



Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – marec 2018¹

Hospodárska expanzia v eurozóne by mala byť podľa projekcií naďalej výrazná, pričom tempo rastu by malo zostať nad potenciálnou úrovňou. Rast reálneho HDP by sa mal vzhľadom na postupné odznievanie vplyvu niektorých priaznivých faktorov spomaliť z 2,5 % v roku 2017 na 1,7 % v roku 2020². Očakáva sa, že inflácia HICP sa v roku 2020 v dôsledku postupne sa zvyšujúcej základnej inflácie vzhľadom na čoraz akútnejšie kapacitné obmedzenia zvýši na 1,7 %.

1 Reálna ekonomika

Veľmi priaznivé ukazovatele naznačujú ďalší výrazný rast reálneho HDP v krátkodobom horizonte.

Podľa najnovších údajov Eurostatu reálny HDP v poslednom štvrtroku 2017 vzrástol o 0,6 % následkom kladných príspevkov domáceho dopytu (najmä výdavkov na fixné investície) a čistého obchodu. Podmienky na trhu práce sa naďalej zlepšovali, pričom miera nezamestnanosti klesla v januári 2018 na 8,6 %, najnižšiu úroveň od konca roka 2008. Rast reálneho HDP by mal podľa projekcií v súlade so značne zvýšenou úrovňou podnikateľskej a spotrebiteľskej nálady zostať v prvej polovici roka 2018 výrazný.

V strednodobom horizonte zostávajú základné predpoklady na pokračujúcu expanziu priaznivé.

Očakáva sa, že domáci dopyt bude aj naďalej stimulovať viacero priaznivých faktorov. Výrazne akomodačné nastavenie menovej politiky ECB sa naďalej premieta do ekonomiky. Rast úverov súkromnému sektoru sa vďaka nízkym úrokovým mieram a priaznivým podmienkam poskytovania bankových úverov naďalej zrýchľuje. K dynamike súkromných výdavkov bude prispievať aj nižšia potreba znižovania miery zadlženosti. Na rast súkromnej spotreby a rezidenčných investícií by malo tiež pozitívne vplyvať ďalšie zlepšovanie podmienok na trhu práce a rast čistého majetku domácností. Zároveň bude aj vplyvom rastúcich ziskových marží vzhľadom na zvyšujúce sa dopytové tlaky naďalej

¹ Tieto makroekonomické projekcie odborníkov ECB slúžia Rade guvernérov ako podklad pri hodnotení hospodárskeho vývoja a rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. Projekcie vypracované odborníkmi ECB alebo Eurosystemu nie sú schvaľované Radou guvernérov a nemusia nevyhnutne vyjadrovať jej názor na výhľad vývoja v eurozóne. Informácie o použitých postupoch a technikách sú uvedené v publikácii ECB *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* z júla 2016, ktorá je k dispozícii na internetovej stránke ECB. Dňom uzávierky technických predpokladov, ako sú ceny ropy a výmenné kurzy, bol 13. február 2018 (box 1). Dňom uzávierky ostatných údajov použitých v týchto projekciách bol 19. február 2018.

Toto vydanie makroekonomických projekcií sa vzťahuje na obdobie rokov 2018 až 2020. Projekcie na takéto dlhé obdobie sú spojené s veľmi vysokou mierou neistoty, ktorú je pri ich výklade potrebné brať do úvahy. Bližšie informácie sú v článku „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections“ v Mesačnom bulletinu ECB z mája 2013.

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

² Tieto hodnoty vychádzajú z údajov očistených od rozdielov v počte pracovných dní.

dochádzať k oživeniu podnikových investícií. Vývoz z eurozóny by mal byť vďaka pokračujúcej expanzii globálnej hospodárskej aktivity a zodpovedajúcemu rastu zahraničného dopytu po produkcii eurozóny naďalej výrazný.

Tabuľka 1

Makroekonomické projekcie pre eurozónu¹⁾

(ročná percentuálna zmena)

	Marec 2018				December 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Reálny HDP	2,5	2,4	1,9	1,7	2,4	2,3	1,9	1,7
		[2,1 – 2,7] ²⁾	[0,9 – 2,9] ²⁾	[0,7 – 2,7] ²⁾	[2,3 – 2,5] ²⁾	[1,7 – 2,9] ²⁾	[0,9 – 2,9] ²⁾	[0,6 – 2,8] ²⁾
Súkromná spotreba	1,9	1,7	1,7	1,5	1,9	1,7	1,6	1,5
Vládna spotreba	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Tvorba hrubého fixného kapitálu	3,7	4,4	3,4	2,8	4,4	4,3	3,4	2,9
Vývoz ³⁾	5,2	5,3	4,1	3,8	5,0	5,1	4,1	3,7
Dovoz ³⁾	4,6	5,1	4,5	4,0	5,1	5,2	4,4	3,9
Zamestnanosť	1,7	1,4	1,1	0,8	1,7	1,3	1,0	0,8
Miera nezamestnanosti (v % pracovnej sily)	9,1	8,3	7,7	7,2	9,1	8,4	7,8	7,3
HICP	1,5	1,4	1,4	1,7	1,5	1,4	1,5	1,7
		[1,1 – 1,7] ²⁾	[0,6 – 2,2] ²⁾	[0,8 – 2,6] ²⁾	[1,5 – 1,5] ²⁾	[0,9 – 1,9] ²⁾	[0,7 – 2,3] ²⁾	[0,8 – 2,6] ²⁾
HICP bez energií	1,2	1,2	1,6	1,9	1,2	1,3	1,6	1,9
HICP bez energií a potravín	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
HICP bez energií, potravín a zmien nepriamych daní ⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
Jednotkové náklady práce	0,8	1,1	1,2	1,8	0,9	1,2	1,1	1,8
Kompenzácie na zamestnanca	1,6	2,2	2,0	2,7	1,7	2,1	1,9	2,7
Produktivita práce	0,8	1,0	0,8	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
Saldo rozpočtu verejnej správy (v % HDP)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
Štrukturálne rozpočtové saldo (v % HDP) ⁵⁾	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0
Hrubý dlh verejnej správy (v % HDP)	86,7	84,4	82,1	79,7	87,0	85,1	83,1	80,7
Saldo bežného účtu platobnej bilancie (v % HDP)	3,7	4,2	4,3	4,5	3,1	2,9	2,7	2,8

1) Reálny HDP a jeho zložky vychádzajú z údajov očistených od rozdielov v počte pracovných dní.

2) Uvedené intervaly sa určujú na základe rozdielov medzi skutočnými hodnotami a projektovanými hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov. Postup výpočtu intervalov vrátane úprav v dôsledku mimoriadnych udalostí je bližšie opísaný v dokumente ECB *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* z decembra 2009, ktorý je k dispozícii na internetovej stránke ECB.

3) Vrátať obchodnej výmeny v rámci eurozóny.

4) Tento ukazovateľ vychádza z odhadov skutočného vplyvu nepriamych daní. Môže sa líšiť od údajov Eurostatu, ktoré predpokladajú úplné a okamžité premietanie vplyvu daní do HICP.

5) Počítané ako saldo verejnej správy očistené od dočasných vplyvov hospodárskeho cyklu a dočasných vládnych opatrení (postup ESCB je podrobnejšie vysvetlený v publikáciách *Working Paper Series*, č. 77, ECB, september 2001, a *Working Paper Series*, č. 579, ECB, január 2007). Projekcia štrukturálneho salda nie je odvodená od agregátnej miery produkčnej medzery. V súlade s metodikou ESCB sa cyklické zložky pre rôzne príjmové a výdavkové položky počítajú oddelene. Podrobnejšie informácie sa nachádzajú v boxe „Cyklická úprava salda štátneho rozpočtu“ v Mesačnom bulletine ECB z marca 2012 a v boxe „Štrukturálne saldo ako ukazovateľ rozpočtovej pozície“ v Mesačnom bulletine ECB zo septembra 2014.

Očakáva sa však, že rast reálneho HDP sa počas horizontu projekcií vzhľadom na postupné odznievanie vplyvu mnohých priaznivých faktorov mierne spomalí. Očakáva sa, že vplyv minulých opatrení menovej politiky bude počas sledovaného obdobia postupne klesať. Nárast preventívnych úspor a spomalenie rastu zamestnanosti, čiastočne v dôsledku čoraz väčších obmedzení z dôvodu nedostatku pracovných síl v niektorých krajinách, by mohli utlmiť vývoj spotrebiteľských výdavkov. Očakáva sa, že silné zhodnocovanie eura od apríla 2017 a spomaľovanie rastu zahraničného dopytu po produkcii eurozóny bude tmiť rast vývozu.

Rast reálneho disponibilného príjmu zostane stabilný. Očakáva sa, že príspevok hrubých miezd a plátov k rastu nominálneho disponibilného príjmu zostane počas sledovaného obdobia zhruba nezmenený, keďže rýchlejší rast nominálnych miezd vyváži vplyv spomalenia rastu zamestnanosti. Rast ostatných osobných príjmov by sa mal podľa projekcií zrýchliť v dôsledku priaznivého vývoja ziskov a majetkových príjmov. Rast reálneho disponibilného príjmu by sa mal v rokoch 2018 a 2019 zrýchľovať a následne by mal v roku 2020 zoslabnúť v dôsledku nárastu inflácie spotrebiteľských cien.

Rast súkromnej spotreby zostane priaznivý. Značne vysoké úrovne spotrebiteľskej dôvery, očakávanie ďalšieho zlepšovania podmienok na trhu práce a zvyšujúca sa reálna mzda na zamestnanca naznačujú výrazný rast spotreby v nasledujúcich štvrtrokoch. V strednodobom horizonte by však mal rast súkromnej spotreby podľa projekcií mierne zaostávať za rastom reálneho disponibilného príjmu, keďže domácnosti budú pravdepodobne čoraz väčšiu časť príjmu smerovať do úspor.

Rast súkromnej spotreby by mal zároveň ťažiť z priaznivých podmienok poskytovania bankových úverov, ku ktorým prispievajú menovopolitické opatrenia ECB, a z výsledkov dosiahnutých v procese oddlžovania. Hoci nízke úrokové sadzby ovplyvnili úrokové výnosy i úrokové náklady domácností, majú tendenciu redistribuovať zdroje od čistých sporiteľov k čistým dlžníkom. Keďže dlžníci majú zvyčajne väčší hraničný sklon k spotrebe, táto redistribúcia by mala podporovať agregátnu súkromnú spotrebu. Okrem toho by mal spotrebu podporovať aj rastúci čistý majetok domácností, ako aj výsledky dosiahnuté v procese oddlžovania.

Očakáva sa, že miera úspor domácností sa bude počas sledovaného obdobia postupne zvyšovať z historicky nízkych úrovní. Miera úspor sa v poslednom čase znižuje, najmä z dôvodu zlepšenia ekonomickej a finančnej situácie domácností a vzhľadom na vplyv veľmi nízkych úrokových mier na ich sklon k sporeniu. Miera úspor by sa mala počas sledovaného obdobia zvyšovať vzhľadom na očakávané oživenie preventívnych úspor v kontexte zmierňovania cyklickej expanzie, ako aj vzhľadom na vyšší príspevok rastu nepracovných príjmov. Okrem toho sa očakáva, že domácnosti zvýšia mieru úspor v reakcii na zníženie priamych daní v niektorých krajinách.

Box 1

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

V porovnaní s projekciami z decembra 2017 technické predpoklady zahŕňajú silnejší výmenný kurz eura, najmä voči americkému doláru, vyššie ceny ropy a vyššie úrokové sadzby. Technické predpoklady týkajúce sa úrokových sadzieb a cien komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 13. februára 2018. Krátkodobé úrokové miery sa merajú prostredníctvom trojmesačnej sadzby EURIBOR, pričom trhové očakávania sú odvodené z úrokových mier futures. Na základe tejto metodiky by mala priemerná úroveň krátkodobých úrokových mier dosiahnuť -0,3 % v roku 2018, -0,1 % v roku 2019 a 0,4 % v roku 2020. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne by podľa očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 1,3 % v roku 2018, 1,6 % v roku 2019 a 1,9 % v roku 2020.³ V porovnaní s projekciami z decembra 2017 boli trhové očakávania týkajúce sa krátkodobých úrokových sadzieb upravené o 10 bázických bodov nahor na rok 2019 a o 30 bázických bodov nahor na rok 2020, zatiaľ čo očakávania dlhodobých sadzieb boli na sledované obdobie upravené o 20 bázických bodov nahor.

Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures (priemer za dvojtýždňové obdobie končiac sa dňom uzávierky 13. februára 2018) sa predpokladá, že cena ropy Brent stúpne z 54,4 USD za barel v roku 2017 na 65,0 USD za barel v roku 2018, a že neskôr klesne na 61,2 USD za barel v roku 2019 a 58,3 USD za barel v roku 2020. Z tohto vývoja vyplýva, že v porovnaní s decembrovými projekciami sú ceny ropy v USD vyššie o 5,5 % v roku 2018, o 3,8 % v roku 2019 a o 1,7 % v roku 2020. Predpokladá sa, že ceny neenergetických komodít v amerických dolároch budú v roku 2018 ďalej výrazne rásť a neskôr sa ich rast mierne spomalí.⁴

Predpokladá sa, že vzájomné výmenné kurzy zostanú počas sledovaného obdobia nezmenené na priemernej úrovni za dvojtýždňové obdobie končiac sa dňom uzávierky 13. februára 2018. Z toho vyplýva priemerný výmenný kurz amerického dolára na úrovni 1,23 USD/EUR v roku 2018 a 1,24 USD/EUR v rokoch 2019 až 2020, v porovnaní s úrovňou 1,17 USD/EUR z decembrových projekcií. Efektívny výmenný kurz eura (voči 38 obchodným partnerom) je v porovnaní s decembrovými projekciami o 1,6 % vyšší.

³ Predpoklad týkajúci sa nominálnych výnosov desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne vychádza z váženého priemeru výnosov referenčných desaťročných dlhopisov v krajinách eurozóny, váženého ročnými hodnotami HDP a zohľadňujúceho budúci vývoj na základe nominálneho výnosu všetkých desaťročných dlhopisov v eurozóne vypočítaného ECB, pričom počiatočný rozdiel medzi obomi časovými radmi sa počas sledovaného obdobia nemení. Predpokladá sa, že spready medzi výnosmi štátnych dlhopisov krajín eurozóny a príslušným priemerom za eurozónu sú počas sledovaného obdobia konštantné.

⁴ Predpoklady týkajúce sa cien ropy a potravinových komodít vychádzajú z cien futures do konca sledovaného obdobia. V prípade ostatných neenergetických nepoľnohospodárskych komodít sa predpokladá, že ich ceny budú do prvého štvrťroka 2019 vychádzať z cien futures a neskôr sa budú vyvíjať podľa svetovej hospodárskej aktivity.

Technické predpoklady

	Marec 2018				December 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Trojmesačná sadzba EURIBOR (v % p. a.)	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	-0,3	-0,3	-0,1	0,1
Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov (v % p. a.)	1,0	1,3	1,6	1,9	1,1	1,1	1,4	1,7
Cena ropy (v USD za barel)	54,4	65,0	61,2	58,3	54,3	61,6	58,9	57,3
Ceny neenergetických komodít v USD (ročná percentuálna zmena)	7,9	7,4	3,2	4,5	7,9	3,3	3,4	4,3
Výmenný kurz USD/EUR	1,13	1,23	1,24	1,24	1,13	1,17	1,17	1,17
Nominálny efektívny výmenný kurz eura (EER38) (ročná percentuálna zmena)	2,2	4,5	0,1	0,0	2,2	2,8	0,0	0,0

Očakáva sa, že oživenie rezidenčných investícií bude pokračovať. V posledných štvrtrokoch dochádza k výraznému rastu investícií do nehnuteľností na bývanie, k čomu prispievajú priaznivé podmienky financovania, ako aj zrýchľovanie rastu príjmov súvisiace s pokračujúcim rastom zamestnanosti. Okrem toho sa zdá, že proces redukcie cien na trhoch s nehnuteľnosťami na bývanie je v mnohých krajinách eurozóny ukončený. Prieskumy ukazujú, že čoraz viac domácností plánuje počas nasledujúcich dvoch rokov kúpu alebo výstavbu bývania, prípadne modernizáciu domácnosti. Základné predpoklady na pokračovanie oživenia rezidenčných investícií zostávajú počas sledovaného obdobia priaznivé. Napriek tomu sa však očakáva mierne spomalenie tempa, a to vzhľadom na neskorú fázu cyklu na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie a slabnutí vplyv fiškálnych stimulov v niektorých krajinách, ako aj vzhľadom na nepriaznivé demografické trendy.

Počas sledovaného obdobia by malo pokračovať oživenie podnikových investícií, aj keď klesajúcim tempom. Podnikové investície by malo naďalej podporovať viacero faktorov: dôvera podnikov je vzhľadom na veľmi priaznivé očakávania v oblasti produkcie a objednávok naďalej veľmi vysoká, miera využitia kapacít ďalej rýchlo rastie a približuje sa úrovni predkrízového maxima, podmienky financovania by mali počas sledovaného obdobia zostať veľmi priaznivé a v kontexte momentálne vysokolikvidného nefinančného podnikového sektora sa tiež očakáva zrýchlenie rastu ziskových marží. V dôsledku pozorovaného výrazného oživenia cien akcií v posledných rokoch (napriek miernej korekcii) a obmedzeného rastu dlhového financovania sa navyše pomer dlhového financovania (pomer dlhu k celkovým aktívam) v nefinančnom podnikovom sektore priblížil k historickým minimám. Konsolidovaná hrubá zadlženosť (pomer dlhu k príjmom) však klesala oveľa menej a momentálne sa nachádza na predkrízovej úrovni. Postupná strata tempa podnikových investícií počas sledovaného obdobia odráža tiež celkový pokles domáceho aj zahraničného dopytu.

Box 2

Medzinárodné prostredie

Tempo expanzie svetového hospodárstva sa v druhom polroku 2017 zrýchlilo, pričom rast hospodárskej aktivity a obchodu je čoraz viac rovnomerne rozložený. Údaje a ukazovatele

odvodené z výsledkov prieskumov poukazujú na stabilný rast svetového hospodárstva v najbližšom období. Globálny kompozitný výrobný index PMI (bez eurozóny) sa pohyboval v blízkosti svojho dlhodobého priemeru. Globálne finančné podmienky zostávajú napriek zvyšovaniu úrokových sadzieb vo svete od začiatku roka 2018 akomodatívne. Vo februári dlhodobé úrokové miery v Spojených štátoch stúpili a globálne akciové trhy prudko klesli, pričom došlo aj k nárastu volatility. Čo sa týka budúceho vývoja, tempo rastu svetovej hospodárskej aktivity by malo byť podľa očakávaní naďalej celkovo stabilné, ale pomalšie ako tempo potenciálneho rastu pred krízou. Z výhľadu vývoja v rozvinutých ekonomikách vyplýva výrazná expanzia, pričom hospodársku aktivitu by mala v najbližšom období podporiť nedávna daňová reforma v Spojených štátoch. Následne by sa mal rast produkcie v reakcii na ustálenie hospodárskeho oživenia a postupný návrat produkčných medzier do kladného pásma mierne spomaľovať. Výhľad vývoja rozvíjajúcich sa trhových ekonomik je podporovaný oživením v krajinách, ktoré sú vývozcami komodít, najmä v Brazílii a Rusku, a stabilným rastom v Indii a Číne. V projekciách sa očakáva zrýchlenie svetovej hospodárskej aktivity (bez eurozóny) o 4,1 % v roku 2018 a následne mierne spomalenie na 3,7 % v roku 2020. V porovnaní s projekciami z decembra 2017 bol rast svetového HDP na roky 2017 až 2019 upravený nahor, najmä z dôvodu priaznivého vplyvu súboru rozpočtových opatrení v Spojených štátoch.

Medzinárodné prostredie

(ročná percentuálna zmena)

	Marec 2018				December 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Svetový reálny HDP (bez eurozóny)	3,8	4,1	3,9	3,7	3,7	3,9	3,8	3,7
Svetový obchod (bez eurozóny) ¹⁾	5,6	4,9	4,5	3,9	5,6	4,5	4,2	3,7
Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny ²⁾	5,5	4,7	4,1	3,6	5,5	4,4	3,8	3,5

1) Vážený priemer dovozov.

2) Vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

Očakáva sa, že po výnimočne silnom raste v prvom polroku 2017 bude rast svetového obchodu v nasledujúcich štvrt'rokoch naďalej výrazný, v súlade s priaznivými ukazovateľmi svetového obchodu. V strednodobom horizonte by mal výhľad obchodnej výmeny podľa očakávaní vo väčšej miere zodpovedať výhľadu globálnej hospodárskej aktivity (s elasticitou obchodu voči rastu svetového HDP na úrovni približne 1). Očakáva sa, že zahraničný dopyt po produkcii eurozóny sa zvýši o 5,5 % v roku 2017, 4,7 % v roku 2018, 4,1 % v roku 2019 a 3,6 % v roku 2020. V porovnaní s projekciami z decembra 2017 bol zahraničný dopyt po produkcii eurozóny upravený nahor, predovšetkým vzhľadom na pozitívny vplyv daňovej reformy v USA, ktorá by mala podľa očakávaní podporiť dopyt po dovoze v Spojených štátoch.

Box 3

Faktory ovplyvňujúce výhľad svetového obchodu

Po dlhšom období stagnujúceho rastu nastalo vo svetovom obchode počas posledných 18 mesiacov oživenie. Svetový dovoz v roku 2017 vzrástol o 5,5 %, čo je vysoko nad priemerom z rokov 2012 až 2016. Rast svetového dovozu prekonal aj expanziu globálnej hospodárskej aktivity, z čoho vyplýva nárast príjmovej elasticity svetového obchodu. Zatiaľ čo aktuálne posilňovanie svetového obchodu je podľa všetkého čiastočne spôsobené niektorými špecifickými jednorazovými

faktormi, najmä nárastom obchodu v niektorých rozvíjajúcich sa ázijských krajinách, ako aj prirodzenou volatilitou údajov svetového obchodu, oživenie svetového obchodu za minulý rok má podľa všetkého široký geografický rozsah. Rast dovozu oproti priemeru za posledných päť rokov nezaznamenalo v roku 2017 iba päť z 32 najväčších svetových ekonomík.

K oživeniu obchodu prispelo cyklické oživenie svetovej hospodárskej aktivity a najmä investícií. Po neuspokojivých výsledkoch v priebehu posledných rokov vykazuje svetová hospodárska aktivita známky cyklického oživenia. Čo je však z hľadiska svetového obchodu dôležitejšie, investície, ktoré sú pomerne dovozne náročnou zložkou dopytu, sa na začiatku roka 2016 odrazili od veľmi nízkej úrovne (ktorá predstavuje minimum v raste svetového obchodu) a v posledných štvrtrokoch zaznamenávajú výrazný rast, pričom dosiahli úroveň, ktorá sa približuje priemeru pred krízou. Oživenie hospodárskej aktivity a investícií je dôsledkom viacerých faktorov: politiky v rozvinutých krajinách tento vývoj čoraz viac podporujú, keďže došlo k uvoľneniu fiškálnych obmedzení a menová politika je naďalej výrazne akomodačná. K oživeniu prispeli aj priaznivé podmienky financovania v prostredí s vysokou dôverou. Stabilné alebo stúpajúce ceny komodít okrem toho podporovali investície v krajinách vyvážajúcich komodity, ktoré predtým zaznamenali prepad po prudkom zhoršení ich výmenných relácií po roku 2014.

Modely dopytu po dovoze v jednotlivých krajinách poukazujú na úlohu investícií ako faktora nedávneho vývoja obchodu. Odhady zo štandardných modelov dopytu po dovoze za 19 krajín, ktoré predstavujú 75 % svetového dovozu, potvrdzujú zistenie, že k oživeniu čiastočne prispel stúpajúci svetový dopyt po investíciách. Ďalšie vysvetlenie nedávnej intenzity rastu obchodu vyplývajúce z týchto modelov spočíva v tom, že príjmová elasticita obchodu je výrazne procyklická: počas oživenia ekonomiky, keď hospodárska aktivita rastie rýchlejšie než jej trendová úroveň, má tendenciu rásť aj príjmová elasticita obchodu. Táto interpretácia je v súlade so skúsenosťami z minulosti: keď sa svetová hospodárska aktivita zotavovala z útlmu v rokoch 2015 a 2016, svetový obchod rástol ešte rýchlejšie, tzn. došlo k oživeniu rastu príjmovej elasticity obchodu.

Očakáva sa, že priaznivé faktory, ktoré stoja za nedávnym oživením príjmovej elasticity obchodu, budú počas sledovaného obdobia slabnúť. Projekcie globálnych investícií poukazujú na ich ďalší mierny rast vzhľadom na ustaľovanie hospodárskeho oživenia, znižovanie miery nevyužitých kapacít a spomaľovanie svetovej hospodárskej aktivity. Okrem toho sa očakáva zmiernenie svetovej hospodárskej expanzie. Príjmová elasticita obchodu by sa tak mala v dôsledku miernejšieho vývoja rastu investícií a tiež v dôsledku jej procyklickej povahy súčasne so spomaľovaním svetového hospodárskeho rastu znižovať. Očakáva sa teda, že rast dovozu bude ku koncu sledovaného obdobia vo väčšej miere zodpovedať rastu hospodárskej aktivity. To je v súlade s dôkazmi, že dlhodobejšie štrukturálne faktory, ktoré predtým určovali rýchly rast svetového obchodu tempom prekračujúcim rast svetovej hospodárskej aktivity, predovšetkým rýchly rast globálnych hodnotových reťazcov, od finančnej krízy zoslabli.⁵

Očakáva sa, že na rast vývozu z eurozóny bude mať nepriaznivý vplyv nedávne zhodnocovanie eura. Po výraznom raste v druhej polovici roka 2017 by mal vzhľadom na nedávne zhodnocovanie eura vývoz z eurozóny rásť pomalším

⁵ Ďalšie informácie sú v štúdiu pracovnej skupiny Výboru ESCB pre medzinárodné vzťahy „Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?“, *Occasional Paper Series*, č. 178, ECB, 2016.

tempom než zahraničný dopyt po produkcii eurozóny, z čoho vyplýva určitá strata podielov na vývozných trhoch. Dovoz do eurozóny by mal profitovať z priaznivého vývoja domáceho dopytu a silnejšieho eura. Rast dovozu by sa mal spomaľovať menej než rast vývozu, čo bude mať za následok mierne záporný príspevok čistého obchodu k hospodárskemu rastu v priebehu roka 2018 a neskôr neutrálny vplyv.

Rast zamestnanosti sa má podľa projekcií spomaľovať. Počet zamestnancov v eurozóne sa v treťom štvrtroku 2017 zvýšil o 0,4 % a odhaduje sa, že v raste pokračoval aj v poslednom štvrtroku. Aktuálne výrazný rast zamestnanosti má široký geografický rozsah a prieskumy budúceho vývoja naznačujú ďalší výrazný rast zamestnanosti v najbližšom období. Následne by sa mal rast zamestnanosti do určitej miery spomaliť, keďže sa očakáva postupné odznievanie účinku niektorých priaznivých dočasných faktorov (napríklad fiškálnych stimulov v niektorých krajinách) a v niektorých krajinách má dôjsť k redukcii zamestnanosti vo verejnom sektore.

Rast pracovných síl má byť vzhľadom na ich nedostatok čoraz viac tlmený.

Počas horizontu projekcií sa vzhľadom na čistú imigráciu pracovníkov, očakávanú integráciu utečencov a ďalšie zvyšovanie miery účasti na pracovnom trhu očakáva pokračovanie rastu pracovných síl. Tieto priaznivé účinky však má počas tohto obdobia postupne prevážiť vplyv čoraz nepriaznivejšej demografickej situácie. Tento vývoj zároveň prispieva k spomaľovaniu rastu zamestnanosti v rokoch 2019 a 2020.

V roku 2020 sa očakáva pokles miery nezamestnanosti na 7,2 %. Miera nezamestnanosti v januári 2018 klesla na 8,6 %, čo je najnižšia úroveň zaznamenaná od konca roka 2008. Čo sa týka budúceho vývoja, počet nezamestnaných by mal podľa projekcií naďalej výrazne klesať a mal by sa priblížiť k svojmu predkrízovému minimu.

Rast produktivity práce bude v súlade so svojím cyklickým priebehom vyšší než v predchádzajúcich rokoch. Produktivita práce v roku 2017 vzhľadom na odznievanie uvedených dočasných stimulačných faktorov zamestnanosti nabrala na intenzite. Čo sa týka ďalšieho vývoja, rastúca miera využitia kapitálu vzhľadom na klesajúcu mieru nevyužitých kapacít, zvyšovanie počtu odpracovaných hodín na osobu a určitý nárast celkovej produktivity faktorov naznačujú, že rast produktivity práce bude počas sledovaného obdobia zhruba nezmenený. V rokoch 2019 až 2020 by však mal byť mierne pod svojou priemernou predkrízovou úrovňou 1,0 %.

Očakáva sa, že rast reálneho HDP zostane do roku 2020 nad úrovňou rastu potenciálneho produktu. Vzhľadom na priaznivejší príspevok kapitálu, pracovnej sily a celkovej produktivity výrobných faktorov rast potenciálneho produktu podľa odhadov za posledné roky do určitej miery nabral na intenzite. Očakáva sa, že na konci sledovaného obdobia sa rast potenciálneho produktu, hoci stále pod úrovňou skutočného rastu reálneho HDP, viac-menej vráti k tempu zaznamenanému tesne pred krízou. Je však potrebné poznamenať, že rast potenciálneho produktu ani faktory jeho rastu nie sú pozorovateľné a takéto odhady sú spojené so značnou neistotou.

V porovnaní s projekciami z decembra 2017 bol rast reálneho HDP na rok 2018 upravený nahor a na roky 2019 až 2020 zostáva nezmenený. Navýšenie

projekcie na rok 2018 súvisí najmä s lepšou než v minulosti očakávanou podnikateľskou a spotrebiteľskou náladou, z čoho vyplýva výraznejšie tempo hospodárskeho rastu, ako aj s navýšením projekcií zahraničného dopytu. Následne sa očakáva, že pozitívny vplyv výraznejšieho tempa hospodárskeho rastu bude viac-menej vykompenzovaný negatívnym vplyvom nedávneho zhodnocovania eura na vývoz z eurozóny a vyšších dlhodobých úrokových mier.

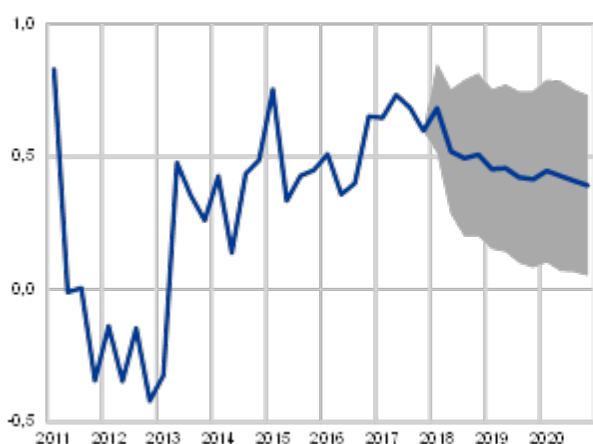
Graf 1

Makroekonomické projekcie¹⁾

(štvrtročné údaje)

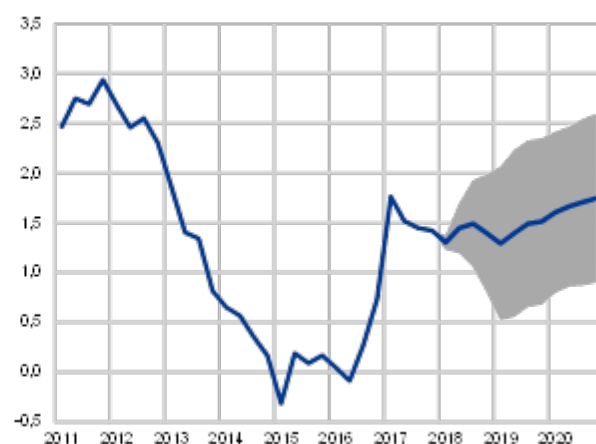
Reálny HDP eurozóny²⁾

(medzištvrtročná percentuálna zmena)



HICP eurozóny

(medziročná percentuálna zmena)



1) Uvedené intervaly okolo stredových hodnôt projekcií vychádzajú z rozdielov medzi skutočnými hodnotami a projektovanými hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov. Postup výpočtu intervalov vrátane úprav v dôsledku mimoriadnych udalostí je bližšie opísaný v dokumente ECB *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* z decembra 2009, ktorý je k dispozícii na internetovej stránke ECB.

2) Údaje očistené od rozdielov v počte pracovných dní.

2 Ceny a náklady

Očakáva sa, že inflácia HICP vzrastie až ku koncu sledovaného obdobia, keďže pokles energetickej zložky inflácie HICP v rokoch 2018 a 2019 by mal viac-menej vykompenzovať zvýšenie základnej inflácie. Inflácia HICP by mala

v rokoch 2018 a 2019 dosiahnuť v priemere 1,4 % a v roku 2020 by mala vzrásť na 1,7 %. Čo sa týka jej zložiek, energetická zložka inflácie HICP by mala v nadchádzajúcich mesiacoch vzhľadom na nedávny rast cien ropy a niektoré kladné bázičné efekty rásť, ale od konca roka 2018 by mala prudko klesať a v polovici roka 2019 by mala dosiahnuť úroveň okolo nuly. Jej následný stabilný profil od polovice roka 2019 je odrazom kombinácie klesajúceho sklonu krivky ropných futures a stimulačných účinkov zdaňovania energií. Inflácia potravinovej zložky HICP by mala v sledovanom období mierne vzrásť vďaka predpokladanému nárastu medzinárodných cien potravinových komodít a rastovým účinkom zvyšovania spotrebných daní z tabakových výrobkov. Vzhľadom na hospodársky rast pohybujúci sa nad hranicou rastového potenciálu a rozširovanie kladnej produkčnej medzery sa očakáva zintenzívnenie základných cenových tlakov. Predovšetkým čoraz väčší, v niektorých krajinách citeľný nedostatok pracovných síl bude vyvolávať tlak na rast miezd, pričom toto zvyšovanie nákladov by sa malo v súčasnom prostredí výrazného

rastu premietat' do cien . Očakáva sa, že nedávny rast cien ropy a predpokladané zvyšovanie cien neenergetických komodít vyvolajú dočasné nepriame rastové účinky na základnú infláciu. Hoci sa očakáva, že nedávne posilňovanie výmenného kurzu eura bude mať na infláciu tlmiaci vplyv, tento účinok by mal byť do istej miery vyvážený súčasným silným tempom hospodárskeho rastu v eurozóne, vzhľadom na súvisiaci väčší vplyv spoločností v eurozóne na cenotvorbu. Celkovo by inflácia HICP bez energií a potravín mala postupne vzrásť na 1,8 % v roku 2020.

Očakáva sa, že mzdový rast sa v sledovanom období výrazne zrýchli, a to v dôsledku rastúceho nedostatku pracovných síl a skončenia platnosti opatrení, ktoré mzdový rast v niektorých krajinách v posledných rokoch brzdili. Podľa projekcií sa má rast kompenzácií na zamestnanca zrýchliť z 1,6 %

v roku 2017 na 2,7 % v roku 2020. Príčinou dočasného spomalenia očakávaného v roku 2019 je zavedenie rozpočtového opatrenia vo Francúzsku, konkrétne konverzie daňového kreditu (CICE) na trvalé zníženie zamestnávateľských odvodov sociálneho zabezpečenia.⁶ Očakáva sa, že rast jednotkových nákladov práce sa bude vzhľadom na zhruba nezmenené tempo rastu produktivity v sledovanom období zrýchľovať podobným tempom ako rast kompenzácií na zamestnanca (z 0,8 % v roku 2017 na 1,8 % v roku 2020). Hlavným faktorom zrýchlenia mzdového rastu je predpokladané ďalšie zlepšovanie podmienok na trhu práce, spolu s čoraz väčším, v niektorých častiach eurozóny citeľným nedostatkom pracovných síl. Možno očakávať, že k zrýchleniu mzdového rastu v krajinách eurozóny, v ktorých systém tvorby miezd zahŕňa retrospektívne prvky súvisiace s indexáciou alebo očakávaniami, prispieje okrem cyklickej dynamiky aj oproti predchádzajúcim trom rokmi podstatný nárast celkovej inflácie v roku 2017. Vďaka pokračovaniu hospodárskeho oživenia a jeho prenikaniu do všetkých krajín eurozóny by zároveň mali postupne zanikať faktory súvisiace s krízou, ktoré mali tlmiaci efekt na mzdy, napríklad potreba obmedzovania mzdového rastu v záujme znovuzískania cenovej konkurencieschopnosti v nadväznosti na krízu v niektorých krajinách, ako aj zdržiavaný mzdový rast vzhľadom na záväzné obmedzenia úprav nominálnych miezd počas krízy. V neposlednom rade sa v niektorých krajinách počas niekoľkých nasledujúcich rokov skončí platnosť opatrení, ktorými sa znižujú odvody sociálneho zabezpečenia, vďaka čomu ustúpi ich tlmiaci účinok na mzdy, a očakáva sa aj skončenie zmrazenia miezd vo verejnom sektore.

Tempo rastu ziskových marží by malo v prvej časti projekčného horizontu o niečo predstihnúť minuloročný rast. Ziskové marže nedávno začali rásť intenzívnejšie vzhľadom na menej nepriaznivý vývoj výmenných relácií, ako aj cyklické zlepšovanie ekonomiky. Očakáva sa, že toto zlepšovanie bude v kontexte prebiehajúcej hospodárskej expanzie pokračovať. Projektované zvyšovanie jednotkových nákladov práce a jednotkových čistých nepriamych daní má však tempo expanzie ziskových marží obmedzovať, najmä ku koncu sledovaného obdobia.

⁶ Keďže pokles rastu kompenzácií na zamestnanca a jednotkových nákladov práce je v prevažnej miere vyvážený nárastom ziskových marží, jeho vplyv na cenotvorbu by mal byť obmedzený.

Inflácia dovozných cien začala v roku 2017 opäť rásť a počas sledovaného obdobia má zostať kladná, hoci o niečo miernejšia než v nedávnej dobe.

Pomerne výrazný rast dovozných cien v roku 2017 je predovšetkým odrazom obratu cien ropy, ako aj vývoja cien neenergetických komodít. Spomalenie rastu dovozných cien po roku 2017 rovnako súvisí s predpokladaným miernym výhľadom vývoja cien ropy, ale aj s pomerne nevýrazným vývojom cien ostatných komodít. Vplyv vývoja cien komodít a postupného zvyšovania globálnych cenových tlakov na dovozné ceny eurozóny bude okrem toho obmedzený zhodnocovaním eura. Zo všeobecnejšieho hľadiska sa očakáva, že základné globálne inflačné tlaky sa počas projekčného horizontu v dôsledku zvyšovania globálnych produkčných nákladov súvisiaceho s poklesom miery nevyužitých kapacít vo svetovom hospodárstve budú postupne zvyšovať.

V porovnaní s projekciami z decembra 2017 bola projekcia vývoja inflácie HICP na rok 2019 mierne znížená. Kým na rok 2018 vyššie predpokladané ceny ropy v amerických dolároch vyvažujú tlmiace účinky vyššieho výmenného kurzu eura na infláciu, na rok 2019 účinky zhodnocovania eura prevažujú, čoho výsledkom je o niečo nižší výhľad inflácie HICP.

3 Výhľad rozpočtového vývoja

Fiškálna pozícia eurozóny má počas sledovaného obdobia zostať v priemere celkovo neutrálna. Fiškálna pozícia sa vyjadruje ako zmena cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od vládnej podpory finančnému sektoru. Zníženie priamych daní a zvýšenie transferov domácnostiam v roku 2017 bolo v plnej miere vyvážené zvýšením nepriamych daní a pomalším rastom vládnej spotreby. Na rok 2018 fiškálnu pozíciu určuje predovšetkým zníženie priamych daní a odvodov sociálneho zabezpečenia, ako aj predpoklad dynamickejšieho rastu vládnych investícií, ktoré budú len čiastočne neutralizované nárastom nepriamych daní a pomalším rastom bežných výdavkov verejnej správy. V priemere neutrálna fiškálna pozícia sa očakáva aj v rokoch 2019 až 2020, keďže sa očakáva, že ďalšie znižovanie priamych daní a odvodov sociálneho zabezpečenia bude kompenzované ďalším obmedzovaním výdavkov verejnej správy.

Deficit a dlh verejnej správy by mali počas sledovaného obdobia podľa projekcií klesať. Z rozpočtovej projekcie vyplýva postupné znižovanie deficitu verejnej správy počas sledovaného obdobia, a to najmä v dôsledku zlepšenia cyklickej zložky a poklesu úrokových platieb. Cyklicky upravené primárne saldo zostane počas projekčného horizontu stabilné. Pomer dlhu verejnej správy k HDP má počas sledovaného obdobia vďaka priaznivému diferenciuálu rastu a úrokovej miery⁷ a primárnemu prebytku pokračovať v klesajúcom trende. V porovnaní s projekciami z decembra 2017 vyplýva z výhľadu rozpočtového vývoja o niečo nižší pomer deficitu a dlhu k HDP, najmä v dôsledku priaznivejšieho makroekonomického vývoja.

⁷ Diferenciál sa počíta ako rozdiel medzi nominálnou efektívnou úrokovou sadzbou dlhu a nominálnym tempom rastu HDP.

Box 4

Analýza citlivosti

Projekcie sa do značnej miery opierajú o technické predpoklady týkajúce sa vývoja určitých kľúčových premenných. Keďže niektoré z týchto premenných môžu projekcie pre eurozónu výrazne ovplyvniť, hodnotenie citlivosti projekcií na alternatívny vývoj týchto základných predpokladov môže pomôcť pri analýze rizík spojených s projekciami. Tento box sa bližšie zameriava na neistotu spojenú s niektorými kľúčovými predpokladmi a citlivosť projekcií na tieto premenné.

1) Alternatívny vývoj ceny ropy

Modely alternatívneho vývoja cien ropy v priebehu sledovaného obdobia poukazujú na riziko vyšších cien ropy, než vyplývajú z cien ropných futures. Technické predpoklady vývoja cien ropy v rámci základnej projekcie, vychádzajúce z trhov s ropnými futures, predpovedajú klesanie cien ropy, pričom cena ropy Brent by mala ku koncu roka 2020 predstavovať približne 58 USD za barel. Tento vývoj vyplývajúci z cien ropných futures je v súlade so scenárom výrazného rastu svetového dopytu po ropy, ktorý súvisí s posilňovaním svetového hospodárstva. Pokiaľ ide o ponukové faktory, očakáva sa, že geopolitické faktory a dohoda o obmedzení produkcie medzi združením OPEC a niektorými producentmi mimo tohto združenia budú čiastočne kompenzované expanziou produkcie bridlicovej ropy v Spojených štátoch. Z kombinácie alternatívnych modelov, pomocou ktorých odborníci ECB⁸ zostavujú projekcie vývoja cien ropy počas sledovaného obdobia, vyplývajú vyššie ceny ropy než ceny obsiahnuté v technických predpokladoch. V prípade naplnenia alternatívneho scenára vývoja cien ropy, pri ktorom by boli ceny ropy do roka 2020 o 13,5 % vyššie než v základnej projekcii, by došlo k marginálnemu spomaleniu rastu reálneho HDP a zároveň k rýchlejšiemu rastu inflácie HICP (o 0,2 percentuálneho bodu v roku 2019 a 0,3 percentuálneho bodu v roku 2020).

2) Alternatívny vývoj výmenného kurzu

Táto analýza citlivosti skúma vplyv ďalšieho zhodnocovania výmenného kurzu eura v dôsledku neustále sa zlepšujúcej nálady investorov v prospech eura. Tento scenár vývoja vychádza zo 75. percentilu rozdelenia na základe rizikovo neutrálnych hustôt odvodených z cien opcí na výmenný kurz USD/EUR z 13. februára 2018. Z tohto vývoja vyplýva postupné zhodnocovanie eura voči americkému doláru na úroveň 1,42 USD/EUR v roku 2020, čo je o 14,6 % nad úrovňou základnej projekcie na uvedený rok. Zodpovedajúci predpoklad týkajúci sa nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura odráža historické zákonitosti, podľa ktorých zmeny výmenného kurzu USD/EUR zodpovedajú zmenám vo vývoji efektívneho výmenného kurzu s elasticitou tesne nad 50 %. V tomto scenári vonkajšieho kurzového šoku vyplýva z priemeru výsledkov viacerých makroekonomických modelov odborníkov ECB nižší rast reálneho HDP (o 0,1 percentuálneho bodu v roku 2018, o 0,5 percentuálneho bodu v roku 2019 a o 0,2 percentuálneho bodu v roku 2020). Inflácia HICP by bola v rokoch 2018, 2019 a 2020 nižšia o 0,1, 0,5 a 0,4 percentuálneho bodu. Je potrebné poznamenať, že tieto odhadované účinky na hospodársky rast a infláciu platia len v prípade čisto vonkajšieho kurzového šoku.

⁸ Viac informácií o kombinácii štyroch modelov je uvedených v článku „Forecasting the price of oil“, *Ekonomický bulletin*, č. 4, ECB, 2015.

Box 5

Prognózy iných inštitúcií

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

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

Porovnanie prognóz rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne

(ročná percentuálna zmena)

	Dátum zverejnenia	Rast HDP			Inflácia HICP		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projekcie odborníkov ECB	marec 2018	2,4	1,9	1,7	1,4	1,4	1,7
		[2,1 – 2,7]	[0,9 – 2,9]	[0,7 – 2,7]	[1,1 – 1,7]	[0,6 – 2,2]	[0,8 – 2,6]
Európska komisia	február 2018	2,3	2,0	–	1,5	1,6	–
OECD	november 2017	2,1	1,9	–	1,5	1,7	–
Euro Zone Barometer	február 2018	2,3	1,9	1,6	1,6	1,6	1,7
Consensus Economics Forecasts	február 2018	2,3	1,9	1,3	1,5	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	január 2018	2,3	1,9	1,7	1,5	1,7	1,8
MMF	október 2017/ január 2018	2,2	2,0	–	1,4	1,7	1,8

Zdroj: Interim European Economic Forecast, zima 2018, Európska komisia; IMF World Economic Outlook, aktualizácia z januára 2018 (reálny HDP); IMF World Economic Outlook, október 2017 (HICP); OECD Economic Outlook, november 2017; Consensus Economics Forecasts, február 2018; údaj prognózy Consensus Economics na rok 2020 je prevzatý z prehľadu dlhodobých prognóz z októbra 2017; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, február 2018 a Survey of Professional Forecasters od ECB, január 2018.

Poznámka: V makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu a ECB a v prognózach OECD sú uvedené ročné miery rastu očistené od vplyvu počtu pracovných dní v roku, zatiaľ čo Európska komisia a MMF svoje prognózy od tohto vplyvu neočisťujú. Ostatné prognózy nešpecifikujú, či rozdiely v počte pracovných dní zohľadňujú.

© Európska centrálna banka 2018

Poštová adresa: 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefón: +49 69 1344 0
Internet: www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-4598 (pdf)
Katalógové číslo EÚ QB-CE-18-001-SK-N (pdf)