



# Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu – jún 2017<sup>1</sup>

*Podľa projekcií má oživenie hospodárskej aktivity v eurozóne pokračovať, a to rýchlejším tempom, než sa pôvodne predpokladalo. Ročné tempo rastu reálneho HDP by malo počas sledovaného obdobia dosahovať približne 1,8 %. Počas horizontu projekcií by malo očakávané globálne oživenie prispievať k vývozu z eurozóny, zatiaľ čo výrazne akomodačné nastavenie menovej politiky, výsledky dosiahnuté v procese oddlžovania jednotlivých sektorov a pokračujúce zlepšovanie podmienok na trhu práce by mali podľa projekcií podporovať domáci dopyt.*

*Očakáva sa, že inflácia HICP bude mať profil v tvare písmena V a že v roku 2019 dosiahne úroveň 1,6 %. Hoci v rokoch 2018 a 2019 dôjde k zníženiu značného stimulačného vplyvu energetickej zložky inflácie HICP, inflácia HICP bez energií a potravín sa bude v priebehu času vzhľadom na absorpciu nevyužitých kapacít postupne zvyšovať.*

## 1

### Reálna ekonomika

**Po výraznom raste v prvom štvrtroku 2017 priaznivé krátkodobé ukazovatele naznačujú pokračovanie rýchleho tempa v najbližšom období.** Podmienky na trhu práce sa v posledných mesiacoch naďalej zlepšovali: v niektorých krajinách eurozóny dochádza vzhľadom na nárast pracovnej sily k odstraňovaniu prekážok rastu zamestnanosti a vo väčšine krajín eurozóny klesá nezamestnanosť. Podnikateľská a spotrebiteľská dôvera, ktorá už dosahuje zvýšenú úroveň, zaznamenala v posledných mesiacoch v jednotlivých sektoroch a krajinách ďalšie zlepšenie, čo poukazuje na pokračujúci výrazný rast v najbližšom období.

**Počas sledovaného obdobia by sa mal reálny HDP podľa očakávaní zvýšiť o 1,9 % v roku 2017, o 1,8 % v roku 2018 a o 1,7 % v roku 2019.** Očakáva sa, že domáci dopyt bude počas horizontu projekcií aj naďalej stimulovať viacero priaznivých faktorov. Výrazne akomodačné nastavenie menovej politiky ECB sa

<sup>1</sup> Tieto makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu 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 16. máj 2017 (box 1). Dňom uzávierky ostatných údajov použitých v týchto projekciách bol 23. máj 2017. Toto vydanie makroekonomických projekcií sa vzťahuje na obdobie rokov 2017 až 2019. Projekcie na takto 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.

naďalej premieta do ekonomiky a trhové očakávania budúcich úrokových mier, ktoré sú súčasťou technických predpokladov tejto projekcie, zostávajú počas sledovaného obdobia na nízkej úrovni. Vďaka nízkym úrokovým mieram, rastúcemu dopytu po úveroch a priaznivým podmienkam na strane ponuky úverov aj naďalej pokračuje oživovanie poskytovania bankových úverov nefinančným korporáciám. K domácejmu dopytu prispieva aj ďalšie zlepšovanie podmienok na trhu práce a nižšia potreba oddlžovania. Projekcie počas sledovaného obdobia počítajú aj s posilnením svetového hospodárskeho oživenia, z ktorého bude ťažiť vývoz z eurozóny.

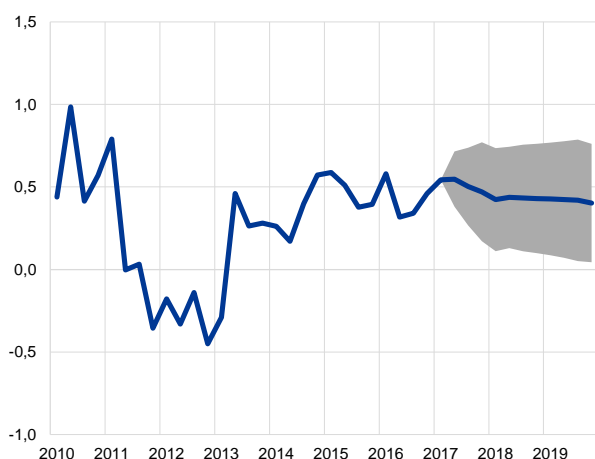
## Graf 1

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

(štvrtročné údaje)

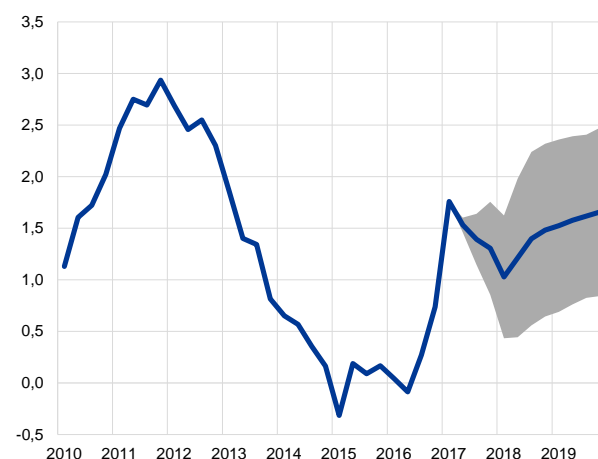
#### Reálny HDP eurozóny<sup>2)</sup>

(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.

**Súkromná spotreba by sa mala podľa projekcií ďalej zvyšovať, hoci o niečo pomalším tempom než v roku 2016.** Vzhľadom na lepšie všeobecné ekonomické očakávania a priaznivejšie individuálne finančné očakávania dochádzalo v posledných mesiacoch v jednotlivých krajinách k ďalšiemu rastu spotrebiteľskej dôvery, a to až na úroveň, ktorá vysoko presahuje dlhodobý priemer. Ku krátkodobému výhľadu súkromnej spotreby prispieva aj súčasné pokračujúce zlepšovanie podmienok na trhu práce.

**Počas horizontu projekcií by malo dochádzať k postupnému zrýchľovaniu rastu nominálneho disponibilného príjmu, hoci reálnu kúpnu silu domácností bude tlmieť vyššia inflácia.** Očakáva sa, že vzhľadom na pokračujúci rast zamestnanosti i zrýchľovanie rastu kompenzácií na zamestnanca dôjde počas sledovaného obdobia k zvýšeniu príspevku hrubých miezd a plátov k rastu nominálneho disponibilného príjmu. Rast reálneho disponibilného príjmu by mal v roku 2017 zaznamenať značný pokles, najmä v dôsledku projektovaného zvýšenia inflácie cien energií. Neskôr by sa mal postupne zvyšovať.

**Uvoľňovanie podmienok poskytovania bankových úverov, ku ktorému prispievajú menovopolitické opatrenia ECB, by malo podporiť rast súkromnej spotreby.** 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 ďalej podporovať agregátnu súkromnú spotrebu. K spotrebe by mali navyše prispieť aj výsledky v procese oddlžovania.

**Očakáva sa, že miera úspor sa bude počas sledovaného obdobia po zastavení svojho rastu súvisiaceho s cenami ropy pohybovať na zhruba nezmenenej úrovni.** Za týmto celkovo stabilným vývojom sa však v rôznych krajinách eurozóny skrývajú rôzne protichodné faktory. Klesajúca nezamestnanosť, zlepšujúce sa úverové podmienky a nízke úrokové sadzby vyvíjajú tlak na znižovanie miery úspor, zatiaľ čo pretrvávajúca potreba znižovania hrubej zadlženosti a vyrovnanie spotreby v prostredí cyklického oživenia vyvolávajú jej rast. Celkovo by sa mal ročný rast súkromnej spotreby podľa projekcií spomaliť z 1,9 % v roku 2016 na približne 1,5 % od roku 2017 do roku 2019.

## Box 1

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

**V porovnaní s projekciami z marca 2017 došlo v rámci technických predpokladov k týmto zmenám: výrazne nižšie ceny ropy v amerických dolároch, zhodnotenie efektívneho výmenného kurzu eura a nižšie dlhodobé úrokové miery.** Technické predpoklady týkajúce sa úrokových mier a cien komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 16. mája 2017. 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 2017, -0,2 % v roku 2018 a 0,0 % v roku 2019. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne by podľa očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 1,2 % v roku 2017, 1,5 % v roku 2018 a 1,8 % v roku 2019.<sup>2</sup> V porovnaní s projekciami z marca 2017 zostávajú trhové očakávania týkajúce sa krátkodobých úrokových mier zhruba nezmenené, zatiaľ čo očakávania dlhodobých sadzieb boli upravené o 10 – 20 bázických bodov nadol.

Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures počas dvojtýždňového obdobia končiaceho sa dňom uzávierky 16. mája sa predpokladá, že cena ropy Brent stúpne zo 44,0 USD za barel v roku 2016 na 51,6 USD za barel v roku 2017 a v rokoch 2018 a 2019 zostane v blízkosti tejto úrovne. Z tohto vývoja vyplýva, že v porovnaní s marcovými projekciami sú ceny ropy v USD nižšie o 8,6 % v roku 2017, o 9,1 % v roku 2018 a o 7,9 % v roku 2019. Predpokladá sa, že ceny

<sup>2</sup> Predpoklad týkajúci sa nominálnych výnosov desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne vychádza z 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.

neenergetických komodít v amerických dolároch budú v roku 2017 výrazne rásť a neskôr sa ich rast mierne spomalí.<sup>3</sup>

Vzájomné výmenné kurzy by mali počas sledovaného obdobia zostať nezmenené na priemernej úrovni za dvojtyždňové obdobie končiace sa dňom uzávierky 16. mája. Z toho vyplýva priemerný výmenný kurz amerického dolára na úrovni 1,08 USD/EUR v roku 2017 a 1,09 USD/EUR v rokoch 2018 a 2019, v porovnaní s úrovňou 1,07 USD/EUR z marcových projekcií. Predpokladá sa, že efektívny výmenný kurz eura (voči 38 obchodným partnerom) bude v roku 2017 o 0,6 % vyšší a v rokoch 2018 a 2019 o 1,0 % vyšší, než sa predpokladalo v marcových projekciách.

#### Technické predpoklady

	jún 2017				marec 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Trojmesačná sadzba EURIBOR (v % p. a.)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov (v % p. a.)	0,8	1,2	1,5	1,8	0,8	1,3	1,6	1,9
Cena ropy (v USD za barel)	44,0	51,6	51,4	51,5	44,0	56,4	56,5	55,9
Ceny neenergetických komodít v USD (ročná percentuálna zmena)	-3,9	6,4	2,0	4,5	-3,9	13,2	3,5	4,6
Výmenný kurz USD/EUR	1,11	1,08	1,09	1,09	1,11	1,07	1,07	1,07
Nominálny efektívny výmenný kurz eura (EER38) (ročná percentuálna zmena)	3,7	-0,4	0,3	0,0	3,7	-1,0	0,0	0,0

**Oživenie rezidenčných investícií by malo pokračovať.** V roku 2016 došlo k výraznému zrýchleniu rastu investícií do nehnuteľností na bývanie, ku ktorému prispel značný rast disponibilného príjmu a priaznivé podmienky financovania. Základné predpoklady na pokračovanie oživenia rezidenčných investícií zostávajú priaznivé. O priaznivom výhľade vývoja investícií do nehnuteľností na bývanie svedčí rastúci počet stavebných povolení a dopyt po úveroch na kúpu týchto nehnuteľností vďaka uvoľňovaniu podmienok poskytovania bankových úverov. Prebiehajúci rastúci trend na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie aj naďalej podporujú priaznivé príjmové vyhliadky a podmienky financovania. Napriek tomu sa počas sledovaného obdobia očakáva určité spomalenie tempa rastu rezidenčných investícií, a to vzhľadom na slabnúci vplyv fiškálnych stimulov v niektorých krajinách a očakávané účinky nepriaznivých demografických trendov, ktoré sa majú skôr či neskôr prejaviť.

#### **Podnikové investície by sa mali vyvíjať v súlade s cyklickým oživením.**

Vzhľadom na posilňovanie zahraničného dopytu a pôsobenie účinkov rozpočtových opatrení v niektorých krajinách sa očakáva pokračovanie oživovania podnikových investícií. Podporuje ho pritom viacero faktorov: vzhľadom na veľmi priaznivé očakávania v oblasti produkcie, rast objednávok a obrat v očakávaniach vývoja predajných cien aj naďalej dochádza k zvyšovaniu dôvery podnikov; miera využitia

<sup>3</sup> 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 druhého štvrťroka 2018 vychádzať z cien futures a neskôr sa budú vyvíjať podľa svetovej hospodárskej aktivity.

kapacít presiahla svoju priemernú úroveň pred krízou a začiatkom roka 2017 pokračovala v raste; podmienky financovania by sa mali počas sledovaného obdobia sprísniť len mierne a mali by zostať veľmi priaznivé; po niekoľkých rokoch tlmenej investičnej aktivity vznikla potreba modernizácie kapitálových statkov; a v kontexte momentálne vysokoliquidného nefinančného podnikového sektora sa tiež očakáva zrýchlenie rastu ziskových marží. V dôsledku pozorovaného výrazného oživenia cien akcií v posledných rokoch a obmedzeného rastu dlhového financovania sa navyše pomer dlhového financovania (pomer dlhu k celkovým aktívam) v nefinančnom podnikovom sektore dostal na historicky nízku úroveň. Očakáva sa však, že na výhľad vývoja podnikových investícií budú aj naďalej nepriaznivo vplývať určité faktory. Patria medzi ne očakávanie slabšieho rastu potenciálnej hospodárskej produkcie než v minulosti a obmedzenia sprostredkovateľskej kapacity bánk v niektorých krajinách.

## Box 2

### Medzinárodné prostredie

**Oživenie svetovej hospodárskej aktivity by malo pokračovať.** Rast svetového HDP sa v prvom štvrtroku 2017 nevýrazne spomalil, ukazovatele dôvery a výsledky prieskumov však v nasledujúcich mesiacoch naznačujú opätovné zrýchlenie. Podmienky financovania v rozvinutých ekonomikách zostávajú vďaka ich akomodačnej menovej politike a očakávaniam rozpočtovej stimulácie v Spojených štátoch priaznivé. Finančné trhy v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách sa od výsledku amerických volieb koncom roka 2016 už tiež spamätali. Čo sa týka ďalšieho vývoja, svetová hospodárska aktivita by mala mierne akcelerovať. Z výhľadu vývoja v rozvinutých ekonomikách vyplýva pokračovanie cyklického oživenia vzhľadom na postupné zužovanie ich produkčných medzier. V rámci rozvíjajúcich sa trhových ekonomík sa očakáva stabilný rast v prípade dovozov komodít ako je India a Čína, kým v prípade vývozov komodít sa očakáva zastavenie klesania hospodárskej aktivity po hlbokoj recesii. Svetová hospodárska aktivita (bez eurozóny) by sa mala podľa projekcií zvýšiť o 3,5 % v roku 2017 a o 3,8 % v rokoch 2018 a 2019: v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami je teda nezmenená.

### Medzinárodné prostredie

(ročná percentuálna zmena)

	jún 2017				marec 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Svetový reálny HDP (bez eurozóny)	3,2	3,5	3,8	3,8	3,1	3,5	3,8	3,8
Svetový obchod (bez eurozóny) <sup>1)</sup>	0,9	4,4	3,8	3,9	1,2	3,4	3,7	3,8
Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny <sup>2)</sup>	1,3	3,7	3,4	3,5	1,6	2,8	3,4	3,5

1) Vážený priemer dovozov.

2) Vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

**Očakáva sa, že svetový obchod bude po výraznom raste v posledných mesiacoch počas sledovaného obdobia postupne expandovať.** V strednodobom horizonte sa očakáva rast svetového obchodu zodpovedajúci oživeniu svetovej hospodárskej aktivity. V porovnaní s projekciami z marca 2017 bol zahraničný dopyt po produkcii eurozóny na rok 2017 upravený nahor, najmä vzhľadom na priaznivejšie než očakávané aktuálne hodnoty.

**Vývoz z eurozóny má ťažiť z oživovania svetového dopytu.** Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny podľa odhadov v druhom polroku 2016 a začiatkom roka 2017 nabral na intenzite vďaka vyššiemu dopytu po dovoze vo vyspelých ekonomikách (predovšetkým v Spojených štátoch a v Japonsku) i v rozvíjajúcich sa ekonomikách (najmä v Číne, Rusku a Brazílii). V ďalšom období sa má dopyt po dovoze podľa projekcií zvýšiť tak v rozvinutých, ako aj v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách, zatiaľ čo v Spojenom kráľovstve má zostať tlmený. Vývoz z eurozóny má počas sledovaného obdobia profitovať z rastúceho zahraničného dopytu. Dovoz do eurozóny by mal rásť rýchlejšie než vývoz, v súlade so svojou historickou elasticitou voči celkovému dopytu. Prebytok bežného účtu platobnej bilancie eurozóny má počas sledovaného obdobia o niečo klesnúť, čiastočne v dôsledku slabnúcich minulých účinkov obchodných podmienok súvisiacich s vývojom cien ropy.

**Záporná produkčná medzera by mala počas sledovaného obdobia zaniknúť.**

Tempo rastu potenciálneho produktu by sa malo počas sledovaného obdobia pohybovať mierne nad 1 %, čo znamená, že zostane výrazne pod projektovaným skutočným rastom reálneho HDP na úrovni približne 1,8 %. Nízke tempo potenciálnej produkcie je v prvom rade odrazom pomerne nízkeho príspevku kapitálu po dlhšom období historicky nízkej investičnej aktivity. Príspevok pracovnej sily by sa mal zvýšiť vzhľadom na rastúcu mieru zapojenia pracovných síl vďaka štrukturálnym reformám. V dôsledku starnutia obyvateľstva však bude príspevok pracovnej sily aj naďalej o niečo nižší než jeho priemerná úroveň pred krízou. Očakáva sa, že príspevok celkovej produktivity výrobných faktorov bude iba mierne nižší ako pred krízou.

**Podmienky na trhu práce v eurozóne by sa mali v priebehu sledovaného obdobia ďalej zlepšovať.**

Miera zamestnanosti má počas sledovaného obdobia naďalej rásť. Očakáva sa však, že jej tempo sa postupne o niečo spomalí. V krátkodobom horizonte je tento vývoj predovšetkým odrazom slabnutia niektorých dočasných faktorov s priaznivým vplyvom na rast zamestnanosti. Počas zvyšku sledovaného obdobia sa v niektorých krajinách očakávajú čoraz väčšie obmedzenia v súvislosti s nedostatkom kvalifikovanej pracovnej sily, ktoré budú tlmiť rast zamestnanosti a povedú k zvyšovaniu počtu odpracovaných hodín na zamestnanca. Z tohto vývoja zamestnanosti vyplýva zrýchlenie rastu produktivity práce v dôsledku rastúcej miery využitia kapitálu i pracovných síl vzhľadom na klesajúcu mieru nevyužitých kapacít. Miera nezamestnanosti sa má v roku 2019 znížiť na 8,3 %, naďalej sa však má pohybovať v blízkosti predkrízovej úrovne (7,5 % v roku 2007).

**V porovnaní s projekciami z marca 2017 bol rast reálneho HDP upravený**

**nahor.** Výrazne priaznivá podnikateľská i spotrebiteľská nálada spolu s vyšším zahraničným dopytom indikujú na najbližšie obdobie o niečo intenzívnejší rast, než sa pôvodne očakávalo. Neskôr budú rastové účinky nižších cien ropy, nižších dlhodobých úrokových mier a vyšších cien akcií, ako aj výraznejšia verejná spotreba a verejné investície, len čiastočne neutralizované tlmiacimi účinkami zhodnocovania výmenného kurzu eura.

**Inflácia HICP by mala v roku 2017 dosiahnuť v priemere 1,5 %. V roku 2018 by mala klesnúť na 1,3 % a v roku 2019 opäť stúpnuť na 1,6 %.** Profil celkovej inflácie v tvare písmena V počas sledovaného obdobia určuje najmä odlišný vývoj inflácie energetickej zložky inflácie HICP a inflácie HICP bez energií a potravín. Oproti roku 2016 má inflácia energetickej zložky HICP v roku 2017 výrazne vzrásť. Neskôr by sa mala zvyšovať miernejším tempom, a to v dôsledku nedávneho nárastu cien ropy a pomerne nízkeho sklonu krivky ropných futures na nasledujúce obdobie. Kladný príspevok energetickej zložky inflácie HICP k celkovej inflácii, ktorý má v roku 2017 predstavovať 0,4 percentuálneho bodu, by sa mal počas nasledujúcich dvoch rokov podstatne zmenšiť.

**Inflácia HICP bez energií a potravín by sa mala počas sledovaného obdobia postupne zvyšovať.** Hlavným faktorom očakávaného nárastu inflácie HICP bez energií a potravín sú rastúce jednotkové náklady práce vzhľadom na pokračovanie a konsolidovanie oživenia. Jednou z príčin je očakávaná redukcia miery nevyužitých kapacít na trhu práce, ktorá by mala stimulovať mzdový rast. Okrem toho sa očakáva, že faktory, ktoré mzdový rast v posledných rokoch brzdili (napr. potreba obnovenia cenovej konkurencieschopnosti v niektorých krajinách), budú postupne slabnúť a prispievajú tak k predpokladanému zrýchleniu rastu kompenzácie na zamestnanca. Rast jednotkových nákladov práce by sa mal počas sledovaného obdobia zrýchliť o niečo menej ako mzdový rast. K tlakom na rast nákladov má do istej miery nepriamo prispieť i opätovný rast cien ropy od začiatku roka 2016, a to prostredníctvom vyšších výrobných nákladov a ich vplyvu na nominálne mzdy vzhľadom na zvyčajný časový posun.

**Na spotrebiteľské ceny v eurozóne by už počas sledovaného obdobia nemali pôsobiť vonkajšie cenové tlaky.** Po štyroch rokoch klesania dovozných cien by mala ročná miera rastu dovozných cien v roku 2017 zaznamenať kladné hodnoty. Hlavnou príčinou tohto obratu je opätovný rast cien ropy a neenergetických komodít od roka 2016. Podobne aj následné spomalenie rastu dovozných cien je odrazom zmierňovania vývoja cien komodít. Okrem cien komodít sa všeobecnejšie očakáva postupné zintenzívňovanie inflačných tlakov vo svete. Predpokladá sa, že výrobné náklady vo svete budú vzhľadom na znižovanie miery nevyužitých kapacít postupne rásť. Naďalej vysoká hladina nevyužitých kapacít vo svete spolu s ostrou konkurenciou zo strany nízkonákladových krajín však budú svetové cenové tlaky tmiť.

**Za hlavný zdroj rastúcich domácich nákladových tlakov v najbližších rokoch sa považuje zlepšovanie podmienok na trhu práce.** Podľa projekcií sa má rast kompenzácií na zamestnanca zrýchliť z 1,7 % v roku 2017 na 2,4 % v roku 2019. Za významné príčiny zrýchľovania mzdového rastu sa považuje znižovanie rozsahu nevyužitých kapacít na trhu práce a rastúci nedostatok pracovných síl v niektorých častiach eurozóny. Okrem toho možno očakávať, že k rýchlejšiemu rastu nominálnych miezd v krajinách eurozóny, v ktorých systém tvorby miezd zahŕňa i retrospektívne cenové prvky, prispieje i nedávny výrazný nárast celkovej inflácie. Tento efekt však môže byť relevantnejší až od roku 2018, keďže na rok 2017 sú

mzdové vyjednávania vo viacerých krajinách už uzavreté. Jeho intenzita však môže byť nevýrazná, keďže sa vzťahuje len na krajiny, v ktorých je (implicitná) mzdová indexácia viazaná na celkovú infláciu. Okrem toho je tento efekt obmedzený skutočnosťou, že viaceré krajiny rozsah inflačnej indexácie miezd v posledných rokoch zredukovali. Určitý ďalší stimulačný vplyv na rast miezd by mal vyplývať z očakávaného zrýchlenia rastu produktivity práce v sledovanom období. Počas sledovaného obdobia sa navyše počíta i so slabnutím viacerých faktorov, ktoré mzdový rast tlmia. Okrem iného ide napríklad o zadržovaný rast miezd vzhľadom na záväzky znemožňujúce znížovanie nominálnych miezd počas krízy. V neposlednom rade sa očakáva i vypršanie platnosti opatrení na zníženie odvodov sociálneho zabezpečenia a moderáciu miezd vo verejnom sektore.

**Predpokladá sa, že ziskové marže budú počas sledovaného obdobia rásť o niečo rýchlejším tempom než v poslednom čase.** Vzhľadom na slabnutie tlmiaceho účinku nedávneho rastu cien ropy na ziskové marže sa očakáva, že vďaka prebiehajúceho hospodárskemu oživeniu budú ziskové marže v porovnaní s predchádzajúcimi štvrťrokmi rásť o niečo rýchlejšie. Je však pravdepodobné, že rast ziskových marží bude počas sledovaného obdobia do istej miery tlmený v dôsledku očakávaného zrýchľovania rastu jednotkových nákladov práce a zvyšovania konkurenčných tlakov vo svete.

**V porovnaní s projekciami z marca 2017 bola projekcia vývoja inflácie HICP mierne znížená.** Nižšie ceny ropy v porovnaní s predpokladmi z marcových projekcií majú za následok zníženie projekcie energetickej zložky inflácie HICP na roky 2017 a 2018. Podobne boli na celý projekčný horizont znížené i projekcie cien potravín. Došlo tiež k zníženiu projekcie inflácie HICP bez energií a potravín na roky 2018 a 2019. Jej zníženie je čiastočne odrazom nepriamych účinkov nižších cien ropy a o niečo silnejšieho výmenného kurzu eura, ale i dôsledkom slabšieho výhľadu základných nákladových a cenových tlakov vo viacerých krajinách eurozóny.

### 3 Výhľad rozpočtového vývoja

**Nastavenie rozpočtovej politiky by malo byť podľa projekcií v rokoch 2017 až 2019 celkovo neutrálne.** Nastavenie rozpočtovej politiky sa vyjadruje ako zmena cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od vládnej podpory finančnému sektoru. Vplyv nediskrečných faktorov i diskrečných opatrení sa počas celého sledovaného obdobia považuje za neutrálne.

**Pomer deficitu a dlhu verejnej správy k HDP by sa mal podľa projekcií počas sledovaného obdobia znižovať.** Zlepšenie rozpočtového salda je spôsobené ďalším znižovaním úrokových platieb v sledovanom období a zlepšením cyklickej zložky, ktoré prevažujú mierne zhoršenie cyklicky upraveného primárneho salda. Postupná redukcia dlhu verejnej správy počas sledovaného obdobia vyplýva



z priaznivého diferenciálu rastu a úrokovej miery<sup>4</sup> a z projektovaných primárnych prebytkov.

**V porovnaní s projekciami zverejnenými v marci 2017 sa výhľad rozpočtového deficitu a miery zadlženosti v podstate nezmenil.**

**Tabuľka 1**

**Makroekonomické projekcie pre eurozónu<sup>1)</sup>**

(ročná percentuálna zmena)

	jún 2017				marec 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Reálny HDP	1,7	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,6
		[1,6 – 2,2] <sup>2)</sup>	[0,8 – 2,8] <sup>2)</sup>	[0,6 – 2,8] <sup>2)</sup>		[1,5 – 2,1] <sup>2)</sup>	[0,7 – 2,7] <sup>2)</sup>	[0,5 – 2,7] <sup>2)</sup>
Súkromná spotreba	1,9	1,5	1,6	1,4	1,9	1,4	1,4	1,4
Vládna spotreba	1,8	1,2	1,2	1,1	2,0	1,1	1,0	1,1
Tvorba hrubého fixného kapitálu	3,6	3,7	3,4	3,0	2,5	2,8	3,2	2,8
Vývoz <sup>3)</sup>	2,8	4,8	4,3	4,1	2,9	4,3	4,1	4,0
Dovoz <sup>3)</sup>	4,0	5,2	4,6	4,3	3,5	4,6	4,4	4,2
Zamestnanosť	1,4	1,4	1,0	0,9	1,3	1,0	1,0	0,8
Miera nezamestnanosti (v % pracovnej sily)	10,0	9,4	8,8	8,3	10,0	9,4	8,9	8,4
HICP	0,2	1,5	1,3	1,6	0,2	1,7	1,6	1,7
		[1,4 – 1,6] <sup>2)</sup>	[0,6 – 2,0] <sup>2)</sup>	[0,7 – 2,5] <sup>2)</sup>		[1,4 – 2,0] <sup>2)</sup>	[0,9 – 2,3] <sup>2)</sup>	[0,8 – 2,6] <sup>2)</sup>
HICP bez energií	0,9	1,2	1,4	1,6	0,9	1,2	1,6	1,8
HICP bez energií a potravín	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,1	1,5	1,8
HICP bez energií, potravín a zmien nepriamych daní <sup>4)</sup>	0,8	1,1	1,4	1,7	0,8	1,1	1,5	1,8
Jednotkové náklady práce	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,6
Kompenzácie na zamestnanca	1,3	1,7	2,1	2,4	1,3	1,8	2,1	2,4
Produktivita práce	0,3	0,5	0,8	0,9	0,4	0,7	0,7	0,8
Saldo rozpočtu verejnej správy (v % HDP)	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Štrukturálne rozpočtové saldo (v % HDP) <sup>5)</sup>	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1
Hrubý dlh verejnej správy (v % HDP)	89,2	87,9	86,4	84,7	89,3	88,0	86,4	84,5
Saldo bežného účtu platobnej bilancie (v % HDP)	3,4	2,8	2,8	2,9	3,4	3,1	3,2	3,3

1) Projekcie reálneho HDP a jeho zložiek 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) Vrátane 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 bulletinne ECB z marca 2012 a v boxe „Štrukturálne saldo ako ukazovateľ rozpočtovej pozície“ v Mesačnom bulletinne ECB zo septembra 2014.

<sup>4</sup> Diferenciál sa počíta ako rozdiel medzi nominálnou efektívnou úrokovou mierou dlhu a mierou rastu nominálneho HDP.

### Box 3

#### Analýzy citlivosti

---

**Projekcie sa do značnej miery opierajú o technické predpoklady týkajúce sa vývoja určitých kľúčových premenných.** Keďže niektoré z týchto premenných môžu 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 vyplýva z cien futures.** Technické predpoklady vývoja cien ropy v rámci základnej projekcie, vychádzajúce z trhov s futures, predpovedajú pomerne plochý profil cien ropy, pričom cena ropy Brent by sa mala do konca roka 2019 pohybovať približne na úrovni 51,5 USD za barel. Tento vývoj je v súlade so scenárom mierneho oživenia svetového dopytu po rope, ktorý súvisí s posilňovaním svetového hospodárskeho oživenia. Nedávne predĺženie platnosti dohody OPEC zatiaľ nevedlo k nárastu krivky cien ropných futures, pravdepodobne v dôsledku takmer rekordného stavu zásob ropy, možného nárastu produkcie bridlicovej ropy a obáv, že niektorí z najväčších producentov ropy sa môžu od dohody odkloniť. Z kombinácie alternatívnych modelov, pomocou ktorých odborníci Eurosystemu<sup>5</sup> zostavujú projekcie vývoja cien ropy počas sledovaného obdobia, v súčasnosti vyplýva vyššia hladina cien ropy v porovnaní s technickými predpokladmi. V prípade naplnenia alternatívneho scenára vývoja, pri ktorom by boli ceny ropy do roka 2019 o 7,2 % vyššie než v základnom scenári, by došlo k marginálnemu spomaleniu rastu reálneho HDP a zároveň k o niečo rýchlejšiemu rastu inflácie HICP (o 0,1 percentuálneho bodu v roku 2018 a 0,2 percentuálneho bodu v roku 2019).

#### 2) Alternatívny vývoj výmenného kurzu

**Účelom tejto analýzy citlivosti je ilustrovať vplyv výraznejšieho oslabovania výmenného kurzu eura v porovnaní so základnou projekciou.** Riziko znehodnotenia výmenného kurzu eura súvisí najmä s výraznejšou divergenciou nastavenia menovej politiky na oboch stranách Atlantiku, než sa v súčasnosti očakáva. Tlak na ďalšie znehodnotenie eura by mohol prameniť najmä z rýchlejšieho zvyšovania sadzby federálnych fondov v Spojených štátoch, než sa očakáva. Príčinou môžu byť predovšetkým rastúce inflačné očakávania v Spojených štátoch v prostredí expanzívnej rozpočtovej politiky a nedostatku pracovných síl, akonáhle ustúpia obavy týkajúce sa politiky novej vlády. Alternatívny vývoj výmenného kurzu eura vychádza z 25. percentilu rozdelenia na základe rizikovo neutrálnych hustôt odvodených z cien opcií na výmenný kurz USD/EUR zo 16. mája 2017. Z tohto vývoja vyplýva postupné znehodnocovanie eura voči americkému doláru na úroveň 1,06 USD/EUR v roku 2019, čo je o približne 3 % pod úrovňou základnej projekcie na uvedený rok. Zodpovedajúce predpoklady týkajúce sa nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura odrážajú historické zákonitosti, pričom zmeny výmenného kurzu USD/EUR odrážajú zmeny vo vývoji efektívneho výmenného kurzu s elasticitou na úrovni približne 52 %. Výsledkom tohto predpokladu je postupný odklon efektívneho výmenného kurzu eura od základnej projekcie smerom nadol až na úroveň 1,8 % pod úrovňou základnej projekcie na rok 2019. V uvedenom scenári

---

<sup>5</sup> Viac informácií o kombinácii štyroch modelov je uvedených v článku „Forecasting the price of oil“, *Ekonomický bulletin*, č. 4, ECB, 2015.

priemer výsledkov viacerých makroekonomických modelov používaných odborníkmi Eurosystemu naznačuje zvýšenie inflácie HICP a rastu HDP v rokoch 2018 a 2019 o 0,1, resp. 0,2 percentuálneho bodu.

## Box 4

### 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 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 vo všeobecnosti nachádzajú v rámci intervalov projekcií odborníkov Eurosystemu (v tabuľke uvedených v zátvorkách).**

Porovnanie prognóz rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne

(ročná percentuálna zmena)

	Dátum zverejnenia	Rast HDP			Inflácia HICP		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Projekcie odborníkov Eurosystemu	jún 2017	1,9 [1,6 – 2,2]	1,8 [0,8 – 2,8]	1,7 [0,6 – 2,8]	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,6 – 2,0]	1,6 [0,7 – 2,5]
Európska komisia	máj 2017	1,7	1,8	–	1,6	1,3	–
OECD	jún 2017	1,8	1,8	–	1,7	1,4	–
Euro Zone Barometer	máj 2017	1,8	1,7	1,5	1,7	1,5	1,7
Consensus Economics Forecasts	máj 2017	1,7	1,6	1,4	1,6	1,4	1,7
Survey of Professional Forecasters	apríl 2017	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,7
MMF	apríl 2017	1,7	1,6	1,6	1,7	1,5	1,6

Zdroj: European Commission's European Economic Forecasts, jar 2017; IMF World Economic Outlook, apríl 2017; OECD Economic Outlook, jún 2017; Consensus Economics Forecasts, máj 2017; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, máj 2017; a Survey of Professional Forecasters od ECB, apríl 2017. Poznámky: 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 2017

Poštová adresa: 60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefón: +49 69 1344 0  
Internet: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

ISSN 2529-4814 (pdf)  
Katalógové číslo EÚ QB-CF-17-001-SK-N (pdf)