



Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu – jún 2018¹

Napriek oproti očakávaniu slabšiemu začiatku roka sa v projekciách i naďalej počíta so stabilnou hospodárskou expanziou v eurozóne, ktorej tempo má zostať nad potenciálnou úrovňou. Rovnako ako v predchádzajúcom vydaní projekcií by sa mal rast reálneho HDP počas sledovaného obdobia vzhľadom na postupné odznievanie vplyvu niektorých priaznivých faktorov postupne spomaľovať z 2,1 % v roku 2018 na 1,7 % v roku 2020². Inflácia HICP by mala v každom roku sledovaného obdobia dosiahnuť 1,7 %, s určitou volatilitou jej štvrtročného profilu. Za stabilným vývojom priemernej ročnej miery inflácie sa skrýva pokles ročnej miery rastu energetickej zložky, ktorý je vykompenzovaný postupným rastom inflácie HICP bez energií a potravín vzhľadom na čoraz akútnejšie kapacitné obmedzenia.

1

Reálna ekonomika

Spomalenie rastu reálneho HDP v prvom štvrtroku 2018 bolo čiastočne odrazom dočasných faktorov, no zároveň k nemu došlo skôr, než sa pôvodne očakávalo. Po štyroch po sebe idúcich štvrtrokoch výrazného rastu na úrovni 0,7 % v roku 2017 sa rast reálneho HDP v prvom štvrtroku 2018 mierne spomalil na 0,4 %. Toto spomalenie možno čiastočne vysvetliť viacerými dočasnými faktormi vrátane nepriaznivého počasia, štrajkov v niektorých krajinách eurozóny a nezvyčajne vysokej miery práceneschopnosti v dôsledku sezónnej chrípky v Nemecku. Nepriaznivý vplyv predchádzajúceho zhodnocovania eura navyše mohol byť silnejší, než sa očakávalo, a akútny nedostatok pracovných síl sa mohol oproti predpokladom prejavovať skôr. V neposlednom rade môže byť toto spomalenie odrazom zmiernenia veľmi rýchleho tempa rastu zaznamenaného počas roka 2017.

Pokiaľ však ide o ďalší vývoj, rast reálneho HDP by mal v nasledujúcich štvrtrokoch zostať stabilný, v súlade so stále zvýšenou úrovňou podnikateľskej a spotrebiteľskej nálady. Po značnom poklese počas prvého

¹ 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 22. máj 2018 (box 1). Dňom uzávierky ostatných údajov použitých v týchto projekciách bol 31. máj 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.

štvrtroka 2018 sa podnikateľská a spotrebiteľská dôvera v apríli a máji stabilizovala a zostala na historicky vysokej úrovni. Určité ukazovatele zverejnené po dni uzávierky boli síce mierne slabšie, než sa očakávalo, no aj naďalej celkovo zodpovedajú projektovaným hodnotám rastu.

Tabuľka 1

Makroekonomické projekcie pre eurozónu¹⁾

(ročná percentuálna zmena)

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

1) Reálny HDP a jeho zložky vychádzajú z údajov očistených od rozdielov v počte pracovných dní. Z údajov Eurostatu o HDP a jeho hlavných zložkách zo 7. júna 2018 (zverejnených po dni uzávierky) vyplýva miera rastu reálneho HDP za rok 2017 (očistená od rozdielov v počte pracovných dní) na úrovni 2,6 %.

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 bulletinne ECB z marca 2012 a v boxe „Štrukturálne saldo ako ukazovateľ rozpočtovej pozície“ v Mesačnom bulletinne ECB zo septembra 2014.

V strednodobom horizonte zostávajú základné predpoklady na pokračujúcu expanziu priaznivú. Očakáva sa, že domáci dopyt bude aj naďalej stimulovať viacero priaznivých faktorov. Výrazne akomodačné nastavenie menovej politiky ECB sa naďalej premieťa 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 súkromnú spotrebu a rezidenčné investície by mali tiež pozitívne vplyvať dobré podmienky na trhu práce a rastúci čistý majetok. V raste budú zároveň pokračovať aj podnikové investície, okrem iného aj vzhľadom na rastúce zisky v dôsledku rastúcich dopytových tlakov a vysokej miery využitia kapacít. Vývoz z eurozóny by mal byť vďaka pokračujúcej expanzii globálnej hospodárskej aktivity a zodpovedajúcemu rastu zahraničného dopytu po produkcii eurozóny naďalej výrazný.

Rast reálneho HDP sa však má počas horizontu projekcií vzhľadom na postupné odznievanie vplyvu niektorých priaznivých faktorov postupne spomaľovať.

Očakáva sa, že vplyv minulých opatrení menovej politiky bude počas sledovaného obdobia postupne klesať. Rast vývozu by mal byť podľa očakávaní tlmený v dôsledku spomalenia tempa rastu zahraničného dopytu po produkcii eurozóny. Spomaliť by sa mal aj rast zamestnanosti, čiastočne vzhľadom na čoraz akútnejší nedostatok pracovných síl v niektorých krajinách eurozóny. Okrem toho sa očakáva aj zmiernenie rastu súkromnej spotreby, ktoré má byť výsledkom normalizácie veľmi nízkej miery úspor v kontexte cyklickej expanzie v niektorých krajinách eurozóny.

Rast reálneho disponibilného príjmu sa má v rokoch 2018 a 2019 vzhľadom na rýchlejší mzdový rast a znižovanie priamych daní zrýchľovať; v roku 2020 by sa mal zasa zmierniť.

V roku 2018 sa očakáva značné zvýšenie podielu hrubých miezd a plátov na raste disponibilného príjmu, za ktorým má stáť rýchlejší rast miezd. Počas zvyšku sledovaného obdobia by sa mal tento podiel do určitej miery znížiť, keďže ďalšie zrýchľovanie rastu nominálnych miezd nedokáže úplne vyrovnáť vplyv spomaľovania rastu zamestnanosti. Rast ostatných osobných príjmov by sa mal podľa projekcií v súlade s rastúcimi ziskami mierne zrýchliť. Očakáva sa, že príspevok čistých fiškálnych transferov bude v rokoch 2018 a 2019 vzhľadom na znižovanie odvodov sociálneho zabezpečenia a priamych daní menej záporný, zatiaľ čo v roku 2020 by mal znova klesnúť do hlbších záporných hodnôt. Celkovo by malo byť zloženie rastu reálneho disponibilného príjmu z pohľadu výdavkov domácností menej priaznivé, keďže spotreba zvyčajne reaguje o niečo výraznejšie na dodatočné príjmy súvisiace s rastom zamestnanosti než na zmeny reálnych miezd.

Súkromná spotreba by mala byť podľa projekcií v sledovanom období hlavnou hybnou silou rastu.

Priaznivá spotrebiteľská dôvera, očakávanie ďalšieho zlepšovania podmienok na trhu práce a zvyšujúca sa reálna mzda na zamestnanca naznačujú výrazný rast spotreby v nasledujúcich štvrťrokoch. Rast súkromnej spotreby by však mal v horizonte projekcií mierne zaostávať za rastom reálneho disponibilného príjmu, keďže domácnosti budú pravdepodobne čoraz väčšiu časť príjmu smerovať do úspor.

Rast súkromnej spotreby by mal 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, profitovať z nich majú tendenciu skôr čistí dlžníci než čistí sporitelia. Keďže dlžníci majú zvyčajne väčší hraničný sklon k spotrebe, táto skutočnosť by mala podporovať agregátnu súkromnú

spotrebu. Okrem toho by mal spotrebu podporovať aj rastúci čistý majetok domácností, ako aj výsledky dosiahnuté v procese oddlžovania.

V priebehu sledovaného obdobia sa očakáva postupné zvyšovanie miery úspor domácností z historicky nízkej úrovne. Miera úspor sa v poslednom čase znižuje, najmä z dôvodu zlepšenia ekonomickej a finančnej situácie domácností, určitého uvoľnenia obmedzovaného dopytu z dôvodu odkladania veľkých nákupov v minulosti, ako aj vzhľadom na vplyv veľmi nízkych úrokových mier na sklon domácností k sporeniu. Podľa projekcií by mala miera úspor počas sledovaného obdobia vzrásť, najmä v dôsledku normalizácie v prostredí cyklickej expanzie. 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 marca 2018 technické predpoklady zahŕňajú slabší výmenný kurz eura, najmä voči americkému doláru, vyššie ceny ropy v amerických dolároch a nižšie úrokové sadzby. Technické predpoklady týkajúce sa úrokových sadzieb a cien komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 22. mája 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, -0,2 % v roku 2019 a 0,2 % v roku 2020. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne by podľa očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 1,2 % v roku 2018, 1,5 % v roku 2019 a 1,7 % v roku 2020.³ V porovnaní s projekciami z marca 2018 boli trhové očakávania týkajúce sa krátkodobých úrokových sadzieb upravené nadol o 10 bázických bodov na rok 2019 a o 20 bázických bodov na rok 2020, zatiaľ čo očakávania dlhodobých sadzieb boli na sledované obdobie znížené o približne 15 bázických bodov.

Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures (priemer za dvojtyždňové obdobie končiac sa dňom uzávierky 22. mája 2018) sa predpokladá, že cena ropy Brent stúpne z 54,4 USD za barel v roku 2017 na 74,5 USD za barel v roku 2018, a že neskôr klesne na 73,5 USD za barel v roku 2019 a 68,7 USD za barel v roku 2020. Z tohto vývoja vyplýva, že v porovnaní s marcovými projekciami sú ceny ropy v USD vyššie o 14,6 % v roku 2018, o 20,2 % v roku 2019 a o 17,7 % v roku 2020. Predpokladá sa, že ceny neenergetických komodít v amerických dolároch budú v roku 2018 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 dvojtyždňové obdobie končiac sa dňom uzávierky 22. mája 2018. Z toho

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 druhého štvrťroka 2019 vychádzať z cien futures a neskôr sa budú vyvíjať podľa svetovej hospodárskej aktivity.

vyplýva priemerný výmenný kurz amerického dolára na úrovni 1,20 USD/EUR v roku 2018 a 1,18 USD/EUR v rokoch 2019 a 2020, v porovnaní s úrovňou 1,24 USD/EUR z marcových projekcií. Efektívny výmenný kurz eura (voči 38 obchodným partnerom) je v porovnaní s marcovými projekciami o 0,3 % slabší.

Technické predpoklady

	Jún 2018				Marec 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Trojmesačná sadzba EURIBOR (v % p. a.)	-0,3	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,4
Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov (v % p. a.)	1,0	1,2	1,5	1,7	1,0	1,3	1,6	1,9
Cena ropy (v USD za barel)	54,4	74,5	73,5	68,7	54,4	65,0	61,2	58,3
Ceny neenergetických komodít v USD (ročná percentuálna zmena)	7,9	9,3	2,5	4,1	7,9	7,4	3,2	4,5
Výmenný kurz USD/EUR	1,13	1,20	1,18	1,18	1,13	1,23	1,24	1,24
Nominálny efektívny výmenný kurz eura (EER38) (ročná percentuálna zmena)	2,2	4,4	-0,1	0,0	2,2	4,5	0,1	0,0

Rast rezidenčných investícií by mal podľa očakávaní pokračovať, hoci pomalšie než počas posledných dvoch rokov. Rast investícií do nehnuteľností na bývanie sa v druhej polovici roka 2017 spomalil, keďže sektor stavebníctva v niektorých krajinách eurozóny začal čeliť čoraz väčším ponukovým obmedzeniam, hlavne nedostatku pracovných síl. Základné predpoklady ďalšieho oživenia rezidenčných investícií počas sledovaného obdobia zostávajú priaznivé, pričom z prieskumov vyplýva, že domácnosti počas nasledujúcich dvoch rokov v čoraz väčšej miere plánujú kúpu alebo výstavbu bývania, prípadne modernizáciu domácnosti. Napriek výraznému dopytu po nehnuteľnostiach na bývanie sa však očakáva, že rast investícií bude tlmený v dôsledku čoraz akútnejších kapacitných obmedzení v sektore stavebníctva, mierne prísnejších podmienok financovania a nepriaznivých demografických trendov.

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 priaznivé očakávania v oblasti produkcie a vysoký stav objednávok naďalej veľmi vysoká, miera využitia kapacít zostáva výrazne nad dlhodobým priemerom a nedostatok vybavenia podniky čoraz častejšie uvádzajú ako faktor obmedzujúci produkciu vo výrobe, podmienky financovania by mali počas sledovaného obdobia zostať veľmi priaznivé a v kontexte momentálne vysokolikvidného nefinančného podnikového sektora sa tiež očakáva rast ziskov. 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 blíži 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

Napriek pokračovaniu svetovej hospodárskej expanzie aktuálne údaje poukazujú na jej mierne spomalenie. Rastúce výnosy, volatilita na akciových trhoch a rast kurzu amerického dolára prispievajú k miernemu zhoršovaniu podmienok financovania, pričom niektoré z rozvíjajúcich sa trhových ekonomík v posledných týždňoch zaznamenávajú citelné napätie na finančných trhoch. Nárast cien ropy zhoršuje vyhliadky krajín, ktoré sú dovozcami ropy. Krátkodobý globálny výhľad i napriek tomu zostáva celkovo pozitívny. Rozvinuté ekonomiky profitujú z akomodáčnej menovej politiky, pričom z rozsiahlej rozpočtovej stimulácie ťažia najmä Spojené štáty. Vývozne zameraným ekonomikám pomáha oživenie svetového obchodu a vývozcom komodít rast ich cien. Napriek stúpajúcim obavám z protekcionizmu budú mať doterajšie zvýšenia dovozných ciel na oceľ a hliník v Spojených štátoch zrejme len nepodstatné priame makroekonomické účinky, aj keď celkový trend rastu protekcionizmu sa môže negatívne prejavíť na dôvere investorov. V strednodobom horizonte sa vzhľadom na dozrievanie obchodného cyklu v rozvinutých ekonomikách a postupnú redukciu politických stimulov očakáva spomalenie hospodárskej aktivity. Na výhľad hospodárskej aktivity bude mať pravdepodobne vplyv i prechod Číny na nižšie tempá rastu, ktoré sú menej závislé od politických stimulov. U vývozcom komodít navyše napriek pokračujúcemu oživeniu pretrváva potreba rozpočtovej konsolidácie. Celkovo sa očakáva, že rast svetovej hospodárskej aktivity (bez eurozóny) sa zrýchli z 3,8 % v roku 2017 na 4,0 % v roku 2018 a do roku 2020 sa spomalí na 3,7 %. V porovnaní s projekciami z marca 2018 boli projekcie rastu svetového HDP na roky 2018 a 2019 znížené o 0,1 percentuálneho bodu. V roku 2018 je to v dôsledku o niečo slabších ukazovateľov zo začiatku roka v rozvinutých ekonomikách a v roku 2019 v dôsledku slabšieho výhľadu niektorých rozvíjajúcich sa trhových ekonomík.

Medzinárodné prostredie

(ročná percentuálna zmena)

	Jún 2018				Marec 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Svetový reálny HDP (bez eurozóny)	3,8	4,0	3,9	3,7	3,8	4,1	3,9	3,7
Svetový obchod (bez eurozóny) ¹⁾	5,2	5,1	4,6	4,0	5,6	4,9	4,5	3,9
Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny ²⁾	5,2	5,2	4,3	3,7	5,5	4,7	4,1	3,6

1) Vážený priemer dovozov.

2) Vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

Po výraznom raste v roku 2017 ukazovatele svetového obchodu poukazujú na mierne spomalenie v prvých mesiacoch tohto roka. Pokračujúca cyklická dynamika by mala napriek tomu v najbližšom období svetový obchod podporovať a prevážiť nepriaznivý účinok vyšších ciel v Spojených štátoch a v Číne. So slabnutím cyklických efektov sa však očakáva spomalenie svetového obchodu, ktorý by mal v strednodobom horizonte rásť zhruba v súlade s vývojom hospodárskej aktivity. Rast zahraničného dopytu po produkcii eurozóny by mal v roku 2018 dosiahnuť 5,2 % a do roku 2020 by sa mal spomaliť na 3,7 %. V porovnaní s projekciami z marca 2018 bola projekcia rastu zahraničného dopytu po produkcii eurozóny na rok 2018 upravená nahor o 0,5 percentuálneho bodu v dôsledku revízie údajov za posledný štvrťrok 2017 smerom nahor, ktorá kompenzuje čiastočne nižší rast svetového dovozu začiatkom roka 2018. Rast zahraničného dopytu po produkcii eurozóny na roky 2019 a 2020 bol upravený mierne nahor, prevažne v dôsledku očakávania obchodne intenzívnejšieho rastu v niektorých ekonomikách strednej a východnej Európy.

Očakáva sa, že rast vývozu z eurozóny bude tlmený nedávnym

zhodnocovaním eura a spomaľovaním zahraničného dopytu. V dôsledku nedávneho zhodnocovania eura sa očakáva, že vývoz z eurozóny bude v nasledujúcich štvrtrokoch rásť pomalším tempom než zahraničný dopyt po produkcii eurozóny, z čoho vyplýva určitá ďalšia strata podielov na vývozných trhoch. Dovozy do eurozóny by mal ťažiť z priaznivého vývoja domáceho dopytu a v nasledujúcich štvrtrokoch i zo silnejšieho eura. Keďže rast dovozu by sa mal spomaliť v menšej miere ako rast vývozu, príspevok čistého obchodu k hospodárskemu rastu by mal byť v priebehu sledovaného obdobia len marginálne kladný, po výrazne kladnom príspevku v roku 2017.

Rast zamestnanosti by sa mal vzhľadom na očakávané prehlbovanie nedostatku pracovných síl v niektorých krajinách spomaliť.

Počet zamestnancov v eurozóne sa v poslednom štvrtroku 2017 zvýšil o 0,3 % a odhaduje sa, že v raste pokračoval aj v prvom štvrtroku tohto roka. Aktuálne rýchly rast zamestnanosti má široký geografický rozsah a prieskumy budúceho vývoja naznačujú naďalej výrazný rast v najbližšom období. Podľa projekcií by sa však rast zamestnanosti mal čiastočne spomaliť. V roku 2018 sa očakáva postupné odznievanie účinku niektorých priaznivých dočasných faktorov (napríklad rozpočtových stimulov v niektorých krajinách eurozóny) a v niektorých krajinách má dôjsť k redukcii zamestnanosti vo verejnom sektore. Predpokladá sa, že v niektorých krajinách sa nedostatok pracovných síl neskôr prehĺbi.

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

Počas horizontu projekcií sa vzhľadom na čistú imigráciu pracovných síl, očakávanú integráciu utečencov a ďalšie zvyšovanie miery účasti na pracovnom trhu očakáva ďalšia expanzia pracovných síl. Tieto pozitívne účinky by však mali byť počas sledovaného obdobia postupne prevážené nepriaznivým vplyvom starnutia obyvateľstva, keďže počet starších ľudí odchádzajúcich z trhu práce prevyšuje počet mladších ľudí, ktorí naň vstupujú, ako aj vzhľadom na nižšiu mieru zapojenia starších osôb (napriek určitému očakávanému zvýšeniu tejto miery).

V roku 2020 sa očakáva pokles miery nezamestnanosti na 7,3 %. Miera nezamestnanosti v prvom štvrtroku 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 by mal v súlade so svojím cyklickým priebehom zostať nezmenený.

Produktivita práce sa v roku 2017 zvýšila o 0,9 %. Čo sa týka ďalšieho vývoja, uvedené spomalenie rastu zamestnanosti, rastúca miera využitia kapitálu vzhľadom na klesajúcu mieru nevyužitých kapacít, zvyšovanie počtu odpracovaných hodín na osobu a určitý nárast celkovej produktivity výrobných faktorov naznačujú, že rast produktivity práce na pracovne činnú osobu bude počas sledovaného obdobia zhruba nezmenený. Očakáva sa však, že zostane mierne pod svojou priemernou predkrízovou úrovňou 1,0 %.

Rast reálneho HDP by mal počas sledovaného obdobia zostať nad úrovňou potenciálneho rastu. Vzhľadom na rastúci príspevok kapitálu a celkovej produktivity výrobných faktorov rast potenciálneho produktu podľa odhadov za posledné roky do určitej miery nabral na intenzite. Na konci sledovaného obdobia by mal rast potenciálneho produktu dosahovať tempo o niečo nižšie než pred krízou, pričom by mal naďalej zaostávať za úrovňou skutočného rastu reálneho HDP. 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 marca 2018 bol rast reálneho HDP na rok 2018 upravený nadol a na roky 2019 až 2020 zostáva zhruba nezmenený. Zníženie projekcií na rok 2018 súvisí najmä s nižším než očakávaným rastom reálneho HDP v prvom štvrtroku.

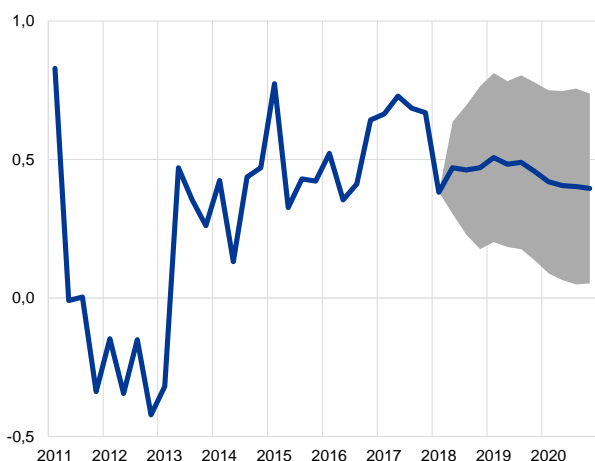
Graf 1

Makroekonomické projekcie¹⁾

(štvrtročné údaje)

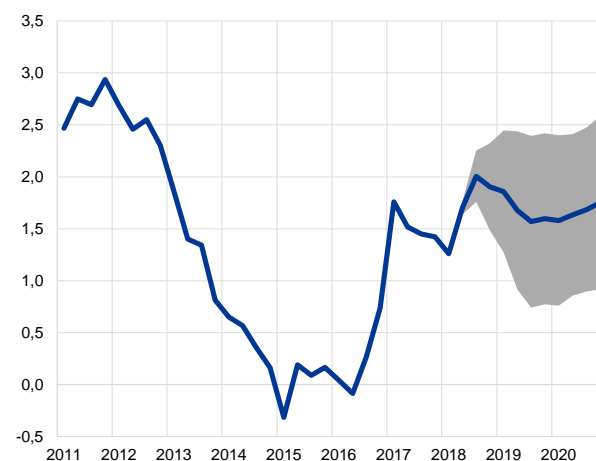
Reálny HDP eurozóny²⁾

(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. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Údaje očistené od rozdielov v počte pracovných dní.

2

Ceny a náklady

Inflácia HICP by podľa projekcií mala zostať konštantná na úrovni 1,7 % vo všetkých rokoch sledovaného obdobia, keďže klesajúci profil inflácie energetickej zložky HICP vyvažuje postupný rast inflácie HICP bez energií a potravín. Energetická zložka inflácie HICP by mala v nadchádzajúcich mesiacoch vzhľadom na nedávny rast cien ropy a niektoré kladné bazické efekty rásť, no od konca roka 2018 až do polovice roka 2019 by mala vzhľadom na výrazne záporné bazické efekty prudko klesať. Neskôr by mala k celkovej inflácii HICP prispievať záporne v dôsledku klesajúceho profilu krivky cien ropných futures, a to i napriek určitému kladnému efektu zdaňovania energií. Inflácia potravinovej zložky HICP by

mala počas projekčného horizontu zostať zhruba nezmenená na úrovni 2,0 %. Očakáva sa, že inflácia HICP bez energií a potravín sa bude vzhľadom na prehlbovanie ponukových obmedzení postupne zvyšovať. Predovšetkým zhoršovanie situácie na trhu práce, s čoraz väčším nedostatkom pracovných síl v niektorých krajinách, by malo vyvíjať tlak na rast miezd a vzhľadom na pomerne nemenný výhľad produktivity práce by sa mal výsledný rýchlejší rast jednotkových nákladov práce aspoň čiastočne premietiť do cien. Určitý ďalší tlak na rast inflácie HICP bez energií a potravín by mal prameniť z externého cenového vývoja, keďže túto zložku inflácie nepriamo ovplyvňuje predchádzajúci rast cien ropy a predpokladaný nárast cien neenergetických komodít. Inflácia HICP bez energií a potravín by mala do roku 2020 postupne vzrásť na 1,9 %.

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 brzdia. Podľa projekcií sa má rast kompenzácií na zamestnanca zrýchliť z 1,6 % v roku 2017 na 2,7 % v roku 2020.⁵ 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. Hlavným faktorom zrýchlenia mzdového rastu je predpokladané ďalšie zlepšovanie podmienok na trhu práce eurozóny, spolu s čoraz väčším a zrejším nedostatkom pracovných síl v niektorých častiach eurozóny. Výsledky nedávneho mzdového vyjednávania vo viacerých krajinách eurozóny naznačujú priaznivú dynamiku rastu miezd, ktorá zodpovedá znižovaniu miery nevyužitých kapacít. Možno očakávať, že k zrýchleniu mzdového rastu v krajinách eurozóny, v ktorých systém tvorby miezd zahŕňa prvky spätnej indexácie, prispieje okrem cyklickej dynamiky aj v porovnaní s predchádzajúcimi tromi rokmi podstatný nárast celkovej inflácie v roku 2017. V prostredí pokračujúceho hospodárskeho oživenia, ktoré sa rozširuje do všetkých krajín eurozóny, by zároveň mali postupne zanikať s krízou súvisiace faktory tlmiace mzdový vývoj, napríklad potreba obmedzovania mzdového rastu v záujme znovuzískania cenovej konkurencieschopnosti v niektorých krajinách, ako aj odkladanie mzdových úprav vzhľadom na nepružnosť nominálnych miezd smerom nadol počas krízy. Očakáva sa tiež strata relevantnosti niektorých vládnych opatrení prijatých na tlmenie mzdového rastu.

Ziskové marže by počas projekčného horizontu nemali viesť k zvýšeniu tlakov na rast inflácie. Projektované zrýchľovanie rastu jednotkových nákladov práce a zvyšovanie jednotkových čistých nepriamych daní má tempo rastu ziskových marží vzhľadom na obmedzené možnosti firiem pri tvorbe cien obmedzovať, najmä ku koncu sledovaného obdobia.

Vonkajšie cenové tlaky by mali zostať kladné, počas sledovaného obdobia by sa však mali zmierniť. Deflátor dovozu sa v roku 2017 v dôsledku obratu cien ropy

⁵ Príčinou dočasného spomalenia očakávaného v roku 2019 je zavedenie rozpočtového opatrenia vo Francúzsku v podobe konverzie daňového kreditu (CICE) na trvalé zníženie zamestnávateľských odvodov sociálneho zabezpečenia. 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.

a ďalších komodít výrazne zvýšil. V priebehu sledovaného obdobia by sa mal vývoj dovozných cien zmierniť. Je to odrazom klesajúceho trendu cien ropy a predchádzajúceho zhodnocovania eura, ktoré budú absorbovať vplyv rastúcich cien neropných komodít a postupného zintenzívňovania globálnych cenových tlakov v súvislosti so znižovaním miery nevyužitých kapacít vo svete.

V porovnaní s projekciami z marca 2018 bola projekcia vývoja inflácie HICP na roky 2018 a 2019 výrazne zvýšená. Podstatné zvýšenie odhadov cien ropy v amerických dolároch spolu s poklesom kurzu eura voči doláru naznačujú výraznú revíziu krátkodobého výhľadu vývoja inflácie spotrebiteľských cien energií smerom nahor. Inflácia HICP bez energií a potravín bola na roky 2019 a 2020 upravená mierne nahor v dôsledku oneskorených nepriamych účinkov rastu cien ropy a nevýrazného zvýšenia projekcií rastu kompenzácií na zamestnanca.

3 Výhľad rozpočtového vývoja

Fiškálna pozícia v eurozóne by mala byť podľa projekcií mierne expanzívna v roku 2018 a v priemere celkovo neutrálna v rokoch 2019 a 2020. Fiškálna pozícia sa vyjadruje ako zmena cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od vládnej podpory finančnému sektoru. V roku 2018 je expanzívna rozpočtová politika najmä výsledkom znižovania nepriamych daní a odvodov sociálneho zabezpečenia, ako aj predpokladu rýchlejšieho rastu výdavkov verejnej správy. V rokoch 2019 a 2020 sa očakáva v priemere neutrálna rozpočtová politika, keďže ďalšie znižovanie priamych daní a odvodov sociálneho zabezpečenia by malo byť kompenzované pomalším rastom 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, čiastočne vyváženého miernym zhoršením cyklicky upraveného primárneho salda. Pomer dlhu verejnej správy k HDP má počas sledovaného obdobia vďaka priaznivému diferenciu rastu a úrokovej miery⁶ a zlepšeniu primárneho salda pokračovať v klesajúcom trende. V porovnaní s projekciami z marca 2018 je výhľad deficitu takmer nezmenený, zatiaľ čo pomer zadlženosti k HDP bol mierne upravený nahor v dôsledku menej priaznivého diferenciu rastu a úrokovej miery.

Box 3

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

⁶ Diferenciál sa počíta ako rozdiel medzi nominálnou efektívnou úrokovou sadzbou dlhu a nominálnym tempom rastu HDP.

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 67 USD za barel. Tento vývoj vyplývajúci z cien ropných futures je v súlade so scenárom výrazného rastu svetového dopytu po ropy, ktorý súvisí so zintenzívňovaním expanzie svetového hospodárstva. Pokiaľ ide o ponukové faktory, ceny ropných futures sú zrejme tiež odrazom skutočnosti, že tlmiaci vplyv, ktorý na ceny ropy vyvíja rast produkcie bridlicovej ropy v Spojených štátoch, je čiastočne vyvážený geopolitickým napätím a dohodou o znížení produkcie medzi krajinami OPEC a niektorými inými producentmi ropy. Z kombinácie alternatívnych modelov, pomocou ktorých odborníci ECB⁷ 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 8,8 % vyššie než v základnej projekcii, by došlo k marginálnemu spomaleniu rastu reálneho HDP (o menej ako 0,1 percentuálneho bodu v roku 2019 a 2020) a zároveň k rýchlejšiemu rastu inflácie HICP (o 0,1 percentuálneho bodu v roku 2019 a 0,2 percentuálneho bodu v roku 2020).

2) Alternatívny vývoj výmenného kurzu

Táto analýza citlivosti skúma vplyv zhodnocovania výmenného kurzu eura. Jedným z možných zdrojov rizika apreciacie je v porovnaní s očakávaniami výraznejšie hospodárske oživenie v eurozóne, ktoré spôsobuje nárast inflačných tlakov. Tento scenár vývoja zodpovedá rozdeleniu rizikovo neutrálnych hustôt odvodených z cien opcí na výmenný kurz USD/EUR z 22. mája 2018, ktoré je výrazne naklonené smerom k zhodnocovaniu eura. Zo 75. percentilu tohto rozdelenia vyplýva zhodnotenie eura voči americkému doláru na úroveň 1,36 USD/EUR v roku 2020, čo je o 14,8 % 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 vývoja z priemeru výsledkov viacerých makroekonomických modelov odborníkov Eurosystemu vyplýva nižší rast reálneho HDP (o 0,5 percentuálneho bodu v roku 2019 a o 0,3 percentuálneho bodu v roku 2020). Inflácia HICP by bola v rokoch 2019 i 2020 nižšia o 0,5 percentuálneho bodu.

Box 4

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 porovnávať navzájom a ani s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu. Okrem

⁷ Viac informácií o kombinácii štyroch modelov je uvedených v článku „Forecasting the price of oil“, *Ekonomický bulletin*, č. 4, ECB, 2015.

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 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		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projekcie odborníkov Eurosystemu	Jún 2018	2,1	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7
		[1,8 – 2,4]	[0,9 – 2,9]	[0,6 – 2,8]	[1,6 – 1,8]	[1,0 – 2,4]	[0,9 – 2,5]
Európska komisia	Máj 2018	2,3	2,0	–	1,5	1,6	–
OECD	Máj 2018	2,2	2,1	–	1,6	1,8	–
Euro Zone Barometer	Máj 2018	2,3	1,9	1,6	1,5	1,5	1,8
Consensus Economics Forecasts	Máj 2018	2,3	1,9	1,4	1,5	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	Apríl 2018	2,4	2,0	1,6	1,5	1,6	1,7
MMF	Apríl 2018	2,4	2,0	1,7	1,5	1,6	1,8

Zdroj: European Commission Economic Forecast, jar 2018; IMF World Economic Outlook, apríl 2018; OECD Economic Outlook, máj 2018; Consensus Economics Forecasts, máj 2018; údaj prognózy Consensus Economics na rok 2020 je prevzatý z prehľadu dlhodobých prognóz z apríla 2018; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, máj 2018 a Survey of Professional Forecasters od ECB, apríl 2018.

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 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 2529-4814 (pdf)

EU catalogue No QB-CF-18-001-SK-N (pdf)