



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTÉM

Box

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKcie ODBORNÍKOV ECB PRE EUROZÓNU

Odborníci ECB vypracovali projekcie makroekonomického vývoja v eurozóne na základe údajov dostupných k 23. augustu 2013.¹ Reálny HDP by mal v roku 2013 klesnúť o 0,4 % a v roku 2014 stúpnuť o 1,0 %. Priemerná miera inflácie HICP by mala podľa projekcií dosiahnuť 1,5 % v roku 2013 a 1,3 % v roku 2014.

Technické predpoklady pre úrokové miery, výmenné kurzy, ceny komodít a rozpočtovú politiku

Technické predpoklady pre úrokové miery a ceny komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 15. augusta 2013.

Predpoklad týkajúci sa krátkodobých úrokových mier je výhradne technickej povahy. Krátkodobé úrokové miery sa merajú prostredníctvom trojmesačnej sadzby EURIBOR, pričom trhové očakávania sú odvodené z úrokových mier futures. Na základe tejto metodiky by mala priemerná úroveň krátkodobých úrokových mier dosiahnuť 0,2 % v roku 2013 a 0,5 % v roku 2014. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov by podľa očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 3,0 % v roku 2013 a 3,5 % v roku 2014. Vzhľadom na vývoj forwardových trhových úrokových mier a postupné premietanie zmien trhových úrokových mier do sadzieb úverov sa v druhej polovici roka 2013 očakáva zastavenie poklesu kompozitných sadzieb bankových úverov poskytovaných nefinančnému súkromnému sektoru v eurozóne a následne ich postupné zvyšovanie. Očakáva sa, že vplyv podmienok ponuky úverov na hospodársku aktivitu v eurozóne bude v roku 2013 negatívny a v roku 2014 viac neutrálny.

Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures počas dvojročného obdobia končiaceho sa dňom uzávierky sa predpokladá, že cena ropy Brent dosiahne v priemere 107,8 USD za barel v roku 2013 a 102,8 USD za barel v roku 2014. Ceny neenergetických komodít v amerických dolároch² by mali v roku 2013 klesnúť o 5,4 % a v roku 2014 o 0,1 %.

Vzájomné výmenné kurzy by mali počas sledovaného obdobia zostať nezmenené na priemernej úrovni za dvojročného obdobia končiace sa dňom uzávierky. Z toho vyplýva priemerný výmenný kurz EUR/USD na úrovni 1,32 v roku 2013 a 1,33 v roku 2014, čo predstavuje nárast z 1,29 v roku 2012. Priemerný ročný efektívny výmenný kurz eura by sa mal zvýšiť o 3,6 % v roku 2013 a o 0,7 % v roku 2014.

Predpoklady v oblasti rozpočtovej politiky vychádzajú z rozpočtových plánov jednotlivých krajín eurozóny dostupných k 23. augustu 2013. Do úvahy sa berú všetky opatrenia rozpočtovej politiky, ktoré už schválil parlament, resp. podrobne vypracované opatrenia vlády, ktoré budú pravdepodobne v rámci legislatívneho konania schválené.

¹ Makroekonomické projekcie odborníkov ECB dopĺňajú makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu, ktoré dvakrát ročne spolu zostavujú odborníci ECB a národných centrálnych bánk krajín eurozóny. Použité postupy sú v súlade s postupmi používanými pri zostavovaní projekcií odborníkov Eurosystemu, ktoré sú uvedené v publikácii ECB *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises* z júna 2001 dostupnej na internetovej stránke ECB. Uvedené intervaly sa určujú na základe rozdielov medzi skutočnými a projektovanými hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov. Tento postup vrátane úprav v dôsledku výnimočných udalostí je bližšie opísaný v dokumente ECB *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* z decembra 2009, ktorý je tiež k dispozícii na internetovej stránke ECB.

² Predpoklady týkajúce sa cien ropy a potravín vychádzajú z cien futures do konca sledovaného obdobia. V prípade ostatných komodít sa predpokladá, že ich ceny sa do druhého štvrťroka 2014 budú riadiť cenami futures a neskôr v závislosti od vývoja svetovej hospodárskej aktivity.

Projekcie týkajúce sa medzinárodného prostredia

Rast svetového reálneho HDP (bez eurozóny) by sa mal podľa projekcií v priebehu sledovaného obdobia postupne zrýchľovať, a to z 3,4 % v roku 2013 na 4,0 % v roku 2014. Vo vyspelých ekonomikách bola v prvej polovici roka 2013 zaznamenaná určitá akcelerácia rastu, čo prevažne zodpovedá projekciám zverejneným v Mesačnom bulletin z júna 2013. V rozvíjajúcich sa ekonomikách sa rast naopak o niečo spomalil vzhľadom na nižší domáci dopyt ako aj nižšie ceny komodít (a ich dôsledky na vývozcom komodít) a pomalý rast zahraničného dopytu a ich vplyv na vývoznú aktivitu. V krátkodobom horizonte ukazovatele sentimentu signalizujú naďalej nevýraznú hospodársku aktivitu vo svetovom meradle. Krátkodobé vyhliadky rastu, najmä v niektorých rozvíjajúcich sa ekonomikách, brzdi aj určité sprísnenie podmienok financovania, ku ktorému došlo od posledných projekcií a ktoré je čiastočne dôsledkom revízie trhového hodnotenia rozsahu budúcich menových stimulov v Spojených štátoch. Neskôr sa očakáva postupné oživenie. Hospodársky rast vo vyspelých ekonomikách bude obmedzovať prebiehajúca a zatiaľ neukončená úprava bilancii súkromného sektora. Očakáva sa, že rast v niektorých hlavných rozvíjajúcich sa ekonomikách, predovšetkým v Číne, bude tlmený z dôvodu štrukturálnych faktorov obmedzujúcich hospodársku aktivitu. Vzhľadom na to, že dopyt v krajinách, ktoré sú hlavnými obchodnými partnermi eurozóny, rastie pomalšie než v ostatných častiach sveta, je zahraničný dopyt eurozóny o niečo nižší, pričom v roku 2013 by mal vzrásť o 2,9 % a v roku 2014 o 5,0 %.

Projekcie rastu reálneho HDP

Reálny HDP po šiestich štvrtrokoch poklesu v druhom štvrtroku 2013 vzrástol o 0,3 %. Domáci dopyt a čisté saldo obchodnej bilancie k rastu reálneho HDP v druhom štvrtroku prispeli kladne, zatiaľ čo príspevok zmeny zásob bol mierne záporný. Pomerne výrazný nárast hospodárskej aktivity v druhom štvrtroku možno do istej miery pripísať dočasným, prevažne poveternostným vplyvom.

Očakáva sa, že po odznení týchto dočasných faktorov bude rast reálneho HDP v treťom štvrtroku 2013 nižší, hoci stále kladný. Odhliadnuc od vplyvu týchto dočasných faktorov bude hospodársku aktivitu počas celého sledovaného horizontu podporovať priaznivý vplyv postupného zvyšovania zahraničného dopytu na vývoz. V krátkodobejšom horizonte bude domáci dopyt profitovať z poklesu inflácie cien komodít, ktorý by mal prispieť k reálnemu príjmu. Domáci dopyt by okrem toho malo povzbudiť aj akomodáčne nastavenie menovej politiky, ktoré ešte viac podporila nedávna signalizácia budúceho nastavenia menovej politiky Rady guvernérov ECB, a rastúca dôvera v prostredí klesajúcej neistoty. Za hranicou krátkodobého horizontu sa očakáva, že domáci dopyt bude ťažiť aj z menej reštriktívneho nastavenia rozpočtovej politiky a zmiernenia obmedzení ponuky úverov. Očakáva sa však, že nepriaznivý vplyv, ktorý má na domáci dopyt obmedzený vývoj trhu práce a potreba ďalšieho znižovania miery zadlženosti v niektorých krajinách, bude počas sledovaného obdobia slabnúť len postupne. V porovnaní s minulosťou má tempo oživenia zostať tlmené, v dôsledku čoho má byť produkčná medzera naďalej záporná. V priemernom ročnom vyjadrení sa očakáva, že v roku 2013 reálny HDP klesne o 0,4 %, a to prevažne v dôsledku negatívneho vplyvu predchádzajúceho vývoja, než v roku 2014 vzrastie o 1,0 %. Tento vývoj hospodárskeho rastu je odrazom dlhodobého rastúceho príspevku domáceho dopytu a kladného, aj keď klesajúceho príspevku čistého obchodu.

Pokiaľ ide o jednotlivé zložky dopytu, vývoz z eurozóny by mal byť počas zvyšku roka 2013 nevýrazný a v roku 2014 by sa mal najmä vďaka postupnému zvyšovaniu zahraničného dopytu eurozóny o niečo zrýchliť. Podnikové investície by mali podľa projekcií od konca roka 2013 nabráť na intenzite. Investičnú aktivitu podnikov by mal podporiť očakávaný postupný rast domáceho i zahraničného dopytu, veľmi nízka úroveň úrokových sadzieb, potreba postupne nahradiť zásobu kapitálu po niekoľkých rokoch nízkych investícií, menej nepriaznivé vplyvy ponuky úverov a zvyšovanie ziskových marží vďaka oživovaniu hospodárskej aktivity. Kombinovaný nepriaznivý vplyv nízkej miery využitia kapacít, potreby ďalšej reštrukturalizácie podnikových bilancii a nepriaznivých podmienok financovania v niektorých

krajinách eurozóny a niektorých sektoroch by však mal slabnúť len postupne. Investície do nehnuteľností na bývanie by mali v tomto i budúcom roku zostať na nízkej úrovni, a to najmä vzhľadom na potrebu ďalších úprav na trhu s nehnuteľnosťami v niektorých krajinách, pomalý rast disponibilného príjmu a očakávaná ďalšieho klesania cien nehnuteľností na bývanie. Očakáva sa, že nepriaznivý vplyv týchto faktorov preváži relatívnu atraktivitu investícií do nehnuteľností na bývanie v niektorých ďalších krajinách, kde túto formu investícií podporujú historicky nízke sadzby hypotekárnych úverov a rastúce ceny týchto nehnuteľností. V dôsledku očakávaných opatrení rozpočtovej konsolidácie v niekoľkých krajinách eurozóny sa počas sledovaného obdobia očakáva naďalej nízka úroveň vládnych investícií.

Súkromná spotreba by mala byť po zvyšok roka nevýrazná vzhľadom na stagnujúci vývoj reálneho disponibilného príjmu a v podstate nezmenený koeficient úspor. V roku 2014 by sa súkromná spotreba mala mierne zvýšiť vzhľadom na oslabovanie nepriaznivého vplyvu rozpočtovej konsolidácie a rast príjmov z pracovnej činnosti za zlepšujúcich sa podmienok na trhu práce, a to i napriek miernemu nárastu koeficientu úspor. Počas sledovaného obdobia by podiel domácností zvyšujúcich mieru svojich úspor vzhľadom na rast disponibilného príjmu a potrebu oddlžovania mal prevážiť podiel domácností znižujúcich mieru úspor z dôvodu klesajúceho disponibilného príjmu a nízkej výnosnosti úspor. Vládna spotreba by mala vzhľadom na konsolidačné úsilie v roku 2013 celkovo stagnovať a v roku 2014 by mala mierne vzrásť.

Dovoz z krajín mimo eurozóny by sa mal podľa projekcií počas sledovaného obdobia oživiť, hoci vzhľadom na stále tlmený celkový dopyt by mal zostať naďalej obmedzený. V rokoch 2013 a 2014 sa očakáva nárast prebytku bežného účtu platobnej bilancie.

Tabuľka A Makroekonomické projekcie pre eurozónu

(priemerné ročné zmeny v percentách)^{1), 2)}

	2012	2013	2014
HICP	2,5	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]
Reálny HDP	-0,6	-0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]
Súkromná spotreba	-1,4	-0,7 [-0,9 – -0,5]	0,7 [-0,2 – 1,6]
Vládna spotreba	-0,5	-0,1 [-0,6 – 0,4]	0,6 [0,0 – 1,2]
Hrubá tvorba fixného kapitálu	-4,0	-3,6 [-4,4 – -2,8]	1,8 [-0,7 – 4,3]
Vývoz (tovary a služby)	2,7	0,9 [-0,4 – 2,2]	3,6 [0,1 – 7,1]
Dovoz (tovary a služby)	-0,9	-0,6 [-1,9 – 0,7]	3,8 [0,3 – 7,3]

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

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

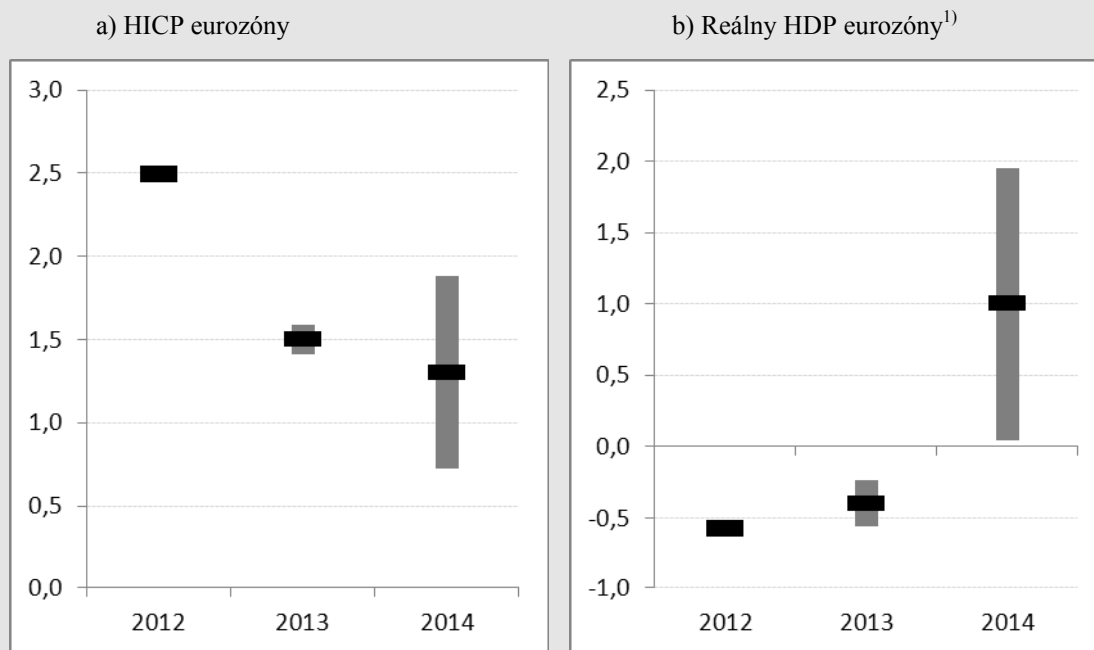
Projekcie cien a nákladov

Podľa projekcií by mala celková inflácia HICP, ktorá v auguste 2013 podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosahovala 1,3 %, dosiahnuť v priemere 1,5 % v roku 2013 a 1,3 % v roku 2014. Ročná miera inflácie HICP v prvej polovici roka 2013 značne klesla v dôsledku výrazného zníženia inflácie cien energií zo

zvýšenej hladiny zaznamenatej v roku 2012. Pokles inflácie cien energií bol odrazom zníženia cien ropy a zhodnocovania eura v priebehu minulého roka, ako aj záporných bazických efektov súvisiacich s odznievaním vplyvu predchádzajúceho rastu cien ropy. V ďalšom priebehu sledovaného obdobia sa očakáva určitý pokles cien energií v dôsledku predpokladaného vývoja cien ropy. Príspevok energetickej zložky k celkovej inflácii HICP by mal byť v priebehu sledovaného obdobia zanedbateľný a tým podstatne nižší než jeho historický priemer, čo do istej miery vysvetľuje nevýrazný profil celkovej inflácie. Inflácia cien potravín sa v prvom polroku 2013 v podstate nezmenila i napriek nezvyčajným nárastom cien nespracovaných potravín. Neskôr sa očakáva určitý pokles inflácie cien potravín v dôsledku záporných bazických efektov a očakávaného počiatočného poklesu medzinárodných a európskych cien potravinových komodít. Inflácia HICP bez potravín a energií sa v prvom polroku 2013 zmiernila vzhľadom na nevýrazný vývoj hospodárskej aktivity. V roku 2014 by mala mierne vzrásť v dôsledku mierneho oživenia hospodárskej aktivity a silnejúcich vonkajších cenových tlakov.

Makroekonomické projekcie

(priemerné ročné zmeny v percentách)



1) Projekcie reálneho HDP vychádzajú z údajov očistených od rozdielov v počte pracovných dní.

Vonkajšie cenové tlaky v prvej polovici roka 2013 poľavili vďaka efektívnemu zhodnoteniu eura a zníženiu cien ropných i neropných komodít, ktoré viedlo k poklesu deflátoru dovozu. V roku 2014 sa však očakáva postupný nárast deflátoru dovozu vzhľadom na odznievanie tlmiaceho účinku predchádzajúceho zhodnotenia eura, predpokladaný rast cien neenergetických komodít a zrýchľovanie dopytu po dovoze. Čo sa týka domácich cenových tlakov, ročná miera rastu kompenzácií na zamestnanca by mala v rokoch 2013 a 2014 zostať nevýrazná v dôsledku nepriaznivých podmienok na trhu práce. Vzhľadom na predpokladaný prudký pokles inflácie spotrebiteľských cien v tomto roku sa po poklesoch v rokoch 2011 a 2012 očakáva zrýchlenie rastu reálnych kompenzácií na zamestnanca v roku 2013 a jeho ďalšie mierne oživovanie v priebehu sledovaného obdobia. Ročná miera rastu reálnych kompenzácií na zamestnanca by v roku 2014 vzhľadom na nepriaznivé podmienky na trhu práce mala zostať výrazne pod úrovňou miery rastu produktivity práce. Rast jednotkových nákladov práce by sa mal v rokoch 2013 a 2014 spomaliť v dôsledku cyklického zrýchlenia rastu produktivity, ktoré preváži mierne zrýchlenie tempa rastu kompenzácií na zamestnanca. Po výraznom poklese v roku 2012 sa očakáva, že ukazovateľ

ziskových marží (meraný ako podiel deflátoru HDP v základných cenách k jednotkovým nákladom práce) bude v roku 2013 stagnovať vzhľadom na nevýraznú domácu hospodársku aktivitu. Pomalší rast jednotkových nákladov práce a postupné zlepšovanie hospodárskych podmienok by mali neskôr prispieť k oživeniu ziskových marží. Očakáva sa, že zvyšovanie regulovaných cien a nepriamych daní, ktoré je súčasťou plánov rozpočtovej konsolidácie, v rokoch 2013 a 2014 výrazne prispeje k inflácii HICP, hoci v menšej miere než v roku 2012.

Porovnanie s projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2013

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu, ktoré boli zverejnené v Mesačnom bulletinu ECB z júna 2013, bola projekcia rastu reálneho HDP na rok 2013 upravená nahor o 0,2 percentuálneho bodu, a to najmä v dôsledku zohľadnenia najnovších údajov. Projekcia na rok 2014 bola znížená o 0,1 percentuálneho bodu vzhľadom na vplyv nižšieho zahraničného dopytu, silnejší efektívny výmenný kurz eura a vyššie úrokové sadzby. Projekcia celkovej inflácie HICP na rok 2013 bola zvýšená o 0,1 percentuálneho bodu v dôsledku vyšších než očakávaných cien potravín a vyšších predpokladov týkajúcich sa cien ropy. Projekcia inflácie na rok 2014 zostáva nezmenená.

Tabuľka B Porovnanie s projekciami z júna 2013

(priemerné ročné zmeny v percentách)

	2013	2014
Reálny HDP – jún 2013	-0,6 [-1,0 – -0,2]	1,1 [0,0 – 2,2]
Reálny HDP – september 2013	-0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]
HICP – jún 2013	1,4 [1,3 – 1,5]	1,3 [0,7 – 1,9]
HICP – september 2013	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]

Porovnanie s prognózami iných inštitúcií

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

Intervaly momentálne dostupných prognóz iných organizácií a inštitúcií týkajúce sa rastu reálneho HDP eurozóny v roku 2013 i 2014 sa pohybujú v rámci intervalov neistoty projekcií odborníkov ECB a zároveň v blízkosti ich stredných hodnôt. Pokiaľ ide o infláciu, intervaly prognóz iných organizácií a inštitúcií v prípade inflácie HICP na rok 2013 sú mierne vyššie ako je interval neistoty projekcií odborníkov ECB a zároveň vyššie ako ich stredná hodnota.

Na rok 2014 sa interval prognóz inflácie HICP od iných inštitúcií nachádza v rámci pásma projekcií odborníkov ECB a zároveň v blízkosti ich strednej hodnoty.

Tabuľka C Porovnanie prognóz rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne

(priemerné ročné zmeny v percentách)

	Dátum zverejnenia	Rast HDP		Inflácia HICP	
		2013	2014	2013	2014
OECD	máj 2013	-0,6	1,1	1,5	1,2
Európska komisia	máj 2013	-0,4	1,2	1,6	1,5
MMF	júl 2013	-0,6	0,9	1,7	1,5
Survey of Professional Forecasters	august 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Consensus Economics Forecasts	august 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Euro Zone Barometer	august 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Projekcie odborníkov ECB	september 2013	-0,4	1,0	1,5	1,3
		[-0,6 – -0,2] [0,0 – 2,0]		[1,4 – 1,6] [0,7 – 1,9]	

Zdroje: European Commission Economic Forecasts – jar 2013; IMF World Economic Outlook Update – júl 2013 za rast reálneho HDP a World Economic Outlook – apríl 2013 za infláciu; OECD Economic Outlook – máj 2013; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics a Survey of Professional Forecasters ECB.

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

© Európska centrálna banka 2013

Adresa: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt nad Mohanom, Nemecko
 Poštová adresa: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Germany
 Telefón: +49 69 1344 0
 Fax: +49 69 1344 6000
 Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

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