



Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu – jún 2016¹

1 Výhľad vývoja v eurozóne: prehľad a hlavné znaky

Očakáva sa, že hospodárske oživenie v eurozóne bude pokračovať, a to za podpory akomodačného nastavenia menovej politiky ECB, nízkych cien ropy, zlepšovania podmienok na trhu práce a čiastočného rozpočtového uvoľnenia v roku 2016.

Výsledky dosiahnuté v oddžovaní jednotlivých sektorov by mali počas sledovaného obdobia podporiť rast domáceho dopytu. Brzdíaci účinok pomalého rastu vývozu by mal podľa projekcií slabnúť vďaka očakávanému postupnému oživeniu svetového obchodu. V ročnom vyjadrení by mal rast reálneho HDP dosiahnuť 1,6 % v roku 2016 a 1,7 % v rokoch 2017 a 2018. Vzhľadom na výrazne tlmiaci efekt predchádzajúceho pádu cien energií by mala inflácia HICP v roku 2016 zostať na veľmi nízkej úrovni 0,2 %. Na rok 2017 sa predpovedá podstatný nárast celkovej inflácie na 1,3 %, zapríčinený prevažne rastovými bázičnými efektmi v rámci energetickej zložky. Postupný pozitívny obrat hospodárskej aktivity by mal infláciu v roku 2018 ešte mierne zvýšiť na 1,6 %.

Hybnou silou oživenia je domáci dopyt, ktorý by mal ťažiť z viacerých priaznivých faktorov. Predovšetkým naďalej prebieha premietanie akomodačného nastavenia menovej politiky ECB do ekonomiky. Rast súkromnej spotreby by mal najmä v roku 2016 zostať napriek miernemu spomaleniu stabilný vzhľadom na to, že domácnosti vďaka zlepšovaniu podmienok na trhu práce a odkladanému spotrebnému dopytu pravdepodobne minú väčšinu neočakávaných dodatočných príjmov z predchádzajúceho poklesu cien ropy. Očakávané oživenie prispeje aj k ďalšiemu, hoci postupnému rastu investícií, čiastočne v dôsledku akceleračných účinkov. Domácejmu dopytu zároveň pomôže určité uvoľnenie rozpočtovej politiky v krátkodobom horizonte.

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 10. máj 2016 (box 1). Dňom uzávierky ostatných údajov použitých v týchto projekciách bol 18. máj 2016. 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. Tabuľka s projekciami vybraných národných údajov, z ktorých vychádzajú agregátne hodnoty za eurozónu uvedené v tomto článku, budú zverejnené na internetovej stránke ECB dva týždne po jeho publikácii, po zverejnení národných projekcií národných centrálnych bánk.

Krátkodobý výhľad tlmia nepriaznivé vonkajšie faktory, ktoré by však mali v strednodobom horizonte ustúpiť. Oživenie zahraničného dopytu po produkcii eurozóny bude v prvom polroku 2016 naďalej len mierne, a to v dôsledku stále nízkeho dopytu v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách. Tento nepriaznivý vplyv na rast vývozu z eurozóny i naďalej len čiastočne zmiernujú priaznivé oneskorené účinky predchádzajúceho výrazného znehodnotenia eura. Neskôr sa v priebehu sledovaného obdobia očakáva postupný rast hospodárskej aktivity mimo eurozóny, ktorý by mal podporiť zahraničný dopyt po produkcii eurozóny a tým aj vývoz z eurozóny.

Zásadným faktorom nízkej hladiny základnej inflácie v roku 2016 i jej predpokladaného prudkého nárastu medzi rokmi 2016 a 2017 zostáva vývoj cien energií v rámci indexu HICP. Veľké záporné príspevky inflácie energetickej zložky HICP by mali v roku 2016 pokračovať a tmiť základnú infláciu. V roku 2017 by mali výrazne kladné bázické efekty spôsobiť citeľný posun inflácie energetickej zložky HICP do kladného pásma. Po odznení týchto kladných bázických efektov sa očakáva, že inflácia energetickej zložky HICP zostane po zvyšok sledovaného obdobia stabilná. Počas sledovaného obdobia by sa mal postupne zvyšovať tlak na rast inflácie HICP bez energií a potravín. Zlepšovanie podmienok na trhu práce a očakávané ďalšie posilňovanie hospodárskeho oživenia by mali stimulovať rast miezd a ziskových marží. Predpokladaný rast cien ropy a neenergetických komodít by mal vyvolať nepriame rastové účinky na infláciu HICP bez energií a potravín, ktoré by mali nakoniec prevážiť slabnúce tlmiace účinky predchádzajúceho pádu cien komodít. Ďalší rastový stimul sa v priebehu celého roka 2017 okrem toho očakáva od prebiehajúceho premietania vplyvu predchádzajúceho znehodnotenia výmenného kurzu eura.

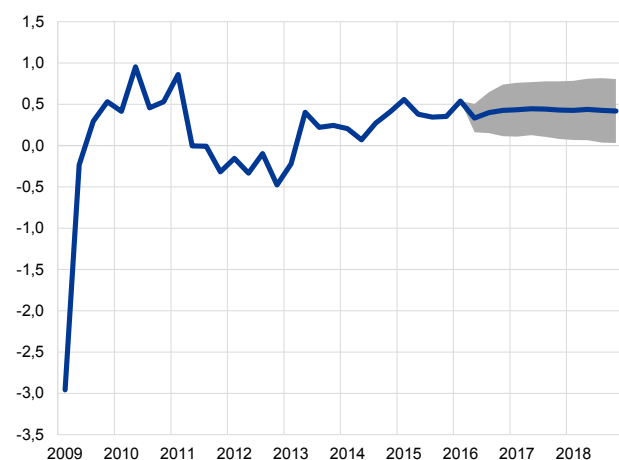
Graf 1

Makroekonomické projekcie¹⁾

(štvrtročné údaje)

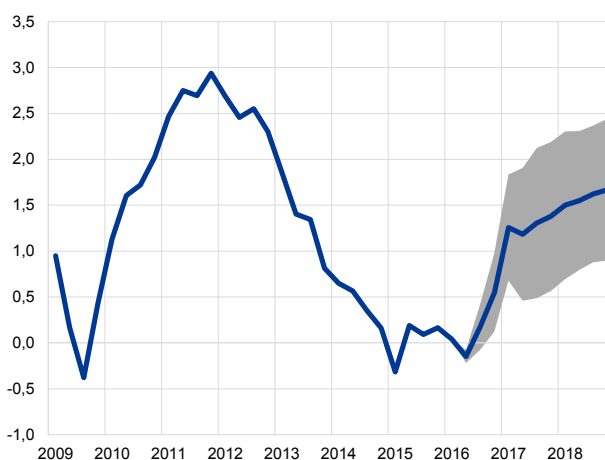
Reálny HDP eurozóny²⁾

(medzištvrtročné 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.

Oživenie hospodárskej aktivity v eurozóne by malo pokračovať rovnomerným tempom. V prvom štvrtroku 2016 sa rast reálneho HDP zrýchlil na 0,5 %. Podľa aktuálnych výsledkov prieskumov sa podnikateľská a spotrebiteľská nálada ustálila nad svojím dlhodobým priemerom, čo poukazuje na rovnomerný hospodársky rast v najbližšom období.

Výdavky na súkromnú spotrebu majú podľa projekcií v roku 2016 výrazne rásť a aj neskôr zostať stabilné. Rast nominálneho disponibilného príjmu by sa mal počas sledovaného obdobia postupne zrýchľovať vďaka rastu zamestnanosti a rýchlejšiemu rastu nominálnych kompenzácií na zamestnanca. K rastu nominálneho disponibilného príjmu prispievajú osobné nepracovné príjmy, zhruba v súlade s vývojom ziskovosti. Rast reálneho disponibilného príjmu by sa mal v roku 2016 zrýchlil, v roku 2017 a neskôr by sa však jeho tempo malo predovšetkým v dôsledku vývoja inflácie cien energií spomaliť. Nízke náklady financovania, nevýrazné oživenie úverového rastu a mierny rast čistého majetku domácností, posilnené menovopolitickými opatreniami ECB, by mali stimulovať súkromnú spotrebu a mali by byť len čiastočne neutralizované nepriaznivým vplyvom nižších čistých úrokových výnosov z disponibilného príjmu. K rastu súkromnej spotreby by mali prispieť aj výsledky v procese oddlžovania. Celkovo by sa tak ročný rast súkromnej spotreby mal podľa projekcií zvýšiť z 1,7 % v roku 2015 na 1,9 % v roku 2016 a následne opäť klesnúť na 1,7 % v roku 2017 a 1,5 % v roku 2018.

Box 1

Technické predpoklady pre úrokové miery, výmenné kurzy a ceny komodít

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

Technické predpoklady

	jún 2016				marec 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Trojmesačný EURIBOR (v % p. a.)	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov (v % p. a.)	1,2	0,9	1,1	1,4	1,2	1,2	1,4	1,7
Cena ropy (v USD za barel)	52,4	43,4	49,1	51,3	52,5	34,9	41,2	44,9
Ceny neenergetických komodít v USD (ročná percentuálna zmena)	-19,9	-3,3	4,3	4,6	-19,9	-14,8	3,0	4,7
Výmenný kurz USD/EUR	1,11	1,13	1,14	1,14	1,11	1,11	1,12	1,12
Nominálny efektívny výmenný kurz eura (EER38) (ročná percentuálna zmena)	-7,1	4,2	0,2	0,0	-7,1	4,8	0,2	0,0

Technické predpoklady pre úrokové miery a ceny komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 10. mája 2016. Krátkodobé úrokové miery sa merajú prostredníctvom trojmesačnej sadzby EURIBOR, pričom trhové očakávania sú odvodené z úrokových mier futures. Z tejto

metodiky vyplýva, že priemerná úroveň krátkodobých úrokových mier by mala v rokoch 2016, 2017 a 2018 dosiahnuť -0,3 %. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne by podľa očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 0,9 % v roku 2016, 1,1 % v roku 2017 a 1,4 % v roku 2018.² Vzhľadom na vývoj forwardových trhových úrokových mier a postupné premietanie zmien trhových úrokových mier do sadzieb úverov sa v roku 2016 očakáva určitý pokles kompozitných sadzieb bankových úverov poskytovaných nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny, nasledovaný ich celkovo stabilnou úrovňou v roku 2017 a miernym nárastom v roku 2018. Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures počas dvojtýždňového obdobia končiaceho sa dňom uzávierky 10. mája sa predpokladá, že cena ropy Brent klesne z 52,4 USD za barel v roku 2015 na 43,4 USD za barel v roku 2016, pričom v roku 2017 by mala stúpnuť na 49,1 USD za barel a v roku 2018 na 51,3 USD za barel, čo je v porovnaní s marcovými projekciami o približne 8 USD viac v rokoch 2016 a 2017 a o 6 USD viac v roku 2018. 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 10. mája. Z toho vyplýva priemerný výmenný kurz amerického dolára na úrovni 1,13 USD/EUR v roku 2016 a 1,14 USD/EUR v rokoch 2017 a 2018, v porovnaní s marcovými projekciami na úrovni 1,11 USD/EUR v roku 2016, resp. 1,12 USD/EUR v rokoch 2017 a 2018. Predpokladá sa, že efektívny výmenný kurz eura (voči 38 obchodným partnerom) bude počas sledovaného obdobia v porovnaní s marcovými projekciami o 0,6 % nižší.

Miera úspor by mala do polovice roka 2017 klesať a neskôr by mala zostať zhruba nezmenená. Postupné premietanie dodatočných reálnych príjmov z poklesu cien ropy by malo v roku 2016 naďalej podporovať mieru úspor, než v roku 2017 prestane pôsobiť. Následne by mala miera úspor v dôsledku rôznych protichodných faktorov po zvyšok sledovaného obdobia stagnovať. Vo všeobecnosti možno povedať, že klesajúca nezamestnanosť, zlepšovanie úverových podmienok a nízke úrokové sadzby naznačujú pokles miery úspor. V niektorých krajinách sa však očakáva, že potreba redukcie miery zadlženosti bude tento stimul neutralizovať a povedie naopak k nárastu miery úspor.

Očakáva sa, že oživenie investícií do nehnuteľností na bývanie v eurozóne bude nevýrazné. Projektované zrýchlenie rastu nominálneho disponibilného príjmu a veľmi nízke sadzby hypotekárnych úverov by mali prispieť k rovnomernému oživovaniu investícií do nehnuteľností na bývanie. Vo viacerých krajinách sa okrem

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

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

toho podľa všetkého skončil proces korekcie trhov s nehnuteľnosťami na bývanie a ceny týchto nehnuteľností prestali klesať. Výraznejšiemu nárastu investícií do nehnuteľností na bývanie však bude pravdepodobne brániť vysoká nezamestnanosť a vysoká miera zadlženosti domácností v niektorých krajinách, ako aj nepriaznivý demografický vývoj.

Podnikové investície by mali aj naďalej pokračovať v prebiehajúcom oživení.

Kapitálové výdavky by mali podľa projekcií podporovať viaceré faktory: výrazne akomodačné nastavenie menovej politiky, navyše posilnené nedávnymi menovopolitickými opatreniami ECB, predpokladané zvýšenie domáceho i zahraničného dopytu, potreba modernizácie kapitálových statkov po niekoľkých rokoch tlmenej investičnej aktivity, nízke náklady a dostupnosť externého financovania, rozpočtové opatrenia v niektorých krajinách a nárast ziskových marží v rámci už hotovostne saturovaného nefinančného podnikového sektoru. V dôsledku citeľného oživenia cien akcií pozorovaného v posledných rokoch a obmedzeného rastu dlhového financovania sa pomer dlhového financovania (pomer dlhu k celkovým aktívam) v nefinančnom podnikovom sektore dostal na historicky nízku úroveň. Oživenie podnikových investícií však bude tlmieť nepružnosť na trhu tovarov a služieb a trhu práce, očakávaná slabšieho rastu potenciálneho produktu než v minulosti a zvýšená geopolitická neistota.

Vývoz z eurozóny by mal podľa projekcií rásť v súlade so zahraničným dopytom po produkcii eurozóny.

Zahranický dopyt by mal od druhého polroka 2016 postupne naberať na intenzite, v súlade s rastom svetovej hospodárskej aktivity, mal by však zostať výrazne pod úrovňou predkrízovej dynamiky (box 2). Podiely na vývozných trhoch eurozóny by mali počas sledovaného obdobia po nedávnom zvýšení zostať zhruba nezmenené. Dovozy do eurozóny by mal rásť v súlade so svojou historickou elasticitou voči celkovému dopytu, hoci jeho v porovnaní s vývozom rýchlejší rast znamená záporný príspevok čistého obchodu k rastu v roku 2016 a neskôr neutrálny vplyv. Prebytok na bežnom účte platobnej bilancie by sa mal mierne znížiť z 3,2 % HDP v roku 2015 na 2,8 % v roku 2018.

Box 2

Medzinárodné prostredie

Svetová hospodárska aktivita by sa mala postupne zintenzívňovať, a to vďaka naďalej stabilným vyhlídkam rastu vo väčšine rozvinutých ekonomík a progresívnemu obratu hlbokej recesie v niektorých veľkých rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách.

Výhľad rozvinutých ekonomík by mali podporovať priaznivé podmienky financovania a zlepšovanie situácie na trhu práce. Postupné spomaľovanie čínskej ekonomiky pravdepodobne zbrzdí rast v ďalších rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, a to najmä v Ázii. Hoci nedávny nárast cien komodít čiastočne zmierňuje akútnejšie napätie, vývozcovia komodít sa budú aj naďalej prispôsobovať nižším cenám komodít. Navyše i napriek nedávnomu oživeniu na finančných trhoch čelia rozvíjajúce sa ekonomiky prísnejším podmienkam externého financovania, ktoré do určitej miery spôsobuje normalizácia menovej politiky Spojených štátov. V niektorých krajinách dopyt tlmí tiež politická neistota a geopolitické napätie.

Svetový obchod (bez eurozóny) po výraznom útlme v prvej polovici roka 2015 zaznamenal v druhom polroku opäť kladný rast. Z krátkodobého hľadiska sa na svetovom dovoze naďalej nepriaznivo prejavuje útlm v niektorých rozvíjajúcich sa ekonomikách, najmä v Brazílii a Rusku. Neskôr by malo dochádzať k postupnému rastu svetového obchodu, ktorý by mal zodpovedať vývoju hospodárskej aktivity. Projekcie i naďalej vychádzajú zo strednodobej elasticity obchodu voči svetovému hospodárskemu rastu na úrovni približne 1, čo je v porovnaní s predkrízovými hodnotami výrazne menej. Celkovo sa očakáva, že zahraničný dopyt po produkcii eurozóny sa zvýši z 0,6 % v roku 2015 na 2,0 % v roku 2016, 3,5 % v roku 2017 a 4,0 % v roku 2018.

V porovnaní s projekciami z marca 2016 boli odhady svetovej hospodárskej aktivity a zahraničného dopytu po produkcii eurozóny upravené nadol.

Medzinárodné prostredie

(ročné percentuálne zmeny)

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

1) Vážený priemer dovozov.

2) Vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

Reálny HDP by sa mal celkovo zvýšiť o 1,6 % v roku 2016 a o 1,7 % v rokoch 2017 a 2018.

Záporná produkčná medzera 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. Nízke tempo potenciálnej produkcie je v prvom rade odrazom pomerne nízkeho príspevku kapitálu po dlhšom období obmedzeného investičného rastu. Príspevok pracovnej sily by sa mal počas sledovaného obdobia zvýšiť vzhľadom na rast počtu obyvateľov v produktívnom veku v kontexte rastúcej miery zapojenia pracovnej sily, pod ktorú sa čiastočne podpisujú niektoré štrukturálne reformy i pokračujúca imigrácia.

Podmienky na trhu práce eurozóny by sa mali v priebehu sledovaného obdobia ďalej zlepšovať, a to o niečo rýchlejšie, než sa očakávalo. Miera zamestnanosti má počas sledovaného obdobia naďalej rásť. V rokoch 2016 a 2017 sa očakáva výrazný nárast pracovnej sily, ktorý je čiastočne dôsledkom prílevu utečencov a vyššej pracovnej motivácie. Miera nezamestnanosti by mala podľa očakávaní klesať, no i naďalej zostať na historicky zvýšenej úrovni. Z tohto vývoja zamestnanosti vyplýva nárast produktivity práce z 0,6 % v roku 2015 na 0,9 % v roku 2018, v súlade s jej bežným procyklickým správaním.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami z marca 2016 boli vyhliadky rastu reálneho HDP v roku 2016 upravené nahor. Zvýšenie projekcie na rok 2016

je čiastočne spôsobené pozitívnejším vplyvom revízie historických údajov, ako aj neočakávané výrazným rastom v prvom štvrťroku a poklesom neistoty v dôsledku nižšej volatility na finančných trhoch. Za hranicou krátkodobého horizontu je výhľad hospodárskeho rastu v podstate nezmenený a skrýva tlmiaci účinok vyšších cien ropy a nižšieho zahraničného dopytu, ktorý v prevažnej miere neutralizuje priaznivý vplyv menovopolitických opatrení z marca 2016.

3 Ceny a náklady

Nedávny vývoj inflácie HICP udávali nízke ceny energií a nevýrazný vývoj inflácie HICP bez energií a potravín. Inflácia HICP dosiahla v máji 2016 úroveň -0,1 %, pričom za touto hodnotou sa skrýva miera inflácie -8,1 % v prípade energetickej zložky a 0,8 % v prípade HICP bez potravín a energií.

Počas sledovaného obdobia sa očakáva rast externých cenových tlakov, ktoré budú výrazne prispievať k zvyšovaniu celkovej inflácie. Na zvyšovaní celkovej inflácie v období rokov 2016 až 2017 by sa mali významnou mierou podieľať kladné bazické efekty súvisiace s cenami ropy v rámci inflácie energetickej zložky HICP a predpokladaný ďalší rast vyplývajúci zo súčasných cien ropných futures. Okrem toho sa očakáva, že na rast celkovej inflácie bude mať stále vplyv aj podstatné predchádzajúce znehodnocovanie výmenného kurzu eura zaznamenané od polovice roka 2014. Inflácia HICP bez energií a potravín by sa mala počas sledovaného obdobia postupne zvyšovať vzhľadom na zlepšovanie podmienok na trhu práce a posilňovanie hospodárskeho oživenia, ku ktorému prispievajú opatrenia menovej politiky ECB.

Mzdový rast je mierny, no vzhľadom na postupné sprísňovanie podmienok na trhu práce by sa mal podľa projekcií mierne zrýchliť. Mzdový rast je tlmiený v dôsledku zvýšenej nezamestnanosti, nízkeho rastu produktivity, procesu úprav v rôznych krajinách zameraných na obnovenie konkurencieschopnosti, ako aj vyššej mzdovej pružnosti v dôsledku štrukturálnych reforiem trhu práce zavedených počas krízy. V tejto súvislosti sa očakáva, že celkový mzdový rast budú aj naďalej tmiť kompozičné efekty, keďže nové pracovné miesta podľa všetkého vznikajú predovšetkým v sektoroch s pomerne nižšou produktivitou práce a teda aj nižšou úrovňou miezd. Celkovo by sa mal rast kompenzácií na zamestnanca postupne zvýšiť z priemerných 1,3 % v roku 2016 na 1,8 % v roku 2017 a 2,2 % v roku 2018.

Ziskové marže by mali ťažiť z prebiehajúceho hospodárskeho oživenia.

Očakáva sa, že predpokladané ďalšie zvyšovanie dopytu posilní vplyv podnikov na cenotvorbu a tým podporí aj ziskové marže. Ziskové marže v súčasnosti ťažia z neočakávaných príjmov súvisiacich s nižšími cenami ropy. Očakáva sa však, že tento efekt v najbližšom období zoslabne vzhľadom na nedávny a predpokladaný ďalší rast cien ropy vyplývajúci z krivky cien ropných futures. Okrem toho sa predpokladá, že na ziskové marže bude mať tlmiaci účinok, najmä v roku 2018, očakávané zrýchľovanie rastu jednotkových nákladov práce počas sledovaného obdobia.

V porovnaní s marcovými projekciami bol výhľad vývoja inflácie HICP na rok 2016 upravený mierne nahor a na roky 2017 a 2018 zostal zhruba nezmenený.

Zníženie projektovaných hodnôt inflácie neenergetických zložiek HICP na rok 2016 bolo čiastočne vyvážené zvýšením projektovaných hodnôt inflácie energetickej zložky HICP súvisiacim so zmenami predpokladov vývoja cien ropy. Na roky 2017 a 2018 bolo zvýšenie projektovaných hodnôt energetickej a potravinovej zložky zhruba vyvážené znížením inflácie HICP bez potravín a energií.

4 Výhľad rozpočtového vývoja

Nastavenie rozpočtovej politiky by malo mať v roku 2016 mierny kladný príspevok k dopytu a v rokoch 2017 a 2018 by malo byť opäť celkovo neutrálne.

Nastavenie rozpočtovej politiky je vyjadrené ako zmena cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od vládnej podpory finančnému sektoru. Expanzívne nastavenie rozpočtovej politiky v roku 2016 vychádza predovšetkým zo znižovania priamych daní a odvodov sociálneho zabezpečenia v niektorých krajinách a vyšších výdavkov súvisiacich s prílevom utečencov.

Deficit a dlh verejnej správy by sa mali podľa projekcií počas sledovaného obdobia znižovať. Zníženie deficitu v roku 2016 vychádza z poklesu úrokových platieb a zlepšenia cyklickej zložky, ktoré sú do určitej miery kompenzované uvoľňovaním nastavenia rozpočtovej politiky. Je pravdepodobné, že v rokoch 2017 a 2018 bude priaznivý vplyv nižších úrokových platieb znásobený zlepšením primárneho salda, najmä v dôsledku priaznivého cyklického vývoja. Očakáva sa, že v priebehu obdobia od roku 2016 do roku 2018 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 vývoj dlhu budú pravdepodobne priaznivo vplývať aj nízke primárne prebytky.

V porovnaní s marcovými projekciami je výhľad rozpočtového vývoja priaznivejší. Saldo rozpočtu verejnej správy bolo na obdobie horizontu projekcií upravené nahor vzhľadom na predpoklad menej dynamického rastu vládnej spotreby vrátane kompenzácií zamestnancov verejnej správy, a to za celkovo nezmeneného rastu nominálneho HDP v rokoch 2017 až 2018. Počas sledovaného obdobia sa zároveň očakáva nižší pomer dlhu k HDP v dôsledku vyšších primárnych prebytkov a priaznivejšieho diferenciálu rastu a úrokovej miery (najmä v roku 2016), ktorý vychádza zo zvýšenia projektovanej hodnoty rastu nominálneho HDP.

Tabuľka 1

Makroekonomické projekcie pre eurozónu¹⁾

(ročné percentuálne zmeny)

	jún 2016				marec 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Reálny HDP ¹⁾	1,6	1,6 [1,3 – 1,9] ²⁾	1,7 [0,7 – 2,7] ²⁾	1,7 [0,5 – 2,9] ²⁾	1,5	1,4 [1,0 – 1,8] ²⁾	1,7 [0,7 – 2,7] ²⁾	1,8 [0,6 – 3,0] ²⁾
Súkromná spotreba	1,7	1,9	1,7	1,5	1,6	1,9	1,8	1,6
Vládna spotreba	1,3	1,5	0,8	0,9	1,4	1,5	1,1	1,2
Hrubá tvorba fixného kapitálu	2,7	3,2	3,4	3,3	2,5	2,7	3,6	3,3
Vývoz ³⁾	5,2	3,2	4,2	4,4	4,8	3,0	4,3	4,6
Dovoz ³⁾	6,0	4,7	4,7	4,8	5,4	4,6	5,3	5,1
Zamestnanosť	1,0	1,1	0,9	0,9	1,1	0,9	0,8	0,9
Miera nezamestnanosti (v % pracovnej sily)	10,9	10,2	9,9	9,5	10,9	10,4	10,2	9,9
HICP	0,0	0,2 [0,1 – 0,3] ²⁾	1,3 [0,6 – 2,0] ²⁾	1,6 [0,7 – 2,5] ²⁾	0,0	0,1 [-0,2 – 0,4] ²⁾	1,3 [0,6 – 2,0] ²⁾	1,6 [0,8 – 2,4] ²⁾
HICP bez energií	0,9	0,9	1,2	1,6	0,9	1,1	1,3	1,5
HICP bez energií a potravín	0,8	1,0	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
HICP bez energií, potravín a zmien nepriamych daní ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
Jednotkové náklady práce	0,8	0,8	1,0	1,3	0,9	1,1	0,9	1,2
Kompensácie na zamestnanca	1,3	1,3	1,8	2,2	1,3	1,5	1,9	2,1
Produktivita práce	0,6	0,5	0,8	0,9	0,4	0,4	0,9	0,9
Saldo rozpočtu verejnej správy (v % HDP)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0
Štrukturálne rozpočtové saldo (v % HDP) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1
Hrubý dlh verejnej správy (v % HDP)	90,7	90,0	89,0	87,4	91,1	90,8	90,0	89,2
Saldo bežného účtu platobnej bilancie (v % HDP)	3,2	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0	2,6	2,5

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) Vrátať obchodnej výmene 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 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.

Box 3

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 na konci roka 2018 dosiahnuť 52 USD za barel. Tento vývoj je v súlade so scenárom mierneho oživenia svetového dopytu po ropy, ktorý podľa všetkého súvisí s posilňovaním svetového hospodárskeho oživenia a s miernym znížením ponuky ropy. Z kombinácie alternatívnych modelov, pomocou ktorých odborníci Eurosystemu⁴ vypracúvajú projekcie 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 ropy vďaka výraznejšiemu než očakávanému oživeniu svetovej hospodárskej aktivity a/alebo výraznejšia redukcia ponuky ropy v dôsledku nižších investícií v ropnom sektore a následného zníženia ťažobnej kapacity niektorých producentov ropy. V prípade naplnenia tohto alternatívneho vývoja, pri ktorom by boli ceny ropy do roka 2018 o 10 % vyššie než v základnom scenári, by došlo k miernemu príbrzdeniu rastu reálneho HDP a zároveň k o niečo rýchlejšiemu rastu inflácie HICP (o približne 0,1 percentuálneho bodu v roku 2017 a 0,2 percentuálneho bodu v roku 2018).

2) Alternatívny vývoj výmenného kurzu

Táto analýza citlivosti skúma 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 10. mája 2016. Z tohto vývoja vyplýva postupné oslabovanie eura voči americkému doláru až na úroveň 1,04 USD/EUR v roku 2018, čo je o 8,8 % pod úrovňou 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 je postupný odklon efektívneho výmenného kurzu eura od základnej projekcie smerom nadol až na úroveň 4,6 % pod úrovňou základnej projekcie v roku 2018. V tomto scenári vývoja z priemeru výsledkov viacerých makroekonomických modelov odborníkov na roky 2016, 2017 a 2018 vyplýva vyšší rast reálneho HDP (o 0,1 až 0,2 percentuálneho bodu) a vyššia inflácia HICP (o 0,1 až 0,3 percentuálneho bodu).

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

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). Ako vyplýva z tabuľky, väčšina aktuálne dostupných prognóz iných inštitúcií predpovedá na sledované obdobie podobný alebo mierne pomalší rast reálneho HDP, zatiaľ čo v prípade inflácie prognózy počítajú s podobnými alebo mierne vyššími hodnotami. Projekcie rastu reálneho HDP a inflácie HICP sa zásadne nelíšia od bodových prognóz júnových projekcií odborníkov Eurosystemu a nachádzajú 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		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projekcie odborníkov Eurosystemu	jún 2016	1,6 [1,3 – 1,9]	1,7 [0,7 – 2,7]	1,7 [0,5 – 2,9]	0,2 [0,1 – 0,3]	1,3 [0,6 – 2,0]	1,6 [0,7 – 2,5]
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	máj 2016	1,6	1,7	1,6	0,3	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	máj 2016	1,6	1,6	1,6	0,2	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters	apríl 2016	1,5	1,6	1,7	0,3	1,3	1,6
MMF	apríl 2016	1,5	1,6	1,6	0,4	1,1	1,3

Zdroj: European Commission European Economic Forecast, jar 2016; IMF World Economic Outlook, apríl 2016; OECD Economic Outlook, jún 2016; Consensus Economics Forecasts, MJEconomics a ECB Survey of Professional Forecasters.

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.