



Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu – december 2016¹

Očakáva sa, že oživenie hospodárskej aktivity v eurozóne bude pokračovať, zhruba v súlade s projekciami zo septembra 2016. Počas horizontu projekcií by malo k hospodárskemu oživeniu prispievať očakávané globálne oživenie a stabilný domáci dopyt, ktorý ťaží z výrazne akomodačného nastavenia menovej politiky, výsledkov dosiahnutých v procese oddľžovania jednotlivých sektorov a pokračujúceho zlepšovania podmienok na trhu práce. V ročnom vyjadrení by mal rast reálneho HDP dosiahnuť 1,7 % v rokoch 2016 a 2017 a 1,6 % v rokoch 2018 a 2019.

Očakáva sa, že inflácia HICP výrazne vzrastie z 0,2 % v roku 2016 na 1,3 % v roku 2017, 1,5 % v roku 2018 a 1,7 % v roku 2019, pričom k jej rastu bude predovšetkým v krátkodobom horizonte prispievať obrat vo vývoji cien ropy. Infláciu HICP by mal počas horizontu projekcií podporovať aj rýchlejší rast miezd a jednotkových nákladov práce vyplývajúci z postupného znižovania miery nevyužitých kapacít na trhu práce.

1

Reálna ekonomika

V tretom štvrtroku 2016 reálny HDP vďaka domácomu dopytu stúpol o 0,3 %.

Z dostupných informácií za tretí štvrtrok vyplýva kladný príspevok súkromnej spotreby a tvorby fixného kapitálu k hospodárskej aktivite, zatiaľ čo vývoz rástol pomalšie než dovoz a príspevok čistého obchodu tak bol záporný. Podmienky na trhu práce sa za posledné mesiace naďalej zlepšujú: rast zamestnanosti zaznamenáva nečakaný vzostup a miera nezamestnanosti klesá viac, než sa očakávalo. V jednotlivých sektoroch a krajinách dochádzalo k ďalšiemu zvyšovaniu dôvery, z čoho vyplýva stabilný rast v najbližšom období.

V rámci sledovaného obdobia by mal rast reálneho HDP dosiahnuť 1,7 % v rokoch 2016 a 2017 a 1,6 % v rokoch 2018 a 2019. Očakáva sa, že hlavným faktorom rastu reálneho HDP bude aj naďalej stabilný domáci dopyt, ktorý ťaží z výrazne akomodačného nastavenia menovej politiky ECB. Vzhľadom na očakávané postupné globálne oživenie by malo podľa projekcií dochádzať k postupnému zvyšovaniu dynamiky vývozu, čo počas horizontu projekcií povedie k postupnému zlepšovaniu príspevku čistého obchodu.

¹ Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému slúžia Rade guvernérov ako podklad pri hodnotení hospodárskeho vývoja a rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. Informácie o použitých postupoch a technikách sú uvedené v publikácii ECB *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* z júla 2016, ktorá je k dispozícii na internetovej stránke ECB. Dňom uzávierky technických predpokladov, ako sú ceny ropy a výmenné kurzy, bol 17. november 2016 (box 2). Dňom uzávierky ostatných údajov použitých v týchto projekciách bol 24. november 2016. Toto vydanie makroekonomických projekcií sa vzťahuje na obdobie 2016 – 2019. Projekcie na takto dlhé obdobie sú spojené s veľmi vysokou mierou neistoty, ktorú je pri ich výklade potrebné brať do úvahy. Bližšie informácie sú v článku s názvom *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections* v Mesačnom bulletinu ECB z mája 2013.

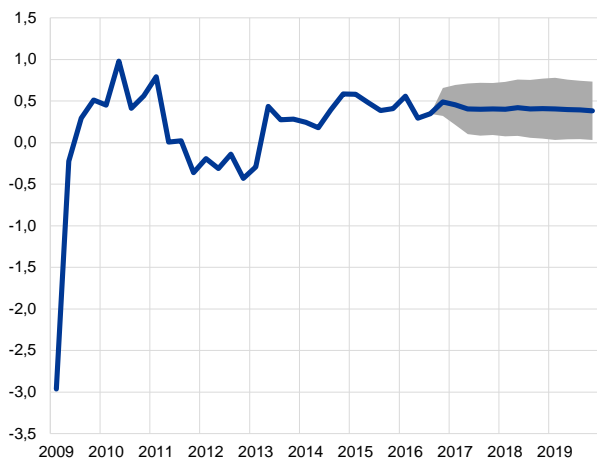
Graf 1

Makroekonomické projekcie¹⁾

(štvrtročné údaje)

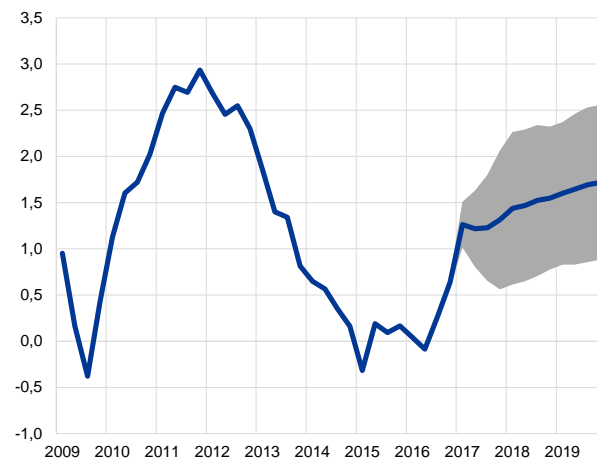
Reálny HDP eurozóny²⁾

(medzištvrtročná percentuálna zmena)



HICP eurozóny

(medziročná percentuálna zmena)



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 uvedených 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.

Výdavky na súkromnú spotrebu by si mali počas horizontu projekcií celkovo zachovať svoju dynamiku. Vzhľadom na zlepšujúce sa všeobecné ekonomické očakávania a priaznivejšie individuálne finančné očakávania dochádzalo za posledné mesiace k ďalšiemu rastu spotrebiteľskej dôvery.

Strednodobý výhľad rastu nominálneho disponibilného príjmu zostáva pozitívny. Príspevok hrubých miezd a plátov by sa mal počas sledovaného obdobia zvýšiť, keďže slabší rast zamestnanosti je viac než kompenzovaný výraznejším zrýchľovaním rastu kompenzácií na zamestnanca. Rast iných osobných príjmov by sa mal podľa projekcií zrýchliť, zhruba v súlade s vývojom ziskov, zatiaľ čo príspevok čistých rozpočtových transferov by mal byť podľa očakávaní mierne záporný. Pokiaľ ide o rast reálneho disponibilného príjmu, v roku 2017 by sa mal v dôsledku oživenia inflácie spotrebiteľských cien spomaliť a následne by si mal zachovať svoju dynamiku.

Uvoľňovanie podmienok poskytovania bankových úverov, ku ktorému prispievajú menovopolitické opatrenia ECB, by malo podporiť rast súkromnej spotreby. Hoci nízke úrokové sadzby ovplyvnili úrokové výnosy i úrokové náklady domácností, majú tendenciu redistribuovať zdroje od čistých sporiteľov k čistým dlžníkom. Keďže dlžníci majú zvyčajne väčší hraničný sklon k spotrebe, táto redistribúcia by mala ďalej podporovať agregátnu súkromnú spotrebu. K spotrebe by mal prispieť aj pokrok dosiahnutý v oddlžovaní a projektovaný rast čistého majetku domácností vzhľadom na ďalší rast cien nehnuteľností na bývanie. Celkovo by sa mal ročný rast súkromnej spotreby podľa projekcií mierne spomaliť z 1,7 % v roku 2016 na 1,5 % v rokoch 2017 a 2018 a na 1,4 % v roku 2019.

Miera úspor by mala do polovice roka 2017 klesať a neskôr by mala zostať na nezmenenej úrovni. Miera úspor sa od polovice roka 2015 podľa odhadov zvýšila, s najväčšou pravdepodobnosťou vzhľadom na to, že si domácnosti odložili časť z neočakávaných dodatočných príjmov z predchádzajúceho poklesu cien ropy. Očakáva sa, že tento efekt je len dočasný, pričom jeho odznievanie by malo mať podľa projekcií za následok pokles miery úspor počas roka 2017. Po zvyšok horizontu projekcií by mala miera úspor zostať na nezmenenej úrovni: klesajúca nezamestnanosť, zlepšujúce sa úverové podmienky a nízke úrokové sadzby budú mať v niektorých krajinách tendenciu viesť k poklesu miery úspor, zatiaľ čo pretrvávajúca potreba oddlžovania a procyklické vyrovnávanie spotreby budú spôsobovať jej rast.

Box 1

Technické predpoklady pre úrokové miery, výmenné kurzy a ceny komodít

V porovnaní so septembrovými projekciami došlo v rámci technických predpokladov k týmto zmenám: vyššie úrokové sadzby, vyššie ceny ropy v amerických dolároch a mierne zhodnotenie efektívneho výmenného kurzu eura.

Technické predpoklady pre úrokové miery a ceny komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 17. novembra 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, -0,2 % v roku 2018 a 0,0 % v roku 2019. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne by podľa očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 0,8 % v roku 2016, 1,2 % v roku 2017, 1,5 % v roku 2018 a 1,7 % v roku 2019.² Vzhľadom na vývoj forwardových trhových úrokových mier a postupné premietanie zmien trhových úrokových mier do sadzieb úverov sa v roku 2017 očakáva mierne zvýšenie kompozitných sadzieb bankových úverov poskytovaných nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny, nasledované ich ďalším rastom v rokoch 2018 a 2019. Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures počas dvojtýždňového obdobia končiaceho sa dňom uzávierky 17. novembra sa predpokladá, že cena ropy Brent klesne z 52,4 USD za barel v roku 2015 na 43,1 USD za barel v roku 2016, pričom v roku 2017 by mala stúpnuť na 49,3 USD za barel, v roku 2018 na 52,6 USD za barel a v roku 2019 na 54,6 USD za barel, čo je počas obdobia 2017 – 2018 v porovnaní so septembrovými projekciami v priemere o približne 2 USD viac. Predpokladá sa, že ceny neenergetických komodít v amerických dolároch v roku 2016 mierne klesnú a od roku 2017 naopak porastú.³ Vzájomné výmenné kurzy by mali počas sledovaného obdobia zostať nezmenené na priemernej úrovni za dvojtýždňové obdobie končiace sa dňom uzávierky 17. novembra. Z toho vyplýva priemerný výmenný kurz amerického dolára na úrovni 1,11 USD/EUR v roku 2016 a 1,09 USD/EUR v rokoch 2017 až 2019, v porovnaní s úrovňou

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 Európskou centrálnou bankou, 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 posledného štvrtroka 2017 vychádzať z cien futures a neskôr sa budú vyvíjať podľa svetovej hospodárskej aktivity.

1,11 USD/EUR zo septembrových projekcií. Predpokladá sa, že efektívny výmenný kurz eura (voči 38 obchodným partnerom) bude v roku 2016 o 0,2 % vyšší a v rokoch 2017 a 2018 o 0,4 % vyšší, než sa predpokladalo v septembrových projekciách.

Technické predpoklady

	december 2016				september 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Trojmesačný EURIBOR (v % p. a.)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,4
Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov (v % p. a.)	0,8	1,2	1,5	1,7	0,7	0,6	0,8
Cena ropy (v USD za barel)	43,1	49,3	52,6	54,6	42,8	47,4	50,6
Ceny neenergetických komodít v USD (ročná percentuálna zmena)	-4,0	6,6	3,8	4,5	-3,0	5,3	4,2
Výmenný kurz USD/EUR	1,11	1,09	1,09	1,09	1,11	1,11	1,11
Nominálny efektívny výmenný kurz eura (EER38) (ročná percentuálna zmena)	3,8	0,1	0,0	0,0	3,6	-0,1	0,0

Očakáva sa pokračovanie rastu rezidenčných investícií v eurozóne.

Projektované zrýchlenie rastu nominálneho disponibilného príjmu, veľmi nízke sadzby hypotekárnych úverov a obmedzené iné investičné príležitosti by mali prispieť k rovnomernému oživovaniu rezidenčných investícií. O priaznivom výhľade vývoja rezidenčných investícií svedčí aj rastúci počet stavebných povolení a zvyšujúci sa dopyt po úveroch na kúpu nehnuteľností na bývanie vďaka uvoľňovaniu podmienok poskytovania bankových úverov, predovšetkým prostredníctvom nižších marží priemerných úverov. V niektorých krajinách sa okrem toho podľa všetkého skončil proces korekcie trhov s nehnuteľnosťami na bývanie a ich ceny začali rásť. Tlmiaci účinok vysokej nezamestnanosti a vysokej miery zadlženosti domácností v niektorých krajinách na rast rezidenčných investícií by však mal podľa očakávaní ustupovať len pozvoľna. V iných krajinách je rast rezidenčných investícií tlmený v dôsledku ich už vysokej úrovne v pomere k disponibilnému príjmu, ako aj nepriaznivého demografického vývoja.

Podnikové investície by mali rásť stabilným tempom. Očakáva sa, že vývoj podnikových investícií bude podporovať viacero faktorov: vzhľadom na priaznivé očakávania v oblasti produkcie, rast objednávok a obrat v očakávaniach vývoja predajných cien aj naďalej dochádza k zvyšovaniu dôvery podnikov; miera využitia kapacít je na svojej najvyššej úrovni od polovice roka 2008; podmienky financovania zostávajú za podpory neštandardných menovopolitických opatrení ECB veľmi priaznivé; domáci dopyt by mal byť aj naďalej stabilný a zahraničný dopyt by sa mal posilniť; po niekoľkých rokoch tlmenej investičnej aktivity vznikla potreba modernizácie kapitálových statkov; a v kontexte vysokoliquidného nefinančného podnikového sektora sa tiež očakáva zrýchlenie rastu ziskových marží. V dôsledku pozorovaného citeľného oživenia cien akcií v posledných rokoch a obmedzeného rastu dlhového financovania sa pomer dlhového financovania (pomer dlhu k celkovým aktívam) v nefinančnom podnikovom sektore dostal na historicky nízku úroveň. Oživenie podnikových investícií však bude naďalej brzdiť nepružnosť na trhu

tovarov a služieb a očakávaní slabšieho rastu potenciálneho produktu než v minulosti.

Tempo rastu vývozu z eurozóny by sa malo počas horizontu projekcií zrýchľovať, zhruba v súlade s vývojom zahraničného dopytu. Vzhľadom na rast dopytu po dovoze vo vyspelých i rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách (vrátane Ruska a Brazílie) sa očakáva, že zahraničný dopyt naberie od konca roka 2016 na intenzite. Výraznejšiemu nárastu dopytu po produkcii eurozóny však bude podľa očakávaní brániť tlmenný rast dovozu v Spojenom kráľovstve. Celkovo budú projektované miery rastu zahraničného dopytu naďalej výrazne nižšie než pred krízou.⁴ Dynamika vývozu z eurozóny by sa mala od posledného štvrťroka 2016 zrýchľovať, zhruba v súlade s tempom rastu zahraničného dopytu. Dovoz do eurozóny by mal podľa očakávaní rásť mierne rýchlejšie než vývoz z eurozóny a v súlade so svojou historickou elasticitou voči celkovému dopytu. Očakáva sa, že počas horizontu projekcií dôjde k zlepšeniu príspevku čistého obchodu k rastu reálneho HDP. Prebytok bežného účtu by mal zostať konštantný na úrovni približne 3,1 % HDP.

Box 2

Medzinárodné prostredie

Svetová hospodárska aktivita by sa mala počas horizontu projekcií zvyšovať. Údaje zverejnené od predchádzajúcich projekcií podľa všetkého potvrdzujú tento záver za druhú polovicu roka, poukazujúc na pomerne stabilný rast vo vyspelých ekonomikách a mierne zlepšenie v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, svetová hospodárska aktivita by sa mala aj naďalej zvyšovať, pričom by však nemala prekročiť svoje predkrízové tempo. Výhľad vývoja vo vyspelých a rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách je aj naďalej rôznorodý. Očakáva sa, že v Spojených štátoch bude hospodársku aktivitu podporovať naďalej celkovo akomodačná politika a zlepšujúce sa podmienky na trhu práce, zatiaľ čo v Japonsku by malo tempo ekonomickej expanzie zostať mierne, pričom na strednodobé vyhliadky hospodárskeho rastu v Spojenom kráľovstve bude podľa očakávaní vplyvať zvýšená neistota. Pokračujúce spomaľovanie hospodárskeho rastu v Číne bude navyše pravdepodobne tmiť výhľad hospodárskeho vývoja v ďalších rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, zatiaľ čo pozvoľný ústup hlbokkej recesie na strane niektorých väčších vývozcov komodít je aj naďalej oporou budúceho globálneho rastu.

V druhej polovici tohto roka sa zároveň podľa očakávaní mierne zvýšila dynamika svetového obchodu, ktorý v prvej polovici roka vykazoval len slabý vývoj. S výnimkou eurozóny bol svetový dovoz v prvej polovici roka 2016 upravený mierne nahor, pričom z dostupných ukazovateľov vyplývajú signály pozitívneho krátkodobého vývoja. V strednodobom horizonte sa vzhľadom na oživenie svetovej hospodárskej aktivity očakáva rast svetového obchodu. Očakáva sa, že zahraničný dopyt po produkcii eurozóny sa zvýši o 1,5 % v roku 2016, 2,4 % v roku 2017, 3,4 % v roku 2018 a 3,6 % v roku 2019.

⁴ IRC Trade Task Force, Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?, Occasional Paper Series, č. 178, ECB, september 2016.

Medzinárodné prostredie

(ročná percentuálna zmena)

	december 2016				september 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Svetový reálny HDP (bez eurozóny)	3,0	3,5	3,7	3,8	3,0	3,5	3,7
Svetový obchod (bez eurozóny) ¹⁾	0,9	2,8	3,7	3,8	0,9	2,8	3,7
Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny ²⁾	1,5	2,4	3,4	3,6	1,6	2,6	3,5

1) Vážený priemer dovozov.

2) Vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

V porovnaní s projekciami zo septembra 2016 sa výhľad globálneho oživenia a zahraničného dopytu zmenil len minimálne.

Záporná produkčná medzera sa má do konca horizontu projekcií vzhľadom na len nevýrazný rast potenciálneho produktu uzatvoriť. Tempo rastu potenciálneho produktu by malo počas sledovaného obdobia podľa odhadov zostať tlmené a výrazne pod svojou predkrízovou úrovňou (približne 1,7 %). Nevýrazné tempo potenciálnej produkcie je v prvom rade odrazom pomerne nízkeho príspevku kapitálu po dlhšom období veľmi slabej investičnej aktivity. Príspevok pracovnej sily by sa mal mierne zvýšiť vzhľadom na rast počtu obyvateľov v produktívnom veku a rastúcu mieru zapojenia pracovnej sily vyplývajúcu zo štrukturálnych reforiem. V dôsledku starnutia obyvateľstva však bude príspevok pracovnej sily aj naďalej o niečo nižší než jeho priemerná úroveň pred krízou. Keďže skutočný rast by mal podľa očakávaní výrazne prekračovať miernu dynamiku potenciálnej produkcie, záporná produkčná medzera sa bude systematicky zužovať a do konca horizontu projekcií sa uzatvorí.

Podmienky na trhu práce v eurozóne by sa mali v priebehu sledovaného obdobia naďalej zlepšovať. Podľa projekcií by sa mala zamestnanosť počas sledovaného obdobia naďalej zvyšovať, hoci o niečo pomalšie než v posledných štvrtrokoch. V krátkodobom horizonte ide predovšetkým o výsledok normalizácie vzhľadom na ústup niektorých dočasných podporných faktorov, zatiaľ čo počas zvyšku sledovaného obdobia ide najmä o odraz predpokladaného zhoršenia vplyvu nedostatku kvalifikovaných pracovných síl v niektorých častiach eurozóny. Z tohto vývoja zamestnanosti vyplýva zvýšenie rastu produktivity práce z 0,3 % v roku 2016 na 0,9 % v roku 2019, a to v dôsledku procyklického vývoja spojeného s nárastom využívania kapitálu i pracovných síl, zvýšenia počtu odpracovaných hodín na osobu a určitého nárastu celkovej produktivity faktorov. Miera nezamestnanosti by sa mala znižovať, hoci pomalšie ako v poslednej dobe, keďže rast zamestnanosti sa spomaľuje výraznejšie než rast pracovnej sily.

V porovnaní s projekciami zo septembra 2016 bol rast reálneho HDP v krátkodobom horizonte upravený mierne nahor, pričom neskôr zostáva zhruba nezmenený. Zlepšenie výhľadu vývoja v blízkej budúcnosti je odrazom priaznivejšieho vývoja krátkodobých ukazovateľov a nedávneho nečakane pozitívneho vývoja na trhu práce a trhu s nehnuteľnosťami na bývanie.

Podľa projekcií by mala inflácia HICP výrazne vzrásť z 0,2 % v roku 2016 na 1,3 % v roku 2017 a potom sa ešte postupne zvýšiť na 1,5 % v roku 2018 a 1,7 % v roku 2019. Približne štyri pätiny nárastu inflácie HICP medzi rokmi 2016 a 2017 by mali tvoriť ceny energií. V roku 2017, najmä na začiatku roka, by malo infláciu výrazne stimulovať postupné odznievanie výrazných tlmiacich účinkov minulých poklesov ceny ropy, ktoré brzdili celkovú infláciu v rokoch 2015 a 2016. Následne z vyrovnávania profilu krivky ropných futures vyplýva mierny pokles miery inflácie tejto zložky HICP po zvyšok roku 2017 a neskôr všeobecne stagnujúci vývoj.

Inflácia HICP bez energií a potravín by mala počas sledovaného obdobia vzhľadom na stúpajúce domáce cenové tlaky postupne vzrásť. Ďalšie zlepšovanie podmienok na trhu práce, vyplývajúce z trvajúceho rastu zamestnanosti, by malo viesť k poklesu miery nevyužitých kapacít na trhu práce. To by malo prispieť k značnému nárastu miezd a zrýchleniu rastu jednotkových nákladov práce do roku 2019. Ziskové marže by mali vzhľadom na zužovanie produkčnej medzery naďalej rásť, hoci viac-menej konštantným alebo pomalším tempom než v poslednom čase. Postupné odznievanie tlmiacich účinkov minulých poklesov ceny ropy a predpokladaný nárast cien ropy by navyše mali nepriamo prispieť k zvýšeniu inflácie HICP bez energií a potravín. Postupné odznievanie stimulačných účinkov predchádzajúceho znehodnotenia eura spolu s tlmiacimi účinkami následného zhodnocovania eura naopak výhľad vývoja inflácie HICP bez energií a potravín brzdia. Celkovo by mala inflácia HICP bez energií a potravín v roku 2016 dosiahnuť v priemere 0,9 % a počas sledovaného obdobia by mala postupne vzrásť na 1,7 % v roku 2019. Táto zložka by mala byť hlavným faktorom rastu inflácie HICP od polovice roka 2017.

Hlavným faktorom predpokladaného posilňovania inflácie v najbližšom období je očakávaný obrat vo vývoji dovozných cien. Po nezvyčajne dlhom období opakovaných poklesov dovozných cien by ročná miera rastu dovozných cien mala v roku 2017 zaznamenať kladné hodnoty. Jedným z hlavných faktorov obratu je predpokladaný rast cien komodít, najmä cien ropy. Významnou mierou sa na obrate ročnej miery rastu deflátoru dovozu od roku 2016 do roku 2017 podieľajú aj výrazné kladné bázické efekty. Zvyšujúce sa globálne nekomoditné inflačné tlaky, podporované znižujúcou sa nevyužitou globálnou kapacitou, by mali prispievať k externým cenovým tlakom v eurozóne. Podľa projekcií by mali byť globálne cenové tlaky napriek ich očakávanému rastu aj naďalej mierne, tlmené stále značnou mierou nevyužitých globálnych kapacít vo vyspelých aj v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách a následnou vysokou mierou konkurencie s nízkonákladovými krajinami.

Predpokladá sa, že s postupným znižovaním miery nevyužitých kapacít na trhu práce a postupným odznievaním ostatných faktorov, ktoré brzdia rast miezd, budú mzdy počas sledovaného obdobia viditeľne rásť. Rast kompenzácií na zamestnanca by sa mal zvýšiť z 1,2 % v roku 2016 na 2,4 % v roku 2019. Hlavnými faktormi tohto viditeľného oživenia sú predpokladané zlepšenie situácie na trhu práce a predvídaný rast inflácie, ktorý by sa mal spätne premietnuť do vývoja miezd,

keďže proces mzdového vyjednávania v niektorých krajinách eurozóny zahŕňa výrazné retrospektívne prvky. Počas sledovaného obdobia by navyše mala postupne odznievať potreba mzdovej moderácie v niektorých krajinách, zameranej na obnovenie cenovej konkurencieschopnosti, ako aj účinok dlhodobejšieho brzdenia dynamiky miezd. Tlmiace účinky štrukturálnych reforiem trhu práce zavedených v niektorých krajinách eurozóny počas krízy zároveň môžu vzhľadom na pokračujúce a rozširujúce sa cyklické oživenímzdový rast menej brzdiť. Navyše by mali postupne odznievať kompozičné efekty, keďže rast zamestnanosti bude oproti posledným rokom rozsiahlejší a menej sústredený na nízku produktivitu a teda na sektory s nízkou úrovňou miezd.

Očakáva sa, že ziskové marže budú počas sledovaného obdobia naďalej rásť vďaka pokračujúcemu hospodárskemu oživeniu, ale oveľa pomalším tempom než v roku 2015. V roku 2015 prispieval k rastu ziskových marží prudký pokles cien ropy, ktorý sa podľa všetkého v plnej miere nepremietol do spotrebiteľských cien, a tiež tlmený vývoj jednotkových nákladov práce. S postupným odznievaním účinku cien ropy a zrýchľovaním rastu jednotkových nákladov práce v roku 2016 by sa mal rast ziskových marží oslabiť. V podstate nezmenené a mierne tempo rastu ziskových marží počas zvyšku sledovaného obdobia je v súlade s predvídaným cyklickým oživením a s určitými tlmiacimi účinkami vyplývajúcimi zo zvyšujúcich sa jednotkových nákladov práce.

V porovnaní s projekciami zo septembra 2016 zostáva výhľad vývoja inflácie HICP celkovo nezmenený. Hoci je trend vývoja základnej inflácie mierne slabší než v predchádzajúcich projekciách, v roku 2017 je viac než vykompenzovaný vyššou infláciou cien energií.

3 Výhľad rozpočtového vývoja

Nastavenie rozpočtovej politiky by malo byť podľa projekcií expanzívne v roku 2016 a celkovo neutrálne v rokoch 2017 až 2019. Nastavenie rozpočtovej politiky je vyjadrené ako zmena cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od vládnej podpory finančnému sektoru. V roku 2016 je expanzívne nastavenie rozpočtovej politiky prevažne dané diskrečnými rozpočtovými opatreniami, zatiaľ čo nediskrečné faktory zohrávajú menšiu úlohu a súvisia najmä s miernym poklesom nedaňových príjmov.

Deficit a dlh verejnej správy by sa mali podľa projekcií počas sledovaného obdobia znižovať. V roku 2016 nižšie úrokové platby a zlepšenie cyklickej zložky viac než vykompenzovali zhoršenie cyklicky upraveného primárneho salda. Od roku 2017 do roku 2019 vyplýva z naďalej klesajúcich úrokových splátok a zlepšovania cyklickej zložky ďalší pokles rozpočtového deficitu, zatiaľ čo cyklicky upravené primárne saldo zostáva bez zmeny. Očakáva sa, že v priebehu sledovaného obdobia k postupnému znižovaniu dlhu verejnej správy prispeje predovšetkým priaznivý vplyv diferenciálu rastu a úrokovej miery vzhľadom na projektované hospodárske oživenie a predpokladané nízke úrokové sadzby. Na projektovaný vývoj dlhu má priaznivý vplyv aj primárny prebytok.

V porovnaní s projekciami zverejnenými v septembri je výhľad rozpočtového vývoja z hľadiska pomeru deficitu zhruba nezmenený, zatiaľ čo pomer dlhu bol na roky 2017 – 2018 upravený nahor. Revízia pomeru dlhu k HDP v rokoch 2017 a 2018 nahor je predovšetkým odrazom menšieho príspevku diferenciálu rastu a úrokovej miery k redukcii dlhu, a to v dôsledku úpravy nominálneho HDP eurozóny nadol.

Tabuľka 1

Makroekonomické projekcie pre eurozónu¹⁾

(ročná percentuálna zmena)

	december 2016				september 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Reálny HDP ¹⁾	1,7 [1,6 – 1,8] ²⁾	1,7 [1,1 – 2,3] ²⁾	1,6 [0,6 – 2,6] ²⁾	1,6 [0,4 – 2,8] ²⁾	1,7 [1,5 – 1,9] ²⁾	1,6 [0,7 – 2,5] ²⁾	1,6 [0,4 – 2,8] ²⁾
Súkromná spotreba	1,7	1,5	1,5	1,4	1,7	1,6	1,5
Vládna spotreba	2,0	1,3	1,1	1,1	1,7	0,9	1,0
Hrubá tvorba fixného kapitálu	3,0	3,1	3,1	2,7	3,1	3,3	3,3
Vývoz ³⁾	2,7	3,7	3,9	4,0	2,6	3,7	4,1
Dovoz ³⁾	3,3	4,1	4,3	4,1	3,3	4,4	4,7
Zamestnanosť	1,4	1,1	0,8	0,8	1,3	0,8	0,7
Miera nezamestnanosti (v % pracovnej sily)	10,0	9,5	9,1	8,7	10,1	9,9	9,6
HICP	0,2 [0,2 – 0,2] ²⁾	1,3 [0,8 – 1,8] ²⁾	1,5 [0,7 – 2,3] ²⁾	1,7 [0,9 – 2,5] ²⁾	0,2 [0,1 – 0,3] ²⁾	1,2 [0,6 – 1,8] ²⁾	1,6 [0,8 – 2,4] ²⁾
HICP bez energií	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
HICP bez energií a potravín	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,3	1,5
HICP bez energií, potravín a zmien nepriamych daní ⁴⁾	0,8	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
Jednotkové náklady práce	0,8	1,0	1,3	1,5	0,8	1,0	1,3
Kompenzácie na zamestnanca	1,2	1,7	2,1	2,4	1,2	1,8	2,2
Produktivita práce	0,3	0,6	0,8	0,9	0,4	0,7	0,9
Saldo rozpočtu verejnej správy (v % HDP)	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2	-1,9	-1,7	-1,5
Štrukturálne rozpočtové saldo (v % HDP) ⁵⁾	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4	-1,9	-1,8	-1,6
Hrubý dlh verejnej správy (v % HDP)	89,4	88,5	87,3	85,7	89,5	88,4	87,0
Saldo bežného účtu platobnej bilancie (v % HDP)	3,2	3,1	3,0	3,1	3,5	3,4	3,3

1) Údaje očistené od rozdielov v počte pracovných dní.

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

3) Vrátať obchodnej výmene v rámci eurozóny.

4) Tento ukazovateľ vychádza z odhadov skutočného vplyvu nepriamych daní. Môže sa líšiť od údajov Eurostatu, ktoré predpokladajú úplné a okamžité premietnutie vplyvu daní do HICP.

5) Vypočítané ako saldo verejnej správy očistené od dočasných vplyvov hospodárskeho cyklu a dočasných 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 pre rôzne príjmové a výdavkové položky počítajú oddelene. Podrobnejšie informácie sa nachádzajú v boxe Cyklická úprava salda štátneho rozpočtu v Mesačnom bulletinne ECB z marca 2012 a v boxe Štrukturálne saldo ako ukazovateľ rozpočtovej pozície v Mesačnom bulletinne 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 zohľadňuje aj dôsledky niektorých potenciálnych politických opatrení novej vlády Spojených štátov na výhľad vývoja v Spojených štátoch, vo svete a v eurozóne.

1) Alternatívny vývoj cien ropy

Modely alternatívneho vývoja cien ropy v priebehu sledovaného obdobia poukazujú na riziko rýchlejšieho rastu cien ropy, než vyplýva z cien futures. Technické predpoklady vývoja cien ropy v rámci základnej projekcie, vychádzajúce z trhov s futures, predpovedajú rast cien ropy, pričom cena ropy Brent by mala ku koncu roka 2019 dosiahnuť približne 55 USD za barel. Tento vývoj je v súlade so scenárom mierneho oživenia svetového dopytu po rope, ktorý súvisí s posilňovaním svetového hospodárskeho oživenia a s miernym znížením ponuky ropy. Z kombinácie alternatívnych modelov, pomocou ktorých odborníci Eurosystemu⁵ vypracúvajú projekcie vývoja cien ropy počas sledovaného obdobia, v súčasnosti vyplýva rýchlejší vývoj cien ropy počas sledovaného obdobia, než sa očakáva na základe technických predpokladov. V prípade naplnenia tohto alternatívneho vývoja, pri ktorom by boli ceny ropy do roka 2019 o 19 % vyššie než v základnom scenári, by došlo k miernemu pribrzdzeniu rastu reálneho HDP a zároveň k rýchlejšiemu rastu inflácie HICP (o 0,1 percentuálneho bodu v roku 2017, 0,2 percentuálneho bodu v roku 2018 a 0,3 percentuálneho bodu v roku 2019).

Po dokončení tohto vydania projekcií sa krajiny OPEC dňa 30. novembra 2016 dohodli na obmedzení dodávky ropy, čo viedlo k prudkému nárastu ropných futures v krátkodobom horizonte a následnému miernemu zvýšeniu trendu ropných futures v neskoršej časti sledovaného obdobia. V prípade naplnenia tohto vývoja ropných futures by bola výsledkom vyššia úroveň inflácie HICP v roku 2017, no vplyv na vývoj inflácie v rokoch 2018 a 2019 oproti základnej projekcii by bol menší.

2) Alternatívny vývoj výmenného kurzu

Táto analýza citlivosti skúma (na ilustračné účely) vplyv výraznejšieho oslabovania výmenného kurzu eura v porovnaní so základnou projekciou. Riziko znehodnotenia výmenného kurzu eura súvisí najmä s divergenciou nastavenia menovej politiky na oboch stranách Atlantiku. Ďalší tlak na znehodnotenie eura by mohol vyplynúť najmä z menej pozvoľného zvyšovania sadzby federálnych fondov v Spojených štátoch, než sa očakáva. Príčinou môžu byť predovšetkým rastúce inflačné očakávania v Spojených štátoch v prostredí expanzívnej rozpočtovej politiky a nedostatku pracovných síl. Alternatívny vývoj výmenného kurzu eura vychádza z 25. percentilu rozdelenia na základe rizikovo neutrálnych hustôt odvodených z cien opcií na výmenný kurz USD/EUR zo 17. novembra 2016. Z tohto vývoja vyplýva postupné oslabovanie eura voči americkému doláru až na úroveň 0,95 USD/EUR v roku 2019, čo je o 9,7 % pod úrovňou

⁵ Podrobnejšie informácie o kombinácii štyroch modelov uvádza článok „Forecasting the price of oil“, *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2015.

základnej projekcie na tento rok. Zodpovedajúce predpoklady nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura sú odrazom historických zákonitostí, podľa ktorých zmeny výmenného kurzu USD/EUR odrážajú zmeny efektívneho výmenného kurzu s elasticitou približne 50 %. Výsledkom predpokladu je postupný odklon efektívneho výmenného kurzu eura od základnej projekcie smerom nadol až na úroveň 5,2 % pod úrovňou základnej projekcie v roku 2019. V tomto scenári vývoja z priemeru výsledkov viacerých makroekonomických modelov odborníkov vyplýva vyšší rast reálneho HDP (o 0,2 až 0,3 percentuálneho bodu za rok) a vyššia inflácia HICP (o 0,2 percentuálneho bodu na rok 2017 a 0,4 až 0,5 percentuálneho bodu na roky 2018 a 2019).

3) Scenáre vývoja súvisiace s novou vládou Spojených štátov: dôsledky na výhľad vývoja v Spojených štátoch, vo svete a v eurozóne

Potenciálne zmeny politiky za novej vlády Spojených štátov pod vedením zvoleného prezidenta Donalda Trumpa zatiaľ nie sú definitívne jasné. Hoci podrobnosti o konkrétnych politických opatreniach novej vlády zatiaľ nie sú známe a preto ani nie sú zahrnuté do základného scenára, Donald Trump počas svojej kampane načrtnol nasledujúce hlavné politické plány:

- i) rozsiahly balík stimulačných rozpočtových opatrení, s možnosťou kombinácie znižovania daní fyzických osôb a veľkých právnických osôb, ako aj navýšenia výdavkov na infraštruktúru a obranu,
- ii) prísnejšia imigračná politika a iii) zvýšený obchodný protekcionizmus. Nasleduje analýza potenciálnych dôsledkov týchto troch širokých oblastí politiky, s prihliadnutím na riziká súvisiace s vysokou neistotou, ktorá z nich pramení.

V Spojených štátoch tento balík opatrení pravdepodobne vyvolá rast inflácie, zatiaľ čo vplyv na hospodársku aktivitu závisí od konkrétnych zvolených opatrení. Rozpočtové opatrenia podporia rast reálneho HDP a inflácie, no tento účinok môže byť tlmený v dôsledku vyšších úrokových sadzieb a zhodnocovania amerického dolára. Prísnejšia imigračná politika by mohla viesť k pomerne nevýraznému oslabeniu hospodárskej aktivity, ak bude pokles pracovných síl do značnej miery vykompenzovaný vyššou mierou účasti na pracovnom trhu a zvýšenou zamestnanosťou iných skupín domáceho obyvateľstva. Protekcionistické obchodné politiky s vyššími dovoznými clami by mohli byť opätovanými opatreniami a v dôsledku nižšieho vývozu zo Spojených štátov by mohli počas horizontu projekcií viesť k poklesu reálneho HDP Spojených štátov.

Dôsledky na vývoj vo svete závisia od intenzity pôsobenia rôznych kanálov. Rozvíjajúce sa trhové ekonomiky v prípade výrazného dosahu protekcionistických opatrení pravdepodobne zaznamenajú nepriaznivý vplyv na rast HDP, zatiaľ čo iné regióny môžu spočiatku z účinkov fiškálnych stimulov a substitučných účinkov zmien obchodu v Spojených štátoch profitovať.

Pokiaľ ide o dôsledky na vývoj v eurozóne, do úvahy pripadá viacero kanálov. Po prvé, expanzia rozpočtovej politiky v Spojených štátoch by podporila tamojší domáci dopyt, oslabilaby euro voči americkému doláru a viedla by k vyššiemu dopytu po tovaroch a službách eurozóny. Po druhé, keďže domáca aktivita a dovoz v Spojených štátoch a rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách by mohli v dôsledku vyšších dovozných ciel a iných obchodných politík zaznamenať pokles, priamy účinok obchodných politík Spojených štátov na dopyt by mohol byť pre eurozónu negatívny. Ak sa však na eurozónu vyššie dovozné clá vzťahovať nebudú, došlo by k zvýšeniu jej cenovej konkurencieschopnosti v porovnaní s krajinami, ktorých sa vyššie dovozné clá týkať budú. To by mohlo mať za následok globálny substitučný efekt v prospech eurozóny. Celkovo však rozsah dôsledkov na vývoj v eurozóne za súčasných okolností zostáva veľmi neistý a závisí od konkrétnych opatrení zvolených novou vládou Spojených štátov.

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, aktuálne dostupné projekcie iných inštitúcií týkajúce sa rastu reálneho HDP a inflácie HICP sa celkovo nachádzajú v rámci intervalov projekcií odborníkov Eurosystemu (v tabuľke uvedené v zátvorkách).

Porovnanie prognóz rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne

(ročná percentuálna zmena)

	Dátum zverejnenia	Rast HDP			Inflácia HICP		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projekcie odborníkov Eurosystemu	december 2016	1,7 [1,6 – 1,8]	1,7 [1,1 – 2,3]	1,6 [0,6 – 2,6]	0,2 [0,2 – 0,2]	1,3 [0,8 – 1,8]	1,5 [0,7 – 2,3]
Európska komisia	november 2016	1,7	1,5	1,7	0,3	1,4	1,4
OECD	november 2016	1,7	1,6	1,7	0,2	1,2	1,4
Euro Zone Barometer	november 2016	1,6	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6
Consensus Economics Forecasts	november 2016	1,6	1,3	1,4	0,2	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	október 2016	1,6	1,4	1,5	0,2	1,2	1,4
MMF	október 2016	1,7	1,5	1,6	0,3	1,1	1,3

Zdroj: European Commission European Economic Forecasts, jeseň 2016; IMF World Economic Outlook, október 2016; OECD Economic Outlook, november 2016; Consensus Economics Forecasts, november 2016; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, november 2016; a Survey of Professional Forecasters od ECB, október 2016.

Poznámka. V makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu a ECB a v prognózach OECD sú uvedené ročné miery rastu očistené od vplyvu počtu pracovných dní v roku, zatiaľ čo Európska komisia a MMF svoje prognózy od tohto vplyvu neočistujú. 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.