



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTÉM

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKČIE ODBORNÍKOV ECB PRE EUROZÓNU – SEPTEMBER 2014¹

Vzhľadom na tlmenný vývoj obchodu, napätú geopolitickú situáciu a neistotu týkajúcu sa reformného procesu v niektorých krajinách eurozóny aktuálne ukazovatele naznačujú slabší výhľad v krátkodobom horizonte. Podmienky na pokračovanie oživenia napriek tomu v základnej projekcii platia i naďalej. Domáci dopyt bude ťažiť z akomodačného nastavenia menovej politiky – podporeného štandardnými i neštandardnými menovopolitickými opatreniami prijatými v júni 2014 – a priaznivejších podmienok na strane ponuky úverov. Základné projekcie predpokladajú po rokoch výraznej rozpočtovej reštrikcie celkovo neutrálnu rozpočtovú politiku. Súkromnú spotrebu navyše podpora nízke ceny komodít a rast príjmov vďaka postupnému zlepšovaniu situácie na trhu práce. Investičná aktivita bude ťažiť z nižšej potreby bilančných úprav i z účinkov dobiehania po rokoch tlmenej aktivity, hoci spočiatku ju bude brzdiť značný objem nevyužitých kapacít. Postupné oživenie vo svete bude mať priaznivý vplyv na vývoz, ktorý podporí aj slabší efektívny výmenný kurz eura. Reálny HDP by sa mal podľa projekcií zvýšiť o 0,9 % v roku 2014, o 1,6 % v roku 2015 a o 1,9 % v roku 2016. Vzhľadom na to, že tieto hodnoty prekračujú odhadované tempo potenciálneho rastu, prispievajú tak k postupnej redukcii produkčnej medzery.

Inflácia HICP v eurozóne by mala v najbližšom období zostať na nízkej úrovni a v roku 2014 by mala dosahovať v priemere 0,6 %. V roku 2015 by sa mala pomaly zvýšiť na 1,1 % a v roku 2016 na 1,4 %. Projektovaný nárast celkovej inflácie je prejavom očakávaného zvýšenia hospodárskej aktivity a s tým súvisiaceho zrýchlenia rastu miezd a ziskov. K tlaku na rast cien by okrem toho mal prispieť aj predpokladaný rast cien neenergetických komodít i všeobecnejší nárast dovozných cien v eurozóne, čiastočne spôsobený aj slabším výmenným kurzom eura. Naďalej nízke využitie produkčných kapacít a predpokladaný pokles cien ropy na základe klesajúcej tendencie cien futures však výhľad inflácie tlmia.

V porovnaní s projekciami zverejnenými v Mesačnom bulletine z júna 2014 bola projekcia rastu reálneho HDP na rok 2014 znížená o 0,2 percentuálneho bodu v dôsledku pomalšieho než očakávaného tempa rastu v druhom štvrtroku a nižšieho vývozu v druhej polovici roka. Projekcia na rok 2015 bola tiež upravená nadol, a to najmä v dôsledku menej priaznivého vplyvu predchádzajúceho vývoja. Projekcia na rok 2016 sa naopak o 0,1 percentuálneho bodu zvýšila, predovšetkým vďaka priaznivému vplyvu zlepšených podmienok financovania súkromných investícií. Inflácia HICP na rok 2014 bola upravená nadol o 0,2 percentuálneho bodu v dôsledku nižších než očakávaných hodnôt inflácie HICP v posledných mesiacoch. Projekcie na roky 2015 a 2016 zostávajú nezmenené, keďže v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami pomalšia dynamika inflácie HICP bez energií je viac-menej kompenzovaná o niečo výraznejším nárastom inflácie energetickej zložky HICP vzhľadom na vyššie predpokladané ceny ropy a nižší predpokladaný výmenný kurz.

Nedávne menovopolitické opatrenia ECB sú v základnej projekcii zohľadnené len prostredníctvom ich vplyvu na technické finančné predpoklady (trhové úrokové sadzby, ceny akcií a výmenný kurz). Základné projekcie preto zrejme podhodnocujú vplyv súboru menovopolitických opatrení, keďže nezohľadňujú pôsobenie prostredníctvom ďalších kanálov (box 2).

Tento článok obsahuje súhrnný prehľad makroekonomických projekcií pre eurozónu na obdobie 2014 – 2016. Projekcie na takto dlhé obdobie sú spojené s veľmi vysokou mierou neistoty,² čo by sa pri ich výklade malo zohľadniť.

Projekcie pre eurozónu po prvýkrát zahŕňajú aj Litvu.

¹ Makroekonomické projekcie odborníkov ECB 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 Eurosystem staff macroeconomic projection exercises* z júna 2001, ktorá je k dispozícii na internetovej stránke ECB. Dňom uzávierky údajov uvedených v týchto projekciách bol 21. august 2014.

² Bližšie informácie v článku „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections“ v Mesačnom bulletine z mája 2013.

MEDZINÁRODNÉ PROSTREDIE

Rast svetového reálneho HDP (bez eurozóny) by sa mal v priebehu sledovaného obdobia postupne zrýchľovať, a to z 3,7 % v roku 2014 na 4,2 % v roku 2015 a na 4,3 % v roku 2016. Napriek krátkodobej volatilitate sa tempo hospodárskeho rastu vo vyspelých krajinách mimo eurozóny stabilizuje. K oživeniu dochádza aj v rozvíjajúcich sa ekonomikách, pričom výraznú akceleráciu možno pozorovať v prvom rade v Číne. Globálne ukazovatele potvrdzujú posilňovanie tempa rastu v krátkodobom horizonte. Hospodárska aktivita vo svete by sa mala zvyšovať aj neskôr. Výrazne akomodačná menová politika vo vyspelých ekonomikách i naďalej podporuje finančné trhy a oživenie vo svete. Vyspelé ekonomiky by mali v čoraz väčšej miere ťažiť z postupne slabnúceho procesu oddlžovania súkromného sektora, nižšej potreby fiškálnej konsolidácie a zlepšovania situácie na trhu práce. V niektorých rozvíjajúcich sa ekonomikách bude rastový potenciál naopak zrejme brzdiť nedostatočná infraštruktúra, kapacitné obmedzenia a makroekonomické nerovnováhy, zatiaľ čo iné rozvíjajúce sa ekonomiky sa adaptujú na prísnejšie podmienky financovania a perspektívu normalizácie menovej politiky v Spojených štátoch.

Svetový obchod od konca minulého roka čiastočne stratil na intenzite. V nasledujúcom období by mal nárast investičnej aktivity vo vyspelých ekonomikách mimo eurozóny podnietiť postupné oživenie svetového obchodu. Svoju úlohu však zrejme zohrávajú aj štrukturálne faktory vrátane klesajúceho tempa integrácie prostredníctvom globálnych dodávateľských reťazcov. V dôsledku toho projekcie v súlade s predchádzajúcimi prognózami predpokladajú nižšiu elasticitu svetového obchodu vo vzťahu k hospodárskej aktivite než pred svetovou finančnou krízou. Podľa projekcií by sa mal svetový obchod (bez eurozóny) zvýšiť o 3,9 % v roku 2014, o 5,5 % v roku 2015 a o 5,9 % v roku 2016. Keďže dopyt hlavných obchodných partnerov eurozóny po dovoze by mal rásť pomalším tempom ako dopyt zvyšku sveta, rast zahraničného dopytu po produkcii eurozóny by mal byť podľa projekcií o niečo slabší ako rast svetového obchodu (tabuľka 1).

Tabuľka 1 Medzinárodné prostredie

(ročné percentuálne zmeny)

	September 2014				Jún 2014			Revízie od júna 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Svetový reálny HDP (bez eurozóny)	3,7	3,7	4,2	4,3	3,6	4,0	4,1	0,1	0,2	0,2
Svetový obchod (bez eurozóny) ¹⁾	3,4	3,9	5,5	5,9	4,3	5,7	5,9	-0,3	-0,2	0,0
Zahraničný dopyt eurozóny ²⁾	2,9	3,5	5,0	5,6	3,7	5,2	5,6	-0,3	-0,3	-0,1

Poznámka. Úpravy sa počítajú z nezaokrúhlených hodnôt.

1) Vypočítaný ako vážený priemer dovozov.

2) Vypočítaný ako vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami zverejnenými v Mesačnom bulletine z júna 2014 bol výhľad svetového hospodárskeho rastu upraveným nahor o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2014 a o 0,2 percentuálneho bodu na roky 2015 a 2016. Tieto úpravy sú však technickej povahy a sú len dôsledkom aktualizácie váh HDP na základe parity kúpnej sily, ktoré sa používajú pri zostavovaní agregátnych hodnôt svetovej produkcie. Tieto agregáty prikladajú väčší význam rýchlejšie rastúcim rozvíjajúcim sa ekonomikám než zmene hodnotenia na úrovni jednotlivých krajín.³ Po vylúčení účinku upravených váh zostávajú projekcie rastu svetového HDP v podstate nezmenené. Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny bol upravený nadol o 0,3 percentuálneho bodu na roky 2014 a 2015 a o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2016. Dôvodom zníženia týchto projekcií je záver, že svetový obchod bude pravdepodobne slabší, než sa očakávalo, ako aj pesimistickejší výhľad týkajúci sa obchodu s Ruskom a Ukrajinou (box 4).

3 Po vydaní prieskumu International Comparison Program o nových referenčných hodnotách parity kúpnej sily z roku 2011 MMF aktualizoval svoje odhady HDP v parite kúpnej sily v publikácii World Economic Outlook (box v aktualizácii WEO MMF z júla 2014).

Box 1**TECHNICKÉ PREDPOKLADY PRE ÚROKOVÉ MIERY, VÝMENNÉ KURZY, CENY KOMODÍT A ROZPOČTOVÚ POLITIKU**

Technické predpoklady pre úrokové miery a ceny komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 13. augusta 2014. 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 0,2 % v rokoch 2014 a 2015 a 0,3 % v roku 2016. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne by mali podľa očakávaní trhu dosiahnuť v priemere 2,3 % v roku 2014, 2,2 % v roku 2015 a 2,5 % v roku 2016.¹Vzhľadom na vývoj forwardových trhových úrokových mier a postupné premietanie zmien trhových úrokových mier do sadzieb úverov sa v rokoch 2014 a 2015 očakáva naďalej celkovo stabilná úroveň kompozitných sadzieb bankových úverov poskytovaných nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny a v roku 2016 ich mierne zvýšenie.

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 klesne zo 109,8 USD za barel v druhom štvrtroku 2014 na 102,7 USD za barel v roku 2016. Ceny neenergetických komodít v amerických dolároch by mali v roku 2014 výrazne klesnúť, v roku 2015 mierne vzrásť a v roku 2016 rásť o niečo rýchlejšie.²

Vzájomné výmenné kurzy by mali počas sledovaného obdobia zostať nezmenené na priemernej úrovni za dvojtýždňové obdobie končiace sa dňom uzávierky 13. augusta 2014. Z toho vyplýva výmenný kurz amerického dolára na úrovni 1,36 USD/EUR v roku 2014 a 1,34 USD/EUR v rokoch 2015 a 2016.

Technické predpoklady

	September 2014				Jún 2014			Revízie od júna 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Trojmesačný EURIBOR (v % p. a.)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,2
Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov (v % p. a.)	2,9	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	-0,1	-0,4	-0,5
Cena ropy (v USD za barel)	108,8	107,4	105,3	102,7	107,2	102,2	98,2	0,2	3,0	4,5
Ceny neenergetických komodít v USD (ročná percentuálna zmena)	-5,0	-4,8	0,1	4,4	0,3	1,7	4,6	-5,1	-1,6	-0,2
Výmenný kurz USD/EUR	1,33	1,36	1,34	1,34	1,38	1,38	1,38	-1,8	-3,3	-3,3
Nominálny efektívny výmenný kurz eura (EER20) (ročná percentuálna zmena)	3,8	1,4	-0,8	0,0	2,6	0,1	0,0	-1,2	-0,9	0,0

Poznámka. Úpravy sa počítajú z nezaokrúhlených hodnôt.

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

Predpoklady v oblasti rozpočtovej politiky vychádzajú zo schválených rozpočtových zákonov a dodatočných rozpočtov jednotlivých krajín eurozóny, ich strednodobých rozpočtových plánov a podrobne špecifikovaných opatrení z aktualizovaných programov stability, ktoré boli k dispozícii k 21. augustu 2014. Do úvahy sa berú všetky opatrenia rozpočtovej politiky, ktoré už schválil parlament, resp. dostatočne podrobne vypracované opatrenia vlády, ktoré budú v rámci legislatívneho konania pravdepodobne schválené. Z týchto predpokladov celkovo vyplýva v priemere len malý rozsah rozpočtovej konsolidácie počas sledovaného obdobia (na základe rozpočtových plánov na rok 2014 a len obmedzených informácií o plánoch na roky 2015 a 2016). V porovnaní s rozsahom rozpočtovej konsolidácie zaznamenaným v posledných rokoch je jej predpokladaný rozsah počas sledovaného obdobia výrazne nižší.

Medzi hlavné zmeny v oblasti technických predpokladov oproti Mesačnému bulletinu z júna 2014 patria nižšie krátkodobé a dlhodobé úrokové miery v eurozóne a slabší efektívny výmenný kurz eura. Zatiaľ čo ceny ropy v USD sú o niečo vyššie ako v júnových projekciách, ceny neenergetických komodít sú nižšie.

- 1 Predpoklad týkajúci sa nominálnych výnosov desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne vychádza z váženého priemeru výnosov referenčných desaťročných dlhopisov v krajinách eurozóny, váženého ročnými hodnotami HDP a zohľadňujúceho budúci vývoj na základe nominálneho výnosu všetkých desaťročných dlhopisov v eurozóne vypočítaného ECB, pričom počítačový rozdiel medzi oboma časovými radmi je počas sledovaného obdobia konštantný. Predpokladá sa, že spready medzi výnosmi štátnych dlhopisov krajín eurozóny a príslušným priemerom za eurozónu sú počas sledovaného obdobia konštantné.
- 2 Predpoklady týkajúce sa cien ropy a potravinových komodít vychádzajú z cien futures do konca sledovaného obdobia. V prípade ostatných komodít (t. j. komodít okrem energií a potravín) sa predpokladá, že ich ceny budú do tretieho štvrťroka 2015 vychádzať z cien futures a neskôr sa budú vyvíjať podľa svetovej hospodárskej aktivity. Projekcie cien poľnohospodárskych výrobcov v EÚ (v eurách), ktoré sa používajú na vypracovanie prognóz spotrebiteľských cien potravín, sa zostavujú na základe ekonometrického modelu, ktorý zohľadňuje vývoj medzinárodných cien potravinových komodít.

PROJEKIE RASTU REÁLNEHO HDP

Po štyroch kvartáloch mierneho rastu hospodárske oživenie v eurozóne v druhom štvrťroku 2014 stagnovalo. Nízka hospodárska aktivita v druhom štvrťroku je zrejme čiastočne dôsledkom nepriaznivého vplyvu viacerých jednorazových faktorov. Po prvé, v prvom štvrťroku sa na aktivite prejavil mimoriadny rastový účinok nízkeho počtu sviatkov (keďže celé veľkonočné sviatky pripadli na druhý štvrťrok) a teplej zimy, ktorá zvýšila stavebnú produkciu. Ani jeden z týchto rastových faktorov nebol dostatočne zohľadnený v rámci sezónneho očistenia a úprav v dôsledku rozdielov v počte pracovných dní. Po ich odznení v druhom štvrťroku sa rast spomalil. Po druhé, negatívne kalendárne vplyvy spojené s mimoriadne vysokým počtom predĺžených víkendov okolo štátnych sviatkov v mnohých krajinách eurozóny mohli spôsobiť pokles efektívnych pracovných dní v máji, pričom tento faktor v úpravách v dôsledku rozdielov v počte pracovných dní nebol zohľadnený.

Čo sa týka druhej polovice roka 2014, hoci ukazovatele dôvery sa stále nachádzajú v blízkosti svojich dlhodobých priemerov, ich nedávne zhoršenie poukazuje na pomerne nevýrazný nárast hospodárskej aktivity v krátkodobom horizonte. K zhoršeniu výsledkov prieskumov dochádza v prostredí nedávneho zintenzívnenia geopolitického napätia (box 4) a neistoty týkajúcej sa ďalšieho priebehu procesu hospodárskych reforiem v niektorých krajinách eurozóny. Z projekcií celkovo vyplýva pomerne skromné oživenie hospodárskej aktivity v druhej polovici roka 2014, a to pomalšie, než sa očakávalo.

V ďalšom období sa za predpokladu, že nedôjde k ďalšej eskalácii napätia vo svete, očakáva postupné zrýchlenie rastu reálneho HDP v rámci sledovaného obdobia. Rast reálneho HDP by sa mal v rokoch 2015 a 2016 zrýchliť – pričom rozdiely v tempe rastu medzi jednotlivými krajinami by sa mali zmenšiť – vďaka výsledkom dosiahnutým v defragmentácii finančných trhov, zblížovaniu ich rozpočtových politík a pozitívnemu vplyvu už uskutočnených štrukturálnych reforiem vo viacerých krajinách na hospodársku aktivitu. O predpokladaný nárast aktivity sa zaslúži najmä zvýšenie domáceho dopytu vďaka akomodáčnemu nastaveniu menovej politiky – podporenému nedávnymi štandardnými i neštandardnými menovopolitickými opatreniami – celkovo neutrálnemu nastaveniu rozpočtovej politiky po rokoch výraznej rozpočtovej reštrikcie a návratu k neutrálnym podmienkam v ponuke úverov. Súkromná spotreba by okrem toho mala ťažiť zo zvyšovania reálneho disponibilného príjmu v dôsledku priaznivého vplyvu nízkej inflácie cien komodít a rýchlejšieho rastu miezd. Súkromné investície do nehnuteľností na bývanie a iných aktív by mal zároveň stimulovať miznúci nepriaznivý vplyv potrebných bilančných úprav ako aj efekt dobiehania po rokoch nevýraznej investičnej aktivity. Hospodársku aktivitu by mal navyše v čoraz väčšej miere podporovať postupný rast zahraničného dopytu, znásobený nedávnym posilňovaním efektívneho výmenného kurzu eura a predchádzajúcim nárastom konkurencieschopnosti. Zrýchľovaniu rastu však naďalej stojí v ceste celý rad faktorov. Nepriaznivý vplyv vysokej miery nezamestnanosti v niektorých krajinách na výhľad súkromnej spotreby by mal počas sledovaného obdobia slabnúť len postupne, zatiaľ čo značný prebytok produkčných kapacít v niektorých krajinách a prípadne aj obmedzená ponuka pracovných síl v niektorých ďalších krajinách budú podľa projekcií i naďalej brzdiť investičnú spotrebu. Krátkodobý výhľad vývoja investícií a vývozu okrem toho tlmí pretrvávajúce geopolitické napätie. V priemernom ročnom vyjadrení sa očakáva, že reálny HDP vzrastie o 0,9 % v roku 2014, o 1,6 % v roku 2015 a o 1,9 % v roku 2016. Tento vývoj hospodárskeho rastu je odrazom dlhodobého rastúceho príspevku domáceho dopytu a malého kladného príspevku čistého vývozu.

Pokiaľ ide o jednotlivé zložky dopytu, vývoz z eurozóny by mal v ďalšej časti roku 2014 a v priebehu roku 2015 podľa projekcií nabrat' na intenzite vzhľadom na postupné zvyšovanie zahraničného dopytu po produkcii eurozóny a priaznivý vplyv nedávneho zhodnocovania eura. V súčasnosti napätá situácia medzi EÚ a Ruskom má celkovo obmedzený vplyv na zahraničný dopyt a vývoz z eurozóny, hoci niektoré krajiny s pomerne silnými obchodnými stykmi s Ruskom môžu jej vplyv cítiť výraznejšie. Podiel eurozóny na jej vývozných trhoch by sa mal počas sledovaného obdobia podľa projekcií mierne znížiť, hoci v rámci jednotlivých krajín eurozóny by mal byť vývoj vzhľadom na odlišnosti vo vývoji konkurencieschopnosti a v štruktúre obchodnej výmeny pomerne rôznorodý. Vývoz v rámci eurozóny by mal podľa projekcií rásť o niečo pomalšie ako vývoz z eurozóny, a to vzhľadom na stále pomerne slabý domáci dopyt v rámci eurozóny.

Podnikové investície by sa mali počas sledovaného obdobia podľa projekcií postupne zvyšovať, pričom by mali ťažiť zo zvyšovania domáceho i zahraničného dopytu v prostredí nahromadenej potreby reprodukčných investícií, veľmi nízkych úrokových sadzieb a ich očakávaného premietania do sadzieb úverov v niektorých krajinách, zvyšovania ziskov a určitého zlepšenia v ponuke úverov. Predpokladá sa však, že nepriaznivý vplyv pomalšieho trendového rastu a potreby ďalšej reštrukturalizácie podnikových bilancií v niektorých krajinách eurozóny výraznejšie oživenie podnikových investícií znemožní. Na konci projekčného horizontu by sa mali podnikové investície stále nachádzať približne 6 % pod svojou predkrízovou úrovňou, s výraznými rozdielmi medzi jednotlivými krajinami eurozóny.

Investície do nehnuteľností na bývanie by mali v druhej polovici roka 2014 postupne rásť a v roku 2015 nabrat' na intenzite vďaka oživeniu aktivity v prostredí nízkych sadzieb hypotekárnych úverov, priaznivejších podmienok v ponuke úverov a postupne miznúcej potreby korekcií. V niektorých krajinách však výstavbu nehnuteľností na bývanie i naďalej brzdí korekcia trhov s nehnuteľnosťami na bývanie, resp. stále pomalý rast disponibilného príjmu. V dôsledku pretrvávajúceho obmedzovania výdavkov v niekoľkých krajinách eurozóny, ktoré svojím rozsahom prekračujú expanzívnejší profil verejných investícií v iných krajinách, sa počas sledovaného obdobia očakáva naďalej nízka úroveň vládnych investícií.

Miera zamestnanosti vyjadrená počtom osôb sa v prvom polroku 2014 mierne zvýšila. V druhej polovici roka 2014 sa však očakáva, že tempo rastu zamestnanosti zostane nízke, než v rokoch 2015 a 2016 mierne stúpne. Očakávané oživenie zamestnanosti je odrazom nárastu hospodárskej aktivity, stimulujúceho vplyvu predchádzajúcej mzdovej moderácie a pozitívneho vplyvu reforiem trhu práce, ktoré zvýšili jeho flexibilitu a prispeli k tvorbe pracovných miest v súkromnom sektore, najmä v niektorých krajinách v horšej situácii. Ďalšie znižovanie stavu zamestnancov vo verejnom sektore v niektorých krajinách však bude celkový rast zamestnanosti tmiť. Očakáva sa, že ponuka pracovných síl sa počas sledovaného obdobia mierne zvýši vďaka imigrácii i vďaka tomu, že postupné zlepšovanie situácie na trhu práce stimuluje zapojenie určitých skupín obyvateľstva. Miera nezamestnanosti v posledných mesiacoch mierne klesla prevažne v dôsledku obratu vo vývoji zamestnanosti. V priebehu sledovaného obdobia by mala ďalej klesať, hoci by mala zostať na podstatne vyššej úrovni než v období pred krízou. Produktivita práce (meraná ako produkcia na zamestnanú osobu) by sa mala podľa projekcií zvýšiť v dôsledku očakávaného zrýchlenia rastu reálneho HDP a oneskorenej reakcie zamestnanosti na vývoj aktivity.

Tabuľka 2 Makroekonomické projekcie pre eurozónu¹⁾

(ročné percentuálne zmeny)

	September 2014				Jún 2014			Revízie od júna 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reálny HDP ³⁾	-0,4	0,9	1,6	1,9	1,0	1,7	1,8	-0,2	-0,1	0,1
		[0,7 – 1,1] ⁴⁾	[0,6 – 2,6] ⁴⁾	[0,6 – 3,2] ⁴⁾	[0,6 – 1,4] ⁴⁾	[0,6 – 2,8] ⁴⁾	[0,5 – 3,1] ⁴⁾			
Súkromná spotreba	-0,6	0,7	1,4	1,6	0,7	1,5	1,6	0,0	-0,1	0,0
Vládna spotreba	0,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0
Hrubá tvorba fixného kapitálu	-2,6	1,1	3,1	3,9	1,7	3,1	3,5	-0,6	0,0	0,4
Vývoz ⁵⁾	1,7	3,1	4,5	5,3	3,6	4,8	5,3	-0,5	-0,3	0,0
Dovoz ⁵⁾	0,7	3,5	4,5	5,3	3,6	4,8	5,5	-0,1	-0,4	-0,2
Zamestnanosť	-0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	0,5	0,7	0,0	0,1	0,0
Miera nezamestnanosti (v % pracovnej sily)	11,9	11,6	11,2	10,8	11,8	11,5	11,0	-0,2	-0,2	-0,3
HICP	1,4	0,6	1,1	1,4	0,7	1,1	1,4	-0,2	0,0	0,0
		[0,5 – 0,7] ⁴⁾	[0,5 – 1,7] ⁴⁾	[0,7 – 2,1] ⁴⁾	[0,6 – 0,8] ⁴⁾	[0,5 – 1,7] ⁴⁾	[0,6 – 2,2] ⁴⁾			
HICP bez energií	1,4	0,8	1,3	1,6	1,0	1,3	1,6	-0,2	-0,1	0,0
HICP bez energií a potravín	1,1	0,9	1,2	1,5	1,0	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
HICP bez energií, potravín a zmien nepriamych daní ⁶⁾	1,0	0,8	1,2	1,5	0,9	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
Jednotkové náklady práce	1,2	1,0	0,8	1,1	0,9	0,7	1,1	0,1	0,0	0,0
Kompenzácie na zamestnanca	1,6	1,6	1,8	2,2	1,6	1,9	2,2	0,0	-0,1	0,1
Produktivita práce	0,4	0,6	1,0	1,1	0,7	1,1	1,0	-0,1	-0,1	0,1
Saldo rozpočtu verejnej správy (v % HDP)	-3,0	-2,6	-2,4	-1,9	-2,5	-2,3	-1,9	-0,1	0,0	0,0
Štrukturálne rozpočtové saldo (v % HDP) ⁷⁾	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9	0,0	0,0	0,0
Hrubý dlh verejnej správy (v % HDP)	92,7	93,9	93,1	91,5	93,4	92,6	91,1	0,5	0,5	0,4
Saldo bežného účtu platobnej bilancie (v % HDP)	2,4	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,8	-0,3	-0,3	-0,4

1) Do projekcií na rok 2015 je po prvýkrát zahrnutá Litva. Priemerné ročné percentuálne zmeny za rok 2015 vychádzajú zo zloženia eurozóny v roku 2014, ktoré už zahŕňa Litvu. Projekcie premenných v národných účtoch vychádzajú zo štandardu ESA 95.

2) Úpravy sa počítajú z nezaokrúhlených hodnôt.

3) Údaje sú očistené od rozdielov v počte pracovných dní.

4) Uvedené intervaly sa určujú na základe rozdielov medzi skutočnými hodnotami a projektovanými hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov. Postup počítania intervalov 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 k dispozícii na internetovej stránke ECB.

5) Vráťane obchodnej výmeny v rámci eurozóny.

6) 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.

7) Vypočítané ako saldo verejnej správy očistené od dočasných vplyvov hospodárskeho cyklu a vládou prijatých dočasných opatrení. Výpočet je založený na postupe, ktorý ESCB uplatňuje v prípade cyklicky upraveného rozpočtového salda (Bouthevillain, C. a kol., „Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach“, *Working Paper Series*, č. 77, ECB, september 2001), a definícii ESCB pre dočasné opatrenia (Kremer, J. a kol., „A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances“, *Working Paper Series*, č. 579, ECB, január 2007). Projekcia štrukturálneho salda nie je odvodená z agregátnej miery produkčnej medzery. V súlade s metodikou ESCB sa cyklické zložky počítajú oddelene pre rôzne typy príjmov a výdavkov. Podrobnejšie informácie spolu s odkazmi na metodiku Európskej komisie sú v boxe „Cyklická úprava salda štátneho rozpočtu“ v Mesačnom bulletinu z marca 2012 a v boxe „Štrukturálne saldo ako ukazovateľ rozpočtovej pozície“ v tomto vydaní Mesačného bulletinu.

Súkromná spotreba by mala počas sledovaného obdobia vzrásť v úzkej nadväznosti na rast reálneho disponibilného príjmu. K rastu reálneho disponibilného príjmu by mali prispievať vyššie príjmy z pracovnej činnosti, ktoré sú dôsledkom stúpajúcej zamestnanosti a rýchlejšieho mzdového rastu, menej nepriaznivého vplyvu rozpočtovej konsolidácie, rastúceho príspevku iných osobných príjmov (najmä zo zisku) a nízkych cien komodít. Miera úspor by mala zostať stabilná. Tento vývoj je odrazom

protichodných účinkov tlmiaceho vplyvu klesajúcich úrokových sadzieb a postupne klesajúcej miery nezamestnanosti a z toho vyplývajúcej menšej potreby preventívnych úspor na jednej strane a na druhej strane stimulujúceho vplyvu nižšej miery núteného znižovania úspor v niektorých krajinách, keďže rastúci disponibilný príjem podporuje spotrebu. Predpokladá sa, že vládna spotreba sa v sledovanom období mierne zvýši.

Dovoz z krajín mimo eurozóny by mal podľa projekcií v sledovanom období mierne rásť. Dovoz bude i naďalej obmedzený slabým rastom celkového dopytu eurozóny a do istej miery tlmiacim účinkom nedávneho oslabenia eura. Počas sledovaného obdobia sa očakáva mierny príspevok čistého vývozu k rastu reálneho HDP. Prebytok bežného účtu by mal zostať celkovo stabilný na úrovni 2,4 % HDP v roku 2016.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami zverejnenými v Mesačnom bulletine z júna 2014 bola projekcia rastu reálneho HDP na rok 2014 upravená o 0,2 percentuálneho bodu nadol najmä v dôsledku nižšej než očakávanej hodnoty za druhý štvrtrok. Vzhľadom na zvýšené geopolitické napätie vplyv nižšieho svetového dopytu po vývoze a v menšej miere aj slabšia investičná aktivita znamenajú zníženie projekcie hospodárskej aktivity v druhom polroku 2014. Projekcia na rok 2015 bola upravená nadol o 0,1 percentuálneho bodu, predovšetkým v dôsledku menšieho vplyvu predchádzajúceho vývoja. Projekcia na rok 2016 bola upravená o 0,1 percentuálneho bodu nahor, najmä vďaka pozitívnemu vplyvu priaznivejších podmienok financovania – za podpory cielených dlhodobějších refinančných operácií – na súkromné investície.

PROJEKcie CIEN A NÁKLADOV

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla celková inflácia HICP v auguste 2014 úroveň 0,3 %. Na v súčasnosti nevýraznej miere inflácie sa prejavuje pokles cien energií a potravín ako aj obmedzený rast cien neenergetických priemyselných tovarov a služieb.

Po 0,6 % v druhom štvrtroku 2014 by mala celková miera inflácie HICP v treťom štvrtroku podľa projekcií mierne klesnúť na 0,4 %, než v poslednom štvrtroku 2014 stúpne na 0,7 %. Inflácia HICP by sa mala v priebehu sledovaného obdobia postupne zvyšovať a v poslednom štvrtroku 2016 by mala dosiahnuť 1,5 %. Znižovanie zápornej produkčnej medzery vzhľadom na stabilizáciu oživenia, ktoré vedie k rastu miezd a ziskov, by malo vyvinúť tlak na rast inflácie. Okrem toho sa predpokladá, že rast cien neenergetických komodít a dovozných cien v eurozóne, znásobený slabším výmenným kurzom eura, by mal prispieť k zvyšovaniu spotrebiteľských cien v eurozóne. Mieru inflácie by však malo do roku 2016 obmedzovať naďalej nízke využitie produkčných kapacít, keďže záporná produkčná medzera by sa podľa projekcií mala do roku 2016 zmenšiť len čiastočne (z čoho vyplýva veľmi obmedzená dynamika vývoja miezd a ziskových marží), ako aj očakávaný pokles cien ropy na základe trhov s futures.

Konkrétnejšie sa očakáva, že inflácia cien energií v treťom štvrtroku 2014 zostane v jasne zápornom pásme a že v zostávajúcej časti sledovaného obdobia sa bude pohybovať okolo nuly. Vplyv mierne klesajúcej krivky ropných futures na spotrebiteľské ceny energií bude v priebehu sledovaného obdobia čiastočne kompenzovaný rastovým vplyvom faktorov, ako je oslabovanie eura a vývoj cien ostatných energetických položiek. Príspevok cien energií k inflácii HICP by mal byť v sledovanom období nulový, čiže výrazne nižší než ich priemerný príspevok vo výške 0,5 percentuálneho bodu v rokoch 1999 – 2013. Vývoj tejto zložky HICP teda do značnej miery vysvetľuje miernejší inflačný výhľad v horizonte projekcií v porovnaní s vývojom zaznamenaným počas prvých 15 rokov existencie menovej únie.

Inflácia cien potravín by mala v treťom štvrtroku tohto roka zostať blízko nuly, ale mala by výrazne rásť v nasledujúcich štvrtrokoch až do polovice roka 2015, keď by mal odznieť tlmiaci vplyv počasia na ceny nespracovaných potravín i tlmiace základné efekty. Následne sa očakáva ďalší, aj keď postupnejší rast inflácie cien potravín, ktorá by mala na konci projekčného horizontu dosiahnuť úroveň 2,0 %. Ďalšie zvyšovanie inflácie cien potravín je odrazom predpokladaného zvýšenia cien poľnohospodárskej produkcie v EÚ v súlade s postupne silnejúcim hospodárskym oživením. Celkový príspevok cien energií k inflácii HICP by mal v sledovanom období predstavovať 0,2 percentuálneho bodu, čo je menej ako ich

priemerný príspevok vo výške 0,5 percentuálneho bodu v rokoch 1999 – 2013. Ceny potravín sú tak ďalším dôvodom na pomerne mierny inflačný výhľad.

Očakáva sa, že miera inflácie HICP bez potravín a energií už dosiahla svoje minimum, keď medzi posledným štvrťrokom 2013 a tretím štvrťrokom 2014 predstavovala 0,8 %. V priebehu sledovaného obdobia by mala postupne rásť v nadväznosti na silnejúce hospodárske oživenie, znižovanie produkčnej medzery a zrýchľovanie rastu miezd a ziskov. Tento ukazovateľ inflácie by mal v poslednom štvrťroku 2016 dosiahnuť 1,5 %. Príspevok tejto zložky k celkovej inflácii HICP by mal počas projekčného horizontu dosahovať 0,8 percentuálneho bodu, čo je menej ako dlhodobý priemer 1,1 percentuálneho bodu.

Zvyšovanie nepriamych daní zahrnuté do plánov rozpočtovej konsolidácie by na raste inflácie HICP v roku 2014 malo mať malý kladný podiel – približne 0,1 percentuálneho bodu. Vzhľadom na nedostatok informácií o rozpočtových opatreniach, ktoré budú schválené v zostávajúcej časti projekčného horizontu, sa v súčasnosti očakáva, že príspevok nepriamych daní bude v rokoch 2015 a 2016 zanedbateľný (v porovnaní s historickým priemerom 0,2 %).

Na nedávny vývoj inflácie HICP mali výrazne tlmiaci účinok vonkajšie cenové faktory. Ročný rast deflátoru dovozu prudko klesol z 2,4 % v roku 2012 na -2,0 % v prvom štvrťroku 2014. Tento prepád bol odrazom celosvetovo nízkych cien zapríčinených stagnujúcim rastom svetového hospodárstva, predchádzajúceho zhodnocovania eura a poklesu cien ropných i neropných komodít. Významné vonkajšie tlaky na pokles cien by podľa projekcií mali zaniknúť v druhej polovici roka 2014, keď sa predpokladá obrat ročného rastu deflátoru dovozu. Očakáva sa, že v priebehu sledovaného obdobia sa bude ročná miera zmeny deflátoru dovozu zvyšovať až do začiatku roka 2015, pričom počas zvyšku sledovaného obdobia by sa mal ustáliť na úrovni okolo 1,4 %, ktorá je v blízkosti jeho dlhodobého priemeru. Zrýchlenie tempa rastu deflátoru dovozu je odrazom predpokladaného nárastu svetových cien v dôsledku posilňovania svetového hospodárstva, predpokladaného zvýšenia cien neenergetických komodít a nižšieho výmenného kurzu eura.

Pokiaľ ide o domáce cenové tlaky, postupné zlepšovanie podmienok na trhu práce v eurozóne by malo viesť k určitému zrýchleniu rastu kompenzácií na zamestnanca. Rast jednotkových nákladov práce by mal počas prvých dvoch rokov projekčného horizontu klesať, a to na 1,0 % v roku 2014 a 0,8 % v roku 2015, než v roku 2016 mierne vzrastie na 1,1 %. Spomalenie rastu jednotkových nákladov práce v prvých dvoch rokoch projekčného horizontu vyplýva z miernej dynamiky rastu kompenzácií na zamestnanca v spojení so zrýchľujúcim sa rastom produktivity práce. V roku 2016 by sa mal rast jednotkových nákladov práce mierne zvýšiť v dôsledku zrýchlenia rastu kompenzácií na zamestnanca sprevádzaného celkovo stagnujúcim rastom produktivity. Tento priebeh vývoja je prejavom oneskorenej reakcie rastu miezd i zamestnanosti na hospodárske oživenie vzhľadom na výrazný a len pomaly sa znižujúci prebytok pracovných síl na trhu práce v eurozóne.

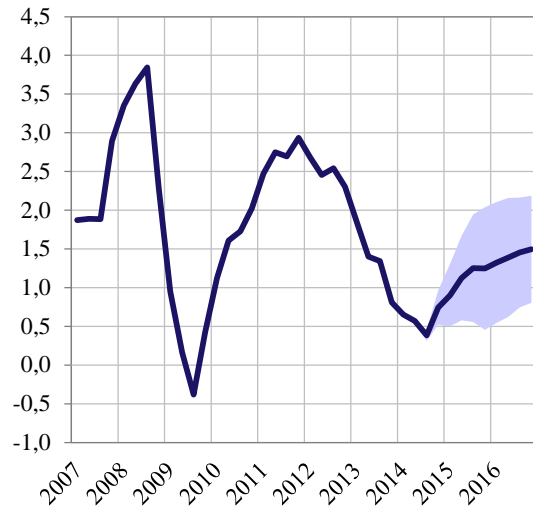
Ziskové marže (merané rozdielom medzi deflátorom HDP v cenách výrobných faktorov a rastom jednotkových nákladov práce) by sa mali v roku 2014 o niečo znížiť. Neskôr by mali postupne rásť i vďaka cyklickému oživeniu hospodárstva.

Graf 1 Makroekonomické projekcie¹⁾

(štvrt'ročné údaje)

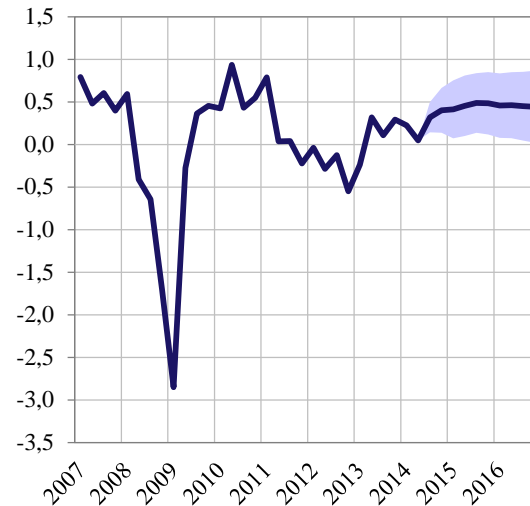
HICP eurozóny

(medziročné percentuálne zmeny)



Reálny HDP eurozóny²⁾

(medzištvrt'ročné percentuálne zmeny)



1) Uvedené intervaly okolo stredových hodnôt projekcií vychádzajú z rozdielov medzi skutočnými hodnotami a projektovanými hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov. Postup počítania intervalov 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 k dispozícii na internetovej stránke ECB.

2) Údaje očistené od rozdielov v počte pracovných dní.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami zverejnenými v Mesačnom bulletine z júna 2014 bola projekcia celkovej inflácie HICP na rok 2014 upravená o 0,2 percentuálneho bodu nadol, najmä v dôsledku nižších než očakávaných hodnôt inflácie HICP v posledných mesiacoch. Na roky 2015 a 2016 zostáva projekcia inflácie nezmenená. Dôvodom je v podstate nulový výsledný efekt zníženia projekcií HICP bez energií a zvýšenia projekcií energetických zložiek HICP. Pokiaľ ide o HICP bez energií, aktuálne nižšie než očakávané hodnoty inflácie by mali viesť k trvalejšie slabšej dynamike inflácie HICP bez energií v porovnaní s predchádzajúcimi očakávaniami. Vyššie predpokladané ceny ropy a nižší predpokladaný výmenný kurz zároveň znamenajú úpravu energetickej zložky HICP nahor.

VÝHLAD ROZPOČTOVÉHO VÝVOJA

Na základe predpokladov uvedených v boxe 1 by sa mal deficit verejnej správy v eurozóne podľa projekcií postupne znížiť z 3,0 % HDP v roku 2013 na 1,9 % v roku 2016. Tento pokles je najmä odrazom zlepšenia cyklickej pozície. Predpokladá sa, že štrukturálne saldo sa v priebehu sledovaného obdobia mierne zlepši v dôsledku konsolidačného úsilia v niektorých krajinách eurozóny a očakávaného odznievania štátnej pomoci finančnému sektoru. Naďalej pomalý rast verejných výdavkov by mal prevýšiť účinok zníženia priamych daní v niektorých krajinách. Za súčasných predpokladov v oblasti rozpočtovej politiky by však štrukturálne zlepšovanie pokračovalo oveľa pomalšie ako v posledných rokoch. Pomer hrubého dlhu verejnej správy k HDP v eurozóne by mal v roku 2014 podľa projekcií dosiahnuť maximálnu hodnotu 93,9 % a neskôr by mal klesať až na 91,5 % v roku 2016.

Box 2

ZOHLADNENIE SÚBORU OPATRENÍ MENOVEJ POLITIKY ECB Z JÚNA 2014 V PROJEKCIÁCH

Súbor opatrení menovej politiky oznámený 5. júna 2014 obsahuje široké spektrum opatrení, niektoré s okamžitou implementáciou (zníženie kľúčových úrokových sadzieb ECB a predĺženie realizácie tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov), niektoré s účinnosťou od septembra 2014 (cielené dlhodobějšíe refinančné operácie – targeted longer-term refinancing operations – TLTRO) a niektoré bližšie nešpecifikované, o ktorých do uzávierky týchto projekcií nebolo rozhodnuté (priame nákupy cenných papierov krytých aktívami – asset-backed securities – ABS).

Za týchto okolností bol v projekciách zvolený prístup, ktorý umožňuje, aby súbor menovopolitických opatrení ovplyvnil základnú projekciu v rovnakej miere, ako ovplyvňuje technické finančné odhady na základe trhových údajov (trhové úrokové miery, ceny akcií a výmenný kurz). Premietanie zmien v týchto predpokladoch by malo zodpovedať zákonitostiam obdobného vývoja v minulosti. To znamená, že nedochádza k žiadnym subjektívnym úpravám štandardného modelového rámca na odvodzovanie predpokladov týkajúcich sa úverových sadzieb a účinkov ponuky úverov, ani k úpravám žiadnych iných aspektov odvodzovania základnej projekcie.

Mnohé ďalšie potenciálne kanály nie sú v základnej projekcii zohľadnené. Patrí k nim napríklad premietanie finančnej podpory na zníženie nákladov financovania bánk do ich úverových sadzieb, priaznivé podmienky v ponuke úverov a využívanie zdrojov TLTRO bankami na nákup aktív. Základná projekcia preto pravdepodobne celkovo podhodnocuje dosah uvedeného súboru opatrení, čo predstavuje jasné riziko zvýšenia základných projekcií rastu a inflácie.

Box 3

ANALÝZY CITLIVOSTI

Projekcie sa do značnej miery opierajú o technické predpoklady týkajúce sa vývoja určitých kľúčových premenných. Keďže niektoré z týchto premenných môžu mať na projekcie pre eurozónu veľký vplyv, citlivosť projekcií na alternatívny vývoj týchto základných predpokladov môže pomôcť pri analýze rizík spojených s projekciami. Tento box sa zaoberá neistotou v spojitosti s trojicou kľúčových predpokladov a citlivosťou projekcií na tieto predpoklady.¹

1) Alternatívny vývoj cien ropy

Predpoklady týkajúce sa cien ropy v aktuálnych projekciách odborníkov Eurosystemu sú odvodené z očakávaní trhu meraných cenami ropných futures, z ktorých vyplýva pokles cien ropy počas sledovaného obdobia (box 1). S týmto profilom vývoja sa však aj naďalej spája neistota.

Očakávaný pokles cien ropy môže byť odrazom názoru trhu, že nedávny pokles ťažby ropy v niektorých krajinách OPEC v dôsledku politickej nestability alebo geopolitického napätia sa čiastočne obnoví a/alebo bude vykompenzovaný zvýšením globálnej produkcie bridlicovej ropy. V prípade neočakávaných geopolitických udalostí na strane hlavných producentov ropy (napr. Ruska) v krátkodobom alebo strednodobom horizonte alebo výraznejšieho svetového oživenia v strednodobom horizonte by však ceny ropy mohli stúpnuť.

V kontexte svetového oživenia sa vyššie než predpokladané ceny ropy celkovo zdajú byť pravdepodobné. Táto analýza citlivosti preto berie do úvahy výraznejšiu úpravu vývoja cien ropných futures nahor.² Alternatívny vývoj predpokladá, že ceny ropy budú v rokoch 2014, 2015 a 2016 o 3 %, 6 % a 10 % nad úrovňou cien futures. Podľa makroekonomických modelov odborníkov ECB by vyššie ceny ropy spôsobili, že inflácia HICP by bola v rokoch 2015 a 2016 o 0,1 – 0,2 percentuálneho bodu nad úrovňou základnej projekcie. Vyššie ceny ropy by zároveň pribrzdili rast reálneho HDP, ktorý by bol v rokoch 2015 a 2016 nižší o 0,1 percentuálneho bodu.

2) Alternatívny vývoj výmenného kurzu

Základná projekcia vychádza z nezmeneného efektívneho výmenného kurzu eura až do konca sledovaného obdobia. Zhoršenie rastových a inflačných očakávaní v eurozóne v porovnaní s ekonomikou Spojených štátov a očakávaní rozchádzajúcich sa nastavení menovej politiky v oboch ekonomikách by však mohli spôsobiť oslabenie eura, v dôsledku čoho by trh očakával dlhé obdobie nízkych úrokových mier v eurozóne a rýchlejšiu normalizáciu v Spojených štátoch. Alternatívny vývoj eura počítajúci s výraznejším oslabením bol odvodený z 25. percentilu rozdelenia na základe rizikovo neutrálnych hustôt odvodených z cien opcí na výmenný kurz EUR/USD z 13. augusta 2014. Z tohto vývoja vyplýva postupné oslabovanie eura voči americkému doláru až na úroveň 1,24 USD/EUR v roku 2016, čo je o 7,4 % pod úrovňou základnej projekcie. Príslušné predpoklady nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura sú odrazom historických zákonitostí, pričom zmeny výmenného kurzu EUR/USD odrážajú zmeny efektívneho výmenného kurzu s elasticitou približne 52 %. Dôsledkom je postupný odklon efektívneho výmenného kurzu eura od základnej projekcie až na 3,9 % pod úrovňou základnej projekcie v roku 2016.

Z výsledkov makroekonomických modelov odborníkov ECB v takom prípade vyplýva rýchlejší rast reálneho HDP (o 0,1 – 0,3 percentuálneho bodu v rokoch 2015 a 2016) a vyššia inflácia HICP v rokoch 2015 a 2016 (o 0,2 – 0,3 percentuálneho bodu).

3) Dodatočná rozpočtová konsolidácia

Ako sa uvádza v boxe 1, v prípade predpokladov týkajúcich sa rozpočtovej politiky sa do úvahy berú všetky opatrenia rozpočtovej politiky, ktoré už schválil parlament, resp. dostatočne podrobne vypracované opatrenia vlády, ktoré budú pravdepodobne v rámci legislatívneho konania schválené. Opatrenia zahrnuté do základnej projekcie v prípade väčšiny krajín nie sú dostatočné na splnenie požiadaviek na rozpočtovú konsolidáciu v rámci nápravnej a preventívnej časti Paktu stability a rastu. Záväzok splniť tieto požiadavky je vo všeobecnosti vyjadrený v programoch stability z roku 2014 a v dokumentoch programov EÚ a MMF. Samotné opatrenia na dosiahnutie týchto cieľov však často chýbajú, alebo nie sú vypracované dostatočne podrobne. V základnej projekcii preto nie sú zohľadnené, najmä na obdobie rokov 2015 až 2016, ktoré v prípade väčšiny krajín do aktuálneho rozpočtu nie je zahrnuté. Je preto nielen nevyhnutné, ale aj pravdepodobné, že popri opatreniach, ktoré sú už do základného scenára zahrnuté, viacero vlád do roku 2016 prijme dodatočné opatrenia rozpočtovej konsolidácie.

Predpoklady analýzy fiškálnej citlivosti

Východiskovým bodom analýzy fiškálnej citlivosti je „fiškálna medzera“ medzi rozpočtovými cieľmi vlády a základnými projekciami rozpočtového vývoja. Rozsah pravdepodobnej dodatočnej rozpočtovej konsolidácie sa posudzuje na základe podmienok a informácií (špecifických pre danú krajinu) týkajúcich sa rozsahu a zloženia konsolidácie. Informácie špecifické pre jednotlivé krajiny majú predovšetkým poukázať na neistotu súvisiacu s rozpočtovými cieľmi, pravdepodobnosť dodatočných opatrení rozpočtovej konsolidácie, ktoré majú na rozdiel od ostatných faktorov znižujúcich deficit dosah na agregátny dopyt, a súvisiace makroekonomické spätné väzby.

Na základe tohto prístupu sa odhaduje, že rozsah dodatočnej konsolidácie v eurozóne bude v roku 2014 veľmi obmedzený (menej ako 0,1 % HDP), zatiaľ čo na rok 2015 sa predpokladajú ďalšie pravdepodobné dodatočné opatrenia (približne 0,3 % HDP) a o niečo menší rozsah v roku 2016 (približne 0,1 % HDP). Z toho vyplýva kumulatívny rozsah dodatočnej konsolidácie do konca roka 2016 v rozsahu približne 0,4 % HDP. Pokiaľ ide o zloženie rozpočtových opatrení, analýza citlivosti sa snaží začleniť profily najpravdepodobnejších dodatočných konsolidačných opatrení špecifické pre jednotlivé krajiny a časové harmonogramy. Pre eurozónu ako celok sa v tejto analýze odhaduje, že rozpočtová konsolidácia bude naklonená na výdavkovú stranu rozpočtu, hoci zahŕňa aj rast nepriamych daní. Na rok 2016 sa zase za pravdepodobné považujú stimulačné opatrenia v podobe zníženia priamych daní a odvodov sociálneho zabezpečenia.

Makroekonomický vplyv dodatočnej rozpočtovej konsolidácie

V nasledujúcej tabuľke sú zhrnuté výsledky simulácie vplyvu na rast reálneho HDP a infláciu HICP v eurozóne vyplývajúce z analýzy rozpočtovej citlivosti, v rámci ktorej bol použitý model eurozóny vypracovaný ECB (New Area-Wide Model – NAWM³).

Vplyv dodatočnej rozpočtovej konsolidácie na rast reálneho HDP v roku 2014 je obmedzený, zatiaľ čo v rokoch 2015 a 2016 predstavuje podľa odhadov približne -0,2 percentuálneho bodu. Vplyv na infláciu HICP v roku 2015 predstavuje podľa odhadov približne 0,1 percentuálneho bodu.

Súčasná analýza teda poukazuje na určité riziká poklesu základnej projekcie rastu reálneho HDP predovšetkým v rokoch 2015 a 2016, keďže do základného scenára nie sú zahrnuté všetky plánované opatrenia rozpočtovej konsolidácie. Zároveň poukazuje na menšie riziká vyššej inflácie, keďže na základe hodnotenia bude zdrojom časti dodatočnej konsolidácie zvyšovanie nepriamych daní.

Je dôležité poznamenať, že táto analýza fiškálnej citlivosti sa zameriava len na potenciálne krátkodobé vplyvy pravdepodobnej dodatočnej rozpočtovej konsolidácie. Hoci aj vhodne navrhnuté opatrenia rozpočtovej konsolidácie majú často negatívne krátkodobé vplyvy na rast reálneho HDP, tieto opatrenia majú aj pozitívne dlhodobejšie vplyvy na hospodársku aktivitu, ktoré v horizonte tejto analýzy nie sú zjavné.⁴ Výsledky tejto analýzy by sa preto nemali interpretovať ako pokusy o spochybnenie potreby dodatočných opatrení rozpočtovej konsolidácie v sledovanom období. Pokračujúce úsilie o rozpočtovú konsolidáciu je nevyhnutné v záujme obnovenia stabilných verejných financií v eurozóne. Nedostatočné úsilie o rozpočtovú konsolidáciu by mohlo mať nepriaznivý vplyv na oceňovanie štátnych dlhopisov. Okrem toho by sa mohla oslabiť aj dôvera, čo by malo nepriaznivý vplyv na hospodárske oživenie.

Odhadovaný makroekonomický vplyv dodatočnej rozpočtovej konsolidácie na rast HDP a infláciu HICP v eurozóne

(v % HDP)

	2014	2015	2016
Rozpočtové ciele vlády ¹⁾	-2,4	-1,8	-1,1
Základné rozpočtové projekcie	-2,6	-2,4	-1,9
Dodatočná rozpočtová konsolidácia (kumulatívne) ²⁾	0,0	0,3	0,4
Vplyv dodatočnej rozpočtovej konsolidácie (v percentuálnych bodoch) ³⁾			
Rast reálneho HDP	0	-0,2	-0,2
Inflácia HICP	0	0,1	0

1) Nominálne ciele, ktoré sú v prípade príslušných krajín uvedené v najnovších dokumentoch programov EÚ a MMF a v prípade ostatných krajín v aktualizovaných programoch stability z roku 2014.

2) Analýza citlivosti na základe hodnotenia odborníkov ECB.

3) Odchýlky od základnej projekcie v percentuálnych bodoch v prípade rastu reálneho HDP a inflácie HICP (v oboch prípadoch v ročnom vyjadrení). Simulácia makroekonomického vplyvu bola uskutočnená pomocou modelu eurozóny vypracovaného ECB (New Area-Wide Model).

1 Všetky simulácie sa uskutočnili za predpokladu nezmenenej menovej politiky a všetkých ostatných premenných týkajúcich sa technických predpokladov a medzinárodného prostredia eurozóny.

2 Podrobný opis modelu použitého na odvodenie tejto úpravy smerom nahor je v publikácii „Risk-adjusted forecasts of oil prices“, Pagano, P., Pisani, M., *The B.E. Journal of Macroeconomics*, roč. 9, vydanie 1, článok 24, 2009.

3 New Area-Wide Model bližšie opisujú Christoffel K., Coenen G. a Warne A. v publikácii „The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis“, *Working Paper Series*, č. 944, ECB, október 2008.

4 Podrobnejšiu analýzu makroekonomických vplyvov rozpočtovej konsolidácie uvádza box „Fiscal multipliers and the timing of consolidation“, *Mesačný bulletin*, ECB, apríl 2014.

DÔSLEDKY NAPÄTIA MEDZI EÚ A RUSKOM NA VÝHLAD ZAHRANIČNÉHO OBCHODU EUROZÓNY

Prehlbovanie geopolitického napätia a s tým súvisiaci pokles dôvery sa mohli v poslednej dobe nepriaznivo prejavovať na hospodárskej aktivite v eurozóne. V základnej projekcii sa však počíta s tým, že nepriaznivý vplyv momentálne napätej situácie medzi EÚ a Ruskom na obchod eurozóny bude len veľmi obmedzený. Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny a vývoz by mali byť ovplyvnené predovšetkým dvomi spôsobmi.

Po prvé, v porovnaní s júnovými projekciami došlo počas sledovaného obdobia k zhoršeniu vyhladok ruského hospodárstva a následnému poklesu domáceho dopytu a dovozu v Rusku, čo má nepriaznivé následky na zahraničný dopyt a vývoz z eurozóny. Eskalácia napätia na Ukrajine viedla k ďalším, predovšetkým finančným sankciám EÚ a Spojených štátov voči Rusku. Po medzikvartálnom poklese ruského HDP o 0,3 % v prvom štvrtroku 2014 sa v nasledujúcich štvrtrokoch očakáva i naďalej tlmená hospodárska aktivita v dôsledku stagnácie investičnej aktivity, ktorá je čiastočne zapríčinená zvýšením úrokových sadzieb ruskej centrálnej banky, citelne prísnejšími podmienkami domáceho i zahraničného financovania, odlevom kapitálu a zvýšenou neistotou. Okrem toho sa očakáva, že súkromnú spotrebu bude brzdiť neistá perspektíva hospodárskeho vývoja a nižší disponibilný príjem v dôsledku vyššej inflácie a znehodnotenia rubľa. Pokles domáceho dopytu v Rusku sa v sledovanom období negatívne podpíše na ruskom HDP i tempe rastu dovozu, čo v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami znamená revíziu ruského dovozu smerom nadol. Keďže Rusko tvorí okolo 4,5 % zahraničného dopytu po produkcii eurozóny, tento pokles ruského dovozu ovplyvní zahraničný dopyt eurozóny len marginálne, čo v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami predstavuje zníženie o približne 0,1 percentuálneho bodu do konca roka 2016.

Po druhé, Rusko uvalilo embargo na dovoz určitých potravín z krajín, ktoré uplatnili sankcie voči ruským jednotlivcom a subjektom, vrátane dovozu potravín z eurozóny. Ruské embargo sa vzťahuje na približne 2 % celkového objemu ruského dovozu tovarov a služieb, čo sa v projekčnom horizonte ešte viac odrazí na jeho tempe rastu dovozu. Na zohľadnenie vplyvu týchto dovozných obmedzení sa predpokladá, že približne tretina dovozov pod embargoom sa dá okamžite nahradiť od iných zahraničných dodávateľov. Zostávajúca časť podľa predpokladov spôsobí mierny pokles tempa rastu ruského dovozu koncom roka 2014 a začiatkom roka 2015. Výsledkom bude pokles zahraničného dopytu eurozóny do začiatku roka 2015 o menej ako 0,1 percentuálneho bodu v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami.

Hoci bude nepriaznivý vplyv na zahraničný dopyt eurozóny pravdepodobne nízky, pre niektoré jednotlivé krajiny eurozóny môže byť dosah týchto opatrení v závislosti od ich obchodných väzieb na Rusko výraznejší. Okrem toho sa zdá, že súčasné napätie spôsobilo pokles dôvery podnikateľského sektora v eurozóne.

V súvislosti s týmito odhadmi treba zohľadniť určité podmienky. Nepriaznivý vplyv ruského embarga na vývoz z eurozóny môže byť výraznejší, než naznačuje revízia zahraničného dopytu smerom nadol, keďže opatrenia embarga sú zamerané konkrétne na eurozónu a niektoré krajiny OECD, pričom táto skutočnosť vo fixných podieloch na obchodnej výmene nie je zohľadnená. To znamená, že je skôr možné, že vývoz z eurozóny klesne výraznejšie, než sa odhaduje vyššie. Na druhej strane krajiny eurozóny môžu nájsť alternatívne vývozné trhy a tým dopad embarga zmierniť.

V neposlednom rade, ako už bolo uvedené v Mesačnom bulletine z júna 2014 (v boxe „Riziká, ktorým čelí eurozóna v súvislosti s krízou na Ukrajine“), však ďalšie zintenzívnenie napätia v tomto regióne môže spôsobiť uvalenie ďalších sankcií na Rusko i odvetné opatrenia Ruska voči EÚ. V takom prípade by vplyv na hospodársku aktivitu a infláciu v eurozóne bol pravdepodobne podstatne väčší.

Box 5**PROGNÓZY INÝCH INŠTITÚCIÍ**

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

Porovnanie prognóz rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne

(ročné percentuálne zmeny)

	Dátum zverejnenia	Rast HDP			Inflácia HICP		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Projekcie odborníkov ECB	September 2014	0,9	1,6	1,9	0,6	1,1	1,4
		[0,7 – 1,1]	[0,6 – 2,6]	[0,6 – 3,2]	[0,5 – 0,7]	[0,5 – 1,7]	[0,7 – 2,1]
Európska komisia	Máj 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OECD	Máj 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Euro Zone Barometer	August 2014	1,0	1,5	1,7	0,6	1,1	1,5
Consensus Economics Forecasts	August 2014	1,0	1,5	1,6	0,6	1,1	1,5
Survey of Professional Forecasters	August 2014	1,0	1,5	1,7	0,7	1,2	1,5
MMF	Júl 2014	1,1	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Zdroje: European Commission European Economic Forecast – jar 2014; IMF World Economic Outlook – aktualizácia z júla 2014 (HDP); IMF World Economic Outlook – apríl 2014; OECD Economic Outlook – máj 2014; 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 rozdielov v počte pracovných dní v roku, zatiaľ čo Európska komisia ani MMF svoje prognózy od týchto rozdielov neočisťujú. Ostatné prognózy nešpecifikujú, či rozdiely v počte pracovných dní zohľadňujú.

V prognózach iných inštitúcií, ktoré sú v súčasnosti k dispozícii, sa očakáva mierne rýchlejšia rast reálneho HDP v eurozóne v roku 2014 ako v projekciách odborníkov ECB. Projekcie rastu reálneho HDP na roky 2015 a 2016 sú podobné alebo mierne nižšie ako projekcie odborníkov ECB. Pokiaľ ide o infláciu, na roky 2014 a 2015 vyplýva z prognóz väčšiny iných inštitúcií priemerná ročná inflácia HICP, ktorá je v blízkosti projekcií odborníkov ECB, alebo je mierne vyššia. V roku 2016 by mala inflácia HICP podľa iných dostupných prognóz dosiahnuť v priemere od 1,3 % do 1,5 %, zatiaľ čo podľa projekcií odborníkov ECB by mala dosiahnuť 1,4 %. V súčasnosti sa všetky dostupné prognózy na roky 2015 a 2016 pohybujú v rámci intervalov projekcií odborníkov ECB, ktoré sú uvedené v tabuľke.

© Európska centrálna banka 2014

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.