



# Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – september 2018<sup>1</sup>

*Po výraznom raste v roku 2017 sa hospodárska expanzia v eurozóne v prvom polroku 2018 spomalila, a to najmä v dôsledku oslabovania svetovej obchodnej výmeny. Hoci krátkodobý výhľad znížili globálne neistoty, expanzia v eurozóne by mala podľa projekcií pokračovať tempom mierne prekračujúcim potenciálnu úroveň, čo je odrazom priaznivého vplyvu výrazne akomodačného nastavenia menovej politiky, zlepšujúcich sa podmienok na trhu práce a silnejších súvah. Za miernym spomalením rastu reálneho HDP, z 2,0 % v roku 2018 na 1,7 % v roku 2020, stojí najmä postupné oslabovanie stimulov zo strany svetového obchodu a rastúci nedostatok pracovných síl. Inflácia HICP by mala v každom roku horizontu projekcií dosiahnuť v priemere 1,7 %, s určitou volatilitou jej štvrťročného profilu. Za stabilným vývojom priemernej ročnej miery inflácie sa skrýva pokles ročnej miery rastu energetickej zložky v dôsledku doznievania vplyvu minulého zvyšovania cien ropy, ktorý je vykompenzovaný postupným rastom základnej inflácie vzhľadom na čoraz akútnejšie ponukové obmedzenia.*

1

## Reálna ekonomika

**Po veľmi silnom raste v roku 2017 sa hospodárska expanzia v prvom polroku 2018 výrazne oslabil.** Tento ústup z veľmi vysokých úrovní rastu súvisí najmä s oslabením stimulov zo strany zahraničného obchodu, ktoré je odrazom vplyvu oslabovania svetovej obchodnej výmeny znásobeného vplyvom predchádzajúceho zhodnocovania eura. Hoci sa na spomaľovaní hospodárskej aktivity v prvom polroku 2018 podľa všetkého podieľali najmä faktory na strane dopytu, k jej útlmu v tomto období pravdepodobne do určitej miery prispelo aj viacero dočasných a ponukových faktorov.

**Čo sa týka budúceho vývoja, rast reálneho HDP eurozóny by mal v nasledujúcich štvrťrokoch zostať stabilný.** Toto očakávanie je v súlade s ukazovateľmi podnikateľskej a spotrebiteľskej dôvery, ktoré síce začiatkom roka

<sup>1</sup> Makroekonomické projekcie vypracované odborníkmi ECB alebo Eurosystému slúžia Rade guvernérov ako podklad pri hodnotení hospodárskeho vývoja a rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. Tieto projekcie nie sú schvaľované Radou guvernérov a nemusia nevyhnutne vyjadrovať jej názor na výhľad vývoja v eurozóne. 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 21. august 2018 (box 1). Dňom uzávierky ostatných údajov použitých v týchto projekciách bol 29. august 2018.

Toto vydanie makroekonomických projekcií sa vzťahuje na obdobie rokov 2018 až 2020. 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 „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections“ v Mesačnom bulletinu ECB z mája 2013.

Na stránke <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> sa nachádza odkaz na údaje, z ktorých vychádzajú vybrané tabuľky a grafy.

v ojedinelých prípadoch klesli, no i naďalej zostávajú na historicky vysokých úrovniach. Výhľad vývoja potvrdzujú aj hlavné ukazovatele, ako napríklad EuroCOIN a Conference Board Leading Economic Index.

## Tabuľka 1

### Makroekonomické projekcie pre eurozónu<sup>1)</sup>

(ročná percentuálna zmena)

|   | September 2018 |                           |                           |                           | Jún 2018 |                           |                           |                           |
|---|----------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|----------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
|   | 2017           | 2018                      | 2019                      | 2020                      | 2017     | 2018                      | 2019                      | 2020                      |
| Reálny HDP  | 2,5            | 2,0                       | 1,8                       | 1,7                       | 2,5      | 2,1                       | 1,9                       | 1,7                       |
|   |                | [1,8 – 2,2] <sup>2)</sup> | [1,0 – 2,6] <sup>2)</sup> | [0,6 – 2,8] <sup>2)</sup> |          | [1,8 – 2,4] <sup>2)</sup> | [0,9 – 2,9] <sup>2)</sup> | [0,6 – 2,8] <sup>2)</sup> |
| Súkromná spotreba   | 1,7            | 1,5                       | 1,7                       | 1,6                       | 1,7      | 1,6                       | 1,7                       | 1,5                       |
| Vládna spotreba   | 1,2            | 1,4                       | 1,4                       | 1,3                       | 1,2      | 1,3                       | 1,3                       | 1,2                       |
| Tvorba hrubého fixného kapitálu                                     | 2,8            | 4,0                       | 3,2                       | 2,9                       | 3,3      | 4,2                       | 3,3                       | 2,8                       |
| Vývoz <sup>3)</sup>   | 5,6            | 3,1                       | 3,8                       | 3,6                       | 5,4      | 4,2                       | 4,4                       | 3,8                       |
| Dovoz <sup>3)</sup>   | 4,2            | 3,5                       | 4,5                       | 3,9                       | 4,6      | 4,1                       | 4,7                       | 4,0                       |
| Zamestnanosť  | 1,6            | 1,4                       | 0,9                       | 0,8                       | 1,6      | 1,4                       | 1,1                       | 0,8                       |
| Miera nezamestnanosti<br>(v % pracovnej sily)                       | 9,1            | 8,3                       | 7,8                       | 7,4                       | 9,1      | 8,4                       | 7,8                       | 7,3                       |
| HICP  | 1,5            | 1,7                       | 1,7                       | 1,7                       | 1,5      | 1,7                       | 1,7                       | 1,7                       |
|   |                | [1,6 – 1,8] <sup>2)</sup> | [1,1 – 2,3] <sup>2)</sup> | [0,9 – 2,5] <sup>2)</sup> |          | [1,6 – 1,8] <sup>2)</sup> | [1,0 – 2,4] <sup>2)</sup> | [0,9 – 2,5] <sup>2)</sup> |
| HICP bez energií  | 1,2            | 1,3                       | 1,6                       | 1,8                       | 1,2      | 1,3                       | 1,7                       | 1,9                       |
| HICP bez energií a potravín   | 1,0            | 1,1                       | 1,5                       | 1,8                       | 1,0      | 1,1                       | 1,6                       | 1,9                       |
| HICP bez energií, potravín<br>a zmien nepriamych daní <sup>4)</sup> | 1,0            | 1,1                       | 1,5                       | 1,8                       | 1,0      | 1,1                       | 1,5                       | 1,9                       |
| Jednotkové náklady práce  | 0,7            | 1,6                       | 1,3                       | 1,7                       | 0,7      | 1,5                       | 1,2                       | 1,8                       |
| Kompenzácie na zamestnanca  | 1,5            | 2,2                       | 2,2                       | 2,7                       | 1,6      | 2,3                       | 2,1                       | 2,7                       |
| Produktivita práce  | 0,9            | 0,6                       | 0,9                       | 1,0                       | 0,9      | 0,7                       | 0,9                       | 0,9                       |
| Saldo rozpočtu verejnej správy<br>(v % HDP)                         | -1,0           | -0,6                      | -0,8                      | -0,5                      | -0,9     | -0,7                      | -0,8                      | -0,5                      |
| Štrukturálne rozpočtové saldo<br>(v % HDP) <sup>5)</sup>            | -1,0           | -0,8                      | -1,0                      | -1,0                      | -0,9     | -0,9                      | -1,0                      | -0,9                      |
| Hrubý dlh verejnej správy<br>(v % HDP)                              | 86,6           | 84,8                      | 82,8                      | 80,6                      | 86,7     | 84,8                      | 82,7                      | 80,4                      |
| Saldo bežného účtu platobnej bilancie<br>(v % HDP)                  | 3,5            | 3,2                       | 2,8                       | 2,8                       | 3,5      | 2,9                       | 2,5                       | 2,5                       |

1) Reálny HDP a jeho zložky vychádzajú z údajov očistených 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) Vrátane 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 premietanie vplyvu daní do HICP.

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

**V strednodobom horizonte zostávajú základné predpoklady na pokračujúcu expanziu priaznivú.** Očakáva sa, že domáci dopyt bude aj naďalej stimulovať viacero priaznivých faktorov. Výrazne akomodačné nastavenie menovej politiky ECB sa naďalej premieta do ekonomiky. Rast úverov súkromnému sektoru sa vďaka nízkym úrokovým mieram a priaznivým podmienkam poskytovania bankových úverov naďalej zrýchľuje. K dynamike súkromných výdavkov bude prispievať aj

nižšia potreba znižovania miery zadlženosti. Fiškálna pozícia by sa mala v roku 2019 zmeniť na mierne expanzívnu a v roku 2020 by mala byť celkovo neutrálna. Na rast súkromnej spotreby a rezidenčných investícií by mali tiež pozitívne vplyvať stabilne priaznivé podmienky na trhu práce a rastúci čistý majetok. Vzhľadom na rastúce zisky a vysokú mieru využitia kapacít budú zároveň v raste pokračovať aj podnikové investície. Vývoz z eurozóny by mal ťažiť z pokračujúcej expanzie globálnej hospodárskej aktivity a zodpovedajúceho rastu zahraničného dopytu po produkcii eurozóny.

**Rast reálneho HDP sa však má počas horizontu projekcií vzhľadom na postupné doznievanie vplyvu niektorých priaznivých faktorov mierne spomaliť.** Očakáva sa, že rast vývozu bude v rokoch 2018 a 2019 tlmený v dôsledku spomaľovania zahraničného dopytu po produkcii eurozóny. V rokoch 2019 a 2020 sa má podľa očakávaní výrazne spomaliť rast zamestnanosti, predovšetkým v dôsledku čoraz akútnejšieho nedostatku pracovných síl v niektorých krajinách eurozóny. Okrem toho sa v súvislosti s normalizáciou nízkej miery úspor v kontexte cyklickej expanzie v niektorých krajinách očakáva aj zmiernenie rastu súkromnej spotreby.

**Rast reálneho disponibilného príjmu sa má v rokoch 2018 a 2019 zrýchliť a následne v roku 2020 znova spomaliť.** V roku 2018 sa podľa projekcií očakáva značné zvýšenie podielu hrubých miezd a platov na raste nominálneho disponibilného príjmu, za ktorým má stáť rýchlejší rast miezd. Počas zvyšku horizontu projekcií by sa mal tento podiel do určitej miery znížiť, keďže ďalšie zrýchľovanie rastu nominálnych miezd je prevážené vplyvom spomaľovania rastu zamestnanosti. Rast ostatných osobných príjmov by sa mal počas horizontu projekcií v súlade s rastúcimi ziskami postupne zrýchľovať. Očakáva sa, že príspevok čistých fiškálnych transferov zostane v roku 2018 záporný. V roku 2019 by sa mal vzhľadom na znižovanie priamych daní znásobené rastúcimi transfermi domácnostiam zmeniť na kladný a v roku 2020 by mal byť neutrálny. Celkovo by malo byť zloženie rastu nominálneho disponibilného príjmu z pohľadu výdavkov domácností menej priaznivé, keďže disponibilný príjem bude určený viac mzdami ako zamestnanosťou – na zmeny súvisiace so zamestnanosťou totiž spotreba zvyčajne reaguje o niečo výraznejšie.

**Súkromná spotreba by mala počas horizontu projekcií zostať stabilná vďaka priaznivým podmienkam poskytovania bankových úverov, ku ktorým prispievajú menovopolitické opatrenia ECB, a vďaka výsledkom dosiahnutým v procese oddlžovania.** Hoci nízke úrokové sadzby ovplyvnili úrokové výnosy a úrokové náklady domácností, profitovať z nich majú tendenciu skôr čistí dlžníci než čistí sporitelia. Keďže dlžníci majú zvyčajne väčší hraničný sklon k spotrebe, táto skutočnosť by mala podporovať agregátnu súkromnú spotrebu. Okrem toho by mal spotrebu podporovať aj rastúci čistý majetok domácností, ako aj výsledky dosiahnuté v procese oddlžovania.

**V priebehu horizontu projekcií sa očakáva postupné zvyšovanie miery úspor domácností z historicky nízkej úrovne.** V roku 2017 sa miera úspor znížila, najmä z dôvodu zlepšenia ekonomickej a finančnej situácie domácností, určitého uvoľnenia obmedzovaného dopytu z dôvodu odkladania veľkých nákupov v minulosti, ako aj

vzhľadom na vplyv veľmi nízkych úrokových mier na sklon domácností k sporeniu. Podľa projekcií by mala miera úspor počas sledovaného obdobia vzrásť, najmä v dôsledku normalizácie v prostredí cyklickej expanzie. Okrem toho sa očakáva, že domácnosti zvýšia úspory v reakcii na zníženie priamych daní v niektorých krajinách.

## Box 1

Technické predpoklady týkajúce sa úrokových mier, výmenných kurzov a cien komodít

### V porovnaní s projekciami z júna 2018 technické predpoklady zahŕňajú silnejší efektívny výmenný kurz eura, nižšie ceny ropy v amerických dolároch a nižšie úrokové sadzby.

Technické predpoklady týkajúce sa úrokových sadzieb a cien komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 21. augusta 2018. 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 roku 2018, -0,2 % v roku 2019 a 0,0 % v roku 2020. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne by podľa očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 1,1 % v roku 2018, 1,3 % v roku 2019 a 1,6 % v roku 2020.<sup>2</sup> V porovnaní s projekciami z júna 2018 boli trhové očakávania týkajúce sa krátkodobých úrokových sadzieb upravené nadol o 6 bázických bodov na rok 2019 a o 19 bázických bodov na rok 2020, zatiaľ čo očakávania dlhodobých sadzieb boli znížené o 8 bázických bodov na rok 2018, o 15 bázických bodov na rok 2019 a o 17 bázických bodov na rok 2020.

Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures (priemer za dvojtýždňové obdobie končiace sa dňom uzávierky 21. augusta 2018) sa predpokladá, že cena ropy Brent stúpne z 54,4 USD za barel v roku 2017 na 71,5 USD za barel v roku 2018 a 71,7 USD za barel v roku 2019, a v roku 2020 klesne na úroveň 69,0 USD za barel. Z tohto vývoja vyplýva, že v porovnaní s júnovými projekciami sú ceny ropy v USD v roku 2018 o 4,0 % nižšie, v roku 2019 o 2,5 % nižšie a v roku 2020 o 0,4 % vyššie. Ceny neenergetických komodít v amerických dolároch by mali v roku 2018 mierne stúpnuť, v roku 2019 klesnúť a v roku 2020 znova vzrásť.<sup>3</sup>

Predpokladá sa, že vzájomné výmenné kurzy zostanú počas sledovaného obdobia nezmenené na priemernej úrovni za dvojtýždňové obdobie končiace sa dňom uzávierky 21. augusta 2018. Z toho vyplýva priemerný výmenný kurz amerického dolára na úrovni 1,18 USD/EUR v roku 2018 a 1,14 USD/EUR v rokoch 2019 a 2020, v porovnaní s úrovňou 1,18 USD/EUR z projekcií z júna 2018. Efektívny výmenný kurz eura (voči 38 obchodným partnerom) je v porovnaní s júnovými projekciami o 1,5 % silnejší.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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 tretieho štvrtroka 2019 vychádzať z cien futures a neskôr sa budú vyvíjať podľa svetovej hospodárskej aktivity.

## Technické predpoklady

|   | September 2018 |      |      |      | Jún 2018 |      |      |      |
|---|----------------|------|------|------|----------|------|------|------|
|   | 2017           | 2018 | 2019 | 2020 | 2017     | 2018 | 2019 | 2020 |
| Trojmesačná sadzba EURIBOR<br>(v % p. a.)                                   | -0,3           | -0,3 | -0,2 | 0,0  | -0,3     | -0,3 | -0,2 | 0,2  |
| Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov<br>(v % p. a.)                       | 1,0            | 1,1  | 1,3  | 1,6  | 1,0      | 1,2  | 1,5  | 1,7  |
| Cena ropy (v USD za barel)  | 54,4           | 71,5 | 71,7 | 69,0 | 54,4     | 74,5 | 73,5 | 68,7 |
| Ceny neenergetických komodít v USD<br>(ročná percentuálna zmena)            | 8,0            | 1,9  | -2,6 | 4,2  | 7,9      | 9,3  | 2,5  | 4,1  |
| Výmenný kurz USD/EUR  | 1,13           | 1,18 | 1,14 | 1,14 | 1,13     | 1,20 | 1,18 | 1,18 |
| Nominálny efektívny výmenný kurz eura<br>(EER38) (ročná percentuálna zmena) | 2,2            | 5,1  | 0,6  | 0,0  | 2,2      | 4,4  | -0,1 | 0,0  |

**Rast rezidenčných investícií by mal podľa očakávaní pokračovať, hoci pomalším tempom.** V rokoch 2016 a 2017 došlo k výraznému rastu investícií do nehnuteľností na bývanie, k čomu prispievali výrazne priaznivé podmienky financovania, ako aj zrýchľovanie rastu príjmov súvisiace s pokračujúcou tvorbou pracovných miest. Začiatkom roka 2018 však oživenie rezidenčných investícií podľa všetkého dosiahlo svoj vrchol. Základné predpoklady ďalšieho rastu rezidenčných investícií počas horizontu projekcií zostávajú priaznivé, pričom z prieskumov vyplýva, že domácnosti počas nasledujúcich dvoch rokov v čoraz väčšej miere plánujú kúpu alebo výstavbu bývania, prípadne modernizáciu domácnosti. Napriek výraznému dopytu po nehnuteľnostiach na bývanie sa však očakáva, že tempo rastu investícií bude tlmené v dôsledku čoraz akútnejších kapacitných obmedzení v sektore stavebníctva a nepriaznivých demografických trendov v niektorých krajinách. Okrem toho sa očakáva aj mierne sprísnenie podmienok financovania a vzhľadom na rast výnosov je pravdepodobný aj postupný nástup alternatívnych dlhodobých investičných príležitostí.

**Počas sledovaného obdobia by malo pokračovať oživenie podnikových investícií, aj keď postupne klesajúcim tempom.** Podnikové investície by malo naďalej podporovať viacero faktorov: dôvera podnikov je vzhľadom na priaznivé očakávania v oblasti produkcie a vysoký stav objednávok naďalej veľmi vysoká, miera využitia kapacít zostáva výrazne nad dlhodobým priemerom a nedostatok vybavenia podniky čoraz častejšie uvádzajú ako faktor obmedzujúci produkciu vo výrobe, podmienky financovania by mali počas sledovaného obdobia zostať veľmi priaznivé, v kontexte momentálne vysokoliquidného nefinančného podnikového sektora sa očakáva rast ziskov a s cieľom kompenzovať ponukové obmedzenia súvisiace s nedostatkom pracovných síl sa podniky môžu rozhodnúť zvýšiť investičnú aktivitu. V dôsledku pozorovaného výrazného oživenia cien akcií v posledných rokoch, pokračujúcej akumulácie aktív a obmedzeného rastu dlhového financovania sa navyše pomer dlhového financovania (pomer dlhu k celkovým aktívam) v nefinančnom podnikovom sektore blíži k historickým minimám. Konsolidovaná hrubá zadlženosť (pomer dlhu k príjmom) však klesala oveľa menej a stále mierne prekračuje predkrízovú úroveň. Postupná strata tempa podnikových investícií počas horizontu projekcií odráža celkový pokles domáceho aj zahraničného dopytu.

## Box 2

### Medzinárodné prostredie

**Počas sledovaného obdobia sa v dôsledku rastúcich rizík a neistôt očakáva postupné zmiernovanie svetového hospodárskeho rastu.** V prvej polovici roka 2018 svetové hospodárstvo pokračovalo v stabilnom raste. Hoci v posledných mesiacoch došlo k oslabeniu svetovej výrobnjej aktivity, z výsledkov prieskumov vyplýva naďalej celkovo stabilná svetová hospodárska aktivita. V krátkodobom horizonte sa však očakáva zmiernenie dynamiky svetového hospodárstva. Vyspelé ekonomiky na jednej strane naďalej profitujú z akomodačnej menovej politiky a rozsiahlych fiškálnych stimulov v Spojených štátoch. Oživenie cien ropy v minulosti tiež pomohlo stabilizovať investície mnohých vývozcov ropy. Na druhej strane však došlo k zvýšeniu neistoty v spojitosti s budúcimi obchodnými vzťahmi, čo by sa malo v krátkodobom horizonte podľa očakávaní negatívne prejaviť na dôvere a investíciách. V dôsledku obáv v súvislosti s obchodom, postupnej normalizácie menovej politiky vo vyspelých ekonomikách a politickej neistoty došlo v posledných mesiacoch k sprísneniu podmienok financovania, najmä v niektorých rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. V strednodobom horizonte sa očakáva spomalenie hospodárskej aktivity spojené s ústupom cyklických účinkov. Záporná produkčná medzera vo väčšine vyspelých ekonomík zanikla, resp. zaniká a postupne bude dochádzať k redukcii politických stimulov. Na výhľad hospodárskeho vývoja Číny bude mať pravdepodobne vplyv jej prechod na nižšie tempá rastu (menej závislé od politických stimulov). U vývozcov komodít navyše napriek pokračujúcemu oživeniu pretrváva potreba rozpočtovej konsolidácie. Celkovo sa v projekciách očakáva rast svetovej hospodárskej aktivity (bez eurozóny) na úrovni 3,9 % v roku 2018, ktorý by sa mal v roku 2020 spomaliť na 3,7 %. V porovnaní s projekciami z júna 2018 bola projekcia rastu svetového HDP znížená o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2018 a o 0,2 percentuálneho bodu na rok 2019. Táto revízia odráža slabší výhľad vývoja v niektorých rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, najmä v Turecku. Okrem toho sa predpokladá, že rastúce napätie v obchodných vzťahoch a zvýšená neistota spojená s globálnym výhľadom budú v najbližších štvrtrokoch brzdiť svetovú investičnú aktivitu.

### Medzinárodné prostredie

(ročná percentuálna zmena)

|  | September 2018 |      |      |      | Jún 2018 |      |      |      |
|--|----------------|------|------|------|----------|------|------|------|
|  | 2017           | 2018 | 2019 | 2020 | 2017     | 2018 | 2019 | 2020 |
| Svetový reálny HDP (bez eurozóny)                    | 3,8            | 3,9  | 3,7  | 3,7  | 3,8      | 4,0  | 3,9  | 3,7  |
| Svetový obchod (bez eurozóny) <sup>1)</sup>          | 5,4            | 4,6  | 3,9  | 3,8  | 5,2      | 5,1  | 4,6  | 4,0  |
| Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny <sup>2)</sup> | 5,3            | 4,1  | 3,6  | 3,6  | 5,2      | 5,2  | 4,3  | 3,7  |

1) Vážený priemer dovozov.

2) Vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

**Očakáva sa, že po prudkom spomalení v druhom štvrtroku tohto roka svetová obchodná výmena zaznamená mierne oživenie, no vzhľadom na rastúcu neistotu spojenú s obchodným protekcionizmom zostane pomerne tlmená.** Po výraznom raste v roku 2017 sa svetová obchodná výmena v prvých mesiacoch tohto roka spomalila. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, zavedené clá sa zatiaľ vzťahujú len na pomerne malú časť svetového obchodu. Viedli však k zvýšeniu obáv o výhľad vývoja obchodných politík a svetového hospodárstva, čo podľa očakávaní nepriaznivo ovplyvní svetovú hospodársku aktivitu a obchodné vyhliadky. V strednodobom horizonte by mal svetový obchod rásť zhruba podobným tempom ako svetová hospodárska aktivita. Rast zahraničného dopytu po produkcii eurozóny by sa mal celkovo v roku 2018 zrýchliť o 4,1 %

a v roku 2020 by sa mal spomaliť na 3,6 %. V porovnaní s projekciami z júna 2018 bola projekcia dopytu znížená o 1,1 percentuálneho bodu na rok 2018, o 0,7 percentuálneho bodu na rok 2019 a o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2020. Zníženie projekcií odráža najmä pokles dynamiky údajov v krátkodobom horizonte, v neskoršom období aj vplyv vyšších obchodných ciel a účinky slabšej projektovanej hospodárskej aktivity.

---

**Očakáva sa, že rast vývozu z eurozóny bude vzhľadom na spomaľovanie zahraničného dopytu tlmený.** Vývoz z eurozóny by mal naďalej rásť podobným tempom ako zahraničný dopyt po produkcii eurozóny, z čoho vyplýva zhruba stabilná úroveň podielov na vývozných trhoch počas sledovaného obdobia. Dovoz do eurozóny by mal ťažiť z priaznivého vývoja domáceho dopytu a v nasledujúcich štvrtrokoch i zo silnejšieho eura. Keďže dovoz by mal podľa projekcií rásť o niečo rýchlejšie ako vývoz, príspevok čistého obchodu k hospodárskemu rastu by mal byť v priebehu sledovaného obdobia zhruba neutrálny (po výrazne kladnom príspevku v roku 2017).

**Rast zamestnanosti by sa mal vzhľadom na očakávané prehlbovanie nedostatku pracovných síl v niektorých krajinách spomaliť.** Počet zamestnancov v eurozóne sa v prvom a druhom štvrtroku 2018 zvýšil o 0,4 %. Aktuálne rýchly rast zamestnanosti má široký geografický rozsah a prieskumy budúceho vývoja naznačujú naďalej výrazný rast v najbližšom období. Podľa projekcií by sa však rast zamestnanosti mal čiastočne spomaliť. V roku 2018 sa očakáva postupné doznievanie účinku niektorých priaznivých dočasných faktorov (napríklad rozpočtových stimulov v niektorých krajinách eurozóny). Predpokladá sa, že ku koncu sledovaného obdobia dôjde v niektorých krajinách k ďalšiemu zintenzívneniu nedostatku pracovných síl.

**Rast pracovných síl by sa mal počas horizontu projekcií zmierniť.** Počas horizontu projekcií sa vzhľadom na čistú imigráciu pracovných síl, očakávanú integráciu utečencov a pokračujúce zvyšovanie miery účasti na pracovnom trhu (vrátane ústupu účinku „demotivovaných pracovníkov“) očakáva ďalšia expanzia pracovných síl. Tieto pozitívne účinky by však mali byť počas sledovaného obdobia postupne prevážené nepriaznivým vplyvom starnutia obyvateľstva, keďže počet starších ľudí odchádzajúcich z trhu práce prevyšuje počet mladších ľudí, ktorý naň vstupujú.

**V roku 2020 sa očakáva pokles miery nezamestnanosti na 7,4 %.** Miera nezamestnanosti v druhom štvrtroku 2018 klesla na 8,3 %, čo je najnižšia úroveň zaznamenaná od konca roka 2008. Čo sa týka budúceho vývoja, počet nezamestnaných by mal podľa projekcií naďalej výrazne klesať a mal by sa priblížiť k svojmu predkrízovému minimu.

**Očakáva sa, že produktivita práce v rokoch 2019 a 2020 v súlade so svojím cyklickým priebehom zaznamená oživenie.** Po výraznom tempe rastu v roku 2017 sa produktivita práce v prvom polroku 2018 v dôsledku neočakávaného oslabenia hospodárskej aktivity spomalila. V druhom polroku 2018 sa v dôsledku oneskorenej reakcie zamestnanosti na slabšiu hospodársku aktivitu na začiatku roka očakáva

mierne zrýchlenie rastu produktivity práce. Čo sa týka ďalšieho vývoja, uvedené spomalenie rastu zamestnanosti, rastúca miera využitia kapitálu vzhľadom na klesajúcu mieru nevyužitých kapacít, zvýšenie počtu odpracovaných hodín na osobu a určitý nárast celkovej produktivity výrobných faktorov naznačujú, že rast produktivity práce sa v neskoršej časti sledovaného obdobia zrýchli a postupne sa priblíži k svojej predkrízovej priemernej úrovni 1,0 %.

**Rast reálneho HDP by mal počas sledovaného obdobia zostať nad úrovňou potenciálneho rastu.** Vzhľadom na rastúci príspevok pracovnej sily a celkovej produktivity výrobných faktorov rast potenciálneho produktu podľa odhadov za posledné roky do určitej miery nabral na intenzite. Na konci sledovaného obdobia by mal rast potenciálneho produktu dosahovať tempo o niečo nižšie než pred krízou, pričom by mal naďalej zaostávať za úrovňou skutočného rastu reálneho HDP. Je však potrebné poznamenať, že rast potenciálneho produktu ani faktory jeho rastu nie sú pozorovateľné a takéto odhady sú spojené so značnou neistotou.

**V porovnaní s projekciami z júna 2018 bol rast reálneho HDP na roky 2018 a 2019 upravený mierne nadol.** Táto úprava súvisí najmä so slabším než doteraz očakávaným príspevkom čistého obchodu, ktorý je odrazom zníženia projekcií zahraničného dopytu a silnejšieho efektívneho výmenného kurzu eura. Tieto účinky prevažujú kladný vplyv nižších úverových sadzieb a určitých rozpočtových stimulov na domáci dopyt.

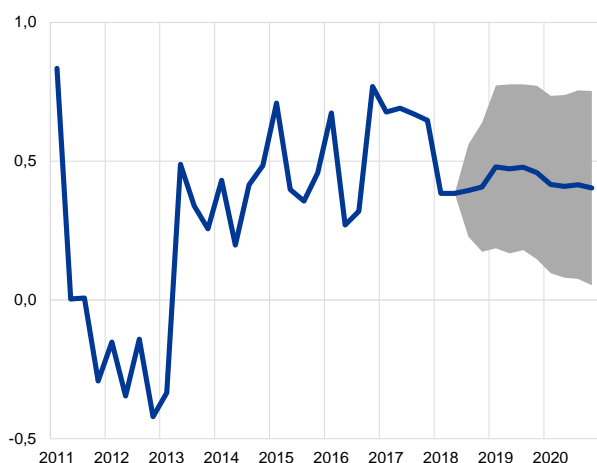
## Graf 1

### Makroekonomické projekcie<sup>1)</sup>

(štvrtročné údaje)

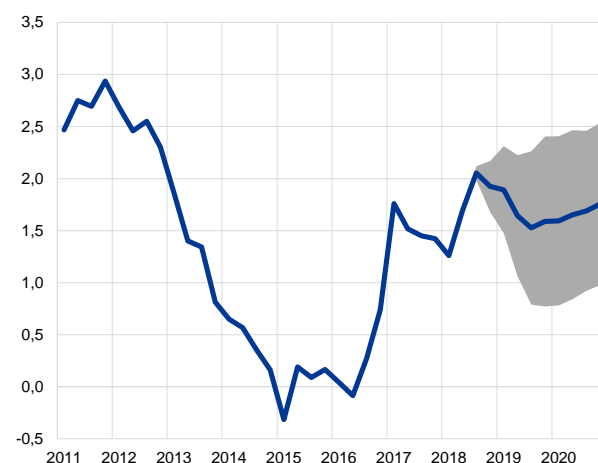
#### Reálny HDP eurozóny<sup>2)</sup>

(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 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. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Údaje očistené od rozdielov v počte pracovných dní.



**Inflácia HICP by podľa projekcií mala dosiahnuť v priemere 1,7 % vo všetkých rokoch sledovaného obdobia, keďže klesajúci profil inflácie energetickej zložky HICP vyvažuje postupné zvyšovanie inflácie HICP bez energií a potravín.** Inflácia energetickej zložky by sa mala v priebehu celého sledovaného obdobia v dôsledku záporných bazických efektov a mierneho poklesu cien ropných futures znižovať. Základná inflácia by sa mala vzhľadom na zlepšujúcu sa cyklickú pozíciu hospodárstva a súvisiace zrýchľovanie mzdového rastu zvyšovať. Ďalšie tlaky na rast základnej inflácie sa očakávajú aj zo strany externého cenového vývoja, keďže infláciu HICP bez energií a potravín nepriamo ovplyvňuje predchádzajúci rast cien ropy. Celkovo by inflácia HICP bez energií a potravín mala postupne vzrásť z 1,1 % v roku 2018 na 1,8 % v roku 2020.

**Očakáva sa, že mzdový rast sa v sledovanom období značne zrýchli, a to v dôsledku rastúceho nedostatku pracovných síl a doznievania účinku faktorov, ktoré mzdový rast v niektorých krajinách v posledných rokoch brzdia.** Podľa projekcií sa má rast kompenzácií na zamestnanca v sledovanom období výrazne zrýchliť na 2,7 % v roku 2020. Očakáva sa, že rast jednotkových nákladov práce sa bude vzhľadom na pomerne nevýrazné tempo rastu produktivity v sledovanom období zrýchľovať v súlade s rastom kompenzácií na zamestnanca. Hlavným faktorom zrýchlenia mzdového rastu je očakávané ďalšie zlepšovanie podmienok na trhu práce eurozóny, spolu s čoraz väčším a zrejším nedostatkom pracovných síl v niektorých častiach eurozóny. Priaznivé podmienky na trhu práce sa už premietajú do rastu dojednaných miezd. V krajinách eurozóny, v ktorých systém tvorby miezd zahŕňa prvky spätnej indexácie, sa dá očakávať, že k zrýchleniu mzdového rastu prispeje aj nedávne výrazné zvýšenie celkovej inflácie. V prostredí pokračujúceho hospodárskeho oživenia, ktoré sa rozširuje do všetkých krajín eurozóny, by zároveň mali postupne zanikať účinky s krízou súvisiacich faktorov tlmiacich mzdový vývoj, napríklad potreba obmedzovania mzdového rastu v záujme znovuzískania cenovej konkurencieschopnosti v niektorých krajinách, ako aj odkladanie mzdových úprav vzhľadom na nepružnosť nominálnych miezd smerom nadol počas krízy. Očakáva sa tiež strata relevantnosti niektorých vládnych opatrení prijatých v minulosti na tlmenie mzdového rastu.

**Ziskové marže by počas projekčného horizontu nemali vyvíjať dodatočný tlak na rast inflácie.** Zrýchľovanie rastu jednotkových nákladov práce a zvyšovanie jednotkových čistých nepriamych daní by mali byť hlavným zdrojom rastúcich inflačných tlakov meraných deflátorom HDP. Očakáva sa, že tempo rastu ziskových marží bude najmä ku koncu sledovaného obdobia tlmené, čo je odrazom mierne klesajúceho trendu rastu hospodárskej aktivity.

**Vonkajšie cenové tlaky by mali zostať kladné, počas sledovaného obdobia by sa však mali zmierniť.** Od budúceho roka klesajúci trend deflátoru dovozu odráža predpokladané mierne klesajúce ceny ropy, ktoré budú tlmiť vplyv rastúcich cien neropných komodít a postupne sa zvyšujúcich globálnych cenových tlakov súvisiacich so znižovaním miery nevyužitých kapacít vo svete.

### **Inflácia HICP zostáva v porovnaní s projekciami z júna 2018 nezmenená.**

Inflácia HICP bez potravín a energií bola na roky 2019 a 2020 v súlade s mierne slabším výhľadom vývoja hospodárskeho rastu upravená mierne nadol. Tieto úpravy sú vyvážené zvýšením projekcie inflácie energetickej zložky HICP v dôsledku vyšších cien elektriny a plynu v roku 2018 v niektorých krajinách a vzhľadom na predpoklady cien ropy v eurách, ktoré v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami sledujú menej strmý klesajúci trend.

## **3 Výhľad rozpočtového vývoja**

### **Fiškálna pozícia v eurozóne by mala byť v roku 2018 celkovo neutrálna, v roku 2019 mierne expanzívna a v roku 2020 znovu celkovo neutrálna.**

Fiškálna pozícia sa vyjadruje ako zmena cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od vládnej podpory finančnému sektoru. Diskrečné opatrenia v roku 2018 sú expanzívne, čiastočne vzhľadom na znižovanie odvodov sociálneho zabezpečenia a daní z príjmu právnických osôb a čiastočne vzhľadom na dynamický rast výdavkov verejnej správy. Stimulujúci účinok týchto diskrečných opatrení však vo veľkej miere vyvažujú vysoké priame príjmy. V roku 2019 k expanzívnej fiškálnej pozícii prispieva najmä znižovanie priamych daní a vyššie výdavky verejnej správy v jednej z krajín eurozóny, ktoré sú čiastočne vyvážené konsolidáciou v ďalšej krajine eurozóny. V roku 2020 je ďalšie znižovanie priamych daní a odvodov sociálneho zabezpečenia čiastočne vyvážené pomalším rastom transferov a dotácií, ako aj vládnej spotreby.

### **Deficit a dlh verejnej správy by mali počas sledovaného obdobia podľa projekcií klesať.**

Z rozpočtovej projekcie vyplýva znižovanie deficitu verejnej správy počas sledovaného obdobia, a to najmä v dôsledku zlepšenia cyklickej zložky a poklesu úrokových platieb, ktorý je výsledkom nahradenia starého, nákladného dlhu novým dlhom s nižšími úrokovými sadzbami. Tento účinok je čiastočne vyvážený zhoršením cyklicky upraveného primárneho salda. Klesajúci trend pomeru dlhu verejnej správy k HDP podporujú aj dlhodobé kladné primárne saldá a priaznivý diferenciál rastu a úrokovej miery<sup>4</sup>. V porovnaní s projekciami z júna 2018 je výhľad deficitu zhruba nezmenený, zatiaľ čo pomer zadlženosti k HDP bol na rok 2020 mierne upravený nahor v dôsledku menej priaznivého diferenciálu rastu a úrokovej miery.

### **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 projekcie pre eurozónu výrazne ovplyvniť, hodnotenie citlivosti projekcií na alternatívny vývoj týchto základných predpokladov môže pomôcť pri analýze rizík spojených s projekciami. Tento box sa bližšie

<sup>4</sup> Diferenciál sa počíta ako rozdiel medzi nominálnou efektívnou úrokovou sadzbou dlhu a nominálnym tempom rastu HDP.

zameriava na neistotu spojenú s niektorými kľúčovými predpokladmi a citlivosť projekcií na tieto premenné.

### 1) Alternatívny vývoj ceny ropy

**Modely alternatívneho vývoja cien ropy v priebehu sledovaného obdobia poukazujú na riziko vyšších cien ropy, než vyplývajú z cien ropných futures.** Technické predpoklady vývoja cien ropy v rámci základnej projekcie, vychádzajúce z trhov s ropnými futures, predpovedajú mierny pokles cien ropy, pričom cena ropy Brent by mala v roku 2020 predstavovať 69 USD za barel. Tento vývoj zodpovedá pokračujúcemu rastu svetového dopytu po rope. Pokiaľ ide o ponukové faktory, ceny ropných futures tiež zrejme odrážajú tlmiaci vplyv uvoľnenia ťažobných limitov OPEC na ceny ropy, ktorý môžu prevážiť mierne nižšie očakávania produkcie ropy v Spojených štátoch (vzhľadom na prepravné ťažkosti) v krátkodobom horizonte a obavy z nižšej dodávky ropy z Iránu v dôsledku sankcií uvalených Spojenými štátmi. Z kombinácie alternatívnych modelov, pomocou ktorých odborníci ECB<sup>5</sup> zostavujú projekcie vývoja cien ropy počas sledovaného obdobia, vyplývajú vyššie ceny ropy než ceny obsiahnuté v technických predpokladoch. V prípade naplnenia alternatívneho scenára vývoja cien ropy, pri ktorom by boli ceny ropy do roka 2020 o 4,7 % vyššie než v základnej projekcii, by došlo k marginálnemu spomaleniu rastu reálneho HDP (o menej ako 0,1 percentuálneho bodu v rokoch 2019 a 2020) a zároveň k rýchlejšiemu rastu inflácie HICP (o 0,1 percentuálneho bodu v roku 2020).

### 2) Alternatívny vývoj výmenného kurzu

**Táto analýza citlivosti skúma vplyv zhodnocovania výmenného kurzu eura.** Jedným z možných zdrojov rizika apreciácie je v porovnaní s očakávaniami výraznejšie hospodárske oživenie v eurozóne, ktoré spôsobuje nárast inflačných tlakov. Tento scenár vývoja zodpovedá rozdeleniu rizikovo neutrálnych hustôt odvodených z cien opcií na výmenný kurz USD/EUR z 21. augusta 2018, ktoré je výrazne naklonené smerom k zhodnocovaniu eura. Zo 75. percentilu tohto rozdelenia vyplýva zhodnotenie eura voči americkému doláru na úroveň 1,33 USD/EUR v roku 2020, čo je o približne 16,5 % nad úrovňou základnej projekcie na uvedený rok. Zodpovedajúci predpoklad týkajúci sa nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura odráža historické zákonitosti, podľa ktorých zmeny výmenného kurzu USD/EUR zodpovedajú zmenám vo vývoji efektívneho výmenného kurzu s elasticitou tesne nad 50 %. V tomto scenári vývoja z priemeru výsledkov viacerých makroekonomických modelov odborníkov Eurosystemu vyplýva nižší rast reálneho HDP (o 0,4 percentuálneho bodu v roku 2019 a o 0,5 percentuálneho bodu v roku 2020). Inflácia HICP by bola v roku 2019 nižšia o 0,5 percentuálneho bodu a v roku 2020 nižšia o 0,6 percentuálneho bodu.

## Box 4

### Prognózy iných inštitúcií

**Pre eurozónu je k dispozícii viacero prognóz medzinárodných organizácií aj inštitúcií zo súkromného sektora.** Vzhľadom na rôzne termíny uzávierky sa však tieto prognózy nedajú priamo porovnávať navzájom a ani s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB/Eurosystemu. Okrem toho tieto prognózy na odvodenie predpokladov týkajúcich sa rozpočtového, finančného

<sup>5</sup> Viac informácií o kombinácii štyroch modelov je uvedených v článku „Forecasting the price of oil“, *Ekonomický bulletin*, č. 4, ECB, 2015.

a zahraničného vývoja vrátane cien ropy a ostatných komodít používajú odlišné (čiastočne nešpecifikované) metódy. Jednotlivé prognózy sa navyše líšia aj v spôsobe zohľadňovania rozdielov v počte pracovných dní (nasledujúca tabuľka).

**Ako vyplýva z tabuľky, aktuálne dostupné projekcie iných inštitúcií týkajúce sa rastu reálneho HDP a inflácie HICP sa pohybujú v rámci intervalov aktuálnych projekcií odborníkov ECB (v tabuľke uvedených v zátvorkách).**

Porovnanie prognóz rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne

(ročná percentuálna zmena)

|                                    | Dátum zverejnenia | Rast HDP           |                    |                    | Inflácia HICP      |                    |                    |
|------------------------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                                    |                   | 2018               | 2019               | 2020               | 2018               | 2019               | 2020               |
| Projekcie odborníkov ECB           | September 2018    | 2,0<br>[1,8 – 2,2] | 1,8<br>[1,0 – 2,6] | 1,7<br>[0,6 – 2,8] | 1,7<br>[1,6 – 1,8] | 1,7<br>[1,1 – 2,3] | 1,7<br>[0,9 – 2,5] |
| Európska komisia                   | Júl 2018          | 2,1                | 2,0                | –                  | 1,7                | 1,7                | –                  |
| OECD                               | Máj 2018          | 2,2                | 2,1                | –                  | 1,6                | 1,8                | –                  |
| Euro Zone Barometer                | August 2018       | 2,1                | 1,8                | 1,6                | 1,7                | 1,6                | 1,7                |
| Consensus Economics Forecasts      | August 2018       | 2,1                | 1,8                | 1,3                | 1,7                | 1,6                | 1,6                |
| Survey of Professional Forecasters | Júl 2018          | 2,2                | 1,9                | 1,6                | 1,7                | 1,7                | 1,7                |
| MMF                                | Júl/apríl 2018    | 2,2                | 1,9                | 1,7                | 1,5                | 1,6                | 1,8                |

Zdroj: European Commission Interim Economic Forecast, leto 2018; IMF World Economic Outlook Update, júl 2018 (HDP), IMF World Economic Outlook, apríl 2018 (HICP); OECD Economic Outlook, máj 2018; Consensus Economics Forecasts, august 2018; údaj prognózy Consensus Economics na rok 2020 je prevzatý z prieskumu Trends in Productivity and Wages z augusta 2018, a údaj inflácie HICP na rok 2020 je prevzatý z prehľadu dlhodobých prognóz z júla 2018; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, august 2018; a Survey of Professional Forecasters od ECB, júl 2018.

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 2018

Poštová adresa: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Telefón: +49 69 1344 0

Internet: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Všetky práva vyhradené. Šírenie na vzdelávacie a nekomerčné účely je povolené, ak je uvedený zdroj.

ISSN 2529-4598 (pdf)

Katalógové číslo EÚ QB-CE-18-002-SK-N (pdf)