



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTÉM

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKČIE ODBORNÍKOV EUROSYSTÉMU PRE EUROZÓNU – DECEMBER 2013<sup>1</sup>

Podľa projekcií by mal rast reálneho HDP od posledného štvrt'roka 2013 postupne naberať na tepe, pričom koncom roka 2014 by sa mal ešte mierne zrýchliť. Očakáva sa, že hlavným faktorom projektovaného stáleho rastu hospodárskej aktivity bude postupné oživovanie domáceho a zahraničného dopytu. Domáci dopyt bude ťažiť zo znižovania neistoty, akomodačného nastavenia menovej politiky (posilneného nedávnym znížením základnej úrokovej sadzby a signalizáciou budúceho nastavenia menovej politiky), miernejšej fiškálnej konsolidácie a poklesu cien komodít v prospech reálneho disponibilného príjmu. K domácejmu dopytu bude postupne prispievať aj odznievanie obmedzení v ponuke úverov. Hospodársku aktivitu bude okrem toho počas sledovaného obdobia podporovať priaznivý vplyv postupného zvyšovania zahraničného dopytu na vývoz. Napriek určitému pokroku v obnovovaní rovnováhy, vďaka ktorému došlo k zlepšeniu podmienok rastu v krajinách s finančnými ťažkosťami, však bude strednodobý výhľad tlmiť potreba ďalších úprav bilancií v súkromnom i verejnom sektore a vysoká nezamestnanosť. Podľa projekcií by mal reálny HDP v roku 2013 klesnúť o 0,4 %, zatiaľ čo v roku 2014 by mal vzrásť o 1,1 % a v roku 2015 o 1,5 %. Očakáva sa, že až do konca sledovaného obdobia bude pretrvávajúť nízke využitie produkčných kapacít v ekonomike.

Inflácia HICP v eurozóne by mala podľa projekcií dosiahnuť 1,4 % v roku 2013, 1,1 % v roku 2014 a 1,3 % v roku 2015. Tento výhľad mierneho vývoja inflácie je podľa očakávaní čiastočne dôsledkom tlmiaceho vplyvu klesajúcich cien ropných futures na infláciu cien energií, predchádzajúceho zhodnocovania eura a nízkeho využitia produkčných kapacít v ekonomike. Očakáva sa aj výrazné zníženie inflácie cien potravín vzhľadom na predchádzajúci pokles medzinárodných cien potravín a ich predpokladaný nevýrazný rast počas sledovaného obdobia. Inflácia HICP bez energií a potravín by sa mala podľa projekcií len mierne zvýšiť z 1,1 % v roku 2013 na 1,3 % v roku 2014 a 1,4 % v roku 2015, a to vzhľadom na tlmené domáce nákladové tlaky v prostredí mierneho oživenia hospodárskej aktivity.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami zverejnenými v Mesačnom bulletine zo septembra 2013 sa projekcia rastu reálneho HDP na rok 2013 nezmenila, zatiaľ čo projekcia rastu na rok 2014 bola upravená nahor o 0,1 percentuálneho bodu. Projekcie celkovej inflácie HICP bola upravená nadol, na rok 2013 o 0,1 percentuálneho bodu a na rok 2014 o 0,2 percentuálneho bodu.

### MEDZINÁRODNÉ PROSTREDIE

Rast svetového reálneho HDP (bez eurozóny) by sa mal podľa projekcií v priebehu sledovaného obdobia postupne zrýchľovať, a to z 3,3 % v roku 2013 na 3,9 % v roku 2014 a na 4,1 % v roku 2015. Rast vo vyspelých ekonomikách sa v priebehu roka 2013 mierne zrýchliť. Na rozvíjajúcich sa trhoch naopak došlo k zmierneniu tempa rastu v dôsledku slabšieho domáceho dopytu a obmedzeného priestoru na ďalšie podporné domáce opatrenia. V krátkodobom horizonte globálne ukazovatele sentimentu poukazujú na zlepšenie podmienok na podnikanie, čo zodpovedá prebiehajúcejmu oživovaniu svetovej hospodárskej aktivity. V nadväznosti na rozhodnutie Federálneho výboru pre operácie na voľnom trhu odložiť obmedzenie nákupu aktív došlo v nedávnom období k stabilizácii podmienok financovania, čo by malo celkovo podporiť oživenie svetovej hospodárskej aktivity. Očakáva sa však, že tempo oživenia bude aj naďalej postupné. Rast vo vyspelých ekonomikách by malo podľa očakávaní tlmiť pokračujúce, aj keď stále neúplné obnovovanie rovnováhy v súkromnom sektore a rozpočtová konsolidácia, hoci v menšej miere ako v minulosti. Oživenie na rozvíjajúcich sa trhoch by malo byť tlmené, keďže ich rast budú pravdepodobne brzdiť štrukturálne faktory vrátane nedostatočnej infraštruktúry a kapacitných možností.

<sup>1</sup> Na základe informácií dostupných k 22. novembru 2013 odborníci Eurosystemu vypracovali projekcie makroekonomického vývoja v eurozóne. Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu sú spoločným dielom odborníkov ECB a národných centrálnych bánk krajín eurozóny. Vydávajú sa dvakrát ročne a Rada guvernérov ich využíva ako podklad pri hodnotení hospodárskeho vývoja a rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. Podrobnejšie 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.

V súlade s miernym oživením hospodárskej aktivity dochádza od začiatku roka 2013 aj k posilňovaniu svetového obchodu. Z dostupných ukazovateľov však vyplýva pomerne slabý vývoj v krátkodobom horizonte. V priebehu sledovaného obdobia by sa malo tempo rastu svetového obchodu postupne zrýchľovať, malo by však zostať pod predkrízovou úrovňou. Podľa projekcií by sa mal svetový obchod (bez eurozóny) zvýšiť o 3,9 % v roku 2013, o 5,6 % v roku 2014 a o 6,4 % v roku 2015. Vzhľadom na to, že dopyt v krajinách, ktoré sú hlavnými obchodnými partnermi eurozóny, rastie pomalšie než v ostatných častiach sveta, by mal byť zahraničný dopyt eurozóny v porovnaní s rastom svetového obchodu o niečo slabší: v roku 2013 by mal vzrásť o 3,0 %, v roku 2014 o 5,0 % a v roku 2015 o 5,7 %.

**Tabuľka 1 Medzinárodné prostredie**

(ročné zmeny v percentách)

	December 2013				Zmena oproti septembru 2013		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
Svetový reálny HDP (bez eurozóny)	3,8	3,3	3,9	4,1	0,0	-0,1	-0,1
Svetový obchod (bez eurozóny) <sup>1)</sup>	4,5	3,9	5,6	6,4	0,2	-0,3	-0,1
Zahraničný dopyt eurozóny <sup>2)</sup>	4,0	3,0	5,0	5,7	0,3	0,1	-0,1

1) Vypočítaný ako vážený priemer dovozov.

2) Vypočítaný ako vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami zverejnenými v Mesačnom bulletinu zo septembra 2013 bol výhľad svetového hospodárskeho rastu mierne upravený nadol, keďže nevýrazné úpravy miery rastu nahor v prípade vyspelých ekonomík boli vykompenzované úpravami hospodárskej aktivity nadol v prípade rozvíjajúcich sa ekonomík. Výhľad zahraničného dopytu eurozóny zostáva počas sledovaného obdobia celkovo nezmenený.

#### 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 14. novembra 2013. 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 0,2 % v roku 2013, 0,3 % v roku 2014 a 0,5 % v roku 2015. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne by podľa očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 2,9 % v roku 2013, 3,1 % v roku 2014 a 3,6 % v roku 2015<sup>1</sup>. Vzhľadom na vývoj forwardových trhových úrokových mier a postupné premietanie zmien trhových úrokových mier do sadzieb úverov sa koncom roka 2013 a začiatkom roka 2014 očakáva zastavenie poklesu kompozitných sadzieb bankových úverov poskytovaných nefinančnému súkromnému sektoru v eurozóne a následne ich postupné zvyšovanie. 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 112,0 USD za barel v roku 2012 na 108,2 USD za barel v roku 2013, 103,9 USD za barel v roku 2014 a 99,2 USD za barel v roku 2015. Ceny neenergetických komodít v amerických dolároch by mali klesnúť o 5,4 % v roku 2013 a o 2,6 % v roku 2014, kým v roku 2015 by mali vzrásť o 3,7 %.<sup>2</sup>

Vzájomné výmenné kurzy by mali počas sledovaného obdobia zostať nezmenené na priemernej úrovni za dvojtýždňové obdobie končiace sa dňom uzávierky. Z toho vyplýva výmenný kurz EUR/USD na úrovni 1,33 v roku 2013 a 1,34 v roku 2014 a 2015, čo oproti roku 2012 predstavuje nárast o 4,6 %. Efektívny

výmenný kurz eura by sa mal zvýšiť o 3,7 % v roku 2013 a o 0,8 % v roku 2014 a v roku 2015 by mal zostať nezmenený.

#### Technické predpoklady

	December 2013				Zmena oproti septembru 2013 <sup>1,2</sup>	
	2012	2013	2014	2015	2013	2014
Trojmesačná sadzba EURIBOR (v %, p. a.)	0,6	0,2	0,3	0,5	0,0	-0,2
Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov (v %, p. a.)	3,8	2,9	3,1	3,6	-0,1	-0,4
Cena ropy (v USD za barel)	112,0	108,2	103,9	99,2	0,4	1,1
Ceny neenergetických komodít, v USD (ročná percentuálna zmena)	-7,2	-5,4	-2,6	3,7	0,0	-2,5
Výmenný kurz USD/EUR	1,29	1,33	1,34	1,34	0,5	1,2
Nominálny efektívny výmenný kurz eura (ročná percentuálna zmena)	-5,3	3,7	0,8	0,0	0,1	0,1

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.

2) Úpravy sa počítajú z nezaokrúhlených hodnôt.

Predpoklady v oblasti rozpočtovej politiky vychádzajú z rozpočtových plánov jednotlivých krajín eurozóny dostupných k 22. novembru 2013. Do úvahy sa berú všetky opatrenia rozpočtovej politiky, ktoré už schválil parlament, resp. podrobne vypracované opatrenia vlády, ktoré budú pravdepodobne v rámci legislatívneho konania schválené.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami zverejnenými v Mesačnom bulletine zo septembra 2013 sú zmeny v technických predpokladoch pomerne malé a zahŕňajú vyššie ceny ropy v amerických dolároch, malé posilnenie výmenného kurzu eura a nižšie úrokové miery v eurozóne.

<sup>1</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 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.

<sup>2</sup> 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 posledného štvrťroka 2014 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

Reálny HDP sa v treťom štvrťroku 2013 zvýšil o 0,1 %, pričom v predchádzajúcom štvrťroku vzrástol o 0,3 % (graf). Údaje z najnovších prieskumov poukazujú na mierne posilňovanie hospodárskej aktivity v poslednom štvrťroku 2013. V priebehu roka 2014 a 2015 by sa malo tempo rastu podľa projekcií mierne zrýchliť. Očakáva sa, že hlavným faktorom zvýšenia hospodárskej aktivity počas sledovaného obdobia bude postupné oživenie domáceho dopytu. Domáci dopyt bude ťažiť z rastúcej dôvery v prostredí klesajúcej neistoty, akomodáčného nastavenia menovej politiky (posilneného nedávnym znížením základnej úrokovej sadzby a signalizáciou budúceho nastavenia menovej politiky), menej reštriktívneho nastavenia rozpočtovej politiky a poklesu inflácie cien komodít v prospech reálneho disponibilného príjmu. Očakáva sa, že k domácejmu dopytu bude postupne prispievať aj odznievanie obmedzení v ponuke úverov. Hospodársku aktivitu bude počas sledovaného obdobia čoraz viac podporovať aj priaznivý vplyv postupného zvyšovania zahraničného dopytu na vývoz. Napriek určitému pokroku v obnovovaní rovnováhy v krajinách eurozóny s finančnými ťažkosťami, vďaka ktorému došlo k zlepšeniu podmienok pre rast založený na vývoze, sa však očakáva, že výhľad rastu bude počas

sledovaného obdobia aj naďalej tlmený v dôsledku pretrvávajúcej potreby ďalších úprav bilancií v súkromnom i verejnom sektore a vysokej nezamestnanosti.

V porovnaní s minulosťou má tempo oživenia zostať tlmené, pričom reálny HDP eurozóny by mal podľa očakávaní dosiahnuť svoju predkrízovú úroveň (tzn. úroveň z prvého štvrťroka 2008) až ku koncu roka 2015. V priemernom ročnom vyjadrení sa očakáva, že v roku 2013 reálny HDP klesne o 0,4 %, a to prevažne v dôsledku negatívneho vplyvu vývoja hospodárskej aktivity v roku 2012, zatiaľ čo v roku 2014 by mal vzrásť o 1,1 % a v roku 2015 o 1,5 %. Tento profil vývoja rastu odráža rovnomerne rastúci príspevok domáceho dopytu, ako aj čoraz silnejší impulz zo strany vývozu.

Pokiaľ ide o jednotlivé zložky rastu, vzhľadom na posilňovanie zahraničného dopytu eurozóny by mal vývoz z eurozóny v poslednom štvrťroku 2013 podľa projekcií zaznamenať oživenie, ktoré v priebehu rokov 2014 a 2015 naberie na intenzite. Vývoz v rámci eurozóny by mal podľa projekcií rásť pomalšie ako vývoz z eurozóny, a to vzhľadom na pomerne slabý domáci dopyt v rámci eurozóny.

Podnikové investície by sa mali v poslednom štvrťroku 2013 podľa projekcií zvýšiť a v priebehu roka 2014 ďalej akcelerovať. Očakáva sa, že k rastu podnikových investícií bude počas sledovaného obdobia prispievať viacero faktorov: predpokladané postupné zvyšovanie domáceho a zahraničného dopytu, veľmi nízka úroveň úrokových sadzieb, znížená neistota, potreba modernizácie kapitálu po niekoľkých rokoch tlmených investícií, zníženie obmedzení v ponuke úverov a mierne zvýšenie ziskových marží vďaka oživeniu hospodárskej aktivity. Predpokladá sa však, že výhľad rastu bude aj naďalej tlmený v dôsledku kombinácie nepriaznivého vplyvu nízkej miery využitia kapacít, potreby ďalšej reštrukturalizácie podnikových bilancií, nepriaznivých podmienok financovania a pomerne vysokej úrovne neistoty v niektorých krajinách eurozóny a niektorých sektoroch. Investície do nehnuteľností na bývanie by sa mali v krátkodobom horizonte mierne zvýšiť a od polovice roka 2014 by mali nabrat' na intenzite. Tempo ich rastu by však malo byť tlmené vzhľadom na potrebu ďalších úprav na trhu s nehnuteľnosťami v niektorých krajinách, pomalý rast disponibilného príjmu a celkové očakávania ďalšieho klesania cien nehnuteľností na bývanie v niektorých krajinách. Vplyv relatívnej atraktivity investícií do nehnuteľností na bývanie v niektorých krajinách, ktorú podporujú historicky nízke sadzby hypotekárnych úverov a stúpajúce ceny týchto nehnuteľností, sa môže prejaviť len postupne, keďže stavebný sektor v týchto krajinách sa už priblížil k hranici svojich produkčných kapacít. V dôsledku plánovaných opatrení rozpočtovej konsolidácie v niekoľkých krajinách eurozóny sa počas sledovaného obdobia očakáva naďalej nízka úroveň vládnych investícií.

Zamestnanosť z hľadiska počtu osôb by mala v nasledujúcich štvrťrokoch podľa projekcií celkovo stagnovať a až od polovice roka 2014 by sa mala začať mierne zvyšovať. Očakáva sa len mierne oživenie zamestnanosti v dôsledku nevýrazného rastu hospodárskej aktivity a zvyčajnej oneskorenej reakcie zamestnanosti na vývoj produkcie, ktorá odráža skutočnosť, že rastu počtu zamestnaných osôb spravidla predchádza rast odpracovaných hodín na zamestnanca. Vďaka vplyvu reforiem trhu práce však mohlo v niektorých krajinách s finančnými ťažkosťami dôjsť k zníženiu kritickej hodnoty rastu produkcie potrebnej na tvorbu pracovných miest. V roku 2013 sa očakáva stagnácia dynamiky ekonomicky aktívneho obyvateľstva a neskôr jej mierny rast vzhľadom na postupný návrat určitých segmentov obyvateľstva na trh práce. To by malo pomôcť tmiť mzdový rast a podporiť potenciálny rast. Miera nezamestnanosti by mala počas sledovaného obdobia mierne klesať. Produktivita práce (meraná ako produkcia na zamestnanú osobu) v priebehu roka 2013 vzrástla a počas zvyšku sledovaného obdobia by mala nabrat' na intenzite vzhľadom na očakávané zrýchľovanie hospodárskej aktivity a oneskorenú reakciu zamestnanosti.

**Tabuľka 2 Makroekonomické projekcie za eurozónu**

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

	December 2013				Zmeny oproti septembru 2013		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
Reálny HDP <sup>3)</sup>	-0,6	-0,4	1,1	1,5	-0,1	0,0	0,1
		[ -0,5 – -0,3 ]	[ 0,4 – 1,8 ]	[ 0,4 – 2,6 ]			
Súkromná spotreba	-1,4	-0,6	0,7	1,2	0,0	0,0	0,0
Vládna spotreba	-0,6	0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,3
Hrubá tvorba fixného kapitálu	-3,9	-3,0	1,6	2,8	0,1	0,6	-0,1
Vývoz <sup>4)</sup>	2,7	1,1	3,7	4,8	0,0	0,2	0,0
Dovoz <sup>4)</sup>	-0,8	-0,1	3,5	4,7	0,1	0,4	-0,3
Zamestnanosť	-0,6	-0,8	0,2	0,4	0,0	0,2	0,2
Miera nezamestnanosti (v % ekonomicky aktívneho obyvateľstva)	11,4	12,1	12,0	11,8	0,0	-0,1	-0,2
HICP	2,5	1,4	1,1	1,3	0,0	-0,1	-0,2
		[ 1,4 – 1,4 ]	[ 0,6 – 1,6 ]	[ 0,5 – 2,1 ]			
HICP bez energií	1,9	1,5	1,3	1,5	0,0	-0,1	-0,2
HICP bez energií a potravín	1,5	1,1	1,3	1,4	0,0	0,0	-0,1
HICP bez energií, potravín a zmien nepriamych daní <sup>5)</sup>	1,3	1,0	1,1	1,4	0,0	0,0	-0,1
Jednotkové náklady práce	1,8	1,4	0,9	1,0	0,1	0,1	0,1
Kompenzácie na zamestnanca	1,8	1,8	1,8	2,1	0,1	0,0	0,0
Produktivita práce	0,0	0,4	0,9	1,1	0,0	-0,1	-0,1
Saldo rozpočtu verejnej správy (v % HDP)	-3,7	-3,2	-2,6	-2,4	0,0	0,0	0,2
Štrukturálne rozpočtové saldo (v % HDP) <sup>6)</sup>	-3,1	-2,5	-2,2	-2,1	0,1	0,0	0,1
Hrubý dlh verejnej správy (v % HDP)	90,6	93,2	93,6	93,1	0,2	0,2	-0,2
Saldo bežného účtu (v % HDP)	1,4	2,0	2,2	2,6	0,0	-0,6	-0,7

1) Do projekcií na rok 2014 a 2015 je zahrnuté aj Lotyšsko. Priemerné ročné percentuálne zmeny za rok 2014 sa vzťahujú na zloženie eurozóny, ktoré v roku 2013 už zahŕňa Lotyšsko.

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 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 tiež k dispozícii na internetovej stránke ECB.

3) Údaje očistené od rozdielov v počte pracovných dní.

4) Vrátane obchodnej výmeny v rámci eurozóny.

5) 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.

6) 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).

Očakáva sa, že koncom roka 2013 dôjde k zvýšeniu súkromnej spotreby vzhľadom na klesajúcu mieru úspor v súvislosti s poklesom reálneho disponibilného príjmu. Od začiatku roka 2014 by sa mala

dynamika súkromnej spotreby mierne zvyšovať, keďže v dôsledku postupne sa zlepšujúcich podmienok na trhu práce a nevýrazného vývoja inflácie by malo dochádzať k zrýchľovaniu rastu reálneho disponibilného príjmu, a to i napriek miernemu nárastu miery úspor. Vládna spotreba by sa mala podľa projekcií v sledovanom období mierne zvýšiť.

Dovoz z krajín mimo eurozóny by mal podľa projekcií počas sledovaného obdobia mierne nabrat' na intenzite, hoci vzhľadom na tlmený celkový dopyt by mal zostať naďalej obmedzený. Očakáva sa, že príspevok čistého vývozu k rastu reálneho HDP bude počas sledovaného obdobia len minimálny. Prebytok bežného účtu platobnej bilancie by sa mal počas sledovaného obdobia zvýšiť a v roku 2015 by mal dosiahnuť 2,6 % HDP.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami zverejnenými v Mesačnom bulletinu zo septembra 2013 zostáva projekcia rastu reálneho HDP na rok 2013 bez zmeny, zatiaľ čo projekcia na rok 2014 bola upravená nahor o 0,1 percentuálneho bodu, a to prevažne v dôsledku pozitívnejšieho vplyvu predchádzajúceho vývoja v súvislosti s menšou úpravou výhľadu nahor na konci roka 2013.

## PROJEKcie CIEN A NÁKLADOV

Celková inflácia HICP dosiahla v novembri 2013 úroveň 0,9 %, čo predstavovalo pokles z 2,5 % v roku 2012. Pokles inflácie v priebehu roka 2013 do značnej miery odráža slabší príspevok cien energií a potravín, ako aj trend tlmeného vývoja cien služieb a cien neenergetických priemyselných tovarov (časť 3 tohto vydania Mesačného bulletinu).

Pokiaľ ide o ďalší vývoj, inflácia HICP by mala zostať na nízkej úrovni, pričom vzhľadom na postupné oživenie hospodárskej aktivity by mala koncom roka 2014 začať mierne stúpať a v roku 2015 znova nabrat' na intenzite. Ročná miera inflácie by mala podľa projekcií dosiahnuť 1,4 % v roku 2013, 1,1 % v roku 2014 a 1,3 % v roku 2015.

Výhľad mierneho vývoja inflácie odráža tlmiaci vplyv cien energií súvisiaci s klesajúcimi cenami ropných futures, ako aj predchádzajúce zhodnocovanie eura a pretrvávajúce nízke využitie produkčných kapacít v ekonomike. Očakáva sa, že ceny energií budú v roku 2014 i 2015 v súlade s predpokladaným vývojom cien ropy ďalej klesať. Príspevok energetickej zložky k celkovej inflácii HICP by tak mal byť v roku 2014 zanedbateľný a v roku 2015 mierne záporný, čo je hlboko pod historickým priemerom. Inflácia cien potravín by mala počas prvých troch štvrtrokov 2014 klesať vzhľadom na negatívne bázičné efekty a očakávaný pokles medzinárodných a európskych cien potravinových komodít, zatiaľ čo v roku 2015 by sa mala v dôsledku predpokladaného opätovného rastu cien potravinových komodít mierne zvýšiť (graf). Inflácia HICP bez energií a potravín by sa mala v priebehu roka 2014 mierne zvyšovať a v roku 2015 by jej ročná miera mala dosiahnuť 1,4 %. Vzhľadom na predpokladané zmiernenie stimulačného vplyvu predchádzajúceho zvyšovania nepriamych daní v rokoch 2014 a 2015 by sa mala inflácia meraná HICP bez energií, potravín a zmien nepriamych daní počas sledovaného obdobia zvýšiť o niečo výraznejšie (box 5 v tomto vydaní Mesačného bulletinu).

Vonkajšie cenové tlaky sa počas prvých troch štvrtrokov 2013 zmiernili vzhľadom na slabý svetový dopyt, zhodnocovanie efektívneho výmenného kurzu eura a pokles cien ropy a neropných komodít. Odhaduje sa, že počas tohto obdobia došlo k medziročnému poklesu deflátoru dovozu. Hoci v nadchádzajúcich štvrtrokoch bude deflátor dovozu v dôsledku týchto faktorov aj naďalej klesať, od polovice roka 2014 by mal začať mierne rásť vzhľadom na odznievanie tlmiaceho vplyvu predchádzajúceho zhodnocovania eura, rast cien neenergetických komodít a zrýchlenie dynamiky dopytu po dovoze – faktory, ktoré umožnia výraznejší rast.

Pokiaľ ide o domáce cenové tlaky, ročná miera rastu kompenzácií na zamestnanca by mala v roku 2013 a 2014 zostať bez zmeny na úrovni 1,8 %, zatiaľ čo v roku 2015 by sa mala zvýšiť na 2,1 %. Rast jednotkových nákladov práce by sa mal podľa projekcií v dôsledku cyklického zrýchlenia rastu produktivity spomaliť z 1,8 % v roku 2012 na 1,4 % v roku 2013 a na 0,9 % v roku 2014, čo je odrazom oneskorenej reakcie vývoja zamestnanosti na zvýšenie hospodárskej aktivity v kombinácii s celkovo nezmenenou mierou rastu kompenzácií na zamestnanca. V roku 2015 sa očakáva, že o niečo výraznejšie tempo rastu kompenzácií na zamestnanca v porovnaní s tempom rastu produktivity práce povedie k miernemu oživeniu rastu jednotkových nákladov práce.

Očakáva sa, že ukazovateľ ziskových marží (meraný na základe rozdielu medzi deflátorom HDP v cenách výrobných faktorov a rastom jednotkových nákladov práce), ktorý v roku 2012 zaznamenal výrazný pokles, sa v roku 2013 stabilizuje vďaka postupnému, hoci nevýraznému zlepšovaniu hospodárskej aktivity v priebehu daného roka. Neskôr by mali postupne sa zlepšujúce hospodárske podmienky prispievať k miernemu oživeniu ziskových marží.

Očakáva sa, že zvyšovanie regulovaných cien a nepriamych daní, ktoré je súčasťou plánov rozpočtovej konsolidácie, v rokoch 2013 a 2014 výrazne prispieje k rastu inflácie HICP. V roku 2015 by mal byť tento príspevok v základnom scenári projekcií menší, čo je však čiastočne dôsledkom chýbajúcich podrobných informácií o rozpočtových opatreniach na daný rok.

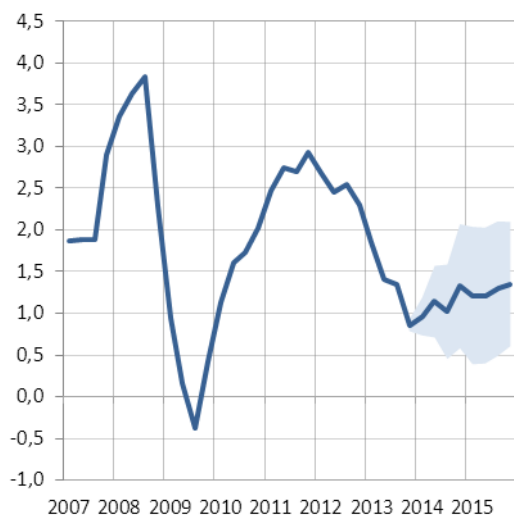
V porovnaní s makroekonomickými projekciami zverejnenými v Mesačnom bulletinu zo septembra 2013 bola projekcia celkovej inflácie HICP na rok 2013 upravená nadol o 0,1 percentuálneho bodu v dôsledku aktuálne nižších než očakávaných údajov. Projekcia inflácie na rok 2014 bola upravená nadol o 0,2 percentuálneho bodu, okrem iného v dôsledku nižších cien komodít.

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

### (štvrtročné údaje)

#### HICP eurozóny

(medziročné zmeny v percentách)



#### Reálny HDP eurozóny<sup>2)</sup>

(medzištvrtročné zmeny v percentách)



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 tiež k dispozícii na internetovej stránke ECB.

2) Údaje očistené od rozdielov v počte pracovných dní.

## VÝHLAD ROZPOČTOVÉHO VÝVOJA

Na základe predpokladov uvedených v predchádzajúcom boxe by sa mal deficit verejnej správy v eurozóne podľa projekcií znížiť z 3,7 % HDP v roku 2012 na 3,2 % v roku 2013 a neskôr ďalej na 2,6 % v roku 2014 a 2,4 % v roku 2015. Projektovaný nižší deficit na rok 2013 je odrazom úsilia o rozpočtovú konsolidáciu v mnohých krajinách eurozóny a čiastočného znižovania štátnej pomoci finančnému sektoru. Projektovaný pokles deficitu verejnej správy v roku 2014 a 2015 ťaží z priaznivého príspevku cyklickej zložky a pokračujúceho zlepšovania štrukturálnej zložky. Zlepšovanie štrukturálnej zložky by však podľa projekcií malo neskôr napredovať pomalšie ako v roku 2013 predovšetkým v dôsledku pokračujúceho mierneho rastu výdavkov verejnej správy. Štrukturálne rozpočtové saldo, t. j. cyklicky upravené saldo očistené od všetkých dočasných opatrení, by sa následne malo v roku 2013 zlepšiť výrazne a počas zvyšku sledovaného obdobia už len v menšej miere. Pomer hrubého dlhu verejnej

správy k HDP v eurozóne by mal v roku 2014 podľa projekcií dosiahnuť maximálnu hodnotu 93,6 %, zatiaľ čo v roku 2015 by mal klesnúť na 93,1 %.

## Box 2

### ANALÝZA FIŠKÁLNEJ CITLIVOSTI

Analýzy citlivosti sa zvyčajne uskutočňujú s cieľom kvantifikovať riziká ohrozujúce základný scenár projekcií vyplývajúce z alternatívneho vývoja určitých základných predpokladov. Tento box predstavuje výsledky, ktoré by boli dosiahnuté, ak by sa v záujme splnenia rozpočtových cieľov zaviedli dodatočné opatrenia rozpočtovej konsolidácie.

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. podrobne vypracované opatrenia vlády, ktoré budú pravdepodobne v rámci legislatívneho konania schválené. Opatrenia zahrnuté do základného scenára projekcií v prípade väčšiny krajín nie sú dostatočné na splnenie požiadaviek na rozpočtovú konsolidáciu, či už v rámci nápravnej alebo preventívnej časti Paktu stability a rastu. Záväzok splniť tieto požiadavky je vo všeobecnosti vyjadrený v rozpočtových cieľoch, ktoré vlády stanovili v rámci svojich aktualizovaných programov stability z roka 2013, v dokumentoch programov EÚ a MMF a v menšom rozsahu aj v najnovších návrhoch rozpočtových plánov na rok 2014. Samotné opatrenia na dosiahnutie týchto cieľov však často chýbajú, alebo nie sú dostatočne podrobne vypracované, a preto v základnom scenári nie sú zohľadnené. Týka sa to najmä roku 2015, pretože tento rok väčšina krajín do aktuálneho zostavovania rozpočtu nezahrnula. Preto je nevyhnutné, a zároveň pravdepodobné, že popri opatreniach, ktoré sú už do základného scenára zahrnuté, vlády do roku 2015 prijmú dodatočné opatrenia rozpočtovej konsolidácie. Vplyv týchto dodatočných konsolidačných opatrení na rast reálneho HDP a infláciu HICP je možné odhadnúť pomocou analýzy fiškálnej citlivosti. Uskutočnenie analýzy citlivosti je dôležité na vyhodnotenie rizík ohrozujúcich základný scenár projekcií.

#### Predpoklady analýzy fiškálnej citlivosti

Východiskovým bodom analýzy fiškálnej citlivosti je „fiškálna medzera“ medzi vládnymi rozpočtovými cieľmi a základnými projekciami rozpočtového vývoja. Rozsah pravdepodobnej dodatočnej rozpočtovej konsolidácie sa vyhodnocuje 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 a súvisiace makroekonomické vplyvy.

Na základe tohto prístupu bol rozsah pravdepodobnej dodatočnej konsolidácie v eurozóne vyhodnotený ako zhruba nulový v roku 2013 a na úrovni približne 0,2 % HDP v roku 2014, zatiaľ čo na rok 2015 bol ako pravdepodobný vyhodnotený väčší rozsah dodatočných opatrení (približne 0,6 % HDP, z čoho vyplýva kumulatívny rozsah dodatočnej konsolidácie do konca roka 2015 na úrovni približne 0,8 % HDP). Pokiaľ ide o zloženie rozpočtových opatrení, analýza citlivosti sa snaží zohľadniť profily špecifické pre jednotlivé krajiny a obdobia v prípade najpravdepodobnejších dodatočných konsolidačných opatrení. Súčasná analýza uskutočňovaná na úrovni eurozóne ako celku poukazuje na to, že rozpočtová konsolidácia sa zameriava skôr na výdavkovú stranu rozpočtu, hoci zahŕňa aj zvyšovanie nepriamych a priamych daní a príspevkov na sociálne zabezpečenie.

#### 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 fiškálnej citlivosti, v rámci ktorej bol použitý model eurozóne vypracovaný ECB (New Area-Wide Model<sup>1</sup>).



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

<b>Predpoklady (v % HDP)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Vládne rozpočtové ciele <sup>1)</sup>	-3,1	-2,4	-1,6
Základné projekcie rozpočtového vývoja	-3,2	-2,6	-2,4
Dodatočná rozpočtová konsolidácia (v kumulatívnom vyjadrení) <sup>2)</sup>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>
<b>Vplyv dodatočnej rozpočtovej konsolidácie (v percentuálnych bodoch)<sup>3)</sup></b>			
Rast reálneho HDP	0,0	-0,1	-0,3
Inflácia HICP	0,0	0,0	0,2

<sup>1)</sup> Nominálne ciele, ktoré sú v prípade príslušných krajín uvedené v najnovších dokumentoch programov EÚ a MMF; najnovšie odporúčania postupu pri nadmernom deficite v prípade krajín, na ktoré sa postup vzťahuje; návrhy rozpočtových plánov na rok 2014 a aktualizované programy stability z roku 2013 v prípade krajín, na ktoré sa nevzťahuje postup pri nadmernom deficite.

<sup>2)</sup> Analýza citlivosti založená na hodnoteniach odborníkov Eurosystemu.

<sup>3)</sup> Odchýlky od základného scenára 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).

Makroekonomický vplyv dodatočnej rozpočtovej konsolidácie v roku 2013 i 2014 je obmedzený. Vplyv na rast reálneho HDP v roku 2015 je podľa odhadov na úrovni približne -0,3 percentuálneho bodu, zatiaľ čo vplyv na infláciu HICP predstavuje podľa odhadov približne 0,2 percentuálneho bodu. Analýza teda poukazuje na určité riziká poklesu základnej projekcie rastu reálneho HDP predovšetkým v roku 2015, keďže do základného scenára zatiaľ nie sú zahrnuté všetky zamýšľané opatrenia rozpočtovej konsolidácie. Zároveň poukazuje na 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 viditeľné.<sup>2</sup>

A nakoniec, výsledky tejto analýzy by sa nemali interpretovať ako pokusy o spochybnenie potreby dodatočných opatrení rozpočtovej konsolidácie v horizonte projekcií. Pokračujúce úsilie o rozpočtovú konsolidáciu je nevyhnutné v záujme obnovenia stabilných verejných financií v eurozóne. Nedostatočné úsilie o rozpočtovú konsolidáciu môže mať nepriaznivý vplyv na oceňovanie štátnych dlhopisov. Okrem toho by sa mohla oslabiť aj dôvera, čo by malo nepriaznivý vplyv na hospodárske oživenie.

<sup>1)</sup> Model „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, 2008.

<sup>2)</sup> Podrobnejšiu analýzu makroekonomických vplyvov rozpočtovej konsolidácie uvádza box „Súčasná úvaha o úlohe fiškálnych multiplikátorov v procese konsolidácie“, Mesačný bulletin, ECB, december 2012.

**Box 3**

**PROGNÓZY INÝCH INŠTITÚCIÍ**

Pre eurozónu je k dispozícii viacero prognóz medzinárodných organizácií a inštitúcií zo súkromného sektora. Vzhľadom na rôzne termíny uzávierky sa však tieto prognózy nedajú porovnávať navzájom a ani s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu. Okrem toho tieto prognózy 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 (nasledujúca tabuľka).

V prognózach iných inštitúcií, ktoré sú v súčasnosti k dispozícii, sa v roku 2013 očakáva pokles reálneho HDP eurozóny o 0,4 %, čo je v súlade s projekciou odborníkov Eurosystemu. Rast reálneho HDP by sa mal podľa prognóz postupne zrýchľovať na 0,9 % až 1,1 % v roku 2014 a 1,3 % až 1,7 % v roku 2015, čo zodpovedá vývoju vyplývajúceho z projekcií odborníkov Eurosystemu.

Pokiaľ ide o infláciu, podľa prognóz iných inštitúcií by sa priemerná ročná inflácia HICP v roku 2013 mala pohybovať na úrovni 1,4 % až 1,5 %, čo je v blízkosti intervalu projekcií odborníkov Eurosystemu. Podľa ďalších dostupných projekcií by mala inflácia HICP v priemere dosiahnuť 1,2 % až 1,5 % v roku 2014 a 1,2 % až 1,6 % v roku 2015.

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

(ročné zmeny v percentách)

	Dátum zverejnenia	Rast HDP			Inflácia HICP		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015
<b>Projekcie odborníkov Eurosystemu</b>	december 2013	-0,4 [-0,5 – -0,3]	1,1 [0,4 – 1,8]	1,5 [0,4 – 2,6]	1,4 [1,4 – 1,4]	1,1 [0,6 – 1,6]	1,3 [0,5 – 2,1]
<b>Európska komisia</b>	november 2013	-0,4	1,1	1,7	1,5	1,5	1,4
<b>OECD</b>	november 2013	-0,4	1,0	1,6	1,4	1,2	1,2
<b>Euro Zone Barometer</b>	november 2013	-0,4	1,1	1,5	1,5	1,4	1,6
<b>Consensus Economics Forecasts</b>	november 2013	-0,4	0,9	1,3	1,4	1,3	1,6
<b>Survey of Professional Forecasters</b>	november 2013	-0,4	1,0	1,5	1,4	1,5	1,6
<b>MMF</b>	október 2013	-0,4	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4

Zdroje: European Commission Economic Forecasts, jeseň 2013; IMF World Economic Outlook, október 2013; OECD Economic Outlook, november 2013; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; a ECB's Survey of Professional Forecasters.

Poznámky: V makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu 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 2013

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.