



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTÉM

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKČIE ODBORNÍKOV EUROSYSTÉMU PRE EUROZÓNU

Projekcie makroekonomického vývoja v eurozóne vypracovali odborníci Euro systému na základe informácií dostupných k 20. novembru 2009.<sup>1</sup> Vzhľadom na perspektívu pomalého oživovania hospodárskej aktivity na celom svete sa očakáva, že priemerné ročné tempo rastu reálneho HDP sa bude v roku 2009 pohybovať v rozmedzí -4,1 % až -3,9 %, pričom v rokoch 2010 a 2011 by sa malo zvýšiť na 0,1 % až 1,5 %, resp. 0,2 % až 2,2 %. Inflácia by počas sledovaného obdobia mala zostať nevýrazná, keďže by ju mal obmedzovať útlm hospodárskej aktivity v eurozóne. Priemerná ročná miera celkovej inflácie HICP by mala v roku 2009 podľa projekcií dosiahnuť približne 0,3 % a v rokoch 2010 a 2011 by sa mala zvýšiť na 0,9 % až 1,7 %, resp. 0,8 % až 2,0 %.

### Box A

#### 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 trhových očakávaní ku dňu uzávierky 12. novembra 2009.<sup>1</sup> Predpoklad týkajúci sa krátkodobých úrokových mier je výhradne technickej povahy. Tieto úrokové miery sú merané prostredníctvom trojmesačnej sadzby EURIBOR, pričom trhové očakávania sú odvodené z úrokových termínovaných obchodov. Z tejto metodiky vyplýva, že celková priemerná úroveň krátkodobých úrokových mier by mala v rokoch 2009 a 2010 dosiahnuť 1,2 %. V roku 2011 sa následne očakáva ich zvýšenie na 2,4 %. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov by mali podľa trhových očakávaní dosiahnuť v roku 2009 priemernú úroveň 4,0 % a v rokoch 2010 a 2011 by sa mali mierne zvýšiť na 4,1 %, resp. 4,6 %. Základný scenár vývoja zohľadňuje nedávne zlepšenie podmienok financovania a vychádza z predpokladu, že rozpätie medzi úrokovými mierami bankových úverov a vyššie uvedenými úrokovými mierami sa v sledovanom období mierne zúži. Zároveň sa predpokladá, že v tomto období dôjde k postupnému uvoľňovaniu úverových podmienok. Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s termínovanými nástrojmi počas dvojtyždňového obdobia, ktoré sa skončilo dňom uzávierky, sa predpokladá, že priemerná cena ropy dosiahne 62,2 USD za barel v roku 2009, 81,4 USD za barel v roku 2010 a 85,9 USD za barel v roku 2011. Ceny neenergetických komodít v amerických dolároch v roku 2009 podľa odhadov značne klesli (o 22,3 %), pričom v roku 2010 by mali stúpnuť o 24,7 % a v roku 2011 by mali zaznamenať oveľa miernejšie zvýšenie v hodnote 4,0 %.

Vzájomné výmenné kurzy by mali počas sledovaného obdobia zostať nezmenené na priemernej úrovni za dvojtyždňové obdobie ku dňu uzávierky. Z toho vyplýva výmenný kurz EUR/USD na úrovni 1,39 v roku 2009 a 1,49 v rokoch 2010 a 2011 a efektívny výmenný kurz eura, ktorý sa v roku 2009 v priemere zhodnotí o 0,8 % a v roku 2010 o ďalších 2,2 %.

Predpoklady v oblasti rozpočtovej politiky vychádzajú z rozpočtových plánov jednotlivých členských štátov eurozóny dostupných k 20. novembru 2009. Do úvahy sa berú všetky opatrenia rozpočtovej politiky, ktoré už schválil parlament, resp. tie podrobne vypracované opatrenia vlády, ktoré budú pravdepodobne schválené.

<sup>1</sup> Ceny ropy a potravín vychádzajú z cien termínovaných kontraktov do konca roku 2011. V prípade ostatných komodít sa predpokladá, že ich ceny sa do konca roku 2010 budú vyvíjať podľa cien termínovaných kontraktov a neskôr sa budú vyvíjať v závislosti od svetovej hospodárskej aktivity.

<sup>1</sup> Makroekonomické projekcie odborníkov Euro systému sú spoločným dielom odborníkov z ECB a odborníkov z národných centrálnych bánk eurozóny. Vydávajú sa dvakrát ročne a Rada guvernérov ich využíva ako podklad pri hodnotení hospodárskeho vývoja a rizík pre cenovú stabilitu. Ďalšie informácie o postupoch a technikách použitých pri tvorbe projekcií sú dostupné v publikácii ECB „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“ z júna 2001, ktorá je k dispozícii na internetovej stránke ECB. Na vyjadrenie neistoty spojenej s projekciami sa výsledné hodnoty každej premennej 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“ zo septembra 2009, ktorý je k dispozícii aj na internetovej stránke ECB.

## MEDZINÁRODNÉ PROSTREDIE

Perspektíva vývoja svetového hospodárstva naďalej vykazuje známky zlepšovania, pričom obrat smerom k oživeniu nastal v druhom štvrtroku 2009. V krátkodobom horizonte sa očakáva, že oživenie bude nerovnomerné, keďže je v prvom rade poháňané efektom stimulačných menových a rozpočtových opatrení, opätovným nárastom obchodu a cyklickým efektom vývoja stavu zásob. Zatiaľ čo vplyv niektorých z týchto faktorov je len dočasný, očakáva sa, že postupné zlepšovanie podmienok financovania podporí prognózované oživenie svetového hospodárstva trvalejšie. Celkovo sa očakáva, že svetový hospodársky rast bude počas celého sledovaného obdobia zaostávať za minulými trendmi, keďže najmä vo vyspelých ekonomikách je tempo oživenia kvôli pretrvávajúcemu vplyvu krízy len mierne. Svetový reálny HDP bez eurozóny klesol v roku 2009 podľa odhadov o 0,6 %, pričom sa očakáva, že v roku 2010 vzrastie o 3,5 % a v roku 2011 o 3,9 %. Rast vývozných trhov eurozóny zaznamenal v roku 2009 podľa odhadov ešte výraznejší pokles (-12,2 %), pričom v roku 2010 sa očakáva jeho oživenie na 4,2 % a v roku 2011 na 4,7 %.

## PROJEKCIE RASTU REÁLNEHO HDP

Rast reálneho HDP eurozóny sa v treťom štvrtroku 2009 opäť vrátil do kladného pásma, čo znamenalo prvý nárast reálneho HDP v období od prvého štvrtroku 2008. Na základe dostupných údajov rastu zrejme napomohol celý rad faktorov, ako napr. balíky stimulačných rozpočtových opatrení, cyklický efekt vývoja stavu zásob a zrýchlenie rastu obchodu. Očakáva sa, že hneď ako účinok týchto čiastočne dočasných faktorov doznie, rast HDP sa začiatkom roku 2010 opäť spomalí. Podľa projekcií by mal hospodárskej aktivity počas celého sledovaného obdobia do roku 2011 postupne napomáhať vývoz a vyšší domáci dopyt. Oživenie bude počas sledovaného obdobia podporované aj účinkami opatrení menovej politiky a výsledkami značného úsilia o obnovu fungovania finančného systému, ktoré sa prejavujú s určitým časovým oneskorením. Očakáva sa však, že rast bude kvôli potrebe korekcie bilancií v rôznych sektoroch ekonomiky a tlmiacemu účinku horších vyhliadok na trhu práce na spotrebu aj naďalej menej výrazný ako pred recesiou. V medziročnom vyjadrení by mal rast reálneho HDP, po zvýšení 0,5 % v roku 2008, dosiahnuť -4,1 % až -3,9 % v roku 2009 a v rokoch 2010 a 2011 by sa mal zvýšiť na 0,1 % až 1,5 %, resp. 0,2 % až 2,2 %.

Bližší pohľad na domáce zložky HDP ukazuje, že v prípade celkových investícií sa až do začiatku roku 2011 očakáva pokles, ktorý sa však bude postupne zmenšovať. Predpokladá sa, že súkromné investície (s výnimkou investícií do nehnuteľností na bývanie) budú obmedzované nízkou mierou využitia kapacít, slabým dopytom, vysokou mierou neistoty a zníženou ziskovosťou. Projekcie investícií do nehnuteľností na bývanie naznačujú, že tieto budú tlmené pokračujúcou cenovou korekciou na týchto trhoch v niektorých krajinách. Na základe súboru rozpočtových opatrení ohlásených vo viacerých krajinách eurozóny sa v rokoch 2009 a 2010 očakáva výrazný rast vládnych investícií v reálnom vyjadrení, pričom v roku 2011 by malo dôjsť k ich zníženiu.

Rast súkromnej spotreby by mal byť tiež tlmený. Reálny príjem z pracovnej činnosti bude počas väčšiny sledovaného obdobia podľa projekcií klesať, hoci sa očakáva, že bude podporený miernym zvýšením miezd, nízkou mierou inflácie a vládnymi transfermi. Okrem toho by sa mal nárast preventívnych úspor zaznamenaný počas roka 2009, teda v podmienkach hospodárskej neistoty, rastúcej miery nezamestnanosti a klesajúcich cien nehnuteľností na bývanie, v sledovanom období podľa projekcií čiastočne oslabiť.

**Tabuľka 1 Makroekonomické projekcie pre eurozónu**

(priemerné ročné zmeny v percentách)<sup>1),2)</sup>

	2008	2009	2010	2011
HICP	3,3	0,3 – 0,3	0,9 – 1,7	0,8 – 2,0
Reálny HDP	0,5	-4,1 – -3,9	0,1 – 1,5	0,2 – 2,2
Súkromná spotreba	0,4	-1,2 – -1,0	-0,2 – 0,8	0,2 – 1,8
Vládna spotreba	2,0	2,2 – 3,0	0,5 – 1,7	0,4 – 1,8
Tvorba hrubého fixného kapitálu	-0,6	-11,3 – -10,5	-3,1 – -0,1	-1,7 – 2,3
Vývoz (tovary a služby)	0,8	-14,5 – -12,5	0,6 – 5,6	0,7 – 6,5
Dovoz (tovary a služby)	0,9	-12,6 – -11,0	0,4 – 4,6	0,8 – 5,4

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

2) Uvedené údaje zahŕňajú Slovensko už v roku 2008, s výnimkou údajov o HICP, kde je zahrnuté až od roku 2009. Priemerné medziročné percentuálne zmeny za rok 2009 sú založené na rozšírenej eurozóne, ktorá zahŕňa Slovensko už aj v roku 2008.

Po prudkom poklese na prelome rokov začal vývoz z eurozóny v polovici roka 2009 opäť rásť. Podľa projekcií sa očakáva postupné oživovanie vývozu podporované rastom zahraničného dopytu, hoci jeho rast by mala do istej miery obmedzovať cenová konkurencieschopnosť. Aj keď dovoz do eurozóny zaznamenal v priebehu roka 2009 značný pokles, podľa projekcií sa počas nasledujúcich dvoch rokov vďaka nárastu konečnej spotreby zvýši. Vzhľadom na to, že očakávaný pokles vývozu v roku 2009 predstihuje pokles dovozu, príspevok čistého exportu v roku 2009 výrazne prispieva k zníženiu HDP. Počnúc rokom 2010 by mal byť príspevok čistého exportu mierne kladný.

Vzhľadom na oneskorenú reakciu na prudký prepád produkcie, ktorý bolo možné pozorovať do polovice roka 2009, a očakávaný útlm hospodárskej aktivity by mal celkový počet odpracovaných hodín v eurozóne do roku 2011 klesať. Aj keď prvotnou reakciou je predovšetkým znižovanie počtu odpracovaných hodín na osobu, stále viac sa očakáva aj znižovanie počtu zamestnaných osôb. Podľa projekcií by dopyt po pracovnej sile mala tlmiť aj nepružnosť miezd v podmienkach prudkého poklesu hospodárskej aktivity. Vzhľadom na pokles zamestnanosti sa v priebehu sledovaného obdobia očakáva rast miery nezamestnanosti.

Očakáva sa, že vplyv krízy bude počas sledovaného obdobia tlmiť potenciálny rast. Pokles potenciálneho rastu odzrkadľuje nevyhnutný nárast štrukturálnej nezamestnanosti, nižšiu mieru ekonomickej aktivity obyvateľstva a výrazný pokles investícií, ktorý zasiahne stav kapitálu v ekonomike. Intenzita týchto vplyvov je však veľmi neistá a projekcie potenciálneho rastu, a teda i produkčnej medzery, sú spojené s ešte vyššou mierou neistoty ako zvyčajne. Aj napriek tomu sa očakáva, že odhadovaná produkčná medzera počas sledovaného obdobia zostane výrazne záporná.<sup>2</sup>

## PROJEKcie CIEN A NÁKLADOV

Po dosiahnutí minima na úrovni -0,4 % v treťom štvrtroku 2009 sa očakáva, že ročná inflácia HICP v poslednom štvrtroku 2009 opäť dosiahne kladnú hodnotu. Tento vývoj je spôsobený najmä silnými bázickými efektmi v dôsledku predchádzajúcich poklesov cien komodít. Inflácia by mala následne zostať nevýrazná, keďže by ju mal brzdiť útlm hospodárskej aktivity v eurozóne. Očakáva sa, že priemerná ročná miera inflácie v roku 2009 dosiahne približne 0,3 % a v rokoch 2010 a 2011 sa zvýši na 0,9 % až 1,7 %, resp. 0,8 % až 2,0 %. V dôsledku nízkeho agregátneho dopytu by mala medziročná zmena indexu HICP bez energií pokračovať v klesajúcom trende do roku 2010 a v roku 2011 by mala zostať nevýrazná.

<sup>2</sup> Pozri box „Potential output estimates for the euro area“ v Mesačnom bulletin z júla 2009.

Konkrétnejšie sa očakáva, že pokles vonkajších cenových tlakov zaznamenaný počas roku 2009 sa v blízkej budúcnosti obráti, a to najmä v dôsledku očakávaného vývoja cien komodít, ale aj v dôsledku zvýšenia cien konkurencie. Pokiaľ ide o domáce cenové tlaky, mzdové tlaky v priebehu roka 2009 vzhľadom na zhoršenie situácie na trhu práce a pokles inflácie značne oslabli. V nasledujúcom období by mal rast miezd podľa projekcií zostať nevýrazný. Ročné tempo rastu jednotkových nákladov práce sa však v roku 2009 výrazne zrýchlovalo, a to najmä v dôsledku zníženia produktivity a skutočnosti, že mzdy na pokles hospodárskej aktivity reagujú len pomaly. V roku 2010 by mali jednotkové náklady práce, vzhľadom na predpokladané oživenie produktivity spolu s cyklickým oživením, klesnúť a v roku 2011 by sa mali zvýšiť len mierne. Zatiaľ čo výrazné zvýšenie jednotkových nákladov práce v roku 2009 do značnej miery absorbovali ziskové marže, očakáva sa, že v ďalšom priebehu sledovaného obdobia opäť vzrastú, keďže po postupnom oživení hospodárskej aktivity sa podniky budú snažiť ich predchádzajúci pokles kompenzovať.

## POROVNANIE S PROJEKCIAMI ZO SEPTEMBRA 2009

Pokiaľ ide o rast reálneho HDP, intervaly projekcií na rok 2009 boli v porovnaní s projekciami zverejnenými v Mesačnom bulletinu zo septembra 2009 mierne zúžené. Interval projekcií na rok 2010 bol upravený smerom nahor. Čiastočne je to dôsledkom revízií vzťahujúcich sa na koniec roka 2009.

Pokiaľ ide o infláciu HICP, hodnota za rok 2009 sa nachádza v intervale zverejnenom v septembri 2009, zatiaľ čo interval na rok 2010 sa teraz mierne zvýšil.

Tabuľka 2 Porovnanie s projekciami zo septembra 2009

(priemerné ročné zmeny v percentách)

	2009	2010
Reálny HDP – september 2009	-4,4 – -3,8	-0,5 – 0,9
Reálny HDP – december 2009	-4,1 – -3,9	0,1 – 1,5
HICP – september 2009	0,2 – 0,6	0,8 – 1,6
HICP – december 2009	0,3 – 0,3	0,9 – 1,7

## Box B

### PROGNÓZY INÝCH INŠTITÚCIÍ

Pre eurozónu je k dispozícii celý rad prognóz medzinárodných organizácií i inštitúcií zo súkromného sektora. Vzhľadom na rôzne termíny uzávierky sa však tieto prognózy nedajú navzájom priamo porovnávať a nemožno ich porovnávať ani s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu. Okrem toho na odvodenie predpokladov v oblasti rozpočtového, finančného a zahraničného vývoja, vrátane cien ropy a ostatných komodít, používajú rôzne (čiastočne nešpecifikované) metódy. Jednotlivé prognózy sa navyše líšia aj v spôsobe zohľadňovania rozdielov v počte pracovných dní (pozri tabuľku dole).

Podľa momentálne dostupných prognóz iných inštitúcií sa v roku 2009 očakáva pokles reálneho HDP v eurozóne o 3,8 % až 4,2 %. Následne sa očakáva kladný rast HDP, ktorý by sa v roku 2010 mal pohybovať v rozmedzí 0,3 % až 1,2 % a v roku 2011 v rozmedzí 1,3 % až 1,7 %. Všetky tieto prognózy približne zodpovedajú intervalom uvedeným v projekciách odborníkov Eurosystemu.

Pokiaľ ide o infláciu, podľa dostupných prognóz iných inštitúcií by sa priemerná ročná miera inflácie HICP v roku 2009 mala pohybovať na úrovni 0,2 % až 0,3 %, v roku 2010 na úrovni 0,8 % až 1,2 % a v roku 2011 na úrovni 0,7 % až 1,6 %. Tieto prognózy inflácie zhruba zodpovedajú intervalom uvedeným v projekciách odborníkov Eurosystemu.

## Porovnanie prognóz rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne

(priemerné ročné zmeny v percentách)

	Dátum uverejnenia	Rast HDP			Inflácia HICP		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011
MMF	október 2009	-4,2	0,3	1,3	0,3	0,8	0,8
Survey of Professional Forecasters	október 2009	-3,9	1,0	1,6	0,3	1,2	1,6
Európska komisia	november 2009	-4,0	0,7	1,5	0,3	1,1	1,5
Consensus Economics Forecasts	november 2009	-3,8	1,2	1,5	0,3	1,1	1,5
OECD	november 2009	-4,0	0,9	1,7	0,2	0,9	0,7
Projekcie odborníkov Eurosystemu	december 2009	-4,1 – -3,9	0,1 – 1,5	0,2 – 2,2	0,3 – 0,3	0,9 – 1,7	0,8 – 2,0

Zdroje: European Commission Economic Forecasts Autumn 2009; IMF World Economic Outlook September 2009; OECD Economic Outlook No. 2009; Consensus Economics Forecasts a Survey of Professional Forecasters ECB.

Poznámka: V makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu a prognózach OECD sú uvedené ročné miery rastu očistené od rozdielov v počte pracovných dní, zatiaľ čo Európska komisia aj MMF tieto údaje vykazujú neočistené od vplyvu počtu pracovných dní v roku. Ostatné prognózy nešpecifikujú, či sú uvádzané údaje od rozdielov v počte pracovných dní očistené alebo nie.

© Európska centrálna banka 2009

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.