



Box

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKcie ODBORNÍKOV ECB PRE EUROZÓNU

Súčasný výhľad hospodárskeho vývoja je spojený s vysokou mierou neistoty, pretože v rozhodujúcej miere závisí od najbližších politických rozhodnutí a od reakcie súkromného sektora a finančných trhov na tieto rozhodnutia. V tomto prostredí vypracovali odborníci ECB projekcie makroekonomického vývoja v eurozóne na základe informácií dostupných k 24. augustu 2012.¹ Priemerný ročný rast reálneho HDP by mal podľa projekcií dosiahnuť -0,6 % až -0,2 % v roku 2012 a -0,4 % až 1,4 % v roku 2013. Inflácia by sa mala pohybovať v rozpätí od 2,4 % do 2,6 % v roku 2012 a od 1,3 % do 2,5 % v roku 2013.

Technické predpoklady pre úrokové miery, výmenné kurzy, ceny komodít a rozpočtovú politiku

Technické predpoklady pre úrokové miery a ceny energetických i neenergetických komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 16. augusta 2012.

Predpoklad týkajúci sa krátkodobých úrokových mier je výhradne technickej povahy. 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 0,6 % v roku 2012 a 0,3 % v roku 2013. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne by podľa očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 4,0 % v roku 2012 a 4,2 % v roku 2013. Vzhľadom na vývoj forwardových trhových úrokových mier a postupné premietanie zmien trhových úrokových mier do sadzieb úverov sa očakáva zastavenie poklesu kompozitných sadzieb krátkodobých a dlhodobých bankových úverov poskytovaných nefinančnému súkromnému sektoru v eurozóne, pričom sadzby dlhodobých úverov by mali svoju najnižšiu hodnotu dosiahnuť približne v polovici roka 2012 a sadzby krátkodobých úverov približne na konci roka 2012. Očakáva sa, že podmienky poskytovania úverov negatívne ovplyvnia hospodársku aktivitu v eurozóne v rokoch 2012 a 2013.

Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures počas dvojtýždňového obdobia končiaceho sa dňom uzávierky sa predpokladá, že cena ropy Brent dosiahne v priemere 111,7 USD za barel v roku 2012 a 107,3 USD za barel v roku 2013. Ceny neenergetických komodít v amerických dolároch² by mali klesnúť o 8,3 % v roku 2012 a o 0,3 % v roku 2013.

Vzájomné výmenné kurzy by mali počas sledovaného obdobia zostať nezmenené na priemernej úrovni za obdobie dvoch týždňov končiace sa dňom uzávierky. Z toho vyplýva výmenný kurz EUR/USD na úrovni 1,26 v roku 2012 a 1,23 v roku 2013. Efektívny výmenný kurz eura by sa mal znehodnotiť o 6,3 % v roku 2012 a o 2,1 % v roku 2013.

Predpoklady v oblasti rozpočtovej politiky vychádzajú z opatrení, ktoré už schválil parlament, resp. dostatočne podrobne vypracovaných opatrení vlády, v prípade ktorých je pravdepodobné, že budú v rámci legislatívneho konania schválené. V roku 2012 sa počíta s realizáciou významných

¹ Makroekonomické projekcie odborníkov ECB dopĺňajú makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu, ktoré dvakrát ročne spolu zostavujú odborníci ECB a národných centrálnych bánk krajín eurozóny. Použité postupy sú v súlade s postupmi používanými pri zostavovaní projekcií odborníkov Eurosystemu, ktoré sú uvedené v publikácii ECB *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises* z júna 2001 dostupnej na internetovej stránke ECB. Na vyjadrenie neistoty sporej s projekciami sa výsledné hodnoty každej premennnej uvádzajú formou intervalu. Intervaly sa určujú na základe rozdielov medzi skutočnými hodnotami a hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov. Tento postup vrátane úprav v dôsledku výnimočných udalostí je bližšie opísaný v dokumente ECB *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* z decembra 2009, ktorý je tiež k dispozícii na internetovej stránke ECB.

² Predpoklady týkajúce sa cien ropy a potravín vychádzajú z cien futures do konca sledovaného obdobia. V prípade ostatných komodít sa predpokladá, že ich ceny sa do tretieho štvrťroka 2013 budú riadiť cenami futures a neskôr sa budú vyvíjať podľa svetovej hospodárskej aktivity.

konsolidačných opatrení vrátane zvyšovania daní v rôznych krajinách, zatiaľ čo v roku 2013 sú opatrenia menšieho rozsahu a zamerané viac na stranu výdavkov.

Predpoklady týkajúce sa medzinárodného prostredia

Rast svetového reálneho HDP (bez eurozóny) by mal z úrovne 3,8 % v roku 2012 vzrásť na 4,0 % v roku 2013. Hoci najnovšie údaje o raste reálneho HDP v druhom štvrtroku 2012 potvrdili pomerne synchronizované zmiernenie tempa rastu svetového hospodárstva, očakáva sa, že v priebehu druhého polroka 2012 sa globálny rast začne postupne zrýchľovať, k čomu budú prispievať zlepšujúce sa podmienky na finančných trhoch v prostredí akomodáčnej menovej politiky. Tempo rastu v hlavných vyspelých ekonomikách by však malo byť tlmené v dôsledku slabého trhu práce a slabého trhu s nehnuteľnosťami na bývanie v týchto krajinách, ako aj v dôsledku potreby pokračovať v korekcii bilancii verejného i súkromného sektora. V rozvíjajúcich sa ekonomikách sa rast síce v poslednom období zmiernil, ale je aj naďalej výrazný a významnou mierou prispieva k svetovej hospodárskej aktivite. Zahraničný dopyt eurozóny by sa mal zvýšiť o 4,2 % v roku 2012 a o 5,8 % v roku 2013.

Projekcie rastu reálneho HDP

Reálny HDP, ktorý v prvom štvrtroku 2012 stagnoval, v druhom štvrtroku klesol o 0,2 %. Naďalej slabá hospodárska aktivita, ktorá pretrváva už od jari 2011, je vo veľkej miere odrazom krehkosti domáceho dopytu, ktorej vplyv prevyšuje prorastové pôsobenie externých faktorov. Podľa projekcií by mal reálny HDP v druhej polovici roka 2012 mierne klesnúť, keďže na hospodársku aktivitu naďalej nepriaznivo vplyvajú vysoké ceny komodít, sprísňovanie rozpočtovej politiky, nízka dôvera spotrebiteľov a podnikov a nepriaznivé podmienky poskytovania úverov v niektorých krajinách. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, v priebehu roka 2013 sa očakáva postupné zrýchlenie tempa rastu reálneho HDP. Zo začiatku by malo zlepšujúce sa prostredie za hranicami eurozóny a vyššia konkurencieschopnosť podporovať vývoz. K oživeniu by mal tiež prispievať priaznivý vplyv veľmi nízkej úrovne krátkodobých úrokových sadzieb na domáci dopyt a predpokladaný pokles inflácie cien energií a potravín, ktorý podporí reálny disponibilný príjem. Domáci dopyt by tiež mali podporiť opatrenia na obnovenie fungovania finančného systému. Je však pravdepodobné, že predpokladané oživenie bude počas prognózovaného obdobia naďalej tlmené v dôsledku pokračujúcej reštrukturalizácie bilancii a nepriaznivých podmienok na finančných trhoch v niektorých krajinách eurozóny. Celkovo sa očakáva, že oživenie bude v porovnaní s historickými skúsenosťami i naďalej nevýrazné, čoho dôsledkom bude záporná produkčná medzera počas celého sledovaného obdobia. V ročnom vyjadrení by mal rast reálneho HDP dosiahnuť -0,6 % až -0,2 % v roku 2012 a -0,4 % až 1,4 % v roku 2013.

Pokiaľ ide o podrobnejšiu analýzu jednotlivých zložiek dopytu, podľa projekcií by mal rast vývozu z eurozóny do krajín mimo eurozóny v druhom polroku 2012 nabrat' na intenzite a neskôr sa ďalej zrýchľovať, a to v dôsledku postupného posilňovania zahraničného dopytu eurozóny, ako aj posilňovania cenovej konkurencieschopnosti vývozov. Očakáva sa, že podnikové investície budú počas zvyšku roka 2012 klesať z dôvodu zvýšenej neistoty a slabého ekonomického sentimentu, ako aj nepriaznivých podmienok poskytovania úverov v niektorých krajinách. V roku 2013 by sa však investície mali znova oživiť, k čomu bude prispievať posilňovanie domáceho a zahraničného dopytu, veľmi nízka úroveň úrokových mier, očakávanie nižších nákladových tlakov a rastúce ziskové marže. Investície do nehnuteľností na bývanie by mali v krátkodobom horizonte klesnúť, ale od konca roka 2012 sa očakáva ich mierne oživenie. Očakáva sa, že na ne bude aj naďalej nepriaznivo vplyvať potreba ďalšej korekcie predchádzajúcich excesov na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie v niektorých krajinách. Tieto nepriaznivé účinky by však mala, hoci len čiastočne, kompenzovať zvýšená relatívna atraktivita investícií do nehnuteľností na bývanie v niektorých ďalších krajinách, kde túto formu investícií do značnej miery podporujú historicky nízke sadzby hypotekárnych úverov. Ako vyplýva z balíkov konsolidačných

opatrení ohlásených v niekoľkých krajinách eurozóny, počas sledovaného obdobia sa očakáva pokles vládnych investícií.

Súkromná spotreba by sa mala počas roka 2012 vzhľadom na pokles reálneho disponibilného príjmu znižovať, a to v dôsledku poklesu zamestnanosti i reálnych kompenzácií na zamestnanca, opatrení rozpočtovej konsolidácie a nízkych príjmov, ktoré nepochádzajú z pracovnej činnosti. Pokles reálneho disponibilného príjmu by malo čiastočne kompenzovať znižovanie miery úspor v dôsledku snahy domácností o postupné vyrovňavanie spotreby. Očakáva sa však, že pokles miery úspor bude tlmený vzhľadom na pretrvávajúci rast miery nezamestnanosti a nízku spotrebiteľskú dôveru, ktoré môžu viesť k zvýšeniu preventívnych úspor. V priebehu roka 2013 sa očakáva mierne zvýšenie súkromnej spotreby v reakcii na oživenie reálneho disponibilného príjmu, ktoré vyplýva z postupného odznievania nepriaznivého vplyvu spomenutých faktorov a z poklesu tlakov cien komodít v prospech reálnych príjmov. Vládna spotreba by mala vzhľadom na úsilie o rozpočtovú konsolidáciu v rokoch 2012 a 2013 klesať.

Dovoz z krajín mimo eurozóny, ktorý v prvej polovici roka 2012 klesal, by sa mal v druhom polroku 2012 podľa očakávaní opäť zvýšiť a neskôr začať rásť ešte rýchlejšie, hoci by mal byť aj naďalej tlmený slabým celkovým dopytom. Vzhľadom na rýchlejší rast vývozu sa očakáva, že príspevok čistého vývozu k rastu HDP bude počas celého sledovaného obdobia výrazne kladný. Očakáva sa, že bežný účet platobnej bilancie, ktorý bol v roku 2011 vyrovnaný, zaznamená počas sledovaného obdobia postupne sa zvyšujúci prebytok v dôsledku rastúceho prebytku obchodnej bilancie.

Tabuľka A Makroekonomické projekcie pre eurozónu

(priemerné ročné zmeny v percentách)¹⁾

	2011	2012	2013
HICP	2,7	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5
Reálny HDP	1,5	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
Súkromná spotreba	0,2	-1,1 – -0,7	-0,8 – 0,8
Vládna spotreba	-0,3	-0,8 – -0,2	-0,8 – 0,4
Hrubá tvorba fixného kapitálu	1,5	-4,1 – -2,5	-1,7 – 2,7
Vývoz (tovary a služby)	6,4	1,8 – 4,4	1,1 – 8,1
Dovoz (tovary a služby)	4,2	-1,3 – 1,3	0,3 – 7,1

1) Projekcie reálneho HDP a jeho zložiek vychádzajú z údajov očistených od rozdielov v počte pracovných dní. Projekcie dovozu a vývozu zahŕňajú obchodnú výmenu v rámci eurozóny.

Projekcie cien a nákladov

Očakáva sa, že miera celkovej inflácie, ktorá v auguste dosiahla 2,6 %, zostane počas roka 2012 na úrovni 2 %, a to v dôsledku vysokých cien energií, oslabovania eura a zvyšovania nepriamych daní v niektorých krajinách. V tomto roku by mala dosiahnuť v priemere od 2,4 % do 2,6 %. V roku 2013 by mala miera inflácie klesnúť a pohybovať sa v rozpätí od 1,3 % do 2,5 %, do značnej miery v reakcii na vývoj inflácie cien energií, ktorá by sa mala počas sledovaného obdobia podľa očakávaní výrazne zmierniť vzhľadom na predpokladaný postupný pokles cien ropy. V roku 2013 by mala klesnúť aj inflácia cien potravín. Inflácia HICP bez potravín a energií by mala počas sledovaného obdobia zostať celkovo stabilná. Očakáva sa, že tlaky na rast cien súvisiace s nedávnym oslabovaním eura a zvyšovaním

nepriamych daní a regulovaných cien v niektorých krajinách budú zhruba vykompenzované tlakmi na pokles cien, ktoré vyplývajú z prostredia slabého domáceho dopytu a vysokej nezamestnanosti.

Vonkajšie cenové tlaky, ktoré v minulosti stúpali v dôsledku rastu cien ropy a oslabovania eura, by sa mali počas sledovaného obdobia zmierniť. Predovšetkým by malo dochádzať k postupnému znižovaniu ročnej miery rastu deflátoru dovozu, čo vyplýva z predpokladov stabilizácie výmenného kurzu eura a poklesu cien ropy. Čo sa týka domácich cenových tlakov, ročná miera rastu kompenzácií na zamestnanca by sa mala v roku 2012 znížiť a v roku 2013 by mala zostať nevýrazná, a to v dôsledku zhoršujúcich sa podmienok na trhu práce a opatrení rozpočtovej konsolidácie v niektorých krajinách. Keďže sa očakáva, že mzdy budú v roku 2012 rásť pomalšie ako ceny, reálne kompenzácie na zamestnanca by mali v tomto roku klesnúť a znovu sa stabilizovať až v roku 2013, hoci ich rast by mal byť i naďalej podstatne pomalší ako tempo rastu produktivity. Rast jednotkových nákladov práce by sa mal v roku 2012 zrýchliť a následne spomaliť v roku 2013, predovšetkým v reakcii na vývoj produktivity. Ukazovateľ ziskových marží by mal v roku 2012 klesať a tmiť rastúce jednotkové náklady práce v prostredí slabého dopytu. Neskôr by malo spomaľovanie rastu jednotkových nákladov práce a zlepšovanie hospodárskych podmienok prispieť k oživeniu ziskových marží. Očakáva sa, že k inflácii HICP bude v rokoch 2012 a 2013 vo veľkej miere prispievať zvyšovanie regulovaných cien a nepriamych daní, ktoré je súčasťou plánov konsolidácie verejných financií.

Porovnanie s projekciami z júna 2012

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu zverejnenými v Mesačnom bulletinu z júna 2012 boli intervaly projekcií rastu reálneho HDP eurozóny na roky 2012 a 2013 upravené nadol. Tieto úpravy sa týkajú najmä posledných dvoch štvrtrokov 2012, z čoho vyplýva negatívny štatistický efekt pre rok 2013. Intervaly projekcií inflácie HICP na roky 2012 a 2013 sú v porovnaní s júnovými projekciami o niečo vyššie, najmä vzhľadom na vplyv slabšieho výmenného kurzu eura.

Tabuľka B Porovnanie s projekciami z júna 2012

(priemerné ročné zmeny v percentách)

	2012	2013
Reálny HDP – jún 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
Reálny HDP – september 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
HICP – jún 2012	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2
HICP – september 2012	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5

Porovnanie s prognózami iných inštitúcií

Pre eurozónu je k dispozícii viacero prognóz medzinárodných organizácií a inštitúcií zo súkromného sektora (tabuľka C). Vzhľadom na rôzne termíny uzávierky sa však tieto prognózy nedajú porovnávať navzájom a ani s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB. Okrem toho tieto prognózy používajú na odvodenie predpokladov týkajúcich sa rozpočtového, finančného a zahraničného vývoja vrátane cien ropy a ostatných komodít odlišné (čiastočne nešpecifikované) metódy. Jednotlivé prognózy sa navyše líšia aj v spôsobe zohľadňovania rozdielov v počte pracovných dní.

V prognózach, ktoré sú v súčasnosti k dispozícii od iných organizácií a inštitúcií, sa v roku 2012 očakáva rast reálneho HDP eurozóny v rozpätí od -0,5 % do -0,1 %, čo je v blízkosti intervalu projekcií

odborníkov ECB. V prípade roku 2013 sa dostupné prognózy rastu pohybujú v pásme od 0,3 % do 1,0 %, čo je v rámci intervalu projekcií odborníkov ECB. Pokiaľ ide o infláciu, podľa dostupných prognóz by sa priemerná ročná miera inflácie HICP v roku 2012 mala pohybovať na úrovni 2,0 % až 2,4 %, čo je pod intervalom projekcií odborníkov ECB. V roku 2013 by mala inflácia HICP podľa dostupných prognóz dosiahnuť 1,6 % až 1,9 %, čo je v rámci intervalu projekcií odborníkov ECB.

Tabuľka C Porovnanie prognóz rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne

(priemerné ročné zmeny v percentách)

	Dátum zverejnenia	Rast HDP		Inflácia HICP	
		2012	2013	2012	2013
OECD	máj 2012	-0,1	0,9	2,4	1,9
Európska komisia	máj 2012	-0,3	1,0	2,4	1,8
MMF	júl 2012	-0,3	0,7	2,0	1,6
Survey of Professional Forecasters	august 2012	-0,3	0,6	2,3	1,7
Consensus Economics Forecasts	august 2012	-0,5	0,3	2,3	1,7
Euro Zone Barometer	august 2012	-0,5	0,3	2,3	1,8
Projekcie odborníkov ECB	september 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5

Zdroje: European Commission Economic Forecast – jar 2012; IMF World Economic Outlook Update – júl 2012 za rast reálneho HDP a World Economic Outlook – apríl 2012 za infláciu; OECD Economic Outlook – máj 2012; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a Survey of Professional Forecasters ECB.

Poznámky: V makroekonomických projekciách odborníkov ECB a 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 vplyv počtu pracovných dní zohľadňujú.

© Európska centrálna banka 2012

Adresa: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt nad Mohanom, Nemecko
 Poštová adresa: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Germany
 Telefón: +49 69 1344 0
 Fax: +49 69 1344 6000
 Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Všetky práva vyhradené.

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