



Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – marec 2016¹

1 Výhľad vývoja v eurozóne: prehľad a hlavné znaky

Očakáva sa, že oživenie hospodárskej aktivity v eurozóne bude pokračovať, hoci pomalším tempom, než sa pôvodne predpokladalo. Pomalšie tempo je prejavom klesajúceho svetového rastu a posilňovania efektívneho výmenného kurzu eura. V priemernom ročnom vyjadrení sa očakáva, že reálny HDP vzrastie o 1,4 % v roku 2016, o 1,7 % v roku 2017 a o 1,8 % v roku 2018. Po ďalšom prudkom poklese cien ropy bola projekcia inflácie HICP na rok 2016 upravená nadol na úroveň 0,1 % a na rok 2017 ďalej mierne nadol na úroveň 1,3 %. Očakáva sa, že v roku 2018 inflácia vzrastie na 1,6 %.

Výhľad rastu reálneho HDP v krátkodobom horizonte je vzhľadom na nedávne zhoršenie nepriaznivých podmienok o niečo pesimistickejší. Tieto zhoršené podmienky súvisia s nepriaznivým vývojom svetovej hospodárskej aktivity, najmä v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, s posilňovaním efektívneho výmenného kurzu eura a so zvýšením neistoty, ktoré sa premietlo do zvýšenej volatility na finančných trhoch. Okrem iného aj vzhľadom na zhoršenie podnikateľskej a spotrebiteľskej dôvery v januári a februári sa v porovnaní s decembrovými projekciami krátkodobý výhľad rastu reálneho HDP zhoršil.

Napriek tomu sa očakáva, že viacero priaznivých faktorov bude prispievať k pokračovaniu hospodárskeho oživenia. Akomodačné nastavenie menovej politiky ECB, ktoré v decembri 2015 ďalej upevnilo oznámenie dodatočných opatrení menovej politiky, sa aj naďalej premieta do hospodárstva. Súkromnú spotrebu by mal v roku 2016 podporiť nedávny ďalší prudký pokles cien ropy a pokračujúce zlepšovanie situácie na trhu práce. Oživenie svetového hospodárstva by malo prispieť aj k postupnému rastu investícií, čiastočne v dôsledku akceleračných účinkov. Domácejmu dopytu zároveň pomôže určité uvoľnenie rozpočtovej politiky, ktoré čiastočne súvisí s prílevom utečencov.

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 technických predpokladov ako sú ceny ropy a výmenné kurzy bol 15. február 2016 (box 2). Dňom uzávierky ostatných údajov použitých v týchto projekciách bol 25. február 2016. Toto vydanie makroekonomických projekcií sa vzťahuje na obdobie 2016 – 2018. Projekcie na takéto dlhé obdobie sú spojené s veľmi vysokou mierou neistoty, ktorú je pri ich výklade potrebné brať do úvahy. Bližšie informácie sú v článku s názvom „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections“ v Mesačnom bulletinu ECB z mája 2013.

Očakáva sa, že vývoj celkovej inflácie v projekčnom horizonte bude do značnej miery ovplyvnený profilom energetickej zložky inflácie HICP. Vzhľadom na ďalší prudký pokles cien ropy v posledných mesiacoch sa očakáva, že energetická zložka inflácie HICP bude v roku 2016 vykazovať záporné hodnoty, ale v roku 2017 by mala opäť zaznamenať kladnú hodnotu v dôsledku významných kladných bazických efektov a predpokladaného rastu cien ropy vyplývajúceho z krivky cien ropných futures. V nasledujúcich rokoch sa tiež predpokladá postupný rast inflácie HICP bez potravín a energií, keďže zlepšujúca sa situácia na trhu práce a rastúce využitie výrobných kapacít sa budú premietiť do vyšších miezd a ziskových marží. Okrem toho sa očakáva, že k rastu inflácie HICP bez potravín a energií prispievajú aj oneskorené vplyvy výrazného znehodnotenia eura v minulosti a nepriame účinky predpokladaného nárastu cien energií a neenergetických komodít spolu so slabnúcimi tlmiacimi účinkami ich minulých poklesov.

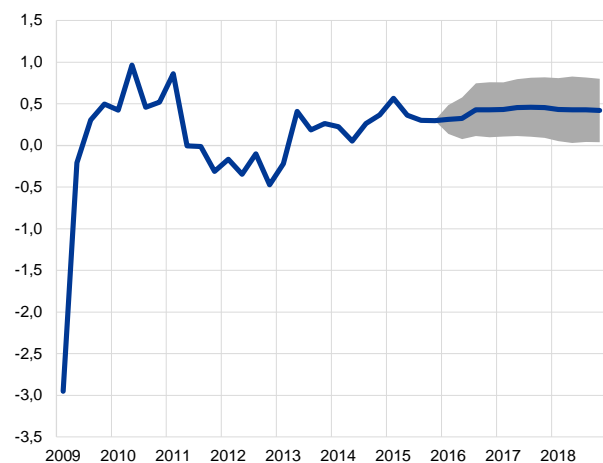
Graf 1

Makroekonomické projekcie¹⁾

(štvrťročné údaje)

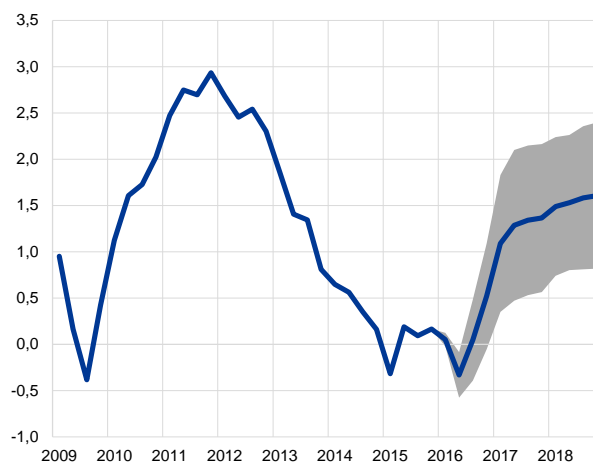
Reálny HDP eurozóny²⁾

(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 očistené od rozdielov v počte pracovných dní.

2

Reálna ekonomika

Očakáva sa, že oživenie hospodárskej aktivity v eurozóne bude pokračovať, hoci o niečo pomalším tempom, než sa pôvodne predpokladalo. Reálny HDP si v poslednom štvrťroku 2015 udržal mierne tempo, pričom v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom vzrástol o 0,3 %. Aktuálne ukazovatele spotrebiteľského a podnikateľského sentimentu klesli, ale v prvej polovici roka 2016 stále naznačujú pokračujúci mierny rast aktivity.

Súkromné spotrebné výdavky budú v roku 2016 podľa projekcií do značnej miery ťažiť z nízkych cien ropy. Ceny ropy v USD by mali v roku 2016 dosiahnuť v priemere 34,9 USD za barel, čo je o 33 % menej, ako sa predpokladalo v decembrovej projekcii (box 1). Nominálny disponibilný príjem by mal počas projekčného horizontu rásť, podporovaný stabilným rastom zamestnanosti a rýchlejším rastom nominálnych kompenzácií na zamestnanca, pričom sa zároveň očakáva pozitívny príspevok iných osobných príjmov. Tempo rastu reálneho disponibilného príjmu by sa malo v roku 2017 spomaliť súčasne s projektovaným rastom inflácie cien energií. V priebehu celého projekčného horizontu by nízke náklady financovania a mierny rast čistého majetku domácností, posilnené nedávnym súborom menovopolitických opatrení ECB, mali stimulovať súkromnú spotrebu. Celkovo by sa tak ročný rast súkromnej spotreby mal podľa projekcií zvýšiť z 1,6 % v roku 2015 na 1,9 % v roku 2016, predtým ako klesne na 1,8 % v roku 2017 a na 1,6 % v roku 2018.

Box 1

Technické predpoklady pre úrokové miery, výmenné kurzy a ceny komodít

V porovnaní s decembrovými projekciami došlo v rámci technických predpokladov k týmto hlavným zmenám: výrazne nižšie ceny ropy v amerických dolároch, zhodnotenie efektívneho výmenného kurzu eura vo výške 5 % a nižšie krátkodobé a dlhodobé trhové úrokové sadzby.

Technické predpoklady

| | Marec 2016 | | | | December 2015 | | |
|--|------------|-------|------|------|---------------|------|------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Trojmesačný EURIBOR (v % p. a.) | 0,0 | -0,3 | -0,3 | -0,2 | 0,0 | -0,2 | -0,1 |
| Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov (v % p. a.) | 1,2 | 1,2 | 1,4 | 1,7 | 1,2 | 1,4 | 1,7 |
| Cena ropy (v USD za barel) | 52,5 | 34,9 | 41,2 | 44,9 | 53,8 | 52,2 | 57,5 |
| Ceny neenergetických komodít v USD (ročná percentuálna zmena) | -19,9 | -14,8 | 3,0 | 4,7 | -18,7 | -5,2 | 4,1 |
| Výmenný kurz USD/EUR | 1,11 | 1,11 | 1,12 | 1,12 | 1,11 | 1,09 | 1,09 |
| Nominálny efektívny výmenný kurz eura (EER38) (ročná percentuálna zmena) | -7,1 | 4,8 | 0,2 | 0,0 | -7,1 | 0,1 | 0,0 |

Technické predpoklady pre úrokové miery a ceny komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 15. februára 2016. 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 -0,3 % v rokoch 2016 a 2017 a -0,2 % v roku 2018. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne by podľa očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 1,2 % v roku 2016, 1,4 %

v roku 2017 a 1,7 % 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 dvojtzdňového obdobia končiaceho sa dňom uzávierky 15. februára sa predpokladá, že cena ropy Brent klesne z 52,5 USD za barel v roku 2015 na 34,9 USD za barel v roku 2016, pričom v roku 2017 by mala stúpnuť na 41,2 USD za barel a v roku 2018 na 44,9 USD za barel, čo je v porovnaní s decembrovými projekciami o 17 USD menej v roku 2016 a o 16 USD menej v roku 2017. Predpokladá sa, že ceny neenergetických komodít v amerických dolároch v roku 2016 podstatne klesnú a v rokoch 2017 a 2018 mierne stúpnu.³ Predpokladá sa, že vzájomné výmenné kurzy zostanú počas sledovaného obdobia nezmenené na priemernej úrovni za dvojtzdňové obdobie končiace sa dňom uzávierky 15. februára. Z toho vyplýva priemerný výmenný kurz amerického dolára na úrovni 1,11 USD/EUR v roku 2016 a 1,12 USD/EUR v rokoch 2017 a 2018, v porovnaní s úrovňou 1,09 USD/EUR z decembrových projekcií. Predpokladá sa, že efektívny výmenný kurz eura (voči 38 obchodným partnerom) sa počas sledovaného obdobia zhodnotí o 5 %.

Vývoj miery úspor domácností by malo ovplyvňovať najmä ustálenie spotreby vzhľadom na vývoj cien ropy.

Miera úspor sa má v roku 2016 podľa odhadov zvýšiť vzhľadom na postupné premietanie rastu reálnych príjmov súvisiacich s cenami ropy do spotrebiteľských výdavkov. Tento účinok by mal čiastočne ustúpiť v roku 2017. Miera úspor by mala následne po zvyšok sledovaného obdobia podľa projekcií stagnovať. Všeobecne stagnujúci vývoj miery úspor je odrazom protichodného vývoja v krajinách eurozóny. V niektorých krajinách by mala stále vysoká nezamestnanosť, zvýšená úroveň hrubého dlhu a vplyv veľmi nízkej úrovne úrokových sadzieb na úspory súvisiace s dôchodkami naďalej vyvíjať určitý tlak na rast úspor. V iných krajinách sa očakáva, že budú prevládať tlaky na ich znížovanie. Po prvé, postupné klesanie nezamestnanosti by malo viesť k redukcii preventívnych úspor a umožniť domácnostiam realizovať doposiaľ odkladané väčšie výdavky. Po druhé, veľmi nízke úrokové výnosy majú tendenciu odrádzať od úspor prostredníctvom medzičasového substitučného efektu.

Investície do nehnuteľností na bývanie v eurozóne by podľa projekcií mali nabráť na intenzite, aj keď ich východisková úroveň je veľmi nízka.

Rovnomerný rast reálneho disponibilného príjmu a veľmi nízke sadzby

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

hypotekárnych úverov by mali podporiť oživenie investícií do nehnuteľností na bývanie. V niekoľkých krajinách sa okrem toho podľa všetkého ukončil proces korekcie trhov s nehnuteľnosťami na bývanie a vyhliadky cien nehnuteľností na bývanie sa zlepšili. V mnohých krajinách však bude výraznému nárastu investícií do nehnuteľností na bývanie pravdepodobne brániť vysoká zadlženosť domácností. Celkovo je pravdepodobné, že investície do nehnuteľností na bývanie budú vzhľadom na svoje očakávané mierne oživenie v roku 2018 ešte stále o 20 % pod svojím maximom z roku 2007.

Podnikové investície by mali zaznamenať tlmené oživenie. V blízkej budúcnosti má výhľad podnikových investícií podľa očakávaní nepriaznivo ovplyvniť nedávna volatilita na finančných trhoch a oslabenie hospodárskeho rastu v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. Priebežne by však malo investície podporovať viacero faktorov. Objem kapitálových výdavkov má stimulovať výrazne akomodačné nastavenie menovej politiky, akceleračné účinky v spojitosti s projektovaným nárastom dopytu, potreba modernizácie kapitálových statkov po rokoch tlmenej investičnej aktivity, expanzívne rozpočtové opatrenia v niektorých krajinách i nárast ziskových marží vzhľadom na hotovostne už dobre vybavený sektor nefinančných podnikov. V porovnaní s minulosťou by mal navyše podnikové investície počas sledovaného obdobia v menšej miere obmedzovať celkový tlak vyplývajúci z oddlžovania podnikov v eurozóne. Pomer dlhového financovania k vlastným zdrojom už podstatne klesol z vysokých hodnôt zaznamenaných počas finančnej krízy a v súčasnosti sa naďalej pohybuje výrazne pod úrovňou historického priemeru. Oživenie podnikových investícií však budú i naďalej brzdiť zostávajúce finančné bariéry a vysoká úroveň zadlženosti v niektorých krajinách, ako aj nižšie očakávania rastu potenciálneho produktu.

Vývoz z eurozóny by mal ťažiť z očakávaného oživenia zahraničného dopytu po produkcii eurozóny (box 2) a z oneskorených účinkov predchádzajúceho oslabovania eura. Podľa projekcií by sa mal v roku 2016 po nedávnom oslabení postupne obnoviť rast vývozu z eurozóny a jeho dynamika by sa mala následne ďalej zvyšovať, mierne rýchlejšie než očakávané tempo rastu zahraničného dopytu. U podielov na vývoznom trhu sa v sledovanom období očakáva mierny nárast v dôsledku oneskorených účinkov predchádzajúceho nárastu konkurencieschopnosti. Domáci dopyt by mal stimulovať rast dovozu do eurozóny, ktorý bude aj naďalej mierne predstihovať rast vývozu z eurozóny. V dôsledku toho by sa mal prebytok na bežnom účte platobnej bilancie znížiť z 3,0 % HDP v rokoch 2015 a 2016 na 2,5 % v roku 2018.

Reálny HDP by sa mal podľa očakávania zvýšiť o 1,4 % v roku 2016, o 1,7 % v roku 2017 a o 1,8 % v roku 2018.

Box 2

Medzinárodné prostredie

Vývoj vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách sa ukázal byť slabší, než sa očakávalo na konci roka 2015, čo potvrdzuje, že tempo svetového rastu je aj naďalej nestabilné. Po spomalení tempa rastu na prelome roka by sa svetová hospodárska aktivita mala postupne miernym tempom zvyšovať, a to vďaka naďalej stabilným vyhlídkam rastu vo väčšine rozvinutých ekonomik a očakávanému postupnému zmierňovaniu hlbokjej recesie v niektorých veľkých rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách. Priaznivé podmienky financovania a zlepšovanie situácie na trhu práce by mali podporovať výhľad rozvinutých ekonomik. Okrem toho zvýšená úroveň spotrebiteľského sentimentu v niektorých kľúčových rozvinutých ekonomikách môže znamenať priaznivé vyhlídky rastu. V prípade rozvíjajúcich sa trhových ekonomik zostáva strednodobý výhľad viac neistý. Okrem spomalenia rastového trendu čínskej ekonomiky a jej nepriaznivých účinkov na ostatné rozvíjajúce sa trhové ekonomiky, najmä v Ázii, budú vývozcovia komodít musieť pokračovať vo svojej makroekonomickej adaptácii na nižšie ceny komodít. Tieto ekonomiky sa navyše budú musieť vyrovnáť s prostredím prísnejších vonkajších podmienok financovania vyplývajúcim z normalizácie menovej politiky Spojených štátov, vyššej politickej neistoty a zvýšeného geopolitického napätia.

Svetový obchod v poslednej dobe nenapĺňa očakávania a v sledovanom období pravdepodobne porastie len pomaly. Profil svetového dovozu a zahraničného dopytu po produkcii eurozóny má byť vo vzťahu k svetovému HDP počas sledovaného obdobia pomerne slabý. Rast zahraničného dopytu po produkcii eurozóny by sa mal podľa projekcií zvýšiť z 0,4 % v roku 2015 na 2,2 % v roku 2016, na 3,8 % v roku 2017 a na 4,1 % v roku 2018. Pre porovnanie, v období 1999 – 2007 dosahoval priemerné ročné tempo na úrovni 7,7 %.

Medzinárodné prostredie

(ročné percentuálne zmeny)

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

1) Vážený priemer dovozov.

2) Vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

V porovnaní s projekciami zverejnenými v decembri bola svetová hospodárska aktivita upravená smerom nadol, a to najmä v roku 2016. Výrazne znížená na rok 2016 bola aj projekcia zahraničného dopytu po produkcii eurozóny.

Keďže sa očakáva, že skutočný rast HDP by sa mal pohybovať výrazne nad úrovňou potenciálneho produktu, produkčná medzera by sa podľa očakávania mala v priebehu sledovaného obdobia rovnomerne zužovať. Tempo rastu potenciálneho produktu by malo počas sledovaného obdobia podľa odhadov o niečo vzrásť na úroveň mierne nad 1 %, a tým výrazne zaostávať za svojou predkrízovou úrovňou.

Podmienky na trhu práce v eurozóne by sa mali aj naďalej zlepšovať.

Zamestnanosť bude podľa projekcií v sledovanom období ďalej rásť, aj keď o niečo pomalšie, než sa pôvodne predpokladalo, čo je odrazom tlmenejšieho oživenia hospodárstva. Mzdová moderácia a predchádzajúce reformy trhu práce by mali v priebehu sledovaného obdobia prispieť k rastu zamestnanosti. Pracovná sila by vzhľadom na pokračujúci prílev utečencov a ústup odrádzajúcich účinkov mala počas sledovaného obdobia výrazne rásť. Miera nezamestnanosti, ktorá v januári 2016 klesla na 10,3 %, by mala ďalej klesať.

Výhľad rastu reálneho HDP bol v porovnaní s decembrovými projekciami revidovaný nadol.

Táto revízia zohľadňuje kombinovaný nepriaznivý vplyv nižšieho zahraničného dopytu po produkcii eurozóny a silnejší výmenný kurz eura na rast vývozu, ako aj vplyv zvýšenej volatility na finančných trhoch a slabších ukazovateľov sentimentu na krátkodobý výhľad. Celkovo tieto nepriaznivé účinky prevažujú priaznivý vplyv nižších cien ropy a nedávno prijatých dodatočných opatrení menovej politiky na domáci dopyt.

3

Ceny a náklady

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu (zverejneného po dni uzávierky aktuálnych údajov použitých v týchto projekciách) sa inflácia HICP vo februári 2016 pohybovala na úrovni -0,2 %, teda o 0,3 percentuálneho bodu nižšie ako v novembri 2015, čo odráža pokles všetkých hlavných zložiek.

Výrazne záporný vplyv v rozsahu 0,8 percentuálneho bodu energetickej zložky inflácie HICP v súvislosti s nedávnym výrazným poklesom cien ropy by mal v roku 2016 aj naďalej značne tmiť celkovú infláciu, ktorá by sa v priemere mala pohybovať na úrovni 0,1 % ročne. Inflácia HICP bez potravín a energií by podľa projekcií mala v roku 2016 mierne vzrásť na úroveň 1,1 % (0,8 % v roku 2015), aj keď zostane pomerne tlmená vzhľadom na nepriame účinky nižších cien ropy, nedávne efektívne zhodnocovanie eura a pretrvávajúce nízke využitie výrobných kapacít.

Bázické efekty cien komodít vysvetľujú väčšinu očakávaného výrazného rastu inflácie HICP na úroveň 1,3 % v roku 2017.

Kladné bazické efekty, potom ako z medzoročného porovnania zmizne prudký pokles cien ropy a energií, a predpokladaný ďalší nárast cien komodít by mali v roku 2017 viesť k zvýšeniu vonkajších cenových tlakov.

Rast miezd bol doteraz tmený, ale postupne by sa mal v priebehu sledovaného obdobia posilňovať.

Hoci vysoká nezamestnanosť a nízky rast produktivity doteraz obmedzovali rast miezd, počas sledovaného obdobia by mal ďalší rast zamestnanosti zlepšiť využívanie výrobných kapacít na trhu práce. Okrem toho sa predpokladá, že rast miezd by ku koncu sledovaného obdobia malo podporiť zvyšovanie inflácie. Napriek tomu sa očakáva, že tempo rastu miezd zostane tmené, čo je odrazom pokračujúceho slabého rastu produktivity.

Ziskové marže by mali ťažiť z pokračujúceho hospodárskeho oživenia a nižších cien ropy. Ďalšie zlepšenie domáceho dopytu a rastúce využitie výrobných kapacít, ktoré sa predpokladajú v nasledujúcich rokoch, by mali posilniť vplyv podnikov na cenotvorbu, čo bude mať pozitívny vplyv na ich ziskové marže. Ziskové marže by navyše mali ťažiť aj z neočakávaných príjmov súvisiacich s nižšími cenami ropy v roku 2016.

Vzhľadom na stupňovanie domácich cenových tlakov by sa inflácia HICP mala v roku 2018 ďalej zvyšovať až na úroveň 1,6 %.

V porovnaní s decembrovými projekciami bol výhľad vývoja inflácie HICP upravený nadol, najmä na rok 2016. Dôvodom zníženia inflačných projekcií sú prevažne výrazne slabšie vonkajšie cenové tlaky súvisiace najmä s oveľa nižšími cenami ropy a o niečo silnejším efektívnym výmenným kurzom eura, než sa predpokladalo. K ich revízii smerom nadol navyše prispel aj miernejší rast miezd, ako sa pôvodne predpokladalo podľa projekcií.

4

Výhľad rozpočtového vývoja

Nastavenie rozpočtovej politiky by malo byť v období do roku 2017 expanzívne a v roku 2018 by malo byť opäť neutrálne. Nastavenie rozpočtovej politiky je vyjadrené ako zmena cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od vládnej podpory finančnému sektoru. Expanzívne nastavenie rozpočtovej politiky v období do roku 2017 vychádza predovšetkým zo znižovania priamych daní v niektorých krajinách a výdavkov súvisiacich s utečencami.

V priebehu sledovaného obdobia sa deficit verejných financií podľa projekcií stabilizuje na úrovni približne 2 % HDP a pomer dlhu verejnej správy k HDP bude mierne klesať. Priaznivý vplyv cyklickej zložky a nižších úrokových platieb na rozpočtové saldo sa pravdepodobne vykompenzuje, najmä v roku 2016, uvoľnením rozpočtovej politiky. Očakáva sa, že v priebehu obdobia do roku 2018 k postupnému znižovaniu dlhu verejnej správy prispieje predovšetkým priaznivý vplyv diferenciálu rastu a úrokovej miery vzhľadom na projektované hospodárske oživenie a predpokladané nízke úrokové sadzby. Na projektovaný vývoj dlhu by mali priaznivo vplyvať aj nízke primárne prebytky.

V porovnaní s projekciami zverejnenými v decembri sa výhľad rozpočtového vývoja mierne zhoršil. Saldo rozpočtu verejnej správy bolo na rok 2015 mierne upravené nadol vzhľadom na vplyv nižšieho nominálneho HDP, pričom toto zníženie sa premietne aj do rokov 2016 a 2017. Pomer dlhu verejnej správy k HDP by mal byť v sledovanom období podľa projekcií vyšší, čo je odrazom mierne nižšieho primárneho prebytku a, najmä v období 2015 – 2016, menej priaznivého vplyvu diferenciálu rastu a úrokovej miery, ktoré vyplývajú z úpravy inflácie a rastu nominálneho HDP smerom nadol.

Tabuľka 1
Makroekonomické projekcie pre eurozónu¹⁾

(ročné percentuálne zmeny)

| | Marec 2016 | | | | December 2015 | | |
|---|------------|----------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Reálny HDP ¹⁾ | 1,5 | 1,4 | 1,7 | 1,8 | 1,5 | 1,7 | 1,9 |
| | | [1,0 – 1,8] ²⁾ | [0,7 – 2,7] ²⁾ | [0,6 – 3,0] ²⁾ | [1,4 – 1,6] ²⁾ | [1,1 – 2,3] ²⁾ | [0,9 – 2,9] ²⁾ |
| Súkromná spotreba | 1,6 | 1,9 | 1,8 | 1,6 | 1,6 | 1,9 | 1,7 |
| Vládna spotreba | 1,4 | 1,5 | 1,1 | 1,2 | 1,4 | 1,2 | 1,0 |
| Hrubá tvorba fixného kapitálu | 2,5 | 2,7 | 3,6 | 3,3 | 2,3 | 2,8 | 3,8 |
| Vývoz ³⁾ | 4,8 | 3,0 | 4,3 | 4,6 | 4,8 | 4,0 | 4,8 |
| Dovoz ³⁾ | 5,4 | 4,6 | 5,3 | 5,1 | 5,3 | 4,8 | 5,3 |
| Zamestnanosť | 1,1 | 0,9 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| Miera nezamestnanosti (v % pracovnej sily) | 10,9 | 10,4 | 10,2 | 9,9 | 11,0 | 10,5 | 10,1 |
| HICP | 0,0 | 0,1 | 1,3 | 1,6 | 0,1 | 1,0 | 1,6 |
| | | [-0,2 – 0,4] ²⁾ | [0,6 – 2,0] ²⁾ | [0,8 – 2,4] ²⁾ | [0,1 – 0,1] ²⁾ | [0,5 – 1,5] ²⁾ | [0,9 – 2,3] ²⁾ |
| HICP bez energií | 0,9 | 1,1 | 1,3 | 1,5 | 0,9 | 1,3 | 1,5 |
| HICP bez energií a potravín | 0,8 | 1,1 | 1,3 | 1,6 | 0,9 | 1,3 | 1,6 |
| HICP bez energií, potravín a zmien nepriamych daní ⁴⁾ | 0,8 | 1,1 | 1,3 | 1,6 | 0,8 | 1,3 | 1,6 |
| Jednotkové náklady práce | 0,9 | 1,1 | 0,9 | 1,2 | 0,9 | 0,9 | 1,2 |
| Kompenzácie na zamestnanca | 1,3 | 1,5 | 1,9 | 2,1 | 1,4 | 1,5 | 2,1 |
| Produktivita práce | 0,4 | 0,4 | 0,9 | 0,9 | 0,5 | 0,7 | 0,9 |
| Saldo rozpočtu verejnej správy (v % HDP) | -2,1 | -2,1 | -2,1 | -2,0 | -2,0 | -2,0 | -1,8 |
| Štrukturálne rozpočtové saldo (v % HDP) ⁵⁾ | -1,7 | -2,1 | -2,2 | -2,1 | -1,7 | -1,9 | -1,9 |
| Hrubý dlh verejnej správy (v % HDP) | 91,1 | 90,8 | 90,0 | 89,2 | 91,1 | 90,1 | 88,9 |
| Saldo bežného účtu platobnej bilancie (v % HDP) | 3,0 | 3,0 | 2,6 | 2,5 | 3,0 | 2,9 | 2,7 |

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) Vráťane obchodnej výmeny 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 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.

Box 3

Analýza citlivosti a scenára vývoja

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. Okrem toho obsahuje aj scenár vývoja s možným vplyvom prudšieho synchronizovaného poklesu v rozvíjajúcich sa trhoch ekonomikách na rast eurozóny a infláciu.

1) Alternatívny vývoj cien ropy

Modely alternatívneho vývoja cien ropy poukazujú na mierne rýchlejší rast 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 40 % nárast cien ropy od prvého štvrťroka 2016 po posledný štvrťrok 2018. Z kombinácie alternatívnych modelov, pomocou ktorých odborníci ECB⁴ vypracúvajú projekcie vývoja cien ropy počas sledovaného obdobia, v súčasnosti vyplývajú vyššie ceny ropy počas sledovaného obdobia, než sa očakáva na základe technických predpokladov. Tento scenár by zodpovedal výraznejšiemu oživeniu svetového dopytu po rope v strednodobom horizonte, resp. miernemu zníženiu ponuky ropy spôsobenému nižšími investíciami v ropnom sektore a následným znížením ťažobnej kapacity v niektorých krajinách v dôsledku nedávneho poklesu cien ropy. Naplnenie tohto alternatívneho vývoja, pri ktorom by boli ceny ropy do roku 2018 o 11,6 % vyššie než v základnom scenári, by mierne pribrzilo rast reálneho HDP, a zároveň by viedlo k o niečo rýchlejšiemu rastu inflácie HICP (o 0,1 až 0,2 percentuálneho bodu v rokoch 2016, 2017 a 2018).

2) Alternatívny vývoj výmenného kurzu

Táto analýza citlivosti zohľadňuje dve alternatívne možnosti vývoja výmenného kurzu eura v porovnaní so základnou projekciou. Prvý alternatívny vývoj vychádza z 25. percentilu rozdelenia na základe rizikovo neutrálnych hustôt odvodených z cien opcií na výmenný kurz USD/EUR z 15. februára 2016. Z tohto vývoja vyplýva postupné oslabovanie eura voči americkému doláru až na úroveň 1,00 USD/EUR v roku 2018, čo je o 10,8 % pod úrovňou základnej projekcie na tento rok. Druhý alternatívny vývoj vychádza zo 75. percentilu toho istého rozdelenia a vyplýva z neho postupné zhodnocovanie eura voči americkému doláru na úroveň 1,24 USD/EUR v roku 2018, čo je o 11,2 % nad 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 52 %. V prípade znehodnotenia je výsledkom tohto predpokladu postupný odklon efektívneho výmenného kurzu eura od základnej projekcie smerom nadol až na úroveň 5,8 % pod úrovňou základnej projekcie na rok 2018. V tomto scenári vývoja z priemeru výsledkov

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

viacerých makroekonomických modelov odborníkov na roky 2016, 2017 a 2018 vyplýva vyššia rast reálneho HDP (o 0,1 až 0,3 percentuálneho bodu) a vyššia inflácia HICP (o 0,1 až 0,4 percentuálneho bodu). V prípade zhodnotenia je výsledkom postupný odklon efektívneho výmenného kurzu eura od základnej projekcie smerom nahor až na úroveň o 5,5 % vyššiu ako základná projekcia na rok 2018. V tomto scenári vývoja z priemeru výsledkov viacerých makroekonomických modelov odborníkov na roky 2016, 2017 a 2018 vyplýva nižšia rast reálneho HDP (o 0,1 až 0,3 percentuálneho bodu) a nižšia inflácia HICP (o 0,1 až 0,4 percentuálneho bodu).

3) Scenár synchronizovaného poklesu v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách

Výhľad rastu v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách sa v posledných mesiacoch zhoršil a riziká nenaplnenia projekcií svetového rastu sa zvýšili. Základný scenár tejto projekcie však predpokladá postupné tlmené oživenie aktivity v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách v sledovanom období. Vzhľadom na danú situáciu bol vypracovaný scenár, ktorý analyzuje vplyv prudšieho synchronizovaného spomalenia rastu na rozvíjajúcich sa trhoch na rast reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne.

Scenár predpokladá, že príčinou spomalenia bude „tvrdé pristátie“ v Číne, keď sa naplnia riziká ohrozujúce finančnú stabilitu a odlev kapitálu naštříb dôveru čínskych spotrebiteľov a podnikov. Scenár „tvrdého pristátia“ v Číne by znamenal rýchlejšie vyrovnávanie domácich čínskych nerovnováh a spomalenie investícií vedúce k vyššej nezamestnanosti. Okrem toho by sa v tomto scenári výrazne spomalil rast súkromnej spotreby v Číne. V rámci modelovania sa počítalo s možnosťou, že zhoršujúce sa finančné podmienky a slabší výhľad v Číne sa rozšíria aj do ďalších rozvíjajúcich sa trhových ekonomik, ktoré by mohli byť zasiahnuté prostredníctvom priameho obchodného kanála a v dôsledku predpokladaného zvýšenia globálnej neistoty. V tomto scenári je globálna neistota vyjadrená dočasným zvýšením o 10 percentuálnych bodov v ukazovateli VIX⁵, pričom tento nárast v sledovanom období postupne zaniká. Zároveň sa predpokladá, že modelovaný pokles cien akcií v Číne by tiež povedol k celosvetovému poklesu cien akcií. Výraznejšie spomalenie v rozvíjajúcich sa trhových ekonomik by v rámci modelov znamenalo slabší vývoj cien komodít počas sledovaného obdobia. Predpokladá sa tiež, že čínske orgány zmiernia „tvrdé pristátie“ tak, že umožnia zhodnotenie renminbi. Vzhľadom na kontamináciu sa predpokladá, že to povedie k oslabeniu mien rozvíjajúcich sa ekonomik. V dôsledku toho sa v tomto scenári v nominálnom efektívnom vyjadrení zhodnotí americký dolár, japonský jen a euro. Na druhej strane bude mať zhodnotenie týchto troch mien nepriaznivý vplyv na vývoznú odvetvu v Spojených štátoch, Japonsku a eurozóne, čo vyvolá ďalšie tlaky na znižovanie inflácie v týchto oblastiach, predovšetkým v dôsledku poklesu dovozných cien.

⁵ VIX je ukazovateľ implikovanej volatility cien opcií indexu S&P 500, ktorý počíta burza Chicago Board Options Exchange.

Hlavné predpoklady scenára

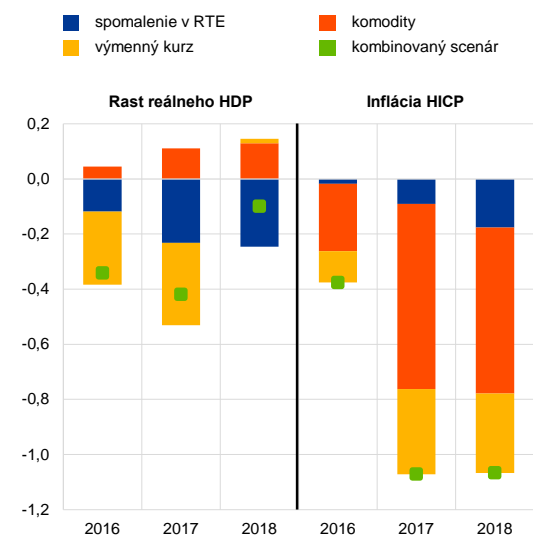
| | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-------|-------|-------|
| Čínsky domáci dopyt | -2,3 | -4,7 | -3,0 |
| Svetové akciové trhy | -20,0 | -20,0 | -20,0 |
| Znehodnotenie čínskej meny a mien RTE v porovnaní s menami rozvinutých ekonomík | -5,0 | -10,0 | -10,0 |
| Nominálny efektívny výmenný kurz eura | 1,1 | 2,8 | 2,8 |
| Cena ropy (v USD za barel) | -8,8 | -26,0 | -37,8 |

Zdroj: odborníci ECB.

Poznámky: Vyjadrené ako odchýlka percentuálnej zmeny oproti úrovni v základnej projekcii, okrem čínskeho domáceho dopytu, ktorý sa počíta ako odchýlka od základnej projekcie tempa rastu v percentuálnych bodoch. Čínsky cenový index akcií klesne o 40 % v porovnaní so základnou projekciou. „RTE“ znamená rozvíjajúce sa trhové ekonomiky.

Príspevky k rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne

(odchýlka oproti základnej projekcii rastu v percentuálnych bodoch)



Zdroj: odborníci ECB.

Poznámky: Scenáre sa vykonávajú s využitím rôznych modelov. Predpokladá sa, že menová politika je exogénna. „RTE“ znamená rozvíjajúce sa trhové ekonomiky.

V tomto scenári by rast reálneho HDP aj inflácia HICP v eurozóne bola nižšia ako v základnej projekcii.

Z jednotlivých makroekonomických modelov odborníkov ECB vyplýva, že spomalenie aktivity v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách by malo za následok nižší zahraničný dopyt po produkcii eurozóny, a následné spomalenie rastu reálneho HDP a inflácie HICP eurozóny v roku 2017 aj 2018. Nižšie ceny komodít (ropy i iných komodít) súvisiace so spomalením na rozvíjajúcich sa trhoch by po zvýšení reálnych príjmov domácností a vyššej ziskovosti podnikov stimulovali aktivitu v eurozóne. Nižšie ceny komodít by zároveň vyvíjali silný tlak na pokles inflácie HICP v eurozóne. V neposlednom rade by zhodnotenie eura voči renminbi a ďalším menám rozvíjajúcich sa trhových ekonomik ďalej tlačilo aktivitu a ceny v eurozóne smerom nadol. Súčasné spomalenie v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách spôsobené Čínou by tak predstavovalo výrazné riziká nenaplnenia základných projekcií pre rastu reálneho HDP aj infláciu HICP eurozóny.

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 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 (čiastočne nešpecifikované) metódy. Jednotlivé prognózy sa navyše líšia aj v spôsobe zohľadňovania rozdielov v počte pracovných dní (nasledujúca tabuľka). Ako uvádza tabuľka, väčšina aktuálne dostupných prognóz iných inštitúcií predpovedá na rok 2016 vyšší rast reálneho HDP a vyššiu infláciu, ale zásadne sa nelíši od bodových prognóz marcových projekcií odborníkov ECB na roky 2017 a 2018 a nachádza sa v rámci intervalov týchto projekcií (v tabuľke uvedené v zátvorkách).

Porovnanie prognóz rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne

(ročné percentuálne zmeny)

| | Dátum zverejnenia | Rast HDP | | | Inflácia HICP | | |
|------------------------------------|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| | | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 |
| Projekcie odborníkov ECB | Marec 2016 | 1,4 [1,0 – 1,8] | 1,7 [0,7 – 2,7] | 1,8 [0,6 – 3,0] | 0,1 [-0,2 – 0,4] | 1,3 [0,6 – 2,0] | 1,6 [0,8 – 2,4] |
| Európska komisia | Február 2016 | 1,7 | 1,9 | – | 0,5 | 1,5 | – |
| OECD | Feb. 2016/Nov. 2015 | 1,4 | 1,7 | – | 0,9 | 1,3 | – |
| Euro Zone Barometer | Február 2016 | 1,7 | 1,8 | 1,6 | 0,5 | 1,4 | 1,7 |
| Consensus Economics Forecasts | Február 2016 | 1,6 | 1,7 | – | 0,5 | 1,5 | – |
| Survey of Professional Forecasters | Január 2016 | 1,7 | 1,8 | 1,7 | 0,7 | 1,4 | 1,6 |
| MMF | Jan. 2016/Okt. 2015 | 1,7 | 1,7 | – | 1,0 | 1,3 | – |

Zdroj: European Commission's European Economic Forecast – zima 2016; IMF World Economic Outlook, Update – január 2016 (HDP), IMF World Economic Outlook – október 2015 (inflácia HICP); OECD Economic Outlook, Update – február 2016 (HDP), OECD Economic Outlook – november 2015 (inflácia HICP); 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.

© 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.