



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTÉM

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKČIE ODBORNÍKOV EUROSYSTÉMU PRE EUROZÓNU – JÚN 2015¹

1. VÝHLAD VÝVOJA V EUROZÓNE: PREHĽAD A HLAVNÉ ZNAKY

Júnové projekcie potvrdzujú výhľad oživenia v eurozóne. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa reálny HDP v prvom štvrtroku 2015 zvýšil o 0,4 % a údaje z najnovších prieskumov poukazujú na pokračovanie cyklického oživenia. Z dlhodobejšieho hľadiska podmienky očakávaného udržateľného oživenia hospodárskej aktivity platia i naďalej.

Externé faktory budú podporovať výhľad vývoja hospodárskej aktivity. Napriek miernemu oživeniu predpokladaná stále porovnateľne nízka hladina cien ropy aj naďalej podporuje súkromnú spotrebu a podnikové investície. Zároveň sa v priebehu sledovaného obdobia očakáva mierny rast zahraničného dopytu po produkcii eurozóny. K zahraničnému dopytu prispieva najmä rýchlejší rast vo vyspelých ekonomikách, zatiaľ čo výhľad vývoja na rozvíjajúcich sa trhoch sa o niečo zmiernil.

Očakáva sa, že nedávne menovopolitické opatrenia ECB podporia agregátny dopyt. Úrokové sadzby bankových úverov zaznamenali vplyvom rozšíreného programu nákupu aktív ECB ďalší pokles, ceny akcií výrazne vzrástli a výmenný kurz sa značne oslabil. Agregátny dopyt a predovšetkým tvorba fixného kapitálu a vývoz by tak mali profitovať z akomodačného nastavenia menovej politiky. Očakáva sa, že nedávne neštandardné opatrenia menovej politiky podporia agregátny dopyt aj prostredníctvom kanálu rebalancovania portfólií a vplyvom na dôveru.

Domáci dopyt by mali podporovať aj ďalšie faktory. Nastavenie rozpočtovej politiky, merané ako zmena primárneho salda verejných financií očisteného od cyklických vplyvov, by malo byť počas sledovaného obdobia celkovo neutrálne (na rozdiel od reštriktívneho nastavenia pozorovaného do roka 2013). Ako vyplýva z výsledkov najnovšieho prieskumu bankových úverov v eurozóne, ktoré poukazujú na čisté uvoľnenie úverových štandardov i podmienok, v prípade podmienok poskytovania úverov došlo k ďalšiemu zlepšeniu. V roku 2014 bol v súlade s trendom pozorovaným už od roku 2012 zaznamenaný ďalší mierny pokles dlhu nefinančných spoločností (meraného v percentách HDP). V znižovaní zadlženosti podľa všetkého do určitej miery pokročili aj domácnosti, najmä v krajinách s porovnateľne vysokým dlhovým zaťažením. Okrem toho sa v mnohých krajinách očakáva ukončenie procesu korekcie trhov s nehnuteľnosťami na bývanie, čo vyplýva zo zastavenia poklesu cien nehnuteľností.

Naďalej však pretrvávajú štrukturálne prekážky. Zadlženosť verejného sektora sa ďalej zvyšovala, hoci pomalším tempom. Očakáva sa, že v niektorých krajinách zostane na vysokej úrovni. Vývoj na trhu práce zostane v niektorých krajinách napriek všeobecnému zlepšovaniu zatienený vysokou štrukturálnou nezamestnanosťou. Investičnú spotrebu budú okrem toho naďalej brzdiť obavy týkajúce sa dlhodobého rastového potenciálu a slabého tempa implementácie štrukturálnych reforiem, stále vysoká miera nevyužitých kapacít a pretrvávajúca vysoká úroveň podnikového dlhu v niektorých krajinách.

V projekciách sa celkovo očakáva, že rast reálneho HDP sa výrazne zrýchli z 0,9 % v roku 2014 na 1,5 % v roku 2015, 1,9 % v roku 2016 a 2,0 % v roku 2017. Tempo rastu potenciálnej produkcie by

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 údajov uvedených v týchto projekciách bol 20. máj 2015.

Toto vydanie makroekonomických projekcií sa vzťahuje na obdobie 2015 – 2017. Projekcie na takéto 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.

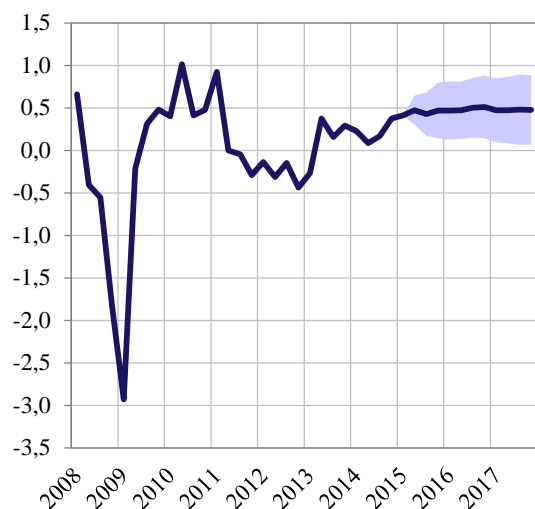
však malo byť počas sledovaného obdobia na úrovni približne 1 %, keďže príspevok práce a kapitálu by mal byť podľa očakávaní aj naďalej obmedzený. Záporná produkčná medzera by sa tak podľa projekcií mala ku koncu sledovaného obdobia podstatne zúžiť.

Graf 1 Makroekonomické projekcie¹⁾

(štvrtročné údaje)

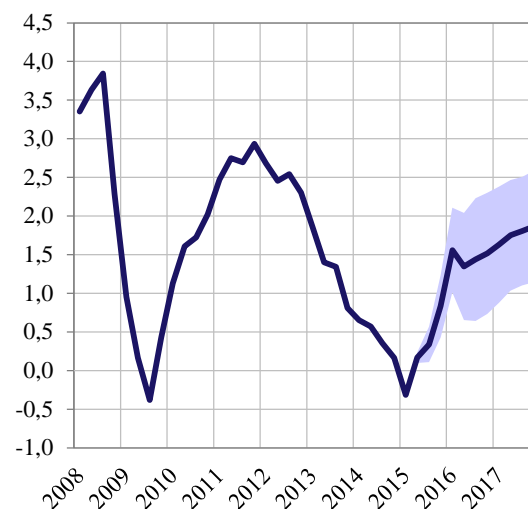
Reálny HDP eurozóny²⁾

(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.

Pokles inflácie HICP sa podľa hodnotení v januári 2015 zastavil; v posledných mesiacoch sa inflácia HICP postupne zvyšuje. Hlavným faktorom oživenia rastu inflácie HICP bolo zmiernenie tlaku na jej pokles vyplývajúceho z inflácie cien energií v dôsledku zvýšenia cien ropy v amerických dolároch. Tlak na jej rast okrem toho vyvinula aj vyššia inflácia cien potravín, ktorá odzrkadľovala nárast cien potravinových komodít. Vplyv rastu cien týchto komodít bol znásobený oslabovaním eura. Inflácia HICP bez energií a potravín bola naopak v minulých mesiacoch naďalej nevyrazná a zatiaľ nevykazuje známky oživenia rastu. Rastúce cenové tlaky na strane inflácie HICP bez energií a potravín sa zatiaľ dajú pozorovať len v skorších fázach cenového reťazca, najmä v dovozných cenách, pričom na domáce výrobné ceny tieto tlaky zatiaľ nemali vplyv.

Celkovo by sa mala inflácia HICP v priebehu roka 2015 ďalej zvyšovať a za rok ako celok by mala dosiahnuť v priemere 0,3 %. Očakáva sa, že kladné bazické efekty spolu s očakávaným rastom cien ropy vyplývajúcim z trhov s futures (box 2) povedú počas roka k menej zápornej dynamike vývoja inflácie HICP energií. Inflácia HICP bez energií a potravín by sa mala počas roka 2015 postupne zvyšovať. Očakáva sa, že klesajúca miera nevyužitých kapacít na pracovnom trhu a v ekonomike ako celku sa odrazí v rýchlejšom raste miezd a ziskových marží. K oživeniu rastu inflácie HICP bez energií a potravín by mal navyše prispieť nižší výmenný kurz eura a nepriame účinky predpokladaného rastu cien energií a neenergetických komodít.

Vzhľadom na ďalší pokles miery nevyužitých kapacít v hospodárstve a kladné vonkajšie cenové tlaky sa predpokladá pokračovanie rastu celkovej inflácie na 1,5 % v roku 2016 a 1,8 % v roku 2017. Tento očakávaný rast je zasa odrazom oneskorených účinkov kurzového kanála a stúpajúceho sklonu krivky cien ropných futures. Ďalej by sa mala zvyšovať aj inflácia HICP bez energií a potravín – očakáva sa, že v roku 2017 dosiahne 1,7 %.

2. REÁLNA EKONOMIKA

Očakáva sa, že počas sledovaného obdobia bude dochádzať k rozsiahlemu cyklickému oživeniu hospodárskej aktivity v eurozóne. V prvom štvrtroku 2015 si hospodárska aktivita zachovala dynamiku z konca minulého roka. Prieskumy poukazujú na pokračujúce cyklické oživenie v polovici roka 2015. Pozitívny výhľad je predovšetkým odrazom očakávaného pozitívneho dosahu na hospodársku aktivitu vyplývajúceho z oslabovania eura zaznamenaného už od polovice roka 2014, nízkych úrokových sadzieb (čiastočne v dôsledku rozšíreného programu nákupu aktív) a pozitívnych príjmových účinkov vzhľadom na nižšie ceny energií.

Jedným z hlavných zdrojov oživenia hospodárskej aktivity majú zostať súkromné spotrebné výdavky. Krátkodobý výhľad rastu reálneho disponibilného príjmu je stále priaznivý, hoci sa očakáva, že jeho tempo bude do určitej miery tlmené vplyvom čiastočného obrátenia poklesu cien energií. Neskôr by sa mali mzdové príjmy zvyšovať vďaka stabilnému rastu zamestnanosti a zvyšujúcim sa nominálnym kompenzáciám na zamestnanca, pričom vzhľadom na celkové oživovanie hospodárstva sa očakáva aj nárast ostatných osobných príjmov. Nízke náklady financovania a zlepšujúce sa podmienky financovania by mali podporiť súkromnú spotrebu a do určitej miery aj rast čistého majetku domácností (v dôsledku zvyšovania cien finančných aktív v roku 2015 i ďalšieho očakávaného zlepšovania situácie na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie v rokoch 2016 – 2017). Celkovo tak má priemerný ročný rast súkromnej spotreby počas sledovaného obdobia podľa projekcií dosiahnuť 1,7 %.

Miera úspor, ktorá pôvodne vzhľadom na rast reálneho príjmu súvisiaci s cenami ropy stúpala, by mala niekoľko nasledujúcich štvrtrokov mierne klesať. Neskôr z protichodných účinkov v jednotlivých krajinách vyplýva celkovo nezmenená úroveň miery úspor počas zvyšku sledovaného obdobia. Na jednej strane majú veľmi nízke úrokové výnosy tendenciu od úspor odrádzať prostredníctvom medzičasového substitučného efektu. V niektorých krajinách by navyše ďalšie zlepšovanie spotrebiteľskej dôvery spolu s postupne klesajúcou nezamestnanosťou mohli viesť k nižším preventívnym úsporám. Okrem toho existuje možnosť, že domácnosti začnú vo zvýšenej miere podnikat' väčšie nákupy, ktoré doteraz odkladali, čo bude mieru úspor ďalej znižovať. Na druhej strane sa však v ďalších krajinách očakáva, že stále vysoká neistota v súvislosti s krízou štátneho dlhu ako aj vysoká nezamestnanosť a úroveň dlhu budú naďalej vyvíjať tlak na zvyšovanie úspor.

Po ôsmich rokoch kontrakcie by sa mal pokles investícií do nehnuteľností na bývanie v eurozóne v roku 2015 zastaviť. Výhľad vývoja investícií do nehnuteľností na bývanie sa napriek tomu bude zlepšovať len postupne, keďže v niektorých krajinách stále pretrvávajú neistoty. Vzhľadom na stabilný rast reálneho disponibilného príjmu, veľmi nízke sadzby hypotekárnych úverov a zlepšujúce sa podmienky financovania by však mali investície do nehnuteľností na bývanie postupom času nabrat' na intenzite. Výsledkom by mal byť rýchlejší rast úverov poskytovaných domácnostiam. Výraznejšiemu nárastu investícií do nehnuteľností na bývanie však bude pravdepodobne brániť vysoká úroveň zadlženosti domácností v niektorých krajinách a nepriaznivé demografické účinky v ďalších krajinách.

Podnikové investície majú s podporou rozšíreného programu nákupu aktív a cyklického oživenia postupne naberať na intenzite. Podnikové investície by mali v roku 2015 pokračovať v miernom raste, hoci ich aj naďalej brzdí zvýšená neistota vyplývajúca z krízy štátneho dlhu v eurozóne, slabá ziskovosť, vysoká miera nevyužitých kapacít a obmedzenia úverovej ponuky v niektorých krajinách. Očakáva sa však, že nepriaznivý vplyv týchto faktorov sa bude počas sledovaného obdobia postupne znižovať. Podnikové investície by okrem toho počas sledovaného obdobia mali v porovnaní s minulosťou v menšej miere obmedzovať celkový tlak vyplývajúci z oddlžovania podnikov v eurozóne. K nárastu kapitálových výdavkov by malo navyše podľa projekcií prispievať zvyšovanie domáceho a zahraničného dopytu, potreba modernizácie kapitálových statkov po niekoľkých rokoch obmedzenej investičnej aktivity, akomodačné nastavenie menovej politiky a zvyšovanie ziskových marží. V porovnaní s predchádzajúcimi cyklami však bude oživenie podnikových investícií brzdené v dôsledku zostávajúcich neistôt, finančných obmedzení a slabších vyhládok rastu potenciálnej produkcie.

Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny je v dôsledku spomalenia aktivity v rozvíjajúcich sa ekonomikách v poslednom čase slabší, než sa očakávalo. Podľa projekcií by sa mal vzhľadom na oživenie svetovej hospodárskej aktivity mierne zvyšovať (box 1). Očakáva sa, že zahraničný dopyt bude počas sledovaného obdobia rásť, ale vzhľadom na nižšiu svetovú hospodársku aktivitu a slabšiu elasticitu svetového obchodu vo vzťahu k rastu bude tempo jeho rastu podstatne nižšie ako pred krízou. Za zvyšovaním zahraničného dopytu po produkcii eurozóny sa bude skrývať do určitej miery odlišný vývoj v jednotlivých krajinách eurozóny, a to v dôsledku rozdielov v štruktúre obchodnej výmeny v rôznych sektoroch a regiónoch, ako aj skutočnosti, že niektoré krajiny eurozóny sú viac postihnuté svojou angažovanosťou voči Rusku a regiónu Spoločenstva nezávislých štátov i voči krajinám vyvážajúcim ropu.

Box 1

MEDZINÁRODNÉ PROSTREDIE

Svetový rast sa začiatkom roka 2015 zmiernil. Aj naďalej pokračovalo mierne, ale nerovnomerné oživovanie svetového hospodárstva s odlišným vývojom vo vyspelých a rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. Čo sa týka budúceho vývoja, rast svetového reálneho HDP (bez eurozóny) by sa mal v priebehu sledovaného obdobia zrýchľovať, z 3,4 % v roku 2015 na mierne viac ako 4 % v rokoch 2016 – 2017. Spomedzi faktorov, ktoré by mali svetový rast podporovať, by mal pokles cien ropy zaznamenaný počas predchádzajúcich rokov prinášať prospech krajinám, ktoré ropu dovážajú. Akomodačné finančné podmienky vo vyspelých ekonomikách, i napriek potenciálnemu sprísňovaniu menovej politiky v Spojených štátoch, by tiež mali podporiť svetový dopyt. Okrem toho nepriaznivé faktory, ktoré od začiatku finančnej krízy tlmia rast v niekoľkých vyspelých ekonomikách (oddľžovanie súkromného sektora, fiškálna konsolidácia a slabý trh práce), postupne slabnú, čím sa v týchto ekonomikách vytvára základ udržateľnejšieho oživenia. Výhľad vývoja na rozvíjajúcich sa trhoch sa naopak oslabil a pokračuje v spomaľovaní, ku ktorému dochádza v posledných rokoch. V niektorých rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách pretrvávajúca makroekonomická nerovnováha v čoraz väčšej miere obmedzuje rastový potenciál. Ďalšie rozvíjajúce sa ekonomiky sa prispôbujú nižším cenám komodít a perspektíve normalizácie menovej politiky vo vyspelých ekonomikách.

Rast svetového obchodu sa na začiatku roka 2015 výrazne spomalil, počas sledovaného obdobia by sa však mal podľa očakávaní posilňovať. Podľa projekcií by sa mal svetový obchod (bez eurozóny) zvýšiť z približne 2 % v roku 2015 na približne 5 % v rokoch 2016 a 2017. Očakáva sa však, že elasticita obchodu vo vzťahu k hospodárskej aktivite zostane počas sledovaného obdobia pod predkrízovou úrovňou, odrážajúc zloženie rastu svetového HDP s menšou intenzitou obchodu.

V porovnaní s projekciami zverejnenými v marci bola svetová hospodárska aktivita na rok 2015 v dôsledku slabšieho krátkodobého výhľadu upravená nadol. Nadol bol upravený aj zahraničný dopyt po produkcii eurozóny, najmä na rok 2015, a to v dôsledku nižších projektovaných dovozov niektorých významných rozvíjajúcich sa ekonomik, predovšetkým Ruska.

Medzinárodné prostredie

(ročné percentuálne zmeny)

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

Poznámka: Úpravy sa počítajú z nezaokrúhlených hodnôt.

1) Vážený priemer dovozov.

2) Vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

Postupný rast zahraničného dopytu a slabší výmenný kurz eura by mali počas sledovaného obdobia podporovať rast vývozu, pričom by sa mali zvyšovať podiely na vývozných trhoch. Očakáva sa, že rast dovozu z krajín mimo eurozóny sa bude počas sledovaného obdobia vzhľadom na zvyšovanie celkového dopytu v eurozóne postupne zrýchľovať. Prebytok bežného účtu platobnej bilancie by mal podľa očakávaní mierne klesnúť a v roku 2017 by mal dosiahnuť 2,0 % HDP.

Podmienky na trhu práce v eurozóne by sa mali počas sledovaného obdobia ďalej zlepšovať. Zamestnanosť v priebehu roka 2014 pokračovala v raste a v prvom štvrtroku 2015 nabrala na intenzite. Prebiehajúce oživenie je aj naďalej výraznejšie, než naznačujú historické hodnoty elasticity zamestnanosti vo vzťahu k celkovej hospodárskej aktivite, čo je pravdepodobne odrazom priaznivého vplyvu zmiernenia mzdového rastu a nedávnych reforiem trhu práce. Odhaduje sa, že zamestnanosť vyjadrená počtom osôb bude počas sledovaného obdobia naďalej výrazne rásť, k čomu bude prispievať najmä hospodárske oživenie a v niektorých krajinách aj fiškálne stimuly a minulé reformy trhu práce. Počet odpracovaných hodín na osobu sa má podľa projekcií mierne zvýšiť, no i naďalej má zostať hlboko pod predkrízovou úrovňou. Očakáva sa, že ponuka pracovných síl bude v dôsledku demotivačných účinkov stále vysokej nezamestnanosti v niektorých krajinách a nepriaznivých demografických faktorov v ďalších krajinách rásť len mierne.

Box 2

TECHNICKÉ PREDPOKLADY PRE ÚROKOVÉ MIERY, VÝMENNÉ KURZY A CENY KOMODÍT

V porovnaní s marcovými projekciami zahŕňajú zmeny technických predpokladov podstatne vyššie ceny ropy v amerických dolároch, oslabenie eura a mierne vyššie dlhodobé úrokové miery v eurozóne.

Technické predpoklady pre úrokové miery a ceny komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 12. mája 2015. Krátkodobé úrokové miery sa merajú prostredníctvom trojmesačnej sadzby EURIBOR, pričom trhové očakávania sú odvodené z úrokových mier futures. Na základe tejto metodiky by mala priemerná úroveň krátkodobých úrokových mier dosiahnuť 0,0 % v rokoch 2015 a 2016 a 0,2 % v roku 2017. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny by na základe očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 1,3 % v roku 2015, 1,7 % v roku 2016 a 1,9 % 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 12. mája sa predpokladá, že cena ropy Brent klesne z 98,9 USD za barel v roku 2014 na 63,8 USD za barel v roku 2015, pričom v roku 2016 by mala cena stúpnuť na 71,0 USD za barel a v roku 2017 na 73,1 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 Vzájomné výmenné kurzy by mali počas sledovaného obdobia zostať nezmenené na priemernej úrovni za dvojtýždňové obdobie končiace sa dňom uzávierky 12. mája. Z toho vyplýva výmenný kurz na úrovni 1,12 USD/EUR počas sledovaného obdobia.

Technické predpoklady

	Jún 2015				Marec 2015			Revízie od marca 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Trojmesačný EURIBOR (v % p. a.)	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov (v % p. a.)	2,0	1,3	1,7	1,9	1,2	1,4	1,6	0,1	0,3	0,3
Cena ropy (v USD za barel)	98,9	63,8	71,0	73,1	58,5	66,8	70,7	9,0	6,3	3,4
Ceny neenergetických komodít v USD (ročná percentuálna zmena)	-6,2	-13,6	2,9	4,9	-11,0	2,6	4,8	-2,6	0,3	0,0
Výmenný kurz USD/EUR	1,33	1,12	1,12	1,12	1,14	1,13	1,13	-1,8	-1,5	-1,5
Nominálny efektívny výmenný kurz eura (EER19) (ročná percentuálna zmena)	0,6	-9,5	-0,2	0,0	-7,9	-0,2	0,0	-1,6	0,0	0,0

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

- 1 Predpoklad týkajúci sa nominálnych výnosov desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne vychádza z váženého priemeru výnosov referenčných desaťročných dlhopisov v krajinách eurozóny, váženého ročnými hodnotami HDP a zohľadňujúceho budúci vývoj na základe nominálneho výnosu všetkých desaťročných dlhopisov v eurozóne vypočítaného ECB, pričom počiatočný rozdiel medzi obomi časovými radmi sa počas sledovaného obdobia nemení. Predpokladá sa, že spready medzi výnosmi štátnych dlhopisov krajín eurozóny a príslušným priemerom za eurozónu sú počas sledovaného obdobia konštantné.
- 2 Predpoklady týkajúce sa cien ropy a potravinových komodít vychádzajú z cien futures do konca sledovaného obdobia. V prípade ostatných komodít (t. j. komodít okrem energií a potravín) sa predpokladá, že ich ceny budú do druhého štvrťroka 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.

Miera nezamestnanosti by mala podľa očakávaní klesnúť, no mala by zostať na historicky vysokej úrovni. Počet nezamestnaných by mal v priebehu sledovaného obdobia klesnúť o približne 2,8 milióna osôb a dosiahnuť tak najnižšiu úroveň od polovice roka 2009, svoje predkrízové minimum však bude aj naďalej prekračovať o približne 4,5 milióna osôb. Pokles nezamestnanosti je odrazom vplyvu rastúcej zamestnanosti, ktorý je čiastočne kompenzovaný prorastovým vplyvom rastúcej ponuky pracovných síl, hoci v oveľa menšej miere než v minulosti. Miera nezamestnanosti by tak počas sledovaného obdobia mala značne klesnúť a v roku 2017 by mala dosiahnuť 10,0 %.

Výhľad rastu zostáva v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami zhruba nezmenený. Len na rok 2017 bol rast reálneho HDP upravený mierne nadol v dôsledku slabšieho rastu súkromných investícií.

3. CENY A NÁKLADY

Podľa projekcií by mala inflácia HICP v roku 2015 dosiahnuť v priemere 0,3 %, v roku 2016 by mala vzrásť na 1,5 % a v roku 2017 na 1,8 %. V roku 2015 sa očakáva jej rast, ku ktorému bude vzhľadom na kladné bázičné efekty a predpoklad rastúcich cien ropy vyplývajúcich z trhov s futures prispievať energetická zložka, ako aj oslabovanie eura od polovice roka 2014, predpokladané zvyšovanie cien neenergetických komodít a rastúce domáce cenové tlaky v dôsledku hospodárskeho oživenia. V rokoch 2016 a 2017 by mala celková inflácia ďalej rásť vzhľadom na posilňovanie domácich cenových tlakov v dôsledku stabilného zužovania produkčnej medzery, ako aj vzhľadom na očakávané pokračovanie vonkajších cenových tlakov na rast inflácie, najmä prostredníctvom oneskorených účinkov oslabovania eura.

Dôležitou hnacou silou rastu inflácie je vývoj cien komodít a výmenného kurzu. Pád cien energií a neenergetických komodít počas väčšej časti predchádzajúcich dvoch rokov ako aj zhodnocovanie eura v období do začiatku roka 2014 vyvinuli značný tlak na pokles inflácie HICP a v nedávnej minulosti sa vo veľkej miere podieľali na prudkom poklese inflácie na veľmi nízku úroveň. Očakáva sa, že až do roka 2017 bude k rastu inflácie prispievať obrat vo vývoji vonkajších cenových tlakov. Na rast cien by mali

počas sledovaného obdobia pôsobiť tlaky vyplývajúce z predpokladaného rastu cien energií i neenergetických komodít, na ktorý poukazujú krivky vývoja futures. K trendu rastu inflácie bude prispievať aj oslabovanie eura zaznamenané od polovice roka 2014 a vzhľadom na podstatné oneskorené účinky kurzových pohybov na infláciu sa očakáva, že nedávnejšie vonkajšie tlaky na rast cien budú prispievať k oživovaniu inflácie až do konca sledovaného obdobia. Na základe dôkazov zo štúdií postupného oslabovania účinkov výmenného kurzu na infláciu v eurozóne sa však predpokladá, že tlak na rast cien vyplývajúci zo znehodnocovania eura bude slabší než v podobných prípadoch v minulosti.

Zlepšujúce sa podmienky na trhu práce by sa mali podľa očakávaní premietnuť do rýchlejšieho rastu miezd. Prebiehajúci rast zamestnanosti a pokles miery nezamestnanosti by mali podľa projekcií prispievať k postupnému zvyšovaniu miery rastu kompenzácií na zamestnanca, z 1,5 % v roku 2014 na 2,3 % v roku 2017.

Oživenie mzdového rastu brzdia viaceré faktory. Patrí medzi ne zostávajúci stupeň nevyužitých kapacít na trhu práce a pokračujúci proces úprav nákladovej konkurencieschopnosti v niektorých krajinách eurozóny. Okrem toho je pravdepodobné, že počas prebiehajúceho oživenia budú rast miezd brzdiť štrukturálne reformy trhu práce zamerané na podporu rastu zamestnanosti, ktoré boli zavedené počas krízy v niektorých krajinách eurozóny. Tempo rastu miezd má byť podľa očakávaní mierne, avšak vplyv sekundárnych účinkov predchádzajúceho pádu cien ropy na pokles miezd by mal byť tiež obmedzený. Dôvodom je skutočnosť, že systémy automatickej indexácie miezd väčšinou pôsobia v prípade rastu cien, a tiež to, že takéto schémy boli v niektorých z krajín, kde sa uplatňujú, dočasne pozastavené alebo obmedzené.

Predpokladá sa, že rast jednotkových nákladov práce sa počas sledovaného obdobia zrýchli len mierne. Očakáva sa, že nákladové tlaky vyplývajúce z rastu miezd bude do roka 2017 čiastočne kompenzovať cyklické zrýchľovanie produktivity. V roku 2017 by sa mal rast jednotkových nákladov práce zrýchliť na 1,3 %.

Tabuľka 1 Makroekonomické projekcie pre eurozónu¹⁾

(ročné percentuálne zmeny)

	Jún 2015				Marec 2015			Revízie od marca 2015 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Reálny HDP ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,0	1,5	1,9	2,1	0,0	0,0	-0,1
		[1,2 – 1,8] ⁴⁾⁵⁾	[0,8 – 3,0] ⁴⁾⁵⁾	[0,7 – 3,3] ⁴⁾⁵⁾	[1,1 – 1,9] ⁴⁾	[0,8 – 3,0] ⁴⁾	[0,9 – 3,3] ⁴⁾			
Súkromná spotreba	1,0	1,9	1,6	1,6	1,8	1,6	1,6	0,1	0,0	0,0
Vládna spotreba	0,7	0,7	0,7	0,8	1,0	0,6	0,8	-0,3	0,2	0,0
Hrubá tvorba fixného kapitálu	1,2	1,9	3,5	3,9	1,7	4,1	4,6	0,1	-0,6	-0,7
Vývoz ⁶⁾	3,8	4,2	5,4	5,6	4,1	5,1	5,5	0,1	0,2	0,1
Dovoz ⁶⁾	4,1	4,8	5,8	5,9	4,3	5,5	5,8	0,5	0,3	0,1
Zamestnanosť	0,6	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0
Miera nezamestnanosti (v % pracovnej sily)	11,6	11,1	10,6	10,0	11,1	10,5	9,9	0,0	0,1	0,0
HICP	0,4	0,3	1,5	1,8	0,0	1,5	1,8	0,3	0,0	-0,1
		[0,2 – 0,4] ⁴⁾	[0,9 – 2,1] ⁴⁾	[1,0 – 2,6] ⁴⁾	[-0,3 – 0,3] ⁴⁾	[0,8 – 2,2] ⁴⁾	[1,0 – 2,6] ⁴⁾			
HICP bez energií	0,7	0,9	1,4	1,7	0,8	1,4	1,8	0,0	-0,1	0,0
HICP bez energií a potravín	0,8	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,0	0,0
HICP bez energií, potravín a zmien nepriamych daní ⁷⁾	0,7	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,1	0,0
Jednotkové náklady práce	1,2	0,8	0,7	1,3	1,1	1,0	1,2	-0,3	-0,3	0,1
Kompenzácie na zamestnanca	1,5	1,4	1,7	2,3	1,7	2,0	2,3	-0,3	-0,3	0,0
Produktivita práce	0,3	0,6	1,0	1,0	0,6	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1
Saldo rozpočtu verejnej správy (v % HDP)	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	-2,3	-1,9	-1,5	0,2	0,1	0,1
Štrukturálne rozpočtové saldo (v % HDP) ⁸⁾	-1,8	-1,7	-1,7	-1,4	-1,8	-1,7	-1,7	0,1	0,1	0,3
Hrubý dlh verejnej správy (v % HDP)	92,0	91,5	90,2	88,4	91,4	89,8	87,9	0,1	0,4	0,6
Saldo bežného účtu platobnej bilancie (v % HDP)	2,2	2,1	2,0	2,0	2,7	2,5	2,4	-0,6	-0,4	-0,4

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) Intervaly projekcií rastu reálneho HDP na roky 2015, 2016 a 2017 vypracovaných odborníkmi Eurosystemu boli od prvého zverejnenia tohto dokumentu (3. júna 2015) upravené.

6) Vrátať obchodnej výmeny v rámci eurozóny.

7) 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.

8) 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 bulletinu ECB z marca 2012 a v boxe „Štrukturálne saldo ako ukazovateľ rozpočtovej pozície“ v Mesačnom bulletinu ECB zo septembra 2014.

Podľa projekcií by sa mali s pokračovaním hospodárskeho oživenia zvyšovať aj ziskové marže. Po niekoľkých rokoch nevýrazného vývoja majú ziskové marže počas sledovaného obdobia znova zaznamenať oživenie, keďže vzhľadom na rast produktivity a posilňovanie hospodárskej aktivity rastie vplyv podnikov na cenotvorbu. Očakáva sa však, že počas oživenia budú rast ziskových marží naďalej brzdiť reformy trhu tovarov a služieb zavedené počas krízy. K oneskoreniu alebo utlmeniu cyklického

rastu ziskových marží v porovnaní s historickými trendmi tiež môže prispieť zvýšená konkurencia na svetovom a domácom trhu tovarov a služieb.

V porovnaní s projekciami zverejnenými v marci 2015 bola projekcia inflácie HICP na rok 2015 upravená nahor a na roky 2016 a 2017 je zhruba nezmenená. Úprava nahor v prípade roka 2015 je odrazom vplyvu na rast inflácie vyplývajúceho z nedávneho zvýšenia cien ropy v eurách oproti predchádzajúcim projekciám.

4. VÝHLAD 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 nominálneho 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 klesať. Pokles pomeru deficitu verejnej správy k HDP vyplýva výlučne z cyklického zlepšenia hospodárstva eurozóny a klesajúcich úrokových výdavkov. Naopak štrukturálne rozpočtové saldo by malo počas sledovaného obdobia vzhľadom na celkovo neutrálnu rozpočtovú politiku zostať zhruba bez zmeny. Pomer dlhu verejnej správy k HDP zaznamenal v roku 2014 podľa projekcií svoju maximálnu hodnotu a počas zvyšku sledovaného obdobia by mal pod vplyvom zlepšujúceho sa rozpočtového salda, zrýchľujúceho sa hospodárskeho rastu a nízkych úrokových sadzieb klesať.

V porovnaní s projekciami zverejnenými v marci je vývoj salda rozpočtu verejnej správy o niečo priaznivejší, zatiaľ čo výhľad vývoja dlhu sa mierne zhoršil. Za menším zlepšením salda verejnej správy stojí predovšetkým ďalší pokles úverových nákladov jednotlivých krajín. Výhľad vývoja pomeru dlhu verejnej správy bol upravený nahor najmä v dôsledku účinku menovateľa vyplývajúceho z nižšieho nominálneho HDP.

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

1) Alternatívny vývoj cien ropy

Z modelov alternatívnych cien ropy vyplývajú o niečo vyššie ceny ropy v roku 2017. Technické predpoklady počítajú s rastom cien ropy počas sledovaného obdobia (box 2). Tento vývoj je v súlade s oživením svetového dopytu po rope v reakcii na rast svetového hospodárstva a s miernym znížením ponuky ropy pre nedostatočné investície a pokles produkčných kapacít na strane niektorých producentov ropy. Pracovníci Eurosystému používajú pri zostavovaní projekcií cien ropy na sledované obdobie rôzne alternatívne modely. Medzi tieto modely patrí i) model futures „so zohľadnením rizika“ – štatistický model, ktorý koriguje prognostické chyby v prípade futures prostredníctvom úpravy časovo variabilnej

² Predpoklady v oblasti rozpočtovej politiky vychádzajú z informácií zahrnutých v rozpočtových zákonoch na rok 2015, ako aj v národných strednodobých rozpočtových plánoch a aktualizovaných programoch stability, ktoré boli k dispozícii k 20. máju 2015. Do úvahy sa berú všetky opatrenia rozpočtovej politiky, ktoré už schválili národné parlamenty, resp. dostatočne podrobne vypracované opatrenia vlád, ktoré budú v rámci legislatívneho konania pravdepodobne schválené.

rizikovej prémie naviazanej na hospodársku aktivitu Spojených štátov; ii) Bayesovský VAR model (BVAR) – empirický model vychádzajúci z údajov týkajúcich sa ropných fundamentov (produkcie a zásob ropy) a svetovej aktivity; a iii) dynamický stochastický model všeobecnej rovnováhy (dynamic stochastic general equilibrium model – DSGE) – teoretický model vyjadrujúci dlhodobú dynamiku ropného trhu.¹ Vážený priemer (s rovnakou váhou) projekcií cien ropy odvodených z týchto troch modelov spolu s cenami ropy odvodenými z trhov s futures, z ktorých vychádza základná projekcia, v súčasnosti poukazujú na mierne nižšie ceny ropy v rokoch 2015 a 2016 než v základnej projekcii. Na rok 2017 však z tejto kombinácie modelov vyplýva o niečo rýchlejšia rast cien ropy v súlade s poklesom kapacít produkcie ropy v niektorých krajinách. Vplyv tohto alternatívneho vývoja na rast reálneho HDP a infláciu v rokoch 2015 a 2016 je veľmi obmedzený. Poukazuje však na marginálne nižšiu rast v roku 2017 a mierne vyššiu infláciu HICP (+0,1 percentuálneho bodu).

2) Alternatívny vývoj výmenného kurzu

Očakávania rozchádzajúceho sa nastavenia menovej politiky v eurozóne a v Spojených štátoch môžu viesť k ďalšiemu znehodnocovaniu eura. Z tohto scenára by vyplývalo dlhšie obdobie nízkych úrokových mier v eurozóne a rýchlejšia normalizácia menovej politiky v Spojených štátoch. Alternatívny vývoj kurzu eura počítajúci s ďalším oslabením bol odvodený z 25. percentilu rozdelenia na základe rizikovo neutrálnych hustôt odvodených z cien opcií na výmenný kurz USD/EUR z 12. mája 2015. Z tohto vývoja vyplýva postupné oslabovanie eura voči americkému doláru až na úroveň 1,03 USD/EUR v roku 2017, čo je o 8,2 % pod úrovňou základnej projekcie na tento 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 smerom nadol až na úroveň 4,3 % pod úrovňou základnej projekcie v roku 2017. V tomto scenári vývoja z výsledkov viacerých makroekonomických modelov odborníkov Eurosystemu na roky 2015, 2016 a 2017 vyplýva rýchlejšia rast reálneho HDP (o približne 0,1 až 0,3 percentuálneho bodu) a vyššia inflácia HICP (o 0,1 až 0,4 percentuálneho bodu).

1 Podrobnejšie informácie uvádzajú Manescu, C. a Van Robays, I. v publikácii „Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance“, *Working Paper Series*, č. 1735, ECB, 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). Ako uvádza tabuľka, väčšina prognóz iných inštitúcií, ktoré sú v súčasnosti k dispozícii, je v blízkosti prognóz júnových projekcií odborníkov Eurosystemu a v rámci intervalov týchto projekcií (v tabuľke uvedené v zátvorkách).

Porovnanie prognóz rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne

(ročné percentuálne zmeny)

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

Zdroje: European Commission European Economic Forecast, jar 2015; IMF World Economic Outlook, apríl 2015; Consensus Economics Forecasts, MJEconomics a ECB Survey of Professional Forecasters.

Poznámky. V makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu a ECB sú uvedené ročné miery rastu očistené od vplyvu počtu pracovných dní v roku, zatiaľ čo Európska komisia a MMF svoje prognózy od tohto vplyvu neočisťujú. Ostatné prognózy nešpecifikujú, či rozdiely v počte pracovných dní zohľadňujú.

1) Intervaly projekcií rastu reálneho HDP na roky 2015, 2016 a 2017 vypracovaných odborníkmi Eurosystemu boli od prvého zverejnenia tohto dokumentu (3. júna 2015) upravené.

© 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.