



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTÉM

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKČIE ODBORNÍKOV ECB PRE EUROZÓNU – MAREC 2015¹

1. VÝHLAD VÝVOJA V EUROZÓNE: PREHĽAD A HLAVNÉ ZNAKY

V druhej polovici roka 2014 vykazovalo hospodárske oživenie určité známky postupného zlepšovania. V nasledujúcom období by mali hospodársku aktivitu v eurozóne podporiť viaceré faktory. Po prvé, prudký pokles cien ropy povedie k podstatnému nárastu reálneho disponibilného príjmu, pričom sa očakáva, že domácnosti minú značnú časť dodatočného príjmu na spotrebu. Po druhé, v priebehu projekčného horizontu bude hospodársku aktivitu v eurozóne čoraz viac podporovať postupný rast zahraničného dopytu a účinok znehodnotenia eura.

Hospodársku aktivitu v eurozóne by mali v krátkodobom a strednodobom horizonte výrazne stimulovať aj nedávne opatrenia menovej politiky Rady guvernérov. Domáci dopyt a najmä tvorba fixného kapitálu by mali ťažiť z akomodačného nastavenia menovej politiky a predovšetkým z rozšíreného programu nákupu aktív ECB. Očakáva sa, že nedávno prijaté neštandardné menovopolitické opatrenia domáci dopyt podporia vďaka svojmu vplyvu na úrokové miery, výmenný kurz eura a ceny akcií, ako aj prostredníctvom ďalších dôležitých finančných kanálov (box 1).

V priebehu sledovaného obdobia by mali hospodársku aktivitu podporiť aj ďalšie domáce faktory. Ako vyplýva z výsledkov aktuálneho prieskumu bankových úverov, ktoré vypovedajú o čistom uvoľnení úverových štandardov, domáci dopyt by mal profitovať z určitého uvoľnenia podmienok v ponuke úverov. Zároveň došlo k zníženiu záťaže, ktorú pre investičnú aktivitu podnikov predstavovala potreba oddlžovania. Okrem toho sa predpokladá, že rozpočtová politika zostane počas sledovaného obdobia neutrálna.

Nepriaznivý vplyv mnohých ďalších faktorov však zrejme bude slabnúť len postupne. Domácnosti a sektor verejnej správy zatiaľ na rozdiel od podnikového sektora nedosiahli výrazný obrat vo svojej miere zadlženosti. Navyše vývoj na trhu práce napriek všeobecnému zlepšovaniu zostane zatienený vysokou mierou nezamestnanosti, najmä v niektorých problémových krajinách. Okrem toho budú obavy týkajúce sa dlhodobého rastového potenciálu a stále vysoká miera nevyužitých kapacít vo viacerých krajinách i naďalej tlmiť investičnú spotrebu.

V projekciách sa celkovo očakáva, že rast reálneho HDP sa zrýchli z 0,9 % v roku 2014 na 1,5 % v roku 2015, 1,9 % v roku 2016 a 2,1 % v roku 2017. Tempo rastu potenciálnej produkcie by malo podľa odhadov naopak zostať pomerne nevyrazné, keďže príspevok práce a kapitálu je v dôsledku vysokej štruktúrálnej nezamestnanosti a dlhého obdobia nízkej investičnej aktivity i naďalej obmedzený. To znamená, že odhadovaná záporná produkčná medzera sa bude počas sledovaného obdobia zatvárať.

¹ Makroekonomické projekcie odborníkov ECB sú pre Radu guvernérov podkladom na hodnotenie hospodárskeho vývoja a rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. Informácie o použitých postupoch a technikách sú uvedené v publikácii ECB *A guide to 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. februára 2015.

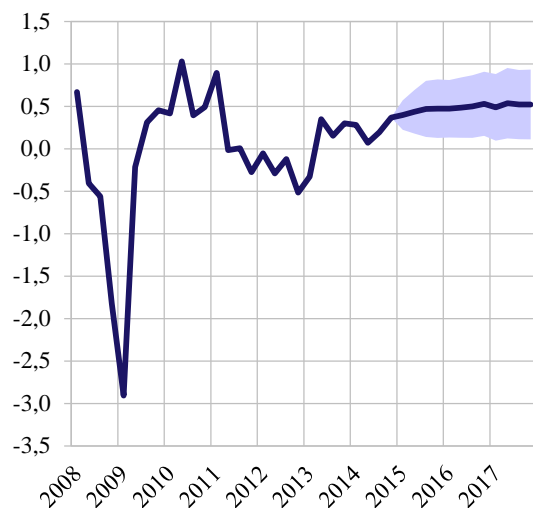
Toto vydanie makroekonomických projekcií sa vzťahuje na obdobie 2015 – 2017. Projekcie na takto dlhé obdobie sú spojené s veľmi vysokou mierou neistoty, čo je pri ich výklade potrebné brať do úvahy. Bližšie informácie sú v článku „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections“ v Mesačnom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

Graf 1 Makroekonomické projekcie¹⁾

(štvrťročné údaje)

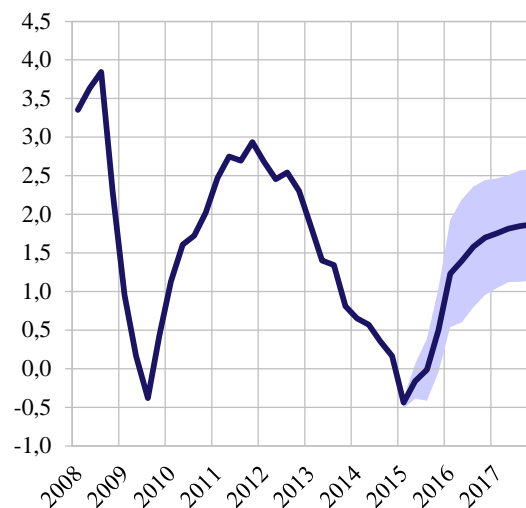
Reálny HDP eurozóny²⁾

(medzištvrťročné percentuálne zmeny)



HICP eurozóny

(medziročné percentuálne zmeny)



1) Uvedené intervaly okolo stredových hodnôt projekcií vychádzajú z rozdielov medzi skutočnými hodnotami a projektovanými hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov. Postup výpočtu intervalov vrátane úprav v dôsledku mimoriadnych udalostí je bližšie opísaný v dokumente ECB „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“ z decembra 2009, ktorý je k dispozícii na internetovej stránke ECB.

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

Inflácia HICP v posledných mesiacoch najmä v dôsledku pádu cien ropy zaznamenala záporné hodnoty. Nižší výmenný kurz eura dokázal len v malej miere neutralizovať výrazný prepád dolárových cien ropy. Inflácia ďalších zložiek HICP v posledných mesiacoch tiež mierne klesla.

Podľa projekcií by mala byť inflácia HICP v roku 2015 v priemere nulová, v roku 2016 by však mala vzrásť na 1,5 % a v roku 2017 na 1,8 %. Nízka miera inflácie HICP v roku 2015 je odrazom veľkého záporného príspevku inflácie cien energií v HICP. Tlak na znižovanie cien, ktorý ceny energií vyvíjajú na celkovú infláciu, však má podľa projekcií koncom roka 2015 slabnúť, pretože predchádzajúci pokles cien energií postupne prestane figurovať v ročnej miere zmeny cien, ako aj vzhľadom na predpoklad, že ceny ropy budú v priebehu sledovaného obdobia rásť v súlade so stúpajúcim sklonom krivky cien ropných futures. V dôsledku týchto faktorov sa očakáva, že v rokoch 2016 a 2017 bude príspevok cien energií k celkovej inflácii kladný.

Hoci značná časť výraznej zmeny miery inflácie z roka 2015 na rok 2016 zrejme pôjde na konto obratu cien energií, v rámci hospodárskeho oživenia má podľa projekcií rásť aj inflácia HICP bez energií. Dôvodom je očakávaná podstatná redukcia zápornej produkčnej medzery, ktorá sa naopak prejavuje rýchlejšim rastom ziskových marží i kompenzácií na zamestnanca. Na zvýšení inflácie HICP bez energií sa okrem toho majú podieľať i stúpajúce ceny neenergetických komodít, nepriame následky rastu cien ropy a oneskorený vplyv slabšieho výmenného kurzu eura.

Box 1

ZAHRNUTIE NEDÁVNÝCH NEŠTANDARDNÝCH MENOVPOLITICKÝCH OPATRENÍ DO PROJEKCIÍ

Od uzávierky projekcií zverejnených v decembri 2014 došlo v rámci neštandardných opatrení ECB k dvom novým udalostiam. Prvou bolo poskytnutie prostriedkov v objeme 130 mld. € v rámci druhej

cielenej dlhodobejšej refinančnej operácie uskutočnenej 11. decembra 2014, po ktorej celkový objem likvidity poskytnutej v rámci dvoch počiatočných tendrov, kde banky mali nárok na počiatočný limit, dosiahol približne 212 mld. €. Plánovaných je ešte šesť ďalších operácií tohto druhu. Druhou udalosťou bolo rozhodnutie Rady guvernérov z 22. januára 2015 o spustení rozšíreného programu nákupu aktív, ktorého súčasťou sú aj existujúce programy nákupu cenných papierov krytých aktívami a krytých dlhopisov. Celková hodnota mesačných nákupov aktív má predstavovať 60 mld. €. Tieto operácie majú prebiehať minimálne do septembra 2016, resp. dovtedy, kým sa neprejaví stála zmena vývoja inflácie zodpovedajúca cieľu Rady guvernérov dosiahnuť mieru inflácie na úrovni nižšej, ale blízkej 2 % v strednodobom horizonte.

Tieto dve udalosti viedli k prehodnoteniu celkového postupu zostavovania projekcií uplatňovaného v minulosti v záujme zohľadnenia vplyvu neštandardných menovopolitických opatrení na výhľad makroekonomického vývoja. V minulosti brali projekcie makroekonomický vplyv neštandardných menových opatrení do úvahy len do tej miery, do akej už ovplyvnili trhové technické finančné predpoklady (viac v boxe 3) na základe štandardného modelovacieho rámca používaného pri zostavovaní projekcií ku dňu uzávierky. Tento postup je síce spojený s rizikom nezohľadnenia transmisných kanálov, ktoré v štandardnom modelovacom rámci nie sú plne podchytené, ale vzhľadom na neistotu týkajúcu sa objemu likvidity centrálnej banky, ktorú takéto neštandardné opatrenia menovej politiky vygenerujú, sa považoval za primeraný. Vzhľadom na aktuálny vývoj menovej politiky je však o pravdepodobnej výške likvidity centrálnej banky, ktorú tieto opatrenia vytvoria, v súčasnosti k dispozícii viac údajov. To umožňuje presnejšie posúdiť vplyv uvedených opatrení na výhľad makroekonomického vývoja.

Doterajší postup zostavovania projekcií bol preto rozšírený o analýzu dodatočného vplyvu týchto opatrení prostredníctvom finančných transmisných kanálov, ako napr. kanálu preskupovania (rebalancovania) portfólií, určitých kanálov súvisiacich s očakávaniami a reálno-finančných spätných väzieb. V štandardnom modelovacom rámci používanom pri zostavovaní projekcií takéto kanály spravidla nie sú podchytené. Vplyv dodatočných finančných transmisných kanálov na výhľad makroekonomického vývoja sa kalibruje pomocou ekonometrických nástrojov, ktoré takéto kanály explicitne modelujú. V dôsledku toho sa projekcie z marca 2015 vyznačujú komplexnejším hodnotením vplyvu neštandardných menovopolitických opatrení na výhľad makroekonomického vývoja.

2. REÁLNA EKONOMIKA

Jedným z hlavných zdrojov oživenia hospodárskej aktivity má zostať rast súkromných spotrebných výdavkov. Súkromná spotreba v priebehu roka 2014 nabrala na intenzite, pričom ťažila z akcelerácie rastu reálneho disponibilného príjmu v dôsledku vyšších mzdových i nemzdových príjmov a klesajúcich cien energií. Tieto faktory by mali podporovať rast reálneho disponibilného príjmu aj v najbližšom období. Neskôr by sa mali mzdové príjmy zvyšovať vďaka rýchlejšiemu rastu zamestnanosti a miezd, pričom vďaka celkovému oživovaniu hospodárstva sa očakáva aj nárast ostatných osobných príjmov. Súkromnú spotrebu by mal podporiť i rast čistého majetku domácností (odrážajúci zvyšovanie cien finančných aktív v roku 2015 i ďalšie zlepšovanie situácie na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie v rokoch 2016 – 2017), ako aj nízke náklady financovania a zlepšovanie finančných podmienok, do značnej miery vďaka rozšírenému programu nákupu aktív, spolu s rastúcou dynamikou úverov poskytovaných domácnostiam. Po zohľadnení všetkých faktorov tak má priemerný rast ročnej súkromnej spotreby počas sledovaného obdobia podľa projekcií dosiahnuť 1,7 %.

Miera úspor by mala vzrásť a neskôr klesnúť. Očakáva sa, že miera úspor v roku 2015 najskôr vzrastie a následne klesne. To celkovo vypovedá o tom, že značná časť ziskov z nižších cien ropy spočiatku smeruje do úspor. Odhliadnuc od tohto dočasného faktora z protichodných vplyvov vyplýva celkovo nezmenená priemerná miera úspor. Na jednej strane majú veľmi nízke výnosy tendenciu od úspor odrádzať, pričom nárast spotrebiteľskej dôvery v spojení s postupne klesajúcou nezamestnanosťou by mohol spôsobiť pokles preventívnych úspor. Okrem toho existuje možnosť, že domácnosti začnú vo väčšej miere podnikať väčšie nákupy, ktoré doteraz odkladali, čo mieru úspor ďalej znižuje. Na druhej strane sa očakáva, že pretrvávajúci tlak na oddľžovanie vzhľadom na stále viac-menej nezmenenú mieru zadlženosti domácností – v pomere k nominálnemu disponibilnému príjmu – bude i naďalej vyvíjať určitý tlak na rast úspor.

Výhľad investícií do nehnuteľností na bývanie sa bude pravdepodobne postupne zlepšovať. Od roku 2015 sa očakáva mierne oživenie, ktoré má podporovať veľmi nízka úroveň sadzieb hypotekárnych úverov vo väčšine krajín, uvoľňovanie finančných podmienok za výraznej podpory rozšíreného programu nákupu aktív, vyšší objem úverov domácnostiam a akcelerácia rastu disponibilného príjmu. Keďže potreba úprav na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie v niektorých krajinách klesá, investície do nehnuteľností na bývanie by mali stúpať. Projekcia postupného oživenia investícií do nehnuteľností na bývanie platí pre väčšinu krajín, hoci v niektorých krajinách môže jeho tempo brzdiť vysoká miera zadlženosti domácností. Očakáva sa však, že v niektorých krajinách začnú aktivitu na tomto trhu ku koncu sledovaného obdobia tmiť nepriaznivé účinky demografického vývoja.

Oživenie podnikových investícií má nabrat' na intenzite. Podnikové investície v priebehu roka 2014 pokračovali v len miernom oživení, ktoré tlmila vysoká miera nevyužitých kapacít a pretrvávajúce obmedzenia úverovej ponuky v niektorých krajinách. V dôsledku postupného odznievania nepriaznivého vplyvu týchto faktorov, zvyšovania domáceho i zahraničného dopytu, potreby reprodukcie kapitálových statkov po niekoľkých rokoch obmedzenej investičnej aktivity, akomodačného nastavenia menovej politiky, podporovaného nedávnymi neštandardnými opatreniami menovej politiky a predovšetkým rozšíreným programom nákupu aktív, a zvyšovania ziskových marží sa očakáva nárast kapitálových výdavkov. Podnikové investície by okrem toho počas sledovaného obdobia mal v porovnaní s minulosťou v menšej miere obmedzovať celkový tlak na oddlžovanie podnikov v eurozóne, ktorý v roku 2014 oslabil. Ešte výraznejšej akcelerácii podnikových investícií však bráni skutočnosť, že v niektorých krajinách miera zadlženosti podnikov zostáva vysoká.

Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny by mal podľa projekcií mierne stúpať vzhľadom na oživovanie globálnej aktivity (box 2), ktoré prispieva k rastu vývozu z eurozóny. Zahraničný dopyt by mal počas sledovaného obdobia stúpať, aj keď nie všade rovnako, keďže niektoré krajiny eurozóny sú viac postihnuté svojou angažovanosťou voči Rusku a regiónu Spoločenstva nezávislých štátov. Vďaka zvýšeniu konkurencieschopnosti sa zároveň očakáva určitý nárast podielov na vývozných trhoch. Vzhľadom zvyšovaniu celkového dopytu v eurozóne sa počíta s postupným rastom dovozu z krajín mimo eurozóny. Príspevok čistého vývozu k rastu reálneho HDP by mal byť kladný, hoci len mierne. Z dôvodu určitého zhoršenia obchodnej bilancie je pravdepodobný mierny pokles salda bežného účtu platobnej bilancie na 2,4 % HDP v roku 2017.

Box 2

MEDZINÁRODNÉ PROSTREDIE

Svetové hospodárstvo pokračuje v postupnom oživovaní. Rast svetového reálneho HDP (bez eurozóny) by sa mal v priebehu sledovaného obdobia postupne zrýchľovať z 3,6 % v roku 2014 na 3,8 % v roku 2015 a na mierne viac ako 4 % v rokoch 2016 – 2017. Globálne ukazovatele i dostupné národné údaje poukazujú na určité spomalenie rastu koncom roka 2014, avšak hospodárska aktivita má aj napriek tomu zostať pomerne výrazná.

V nasledujúcom období by postupné oživovanie globálnej aktivity malo pokračovať. Výhľad hospodárskej aktivity vo svete formuje viacero podporných faktorov vrátane i) podstatného poklesu cien ropy, pripisovaného v prvom rade ponukovým faktorom, ktorého vplyv na globálnu aktivitu by mal byť celkovo pozitívny, a ii) prebiehajúceho trvalejšieho oživenia a priaznivého výhľadu vývoja v Spojených štátoch. Napriek tomu však existuje aj niekoľko nepriaznivých faktorov, ako napr. i) negatívne účinky dvojitého šoku hospodárskych sankcií a pádu cien ropy na ruskú ekonomiku, ii) prudké výkyvy na devízových trhoch, čiastočne spôsobené stále väčšou divergenciou menových politík, a iii) neuspokojivé tempo rastu v niektorých rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách, ktoré viedlo k revízii ich potenciálneho rastu nadol.

Priebeh oživenia svetového hospodárstva, ktoré odráža faktory formujúce výhľad globálneho vývoja, sa vyznačuje nerovnomerným vývojom v rozvinutých i rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách. Rozvinuté ekonomiky budú i naďalej ťažiť zo slabnutia nepriaznivých faktorov vrátane klesajúcej potreby oddlžovania, znižujúcej sa rozpočtovej záťaže a zlepšovania situácie na trhu práce,

zatiaľ čo v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách budú tempo rastu stále brzdiť nevyriešené štrukturálne problémy a sprisňovanie finančných podmienok.

Po slabom výsledku za prvý polrok svetový obchod v druhom polroku 2014 nabral na intenzite. V sledovanom období sa očakáva ďalší rast, hoci len nevýrazný, pričom jeho elasticita voči hospodárskej aktivite by mala zostať nižšia než v období pred krízou. Podľa projekcií by sa mal rast svetového obchodu (bez eurozóny) zrýchliť z 2,9 % v roku 2014 na 5,4 % v roku 2017.

Vzhľadom na protichodné vplyvy sa projektované hodnoty svetovej hospodárskej aktivity i zahraničného dopytu eurozóny na roky 2015 a 2016 v porovnaní s projekciami z decembra 2014 takmer nezmenili.

Medzinárodné prostredie

(ročné percentuálne zmeny)

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

Poznámka: Úpravy sa počítajú z nezaokrúhlených hodnôt.

1) Vážený priemer dovozov.

2) Vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

Podmienky na trhu práce v eurozóne by sa mali v priebehu sledovaného obdobia zlepšiť. Počas roka 2014 aj naďalej dochádzalo k ožiovaniu miery zamestnanosti, ktorá rástla podstatne rýchlejšie, než by naznačovali historické hodnoty elasticity zamestnanosti vo vzťahu k celkovej hospodárskej aktivite, čo bolo pravdepodobne prejavom priaznivého vplyvu predchádzajúceho zmiernenia mzdového rastu a nedávnych reforiem na trhu práce. Odhaduje sa, že stav zamestnancov sa naďalej regeneruje. Vo vzťahu k hospodárskej aktivite by oživenie miery zamestnanosti malo byť obzvlášť výrazné v krajinách, ktoré zreformovali svoj trh práce. Počet odpracovaných hodín na osobu by sa mal o niečo zvýšiť a kým v niektorých krajinách by mal odrážať cyklické zákonitosti, v iných krajinách by mali byť dôvodom vznikajúce deficity v ponuke práce.

Miera nezamestnanosti by mala ďalej klesať. Počet nezamestnaných by mal v priebehu sledovaného obdobia klesnúť o približne 2,7 milióna osôb a dosiahnuť tak najnižšiu úroveň od polovice roka 2009. Príčinou tohto poklesu je rast zamestnanosti (o približne 4,2 milióna osôb), ktorý je do istej miery neutralizovaný rastom pracovnej sily. Z 11,6 % v roku 2014 má miera nezamestnanosti do roku 2017 klesnúť na 9,9 %.

Od projekcií zverejnených v decembri 2014 došlo k podstatnému zvýšeniu projekcií rastu. Revízie projekcií rastu smerom nahor sú popri pozitívnejšom vplyve predchádzajúceho vývoja v dôsledku vyššieho než dovtedy očakávaného rastu reálneho HDP v poslednom štvrtroku 2014 do značnej miery odrazom priaznivého vplyvu nižších cien ropy, slabšieho efektívneho výmenného kurzu eura a účinku nedávnych neštandardných menovopolitických opatrení ECB.

Box 3

TECHNICKÉ PREDPOKLADY PRE ÚROKOVÉ MIERY, VÝMENNÉ KURZY A CENY KOMODÍT

V porovnaní s projekciami z decembra 2014 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 dlhodobé úrokové miery v eurozóne.

Technické predpoklady pre úrokové miery a ceny komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 11. februára 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 0,1 % v rokoch 2015 a 2016 a 0,2 % v roku 2017. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov by na základe očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 1,2 % v roku 2015, 1,4 % v roku 2016 a 1,6 % v roku 2017.¹ Vzhľadom na vývoj forwardových trhových úrokových mier a postupné premietanie zmien trhových úrokových mier do sadzieb úverov sa v roku 2015 očakáva určitý pokles kompozitných sadzieb bankových úverov poskytovaných nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny, nasledovaný miernym zvýšením v rokoch 2016 a 2017. Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures počas dvojtýždňového obdobia končiaceho sa dňom uzávierky 11. februára sa predpokladá, že cena ropy Brent klesne z 99,3 USD za barel v roku 2014 na 58,5 USD za barel v roku 2015, pričom v roku 2016 by mala cena stúpnuť na 66,8 USD za barel a v roku 2017 na 70,7 USD za barel. Predpokladá sa, že ceny neenergetických komodít v amerických dolároch v roku 2015 podstatne klesnú a v rokoch 2016 a 2017 stúpnu.² Predpokladá sa, že vzájomné výmenné kurzy zostanú počas sledovaného obdobia nezmenené na priemernej úrovni za dvojtýždňové obdobia končiace sa dňom uzávierky 11. februára. Z toho vyplýva výmenný kurz amerického dolára na úrovni 1,14 USD/EUR v roku 2015 a 1,13 USD/EUR v rokoch 2016 a 2017.

Technické predpoklady

	Marec 2015				December 2014			Revízie od decembra 2014 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Trojmesačný EURIBOR (v % p. a.)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov (v % p. a.)	2,0	1,2	1,4	1,6	2,0	1,8	2,1	0,0	-0,6	-0,7
Cena ropy (v USD za barel)	99,3	58,5	66,8	70,7	101,2	85,6	88,5	-1,9	-31,6	-24,5
Ceny neenergetických komodít v USD (ročná percentuálna zmena)	-6,4	-11,0	2,6	4,8	-6,3	-4,8	3,8	-0,1	-6,2	-1,2
Výmenný kurz USD/EUR	1,33	1,14	1,13	1,13	1,33	1,25	1,25	-0,1	-8,8	-9,0
Nominálny efektívny výmenný kurz eura (EER19) (ročná percentuálna zmena)	0,6	-7,9	-0,2	0,0	0,5	-2,8	0,0	0,0	-5,1	-0,2

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 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 prvého štvrtého roka 2016 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.

3. CENY A NÁKLADY

Vývoj cien komodít a výmenných kurzov zrejme počas sledovaného obdobia zohrá kľúčovú úlohu v profile inflácie v eurozóne. Predpokladá sa, že nedávny prudký pád cien ropy vyvinie v roku 2015 výrazný tlak na zníženie inflácie cien energií, ktorý bude len čiastočne zmiernený nedávnym znehodnocovaním eura. Nevýrazný vývoj cien neenergetických komodít predstavuje tlak na znižovanie inflácie spotrebiteľských cien v eurozóne i prostredníctvom dovozných cien neropných komodít. Predpokladá sa, že od roku 2016 bude cenový vývoj v zahraničí prispievať k tlaku na rast inflácie v eurozóne. V roku 2016 značnú časť výraznej zmeny miery inflácie HICP spôsobuje odznievanie

tlmiacich účinkov predchádzajúceho poklesu cien ropy a prorastové účinky predpokladaného rastu cien ropy, ktoré by mali podľa projekcií trvať aj v roku 2017 v súlade so stúpajúcim sklonom krivky cien ropných futures. Rastúce ceny neenergetických komodít, zvyšujúci sa svetový dopyt a oneskorené účinky nedávneho znehodnocovania eura navyše v rokoch 2015 a 2016 pravdepodobne povedú k výraznému zvýšeniu deflátoru dovozu.

Tabuľka 1 Makroekonomické projekcie pre eurozónu¹⁾

(ročné percentuálne zmeny)

	Marec 2015				December 2014			Revízie od decembra 2014 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reálny HDP ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,1	0,8	1,0	1,5	0,1	0,5	0,4
		[1,1 – 1,9] ⁴⁾	[0,8 – 3,0] ⁴⁾	[0,9 – 3,3] ⁴⁾	[0,7 – 0,9] ⁴⁾	[0,4 – 1,6] ⁴⁾	[0,4 – 2,6] ⁴⁾			
Súkromná spotreba	1,0	1,8	1,6	1,6	0,8	1,3	1,2	0,2	0,5	0,4
Vládna spotreba	0,9	1,0	0,6	0,8	0,9	0,5	0,4	0,0	0,6	0,2
Hrubá tvorba fixného kapitálu	0,9	1,7	4,1	4,6	0,7	1,4	3,2	0,3	0,4	0,9
Vývoz ⁵⁾	3,6	4,1	5,1	5,5	3,2	3,2	4,8	0,4	0,9	0,4
Dovoz ⁵⁾	3,6	4,3	5,5	5,8	3,3	3,7	4,9	0,4	0,6	0,6
Zamestnanosť	0,5	0,9	0,9	0,9	0,4	0,6	0,5	0,1	0,3	0,4
Miera nezamestnanosti (v % pracovnej sily)	11,6	11,1	10,5	9,9	11,6	11,2	10,9	0,0	-0,2	-0,4
HICP	0,4	0,0	1,5	1,8	0,5	0,7	1,3	0,0	-0,8	0,2
		[-0,3 – 0,3] ⁴⁾	[0,8 – 2,2] ⁴⁾	[1,0 – 2,6] ⁴⁾	[0,5 – 0,5] ⁴⁾	[0,2 – 1,2] ⁴⁾	[0,6 – 2,0] ⁴⁾			
HICP bez energií	0,7	0,8	1,4	1,8	0,8	1,1	1,3	0,0	-0,2	0,1
HICP bez energií a potravín	0,8	0,8	1,3	1,7	0,8	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
HICP bez energií, potravín a zmien nepriamych daní ⁶⁾	0,7	0,8	1,3	1,7	0,7	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
Jednotkové náklady práce	1,0	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	0,8	-0,1	0,0	0,2
Kompenzácie na zamestnanca	1,5	1,7	2,0	2,3	1,6	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,2
Produktivita práce	0,4	0,6	1,0	1,1	0,5	0,4	1,0	0,0	0,2	0,0
Saldo rozpočtu verejnej správy (v % HDP)	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5	-2,6	-2,5	-2,2	0,0	0,2	0,3
Štrukturálne rozpočtové saldo (v % HDP) ⁷⁾	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7	-2,1	-2,1	-2,0	0,2	0,3	0,3
Hrubý dlh verejnej správy (v % HDP)	91,7	91,4	89,8	87,9	92,0	91,8	91,1	-0,2	-0,4	-1,3
Saldo bežného účtu platobnej bilancie (v % HDP)	2,5	2,7	2,5	2,4	2,1	2,2	2,4	0,4	0,5	0,1

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 vládnych 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 bulletine z marca 2012 a v boxe „Štrukturálne saldo ako ukazovateľ rozpočtovej pozície“ v Mesačnom bulletine zo septembra 2014.

Zlepšujúca sa situácia na trhu práce a pokles miery nevyužitých kapacít v hospodárstve poukazujú na zvyšujúce sa domáce tlaky na rast cien počas sledovaného obdobia. Podľa projekcií by malo vzhľadom pokračujúci rast zamestnanosti a určitý pokles miery nezamestnanosti aj naďalej dochádzať k postupnému zvyšovaniu rastu kompenzácií na zamestnanca, z 1,5 % v roku 2014 na 2,3 % v roku 2017, pričom výraznejšiemu oživeniu by mala brániť vysoká miera nezamestnanosti a pokračujúci proces úprav nákladovej konkurencieschopnosti v niektorých krajinách eurozóny. Vplyv sekundárnych účinkov prudkého pádu cien ropy na pokles miezd by mal byť pritom podľa očakávaní obmedzený. Základom týchto očakávaní je tlmiaca nepružnosť miezd a skutočnosť, že vplyv prostredníctvom systémov automatickej indexácie miezd by mal byť slabý, keďže tieto systémy sa väčšinou uplatňujú v prípade zvyšovania miezd, pričom viacero krajín tieto systémy buď dočasne zrušilo, alebo výrazne obmedzilo ich rozsah.

Ziskové marže (merané na základe rozdielu medzi deflátorom HDP v cenách výrobných faktorov a rastom jednotkových nákladov práce) by sa mali vzhľadom na zintenzívnenie hospodárskej aktivity počas sledovaného obdobia výrazne zvýšiť. Očakáva sa, že budú hlavným faktorom zvyšovania domácich cenových tlakov. V roku 2015 by mali podľa očakávaní zaznamenať mierny pokles, ale počas zvyšku sledovaného obdobia budú vzhľadom na výrazný rast produktivity a posilňovanie hospodárskej aktivity pravdepodobne rásť.

V porovnaní s projekciami zverejnenými v decembri 2014 bola projekcia inflácie HICP na rok 2015 upravená výrazne nadol, ale na rok 2016 mierne nahor. Oproti predchádzajúcim projekciám bola hodnota celkovej inflácie na rok 2015 upravená nadol o 0,8 percentuálneho bodu. Príčinou sú predovšetkým nižšie než predtým očakávané ceny ropy v amerických dolároch, ktoré len v malej miere neutralizoval nižší výmenný kurz eura voči americkému doláru. Hodnota inflácie HICP bez energií na rok 2015 bola upravená nadol o 0,2 percentuálneho bodu v dôsledku chýb v predchádzajúcich prognózach, za ktorými okrem iného stáli nepriame účinky nižších cien ropy na ceny tovarov a služieb. Na rok 2016 bola hodnota inflácie HICP upravená o 0,2 percentuálneho bodu nahor. Táto úprava zohľadňuje priaznivejší výhľad hospodárskeho rastu, oneskorené účinky nižšieho výmenného kurzu eura a strmší sklon krivky cien ropných futures. K úprave inflácie prispeli rôznymi kanálmi aj nedávne neštandardné opatrenia menovej politiky, predovšetkým rozšírený program nákupu aktív.

4. VÝHĽAD ROZPOČTOVÉHO VÝVOJA

Nastavenie rozpočtovej politiky, vyjadrené ako zmena cyklicky upraveného primárneho salda, by malo byť počas sledovaného obdobia celkovo neutrálne. Základom je mierny rast výdavkov verejnej správy v pomere k trendu rastu HDP, ktorý by mal byť v niektorých krajinách zhruba vykompenzovaný znižovaním daní. Kladný vplyv automatických fiškálnych stabilizátorov na domáci dopyt sa bude spolu s oživovaním hospodárstva postupne strácať.²

Pomery deficitu a dlhu verejnej správy k HDP by mali podľa projekcií počas sledovaného obdobia postupne klesať. K poklesu pomeru deficitu verejnej správy k HDP prispieva cyklické zlepšenie hospodárstva eurozóny. Štrukturálne rozpočtové saldo by sa malo počas sledovaného obdobia mierne zlepšiť, najmä vďaka úsporám úrokových platieb v dôsledku poklesu implicitnej úrokovej sadzby. Pomer dlhu verejnej správy k HDP zaznamenal v roku 2014 podľa projekcií svoju maximálnu hodnotu a počas zvyšku sledovaného obdobia by mal začať klesať pod vplyvom zlepšujúceho sa rozpočtového salda, zrýchľujúceho sa hospodárskeho rastu a nízkych úrokových sadzieb.

V porovnaní s projekciami zverejnenými v decembri 2014 sa výhľad rozpočtového vývoja zlepšil. Za absencie významnejších udalostí v oblasti rozpočtovej politiky je malé zvýšenie projektovanej hodnoty rozpočtového salda verejnej správy predovšetkým dôsledkom lepšieho výhľadu

² Predpoklady v oblasti rozpočtovej politiky vychádzajú z informácií zahrnutých v rozpočtových zákonoch na rok 2015 a národných strednodobých rozpočtových plánoch, ktoré boli k dispozícii k 20. februáru 2015. 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.

makroekonomického vývoja a zníženia úrokovej záťaže vzhľadom na ďalší pokles úverových nákladov jednotlivých krajín. Zlepšil sa aj výhľad vývoja dlhu verejnej správy, a to vďaka priaznivým úpravám rozdielu medzi tempom hospodárskeho rastu a výškou úrokových sadzieb a v menšej miere aj vďaka zlepšeniu primárneho salda.

Box 4

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 spojenou s vývojom cien ropy a výmenných kurzov a citlivosťou projekcií na tieto premenné.

1) Alternatívny vývoj cien ropy

Technické predpoklady počítajú s rastom cien ropy počas sledovaného obdobia. Tento vývoj je v súlade s oživením svetového dopytu po ropy v reakcii na rast svetového hospodárstva a s miernym znížením ponuky ropy pre nedostatočné investície a pokles produkčných kapacít na strane niektorých producentov ropy.

Podľa alternatívneho scenára by však mohli ceny ropy počas celého sledovaného obdobia zostať zhruba na súčasnej úrovni, pričom by sa tak postupne čoraz viac odklňali od základného predpokladu cien ropy. Takýto vývoj by bol v súlade s naďalej vysokou ponukou ropy a tlmeným oživením svetového dopytu. Na základe viacerých makroekonomických modelov odborníkov ECB sa odhaduje, že podľa alternatívneho scenára nezmenených cien ropy by inflácia HICP v eurozóne bola v roku 2015 približne o 0,1 až 0,2 percentuálneho bodu a v roku 2016 o 0,3 až 0,6 percentuálneho bodu pod úrovňou základnej projekcie. V roku 2017 by bola inflácia HICP približne o 0,2 až 0,3 percentuálneho bodu pod úrovňou základnej projekcie. Alternatívny vývoj cien ropy by zároveň v rokoch 2016 i 2017 viedol k nárastu reálneho HDP o približne 0,1 až 0,2 percentuálneho bodu.

2) Alternatívny vývoj výmenného kurzu

Základná projekcia vychádza z nezmeneného efektívneho výmenného kurzu eura až do konca sledovaného obdobia. Je však možné predpokladať alternatívny scenár, v ktorom by odklon výhľadu hospodárskeho rastu v eurozóne od výhľadu vývoja v Spojených štátoch mohol viesť k ďalšiemu znehodnocovaniu eura. Takýto scenár by zodpovedal očakávaniam zväčšujúceho sa odklonu nastavenia menových politík týchto dvoch ekonomík. Alternatívny vývoj kurzu eura počítajúci s ďalším oslabením bol odvodený z 25. percentilu rozdelenia na základe rizikovo neutrálnych hustôt odvodených z cien opcí na výmenný kurz USD/EUR z 12. februára 2015. Z tohto vývoja vyplýva postupné oslabovanie eura voči americkému doláru až na úroveň 1,04 USD/EUR v roku 2017, čo je o 8,8 % pod úrovňou základnej projekcie na daný rok. Príslušné 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 52 %. Výsledkom je postupný odklon efektívneho výmenného kurzu eura od základnej projekcie až na úroveň 4,8 % pod úrovňou základnej projekcie v roku 2017. V tomto scenári vývoja z výsledkov viacerých makroekonomických modelov odborníkov ECB na roky 2015, 2016 a 2017 vyplýva rast reálneho HDP vyšší o približne 0,1 až 0,3 percentuálneho bodu a inflácia HICP vyššia o 0,1 až 0,4 percentuálneho bodu.

Box 5**PROGNÓZY INÝCH INŠTITÚCIÍ**

Pre eurozónu je k dispozícii viacero prognóz medzinárodných organizácií a inštitúcií zo súkromného sektora. Vzhľadom na rôzne termíny uzávierky sa však tieto prognózy nedajú priamo porovnávať navzájom a ani s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB. Okrem toho tieto prognózy na odvodenie predpokladov týkajúcich sa rozpočtového, finančného a zahraničného vývoja vrátane cien ropy a ostatných komodít používajú odlišné (častočne 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		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Projekcie odborníkov ECB	marec 2015	1,5	1,9	2,1	0,0	1,5	1,8
		[1,1 – 1,9]	[0,8 – 3,0]	[0,9 – 3,3]	[-0,3 – 0,3]	[0,8 – 2,2]	[1,0 – 2,6]
Európska komisia	február 2015	1,3	1,9	–	-0,1	1,3	–
OECD	november 2014	1,1	1,7	–	0,6	1,0	–
Euro Zone Barometer	február 2015	1,3	1,8	1,6	-0,1	1,1	1,5
Consensus Economics Forecasts	február 2015	1,2	1,6	–	-0,1	1,1	–
Survey of Professional Forecasters	február 2015	1,1	1,5	1,7	0,3	1,1	1,5
MMF	január 2015	1,2	1,4	–	0,9	1,2	–

Zdroje: European Commission Economic Forecast – zima 2015; IMF World Economic Outlook Update – január 2015 (HDP); 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 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.

V prognózach iných inštitúcií, ktoré sú v súčasnosti k dispozícii, sú projekcie rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne podobné alebo mierne nižšie ako projekcie odborníkov ECB.

© Európska centrálna banka 2015

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.