Svetový reálny HDP (bez eurozóny)	3,7	3,6	4,0	4,2	3,7	4,2	4,3	-0,1	-0,1	-0,1
Svetový obchod (bez eurozóny) ¹⁾	3,4	2,7	3,9	5,2	3,9	5,5	5,9	-1,2	-1,6	-0,7
Zahraničný dopyt eurozóny ²⁾	2,9	2,3	3,4	4,9	3,5	5,0	5,6	-1,2	-1,6	-0,6

Poznámka: Úpravy sa počítajú z nezaokrúhlených hodnôt.

1) Vážený priemer dovozov.

2) Vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami zverejnenými v septembrovom vydaní Mesačného bulletinu bol výhľad svetového hospodárskeho rastu mierne revidovaný nadol, zatiaľ čo výhľad zahraničného dopytu po produkcii eurozóny bol znížený výraznejšie. Revízie výhľadu zahraničného dopytu eurozóny boli spôsobené nižšími výslednými hodnotami sledovaných ukazovateľov a revíziou rastu elasticity svetového obchodu vo vzťahu k hospodárskej aktivite nadol smerom k jej dlhodobej hladine, v záujme zohľadnenia chýb v predchádzajúcich prognózach.

BOX 1

TECHNICKÉ PREDPOKLADY PRE ÚROKOVÉ MIERY, VÝMENNÉ KURZY, CENY KOMODÍT A ROZPOČTOVÚ POLITIKU

Technické predpoklady pre úrokové miery a ceny komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 13. novembra 2014. 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 0,2 % v roku 2014 a 0,1 % v roku 2015 a 2016. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne by mali podľa očakávaní trhu dosiahnuť v priemere 2,0 % v roku 2014, 1,8 % v roku 2015 a 2,1 % v roku 2016.¹ Vzhľadom na vývoj forwardových trhových úrokových mier a postupné premietanie zmien trhových úrokových mier do sadzieb úverov sa v rokoch 2014 a 2015 očakáva určitý pokles kompozitných sadzieb bankových úverov poskytovaných nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny a v roku 2016 ich mierne zvýšenie.

Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures počas dvojtýždňového obdobia končiaceho sa dňom uzávierky 13. novembra sa predpokladá, že cena ropy Brent klesne zo 102,6 USD za barel v treťom štvrtroku 2014 na 85,6 USD v roku 2015 a v roku 2016 následne vzrastie na 88,5 USD. Ceny neenergetických komodít v amerických dolároch by mali v roku 2014 a 2015 výrazne klesnúť a v roku 2016 vzrásť.²

Vzájomné výmenné kurzy by mali počas sledovaného obdobia zostať nezmenené na priemernej úrovni za dvojtýždňové obdobie končiace sa dňom uzávierky 13. novembra 2014. Z toho vyplýva výmenný kurz amerického dolára na úrovni 1,33 USD/EUR v roku 2014 a 1,25 USD/EUR v rokoch 2015 a 2016.

Technické predpoklady

	December 2014				September 2014			Revízie od septembra 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Trojmesačný EURIBOR (v % p. a.)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,1
Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov (v % p. a.)	2,9	2,0	1,8	2,1	2,3	2,2	2,5	-0,2	-0,4	-0,4
Cena ropy (v USD za barel)	108,8	101,2	85,6	88,5	107,4	105,3	102,7	-5,7	-18,8	-13,8
Ceny neenergetických komodít v USD (ročná percentuálna zmena)	-5,0	-6,3	-4,8	3,8	-4,8	0,1	4,4	-1,5	-4,9	-0,6
Výmenný kurz USD/EUR	1,33	1,33	1,25	1,25	1,36	1,34	1,34	-1,9	-6,7	-6,7
Nominálny efektívny výmenný kurz eura (EER20) (ročná percentuálna zmena)	3,8	0,5	-2,8	0,0	1,4	-0,8	0,0	-0,9	-2,0	0,0

Poznámka: Úpravy sa počítajú z nezaokrúhlených hodnôt.

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

Rozpočtové predpoklady vychádzajú z realizácie rozpočtu v roku 2014, z informácií uvedených v návrhoch rozpočtov, resp. schválených rozpočtoch na rok 2015, z návrhov rozpočtových plánov predložených v rámci európskeho semestra a z národných strednodobých rozpočtových plánov, ktoré boli k dispozícii 20. novembra 2014. Do úvahy sa berú všetky opatrenia rozpočtovej politiky, ktoré už schválil parlament, resp. dostatočne podrobne vypracované opatrenia vlády, ktoré budú v rámci legislatívneho konania pravdepodobne schválené. Z informácií o realizácii rozpočtov v roku 2014 a rozpočtových opatreniach plánovaných na rok 2015 celkovo vyplýva viac-menej neutrálna diskrečná rozpočtová politika na úrovni eurozóny. Opatrenia rozpočtovej konsolidácie v niektorých krajinách sú v podstate vyvážené zníženiami priamych daní v niekoľkých krajinách a zvyšovaním výdavkov.

V porovnaní so septembrovým vydaním Mesačného bulletinu došlo v rámci technických predpokladov okrem iného k nasledujúcim zmenám: podstatne nižšie ceny ropy a neenergetických komodít v amerických dolároch, oslabenie efektívneho výmenného kurzu eura a nižšie krátkodobé a dlhodobé úrokové miery v eurozóne.

- 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 počiatkový rozdiel medzi oboma 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 komodít (t. j. komodít okrem energií a potravín) sa predpokladá, že ich ceny budú do posledného štvrťroka 2015 vychádzať z cien futures a neskôr sa budú vyvíjať podľa svetovej hospodárskej aktivity. Projekcie cien poľnohospodárskych výrobcov v EÚ (v eurách), ktoré sa používajú na vypracovanie prognóz spotrebiteľských cien potravín, sa zostavujú na základe ekonometrického modelu, ktorý zohľadňuje vývoj medzinárodných cien potravinových komodít.

PROJEKIE RASTU REÁLNEHO HDP

Aktuálny hospodársky vývoj nie je v súlade s oživením očakávaným začiatkom tohto roka. Po odznení dočasných faktorov, ktoré stimulovali hospodársku aktivitu v prvom štvrťroku, reálny HDP v druhom a treťom štvrťroku 2014 rástol len pomaly. Slabšia než očakávaná aktivita bola zaznamenaná v prostredí nízkej dynamiky svetového obchodu, rastúcich obáv o výhľad rastu v eurozóne zrejme spôsobených stagnáciou procesu hospodárskych reforiem v niektorých krajinách, pretrvávajúcim geopolitickým napätím a pomalším než očakávaným oživením investícií do nehnuteľností na bývanie v niektorých krajinách.

Podľa projekcií by mal rast reálneho HDP v najbližšom období zostať tlmený. V najbližších štvrťrokoch budú tempo rastu stále ovplyvňovať tie isté nepriaznivé faktory, ktoré ho brzdili v doterajšom priebehu

roka. Naznačujú to od jari klesajúce ukazovatele dôvery podnikov a spotrebiteľov, ktoré poukazujú na síce pokračujúci, ale len mierny hospodársky rast v najbližšom období. Až do začiatku roka 2015 má zostať nízka najmä súkromná investičná aktivita.

Viacero základných ekonomických faktorov však zostáva kladných. Tieto by mali by prispieť k zrýchleniu rastu v roku 2015 i neskôr. Domáci dopyt by mal ťažiť z akomodačného nastavenia menovej politiky a plynulejšieho fungovania procesu transmisie menovej politiky, podporenej nedávnymi štandardnými i neštandardnými opatreniami ECB, ako aj z celkovo neutrálneho nastavenia rozpočtovej politiky po rokoch reštrikcie a z určitého zlepšenia podmienok v ponuke úverov. Súkromná spotreba by mala zároveň profitovať z nárastu reálneho disponibilného príjmu, najmä v dôsledku priaznivého vplyvu klesajúcich cien komodít, ale aj zrýchlenia (hoci mierneho) rastu miezd a zamestnanosti a stúpajúcich ostatných osobných príjmov (vrátane rozdeleného zisku) vďaka rýchlejšiemu rastu ziskov. Počas sledovaného obdobia bude celkovú aktivitu zároveň v čoraz väčšej miere podporovať priaznivý vplyv predpokladaného postupného rastu zahraničného dopytu na vývoz, znásobený vplyvom znehodnotenia eura.

V historickom meradle však oživenie podľa projekcií zostane nevýrazné, keďže hospodársky rast bude v strednodobom horizonte naďalej tlmiť celý rad faktorov. Zostávajúca potreba korekcie bilancií súkromného i verejného sektora sa v priebehu sledovaného obdobia má znižovať len postupne. Negatívny vplyv vysokej miery nezamestnanosti v niektorých krajinách na súkromnú spotrebu má slabnúť len postupne, pričom rozsiahle nevyužitie výrobné kapacity v niektorých krajinách budú i naďalej brzdiť investičné výdavky. V priemernom ročnom vyjadrení sa očakáva, že reálny HDP vzrastie o 0,8 % v roku 2014, o 1,0 % v roku 2015 a o 1,5 % v roku 2016.

Pokiaľ ide o jednotlivé zložky dopytu, súkromné investičné výdavky si v priebehu sledovaného obdobia zachovávajú svoju miernu dynamiku vďaka nárastu reálneho disponibilného príjmu. Po niekoľkých rokoch citeľného oslabenia sa rast reálneho disponibilného príjmu zrýchli vďaka vyšším príjmom z pracovnej činnosti (v dôsledku rastúcej zamestnanosti a o niečo rýchlejšieho mzdového rastu), rastúcemu príspevku ostatných osobných príjmov (najmä zo zisku) a nízkym cenám komodít. Súkromnú spotrebu podporí aj rastúci čistý majetok domácností a nízke náklady financovania.

Miera úspor by mala zostať nezmenená na historicky nízkej úrovni. Je to výsledkom protichodných vplyvov. Na jednej strane ju budú znižovať veľmi nízke úrokové miery a postupne klesajúca nezamestnanosť. Na druhej strane k rastu miery úspor prispieva skutočnosť, že rastúci disponibilný príjem v niektorých krajinách znižuje potrebu míňať úspory na spotrebu. Pozorovaný pokles dôvery spotrebiteľov môže prehĺbiť motiváciu na tvorbu preventívnych úspor. V niektorých krajinách okrem toho naďalej panuje zvýšený tlak na oddlžovanie domácností, čo tiež vedie k zvyšovaniu miery úspor.

Výhľad vývoja investícií do nehnuteľností na bývanie je aj naďalej tlmený. Investície do nehnuteľností na bývanie by mali priebehu roka 2015 do určitej miery nabráť na intenzite vďaka oživeniu hospodárskej aktivity v prostredí nízkych sadziieb hypotekárnych úverov a priaznivejších podmienok v ponuke úverov, ako aj vďaka postupne miznúcej potrebe korekcií na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie. V niektorých krajinách však prebiehajúce korekcie na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie, resp. stále pomalý rast reálneho disponibilného príjmu naďalej brzdia bytovú výstavbu. Navyše sa zdá, že priaznivý vplyv historicky nízkych hypotekárnych sadziieb je v niektorých krajinách nižší, než sa očakávalo.

Podnikové investície by malo podporiť viacero faktorov, konkrétne predpokladané postupné zvyšovanie domáceho i zahraničného dopytu, veľmi nízka úroveň úrokových sadziieb, potreba modernizácie kapitálu po niekoľkých rokoch tlmených investícií, zlepšenie podmienok v ponuke úverov a určitý nárast ziskových marží vďaka oživeniu hospodárskej aktivity. Okrem toho sa očakáva, že po poklese miery zadlženosti v pomere k HDP v posledných rokoch teraz dôjde k postupnému oslabeniu brzdiacich účinkov potreby oddlžovania podnikového sektora. Miera zadlženosti však napriek tomu zostáva zvýšená, takže potreba jej redukcie môže rast brzdiť i naďalej.

Odhaduje sa, že rast podnikových investícií v najbližšej dobe zostane pomerne nízky. Napriek uvedeným podporným faktorom podnikateľská dôvera v poslednej dobe klesá. Na podnikové investície podľa všetkého výrazne vplývajú niektoré nepriaznivé faktory, predovšetkým napriek zlepšovaniu stále

nepriaznivé podmienky financovania v niektorých krajinách, obavy z pomalej realizácie štrukturálnych reforiem v určitých krajinách a pretrvávajúce geopolitické napätie. Okrem toho sa pod vývoj podnikových investícií podpisuje aj neistota vo vývoji dopytu.

Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny má vzhľadom na oživovanie svetovej hospodárskej aktivity mierne stúpnuť. Vývoz z eurozóny sa v druhom polroku 2014 mierne zvýši, viac-menej v súlade s vývojom zahraničného dopytu. V priebehu roka 2015 by mal vývoz nabráť na intenzite vďaka postupnému rastu zahraničného dopytu a priaznivému vplyvu nedávneho znehodnocovania eura. Podiely na vývozných trhoch by mali počas projekčného horizontu zostať zhruba nezmenené. Dovozy do eurozóny v sledovanom období vzrastie len nevýrazne, čo je odrazom obmedzeného rastu dopytu v eurozóne a nižšieho výmenného kurzu eura. Príspevok čistého vývozu k rastu reálneho HDP má byť koncom projekčného obdobia kladný, aj keď nízky. Prebytok bežného účtu platobnej bilancie sa počas sledovaného obdobia zvýši a v roku 2016 by mal dosiahnuť 2,4 % HDP.

Rast zamestnanosti v poslednom období zaregistroval pomerne výrazné zrýchlenie. Miera zamestnanosti začala znova rásť už od polovice roka 2013, spočiatku len v počte odpracovaných hodín, ale neskôr aj v počte zamestnaných osôb. V druhom štvrtroku 2014 sa zamestnanosť vyjadrená počtom osôb medziročne zvýšila o 0,4 %, v porovnaní s rastom reálneho HDP o 0,8 %. Pomerne rýchle tempo oživenia sa zdá byť odrazom rastového vplyvu predchádzajúceho zmiňovania mzdového rastu a zrejme aj dôsledkom pozitívneho vplyvu nedávnych reforiem na trhu práce. Spomínané reformy – napr. prostredníctvom väčšej decentralizácie mzdového vyjednávania, zníženia ochrany zamestnancov a pružnejších pracovných vzťahov – podľa všetkého viedli k rýchlejšej a výraznejšej reakcii zamestnanosti na vývoj produkcie (v porovnaní s minulosťou), i keď medzi jednotlivými krajinami badať zreteľné rozdiely.

Podmienky na trhu práce v eurozóne sa majú v priebehu sledovaného obdobia o niečo zlepšiť. Počet zamestnaných osôb by mal v druhom polroku 2014 pokračovať vo svojom miernom raste, pričom túto dynamiku by si mal zhruba zachovať aj počas celého sledovaného obdobia. Oživenie zamestnanosti je odrazom naďalej platnej zákonitosti pomerne rýchlej a výraznej reakcie zamestnanosti na nárast hospodárskej aktivity. Očakáva sa, že ponuka pracovných síl sa počas sledovaného obdobia mierne zvýši vďaka imigrácii i vďaka tomu, že postupné zlepšovanie situácie na trhu práce stimuluje zapojenie určitých skupín obyvateľstva. Miera nezamestnanosti by mala počas sledovaného obdobia klesať, napriek tomu, že bude stále výrazne vyššia než v predkrízovom období.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami zverejnenými v septembrovom vydaní Mesačného bulletinu bola projekcia rastu reálneho HDP na obdobie 2014 – 2016 upravená o 1,0 percentuálneho bodu nadol. Táto revízia bola spôsobená menej optimistickým výhľadom vývozu v dôsledku výrazného zníženia projekcie zahraničného dopytu eurozóny na základe horších výsledkov údajových analýz a revízie vývoja rastu elasticity svetového obchodu vo vzťahu k hospodárskej aktivite nadol smerom k jeho dlhodobej hodnote. Zníženie projekcie hospodárskeho rastu zapríčinila aj nižšia podniková investičná aktivita vzhľadom na nedávny pokles dôvery a rastúce obavy o výhľad domáceho rastu. Investície do nehnuteľností na bývanie tiež podstúpili podstatnú revíziu nadol vzhľadom na väčšiu zostávajúcu potrebu korekcií na trhoch s nehnuteľnosťami na bývanie v niektorých krajinách, ako aj vzhľadom na skutočnosť, že v predchádzajúcich projekciách bol zrejme nadhodnotený vplyv historicky nízkych sadzieb hypotekárnych úverov. Ďalšie zníženie v rámci revízií sa týkalo súkromnej spotreby, v tomto prípade zapríčinené znížením projekcie rastu kompenzácií na zamestnanca a nižším než očakávaným rozdeleným ziskom v dôsledku celkovo slabšieho hospodárskeho prostredia.

Nedávne neštandardné opatrenia menovej politiky sú v základnom scenári vývoja zohľadnené len prostredníctvom ich vplyvu na už zaznamenané údaje a na trhové technické finančné predpoklady, t. j. prostredníctvom trhových úrokových mier, cien akcií a tiež prostredníctvom výmenného kurzu. To znamená, že základný scenár vývoja môže podhodnocovať priaznivý vplyv nedávnych neštandardných menovopolitických opatrení, pretože neberie do úvahy ďalšie transmisné kanály (box 2).

Tabuľka 2 Makroekonomické projekcie pre eurozónu¹⁾

(ročné percentuálne zmeny)

	December 2014				September 2014			Revízie od septembra 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reálny HDP ³⁾	-0,4	0,8	1,0	1,5	0,9	1,6	1,9	0,0	-0,6	-0,3
		[0,7 – 0,9] ⁴⁾	[0,4 – 1,6] ⁴⁾	[0,4 – 2,6] ⁴⁾	[0,7 – 1,1] ⁴⁾	[0,6 – 2,6] ⁴⁾	[0,6 – 3,2] ⁴⁾			
Súkromná spotreba	-0,6	0,8	1,3	1,2	0,7	1,4	1,6	0,1	-0,2	-0,4
Vládna spotreba	0,3	0,9	0,5	0,4	0,7	0,4	0,4	0,2	0,0	-0,1
Hrubá tvorba fixného kapitálu	-2,5	0,7	1,4	3,2	1,1	3,1	3,9	-0,5	-1,8	-0,7
Vývoz ⁵⁾	2,2	3,2	3,2	4,8	3,1	4,5	5,3	0,0	-1,3	-0,5
Dovoz ⁵⁾	1,3	3,3	3,7	4,9	3,5	4,5	5,3	-0,3	-0,8	-0,3
Zamestnanosť	-0,9	0,4	0,6	0,5	0,3	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,2
Miera nezamestnanosti (v % pracovnej sily)	11,9	11,6	11,2	10,9	11,6	11,2	10,8	0,0	0,0	0,2
HICP	1,4	0,5	0,7	1,3	0,6	1,1	1,4	-0,1	-0,4	-0,1
		[0,5 – 0,5] ⁴⁾	[0,2 – 1,2] ⁴⁾	[0,6 – 2,0] ⁴⁾	[0,5 – 0,7] ⁴⁾	[0,5 – 1,7] ⁴⁾	[0,7 – 2,1] ⁴⁾			
HICP bez energií	1,4	0,8	1,1	1,3	0,8	1,3	1,6	0,0	-0,2	-0,2
HICP bez energií a potravín	1,1	0,8	1,0	1,3	0,9	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
HICP bez energií, potravín a zmien nepriamych daní ⁶⁾	1,0	0,7	1,0	1,3	0,8	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
Jednotkové náklady práce	1,3	1,1	1,1	0,8	1,0	0,8	1,1	0,1	0,4	-0,3
Kompenzácie na zamestnanca	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	1,8	2,2	0,0	-0,3	-0,4
Produktivita práce	0,4	0,5	0,4	1,0	0,6	1,0	1,1	-0,1	-0,6	-0,1
Saldo rozpočtu verejnej správy (v % HDP)	-2,9	-2,6	-2,5	-2,2	-2,6	-2,4	-1,9	0,0	-0,1	-0,3
Štrukturálne rozpočtové saldo (v % HDP) ⁷⁾	-2,3	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-0,2	-0,1	-0,1
Hrubý dlh verejnej správy (v % HDP)	90,8	92,0	91,8	91,1	93,9	93,1	91,5	-1,9	-1,3	-0,4
Saldo bežného účtu platobnej bilancie (v % HDP)	2,0	2,1	2,2	2,4	2,3	2,3	2,4	-0,1	0,0	0,0

1) Do projekcií na rok 2015 a 2016 je zahrnutá aj Litva. Priemerné ročné percentuálne zmeny za rok 2015 vychádzajú zo zloženia eurozóny v roku 2014, ktoré 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 počítania 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) Vráťane 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 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 bulletin z marca 2012 a v boxe „Štrukturálne saldo ako ukazovateľ rozpočtovej pozície“ v Mesačnom bulletin z septembra 2014.

Box 2
ZAHRNUTIE NEDÁVNÝCH NEŠTANDARDNÝCH MENOVOPOLITICKÝCH OPATRENÍ DO PROJEKCIÍ

Súbor menovopolitických opatrení zameraných na stimuláciu poskytovania úverov, ktoré boli oznámené 5. júna a 4. septembra 2014, pozostával z rôznych neštandardných opatrení menovej politiky realizovaných prostredníctvom úverových operácií. Konkrétne išlo o ciele dlhodobejšie refinančné

operácie a priame operácie v podobe programu nákupu cenných papierov krytých aktívami a programu nákupu krytých dlhopisov.

V základnej projekcii sa vplyv týchto opatrení na výhľad hospodárskeho rastu a inflácie zohľadňuje len v miere, do akej sa už prejavil na finančných ukazovateľoch, predovšetkým úrokových mierach, cenách akcií a výmennom kurze eura. V dôsledku tohto technického postupu niektoré ďalšie potenciálne kanály v základnej projekcii chýbajú. Ide napríklad o priamy prenosový kanál spojený so znížením nákladov financovania bánk v eurozóne, ktoré z týchto opatrení vyplýva. Druhým kanálom, ktorý v základnej projekcii chýba, je kanál preskupovania (rebalancovania) portfólia, ktorý je odrazom skutočnosti, že rozsiahle injekcie likvidity, spojené so všetkými tromi uvedenými menovopolitickými opatreniami, by mohli investorov viesť k zníženiu stavu nadmernej hotovosti kúpou alternatívnych finančných nástrojov (iných ako nástrojov nakupovaných centrálnou bankou), a tým spôsobiť zvyšovanie ich ceny a znížovanie ich výnosov.

Základná projekcia preto pravdepodobne celkovo podhodnocuje dosah uvedeného súboru menovopolitických opatrení, čo predstavuje riziko prekročenia základných projekcií rastu a inflácie.

PROJEKcie CIEN A NÁKLADOV

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla celková inflácia HICP v novembri 2014 úroveň 0,3 %. Súčasná nízka miera inflácie je odrazom nižších cien energií súvisiacich s nedávnym poklesom cien ropy, nízkej inflácie cien potravín, ako aj nevýrazného vývoja cien neenergetických priemyselných tovarov a služieb.

Podľa projekcií by mala inflácia HICP v krátkodobom horizonte zostať na nízkej úrovni. V ďalšom priebehu by mala do konca sledovaného obdobia len postupne rásť, pričom v poslednom štvrtroku 2016 by mala dosiahnuť 1,4 %. Zvyšovanie inflácie HICP počas projekčného horizontu by malo byť spôsobené postupným zužovaním zápornej produkčnej medzery a rastúcimi vonkajšími cenovými tlakmi. Rast vonkajších cenových tlakov je predovšetkým dôsledkom obratu cenových tlakov vyplývajúcich z cien komodít z tlmiacich na rastové, ako aj oneskoreným prejavom predchádzajúceho oslabenia výmenného kurzu eura.

Výraznejšiemu rastu inflácie v eurozóne budú brániť zostávajúce rezervy vo využití výrobných kapacít v eurozóne spolu s očakávaným miernym vývojom cien komodít. Záporná produkčná medzera by sa mala v roku 2016 zúžiť len čiastočne, z čoho vyplýva len mierny nárast miezd a ziskových marží. Celkovo by mala inflácia HICP zostať výrazne tmená a dosiahnuť v priemere 0,5 % v roku 2014, 0,7 % v roku 2015 a 1,3 % v roku 2016. Priemerná inflácia HICP bez potravín a energií by mala predstavovať 0,8 % v roku 2014, 1,0 % v roku 2015 a 1,3 % v roku 2016.

Vonkajšie cenové tlaky v súčasnosti výhľad inflácie tlmia, ale v priebehu sledovaného obdobia by mali rásť v dôsledku projektovaného zvyšovania svetového dopytu, nižšieho výmenného kurzu eura a v roku 2016 aj v dôsledku očakávaného rastu cien komodít. Cenový vývoj v zahraničí v poslednej dobe zintenzívil tlaky na znížovanie cien v eurozóne. Stagnujúci hospodársky rast, pokles cien ropných i neropných komodít a predchádzajúce zhodnocovanie eura spôsobili pokles dovozných cien eurozóny v rokoch 2013 a 2014. V roku 2016 sa vďaka postupnému oslabovaniu týchto vplyvov očakáva zvyšovanie deflátoru dovozu z krajín mimo eurozóny.

Zlepšovanie situácie na trhu práce a rastúce využitie výrobných kapacít by mali v priebehu sledovaného obdobia spôsobiť mierny nárast domácich cenových tlakov. Rast kompenzácií na zamestnanca by sa v priebehu sledovaného obdobia mal mierne zvýšiť, mal by však zostať nízky vzhľadom na prebiehajúce korekcie a zmiernovanie mzdového vývoja vo viacerých krajinách eurozóny. K nevýraznej perspektíve mzdového vývoja prispieva aj prostredie nízkej inflácie. Rast jednotkových nákladov práce by sa mal podľa projekcií počas sledovaného obdobia mierne spomaliť. Dôvodom je skutočnosť, že slabé zrýchlenie rastu kompenzácií na zamestnanca je prevážené rýchlejším rastom produktivity práce. Nevýrazný rast jednotkových nákladov práce je jednou z hlavných príčin očakávaných nízkych domácich nákladových tlakov do konca sledovaného obdobia.

Ziskové marže (merané ako rozdiel medzi deflátorom HDP v cenách výrobných faktorov a rastom jednotkových nákladov práce) by sa mali v roku 2014 znížiť, v roku 2015 ustáliť a v roku 2016 opäť začať rásť v dôsledku oživenia hospodárskej aktivity a najmä zmiernenia vývoja jednotkových nákladov práce.

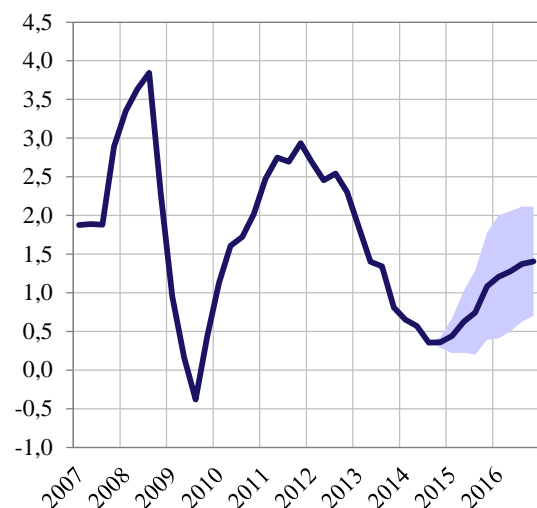
V porovnaní s makroekonomickými projekciami zverejnenými v septembrovom vydaní Mesačného bulletinu bola projekcia celkovej inflácie HICP upravená nadol o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2014, o 0,4 percentuálneho bodu na rok 2015 a o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2016. Príčinou sú najmä nižšie ceny ropy v eurách, niekoľko nečakane nižších hodnôt v aktuálnych cenách neenergetických zložiek a vplyv zníženia projekcie rastu. V roku 2016 bude zníženie projekcie rastu čiastočne vyvážené výraznejšie rastovým vplyvom inflácie energetickej zložky HICP v dôsledku nižšieho výmenného kurzu a nárastu cien ropných futures v porovnaní so septembrovými projekciami. Inflácia HICP bez potravín a energií bola tiež upravená nadol v dôsledku slabšej dynamiky rastu miezd a ziskových marží, ako aj v dôsledku nepriameho účinku nedávneho znehodnotenia výmenného kurzu.

Graf 1 Makroekonomické projekcie¹⁾

(štvrtročné údaje)

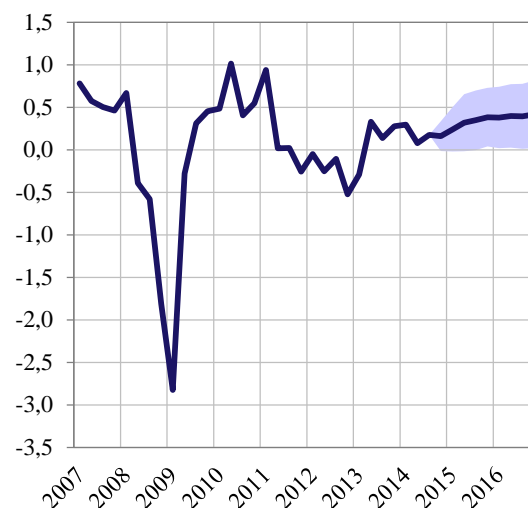
HICP eurozóny

(medziročné percentuálne zmeny)



Reálny HDP eurozóny²⁾

(medzištvrtročné 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.

VÝHLAD ROZPOČTOVÉHO VÝVOJA

Orientácia rozpočtovej politiky bude v priebehu sledovaného obdobia celkovo neutrálna. Nastavenie rozpočtovej politiky, vyjadrené ako zmena cyklicky upraveného primárneho salda, by malo byť v rokoch 2014 až 2015 mierne expanzívne a v roku 2016 neutrálne, na rozdiel od výrazne reštriktívnej povahy v predchádzajúcich rokoch.

Pomer deficitu verejnej správy k HDP by mal podľa projekcií počas sledovaného obdobia postupne klesať, k čomu by malo prispievať zlepšovanie cyklickej pozície hospodárstva eurozóny. Štrukturálne rozpočtové saldo by sa malo počas sledovaného obdobia vzhľadom na celkovo neutrálnu rozpočtovú politiku zlepšiť len mierne. Miera zadlženosti verejnej správy začne od roku 2015 klesať vďaka aktuálnej

pozitívnemu vývoju primárneho salda i priaznivejšiemu diferenciu medzi úrokovými mierami a hospodárskym rastom.

V porovnaní s rozpočtovými projekciami v septembrovom vydaní Mesačného bulletinu sa projekcie dynamiky vývoja deficitu a zadlženosti o niečo zhoršili v dôsledku menej priaznivého výhľadu makroekonomického vývoja a čiastočného uvoľnenia diskrečnej rozpočtovej politiky. Revízia pomeru dlhu k HDP smerom nadol je zapríčinená predovšetkým zavedením novej štatistickej normy ESA 2010.

Box 3

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, citlivosť projekcií na alternatívny vývoj týchto základných predpokladov môže pomôcť pri analýze rizík spojených s projekciami. Tento box sa zaoberá neistotou v spojitosti s trojicou kľúčových predpokladov a citlivosťou projekcií na tieto predpoklady.¹

1) Alternatívny vývoj cien ropy

Predpoklady cien ropy v aktuálnych projekciách odborníkov Eurosystemu sú odvodené z očakávaní trhu meraných cenami ropných futures. Na základe vývoja cien ropy na trhoch s futures počas dvojtýždňového obdobia končiaceho sa dňom uzávierky 13. novembra sa predpokladá, že cena ropy Brent klesne zo 102,6 USD za barel v treťom štvrtroku 2014 na 85,6 USD v roku 2015 a v roku 2016 následne vzrastie na 88,5 USD. Po dni uzávierky však ceny ropy a ropných futures ďalej klesali vzhľadom na vysokú ponuku ropy a nízky dopyt, a to najmä po rozhodnutí krajín OPEC z 27. novembra 2014 o zachovaní súčasného objemu ťažby. Dňa 2. decembra 2014 z cien ropných futures vyplývalo, že cena ropy Brent v roku 2015 klesne na 73,2 USD za barel a v roku 2016 stúpne na 78,1 USD, čo je o 14,5 %, resp. o 11,7 % pod úrovňou základnej projekcie.

Na základe makroekonomických modelov odborníkov Eurosystemu sa odhaduje, že tento alternatívny scenár vývoja cien ropy by spôsobil, že inflácia HICP v eurozóne skončí v roku 2015 približne o 0,4 percentuálneho bodu a v roku 2016 o 0,1 percentuálneho bodu pod úrovňou základnej projekcie. Alternatívny vývoj cien ropy by zároveň v roku 2015 i 2016 viedol k nárastu reálneho HDP o 0,1 percentuálneho bodu.

2) Alternatívny vývoj výmenného kurzu

Základná projekcia vychádza z nezmeneného efektívneho výmenného kurzu eura až do konca sledovaného obdobia. Jeho kurz by však mohol klesnúť v dôsledku zhoršenia výhľadu hospodárskeho rastu eurozóny v porovnaní so Spojenými štátmi i v dôsledku očakávaní rozdielneho nastavenia menovej politiky v týchto dvoch ekonomikách, na základe ktorých môžu trhy počítať s dlhším obdobím nízkych úrokových sadzieb v eurozóne a ich rýchlejšou normalizáciou v Spojených štátoch. Alternatívny vývoj eura počítajúci s výraznejším oslabením bol odvodený z 25. percentilu rozdelenia na základe rizikovo neutrálnych hustôt odvodených z cien opcií na výmenný kurz EUR/USD z 13. novembra 2014. Z tohto vývoja vyplýva postupné oslabovanie eura voči americkému doláru až na úroveň 1,17 USD/EUR v roku 2016, čo je o 6,1% pod úrovňou základnej projekcie. Príslušné predpoklady nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura sú odrazom historických zákonitostí, podľa ktorých zmeny výmenného kurzu EUR/USD odrážajú zmeny efektívneho výmenného kurzu s elasticitou približne 52 %. Výsledkom je postupný odklon efektívneho výmenného kurzu eura od základnej projekcie až na úroveň 3,2 % pod úrovňou základnej projekcie v roku 2016. V tomto scenári vývoja z výsledkov rôznych makroekonomických modelov odborníkov Eurosystemu na roky 2015 a 2016 vyplýva rast reálneho HDP vyšší o približne 0,1 – 0,3 percentuálneho bodu a inflácia HICP vyššia o 0,1 – 0,4 percentuálneho bodu.

3) Dodatočná rozpočtová konsolidácia

Ako sa uvádza v boxe 1, v prípade predpokladov týkajúcich sa rozpočtovej politiky sa do úvahy berú všetky opatrenia rozpočtovej politiky, ktoré už schválil parlament, resp. dostatočne podrobne vypracované opatrenia vlády, ktoré budú pravdepodobne v rámci legislatívneho konania schválené. Opatrenia zahrnuté do základnej projekcie v prípade väčšiny krajín nie sú dostatočné na splnenie požiadaviek na rozpočtovú konsolidáciu v rámci nápravnej a preventívnej časti Paktu stability a rastu. Závazok splniť tieto požiadavky je vo všeobecnosti vyjadrený v programoch stability z roku 2014 a v dokumentoch programov EÚ a MMF. Samotné opatrenia na dosiahnutie týchto cieľov však často chýbajú, alebo nie sú rozpracované dostatočne podrobne. V základnej projekcii sa preto neberú do úvahy. Je preto nielen nevyhnutné, ale aj pravdepodobné, že popri opatreniach, ktoré sú už do základného scenára zahrnuté, viacero vlád do roku 2016 prijme dodatočné opatrenia rozpočtovej konsolidácie.

Predpoklady analýzy fiškálnej citlivosti

Východiskovým bodom analýzy fiškálnej citlivosti je „fiškálna medzera“ medzi rozpočtovými cieľmi vlády a základnými rozpočtovými projekciami. Rozsah pravdepodobnej dodatočnej rozpočtovej konsolidácie sa posudzuje na základe podmienok a informácií (špecifických pre danú krajinu) týkajúcich sa rozsahu a zloženia konsolidácie. Informácie špecifické pre jednotlivé krajiny majú predovšetkým poukázať na neistotu súvisiacu s rozpočtovými cieľmi, pravdepodobnosť dodatočných opatrení rozpočtovej konsolidácie, ktoré majú na rozdiel od ostatných faktorov znižujúcich deficit dosah na agregátny dopyt, a súvisiace makroekonomické spätné väzby.

Na základe tohto postupu sa predpokladá, že v roku 2015 a 2016 budú pravdepodobne uskutočnené určité ďalšie konsolidačné opatrenia s dosahom na výšku dopytu, čím sa celkový rozsah dodatočnej rozpočtovej konsolidácie do konca roka 2016 vyšplhá na približne 0,2 % HDP. Pokiaľ ide o zloženie rozpočtových opatrení, analýza citlivosti sa snaží začleniť profily najpravdepodobnejších dodatočných konsolidačných opatrení špecifické pre jednotlivé krajiny a časové harmonogramy. V rámci týchto projekcií sa na úrovni eurozóny ako celku predpokladá, že rozpočtová konsolidácia bude zameraná skôr na výdavkovú stranu rozpočtu.

Makroekonomický vplyv dodatočnej rozpočtovej konsolidácie

V nasledujúcej tabuľke je súhrn výsledkov simulácie vplyvu na rast reálneho HDP a infláciu HICP v eurozóne vyplývajúcich z analýzy rozpočtovej citlivosti, v rámci ktorej bol použitý model eurozóny vypracovaný ECB (New Area-Wide Model – NAWM²).

Vplyv dodatočnej rozpočtovej konsolidácie na rast reálneho HDP v roku 2014 a 2015 je obmedzený, zatiaľ čo na rok 2016 sa odhaduje na približne -0,1 percentuálneho bodu. Vplyv na infláciu HICP sa počas celého prognózovaného obdobia považuje za zanedbateľný.

Súčasná analýza teda poukazuje na určité mierne riziká nedosiahnutia základnej projekcie rastu reálneho HDP v roku 2016, keďže do základného scenára nie sú zahrnuté všetky plánované opatrenia rozpočtovej konsolidácie. Riziká týkajúce sa inflačnej projekcie sú zanedbateľné.

Odhadovaný makroekonomický vplyv dodatočnej rozpočtovej konsolidácie na rast HDP a infláciu HICP v eurozóne

(v % HDP)

	2014	2015	2016
Rozpočtové ciele vlády ¹⁾	-2,7	-2,2	-1,7
Základné rozpočtové projekcie	-2,6	-2,5	-2,2
Dodatočná rozpočtová konsolidácia (kumulatívne) ²⁾	0,0	0,0	0,2
Vplyv dodatočnej rozpočtovej konsolidácie s dopytovými účinkami (v percentuálnych bodoch) ³⁾			
Rast reálneho HDP	0	0	-0,1
Inflácia HICP	0	0	0

1) Nominálne ciele, ktoré sú v prípade príslušných krajín uvedené v najnovších dokumentoch programov EÚ a MMF a v prípade ostatných krajín v návrhoch rozpočtu, resp. schválených rozpočtových zákonoch na rok 2015 alebo v aktualizovaných programoch stability z roku 2014.

2) Analýza citlivosti na základe hodnotenia odborníkov Eurosystemu.

3) Odchýlky od základnej projekcie v percentuálnych bodoch v prípade rastu reálneho HDP a inflácie HICP (v oboch prípadoch v ročnom vyjadrení). Simulácia makroekonomického vplyvu bola uskutočnená pomocou modelu eurozóny vypracovaného ECB (New Area-Wide Model).

Je potrebné zdôrazniť, že táto analýza fiškálnej citlivosti sa zameriava len na potenciálne krátkodobé vplyvy pravdepodobnej dodatočnej rozpočtovej konsolidácie. Hoci aj vhodne navrhnuté opatrenia rozpočtovej konsolidácie majú často negatívne krátkodobé vplyvy na rast reálneho HDP, tieto opatrenia majú aj pozitívne dlhodobejšie vplyvy na hospodársku aktivitu, ktoré v horizonte tejto analýzy nie sú zjavné.³ Výsledky tejto analýzy by sa preto nemali interpretovať ako snaha o spochybnenie potreby dodatočných opatrení rozpočtovej konsolidácie v sledovanom období. Pokračujúce úsilie o rozpočtovú konsolidáciu je nevyhnutné v záujme obnovenia stabilných verejných financií v eurozóne. Nedostatočné úsilie o rozpočtovú konsolidáciu by mohlo mať nepriaznivý vplyv na oceňovanie štátnych dlhopisov. Okrem toho by sa mohla oslabiť aj dôvera, čo by malo nepriaznivý vplyv na hospodárske oživenie.

1 Všetky simulácie sa uskutočnili za predpokladu nezmenenej menovej politiky a všetkých ostatných premenných týkajúcich sa technických predpokladov a medzinárodného prostredia eurozóny.

2 New Area-Wide Model bližšie opisujú Christoffel K., Coenen G. a Warne A. v publikácii „The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis“, *Working Paper Series*, č. 944, ECB, október 2008.

3 Podrobnejšiu analýzu makroekonomických vplyvov rozpočtovej konsolidácie uvádza box „Fiscal multipliers and the timing of consolidation“, *Mesačný bulletin*, ECB, apríl 2014.

Box 4**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).

Porovnanie prognóz rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne

(ročné percentuálne zmeny)

	Dátum zverejnenia	Rast HDP			Inflácia HICP		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Projekcie odborníkov Eurosystemu	December 2014	0,8	1,0	1,5	0,5	0,7	1,3
		[0,7 – 0,9]	[0,4 – 1,6]	[0,4 – 2,6]	[0,5 – 0,5]	[0,2 – 1,2]	[0,6 – 2,0]
Európska komisia	November 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,8	1,5
OECD	November 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,6	1,0
Euro Zone Barometer	November 2014	0,8	1,2	1,6	0,5	0,9	1,3
Consensus Economics Forecasts	November 2014	0,8	1,1	1,5	0,5	0,9	1,3
Survey of Professional Forecasters	November 2014	0,8	1,2	1,5	0,5	1,0	1,4
MMF	Október 2014	0,8	1,3	1,7	0,5	0,9	1,2

Zdroje: European Commission European Economic Forecasts, jeseň 2014; IMF World Economic Outlook, október 2014; OECD Economic Outlook, november 2014; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a Survey of Professional Forecasters ECB.

Poznámky. V makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu 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 rozdiely v počte pracovných dní zohľadňujú.

V prognózach iných inštitúcií, ktoré sú v súčasnosti k dispozícii, sa očakáva rovnaký rast reálneho HDP v eurozóne v roku 2014 ako v projekciách odborníkov Eurosystemu. Projekcie rastu reálneho HDP na roky 2015 a 2016 sú podobné alebo mierne vyššie než projekcie odborníkov Eurosystemu. Priemerná inflácia HICP v roku 2014 by mala byť rovnaká ako podľa projekcií odborníkov Eurosystemu. V prípade inflácie HICP na rok 2015 sú projekcie väčšiny ostatných inštitúcií o niečo vyššie než projekcie odborníkov Eurosystemu. V roku 2016 by mala inflácia HICP podľa iných dostupných prognóz dosiahnuť v priemere od 1,0 % do 1,5 %, zatiaľ čo podľa projekcií odborníkov Eurosystemu by mala predstavovať 1,3 %. V súčasnosti sa všetky dostupné prognózy na roky 2015 a 2016 pohybujú v rámci intervalov projekcií odborníkov Eurosystemu, ktoré sú uvedené v tabuľke.

© Európska centrálna banka 2014

Adresa: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt nad Mohanom, Nemecko

Poštová adresa: 60640 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.