



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTEM

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKČIE ODBORNÍKOV EUROSYSTEMU PRE EUROZÓNU

Odborníci Eurosystemu na základe informácií dostupných k 22. máju 2009 vypracovali projekcie makroekonomického vývoja v eurozóne.<sup>1</sup> Vzhľadom na nepriaznivé vyhlíadky svetového hospodárskeho rastu i domáceho dopytu sa očakáva, že priemerné ročné tempo rastu reálneho HDP v roku 2009 dosiahne -5,1 % až -4,1 %. V roku 2010 sa, za predpokladu zlepšovania hospodárskych podmienok vo svete i v eurozóne, očakáva rast HDP na úrovni -1,0 % až 0,4 %. Inflácia by mala byť tlmená spomalením hospodárskej aktivity a v najbližšom období aj základnými efektmi vyplývajúcimi z predchádzajúceho vývoja cien komodít. Priemerné tempo rastu celkového indexu HICP by podľa projekcií malo dosiahnuť 0,1 % až 0,5 % v roku 2009 a 0,6 % až 1,4 % v roku 2010.

### Box A

#### TECHNICKÉ PREDPOKLADY PRE ÚROKOVÉ MIERY, VÝMENNÉ KURZY, CENY KOMODÍT A ROZPOČTOVÚ POLITIKU

Technické predpoklady pre úrokové miery a ceny energetických i neenergetických komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 13. mája 2009.<sup>1</sup> Predpoklad týkajúci sa krátkodobých úrokových mier je výhradne technickej povahy. Tieto úrokové miery sú merané prostredníctvom trojmesačnej sadzby EURIBOR, pričom trhové očakávania sú odvodené z úrokových termínovaných obchodov. Z tejto metodiky vyplýva, že krátkodobé úrokové miery v druhom až štvrtom štvrtroku tohto roka zostanú celkovo stabilné na úrovni okolo 1,2 %. V roku 2010 by sa mali zvýšiť na priemerných 1,6 %. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov by mali podľa očakávaní trhu mierne stúpnuť, z priemerných 4,2 % v roku 2009 na 4,6 % v roku 2010. Základný scenár vývoja zohľadňuje súčasné sťažené podmienky financovania, ale zároveň vychádza z predpokladu, že rozpätie medzi úrokovými mierami bankových úverov a vyššie uvedenými úrokovými mierami sa v sledovanom období mierne zúži. Zároveň sa predpokladá, že v tomto období dôjde k postupnému uvoľňovaniu úverových podmienok. Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s termínovanými nástrojmi počas dvojtýždňového obdobia, ktoré sa skončilo dňom uzávierky, sa predpokladá, že priemerná cena ropy dosiahne 54,5 USD za barel v roku 2009 a 65,5 USD za barel v roku 2010. Svetové ceny potravín by mali v roku 2009 klesnúť o 10,9 %, pričom v roku 2010 by mali opäť vzrásť. Ceny ostatných komodít (t. j. okrem energií a potravín) v amerických dolároch by mali v roku 2009 výrazne klesnúť (o 24,7 %), a v roku 2010 naopak stúpnuť o 9,2 %.

<sup>1</sup> Ceny ropy a potravín vychádzajú z cien termínovaných kontraktov do konca roka 2010. V prípade ostatných komodít sa predpokladá, že ich ceny sa do druhého štvrtroka 2010 budú vyvíjať podľa cien termínovaných kontraktov a neskôr v závislosti od svetovej hospodárskej aktivity.

<sup>1</sup> Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu sú spoločným dielom odborníkov z ECB a odborníkov z národných centrálnych bánk eurozóny. Vydávajú sa dvakrát ročne a Rada guvernérov ich využíva ako podklad pri hodnotení hospodárskeho vývoja a rizík pre cenovú stabilitu. Ďalšie informácie o postupoch a technikách použitých pri tvorbe projekcií sú dostupné v publikácii ECB „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“ z júna 2001, ktorá je k dispozícii na internetovej stránke ECB. Na vyjadrenie neistoty spojennej s projekciami sa výsledné hodnoty každej premennej uvádzajú formou intervalu. Intervaly všetkých premenných v každom sledovanom období vychádzajú zo 75-percentného intervalu spoľahlivosti vypočítaného pomocou modelu. Tento postup je bližšie opísaný v dokumente „New procedure for constructing ECB staff projection ranges“ zo septembra 2008, ktorý je k dispozícii aj na internetovej stránke ECB. Vzhľadom na pretrvávajúcu výnimočnú hospodársku a finančnú situáciu je neistota spojená s projekciami v súčasnosti vyššia než zvyčajne.

Platí tiež technický predpoklad, že vzájomné výmenné kurzy zostanú počas sledovaného obdobia nezmenené na priemernej úrovni za dvojtyždňové obdobie do dňa uzávierky. Z toho vyplýva výmenný kurz EUR/USD na úrovni 1,33 v roku 2009 a 1,34 v roku 2010 a efektívny výmenný kurz eura, ktorý je v roku 2009 v priemere o 0,6 % nižší ako priemer za rok 2008, a v roku 2010 o 0,1 % vyšší ako priemer za rok 2009. Fiscal policy assumptions are based on individual euro area countries' national budget plans as available on 13 May 2009.

Predpoklady v oblasti rozpočtovej politiky vychádzajú z rozpočtových plánov jednotlivých členských štátov eurozóny dostupných k 13. máju 2009. Do úvahy sa berú všetky opatrenia rozpočtovej politiky, ktoré už schválil parlament, resp. tie podrobne vypracované opatrenia vlády, ktoré budú pravdepodobne schválené.

## MEDZINÁRODNÉ PROSTREDIE

Perspektívu vývoja svetového hospodárstva naďalej rozhodujúcim spôsobom ovplyvňujú následky finančnej krízy. Koncom roka 2008 a začiatkom roka 2009 svetový obchod zaznamenal nevidaný a zároveň synchronizovaný prepád. Oslabenie ekonomického rastu bolo v jednotlivých krajinách vysoko synchronizované, keď kolaps medzinárodného obchodu znásobil počiatočné nepriaznivé vplyvy finančných turbulencií. Krátkodobé ukazovatele však v posledných mesiacoch prestávajú klesať a podľa projekcií by svetová hospodárska aktivita mala koncom roka 2009 opäť začať rásť. Aj napriek tomu sa však očakáva, že v dôsledku rozsiahlej potreby nápravy bilancii zostane svetový rast počas sledovaného obdobia nevýrazný. Svetový reálny HDP bez eurozóny by mal v roku 2009 podľa projekcií klesnúť v priemere o 1,6 %, kým v roku 2010 by mal vzrásť o 2,1 %. V dôsledku toho sa očakáva, že tempo rastu vývozných trhov eurozóny v roku 2009 klesne o 13 %. V roku 2010 by sa však malo oživiť na 1,0 %.

## PROJEKCIE RASTU REÁLNEHO HDP

Ekonomiku eurozóny nepriaznivo ovplyvňuje oslabenie svetového hospodárstva, klesajúca dôvera a sťažené podmienky financovania. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu reálny HDP eurozóny v prvom štvrtroku 2009 klesol o 2,5 %. Tento výsledok, v spojení so záporným hospodárskym rastom v posledných troch štvrtrokoch 2008, má značne negatívny mechanický vplyv – až v rozsahu -4 percentuálnych bodov – na ročné tempo rastu v roku 2009. Pokles HDP v eurozóne je odrazom prudkého poklesu vývozu v dôsledku kolapsu svetového obchodu. Prudký pokles vývozu v spojení s nízkou dôverou a obmedzenými možnosťami financovania viedol tiež k výraznému zníženiu podnikateľských investícií, pričom znižovanie stavu zásob malo negatívny dopad na rast. Aktuálna stabilizácia výsledkov prieskumov naznačuje, že minimum štvrtročného tempa rastu sa dosiahlo začiatkom roka 2009 a očakáva sa, že hospodárska aktivita bude počas zostávajúcej časti roka klesať menej výrazne ako doteraz. Po fáze stabilizácie by štvrtročné miery rastu mali do polovice roka 2010 dosiahnuť kladné hodnoty. Tento vývoj vychádza z predpokladu, že podmienky vo svete i v eurozóne sa v dôsledku normalizácie fungovania finančných trhov a obnoveniu dôvery, čiastočne aj vďaka podporným makroekonomickým opatreniam, budú naďalej zlepšovať. Priemerné ročné tempo rastu reálneho HDP v roku 2009 by malo dosiahnuť -5,1 % až -4,1 % a odraziť sa na -1,0 % až 0,4 % v roku 2010.

V rámci domácich zložiek HDP sa očakáva, že objem celkových investícií bude klesať, pričom záporné hodnoty budú najvýraznejšie v roku 2009 a v nasledujúcom roku sa budú postupne znižovať. Súkromné investície (s výnimkou investícií do nehnuteľností na bývanie), ktoré sú ovplyvnené predovšetkým slabým zahraničným dopytom, mimoriadne nízkym využitím kapacít a klesajúcou ziskovosťou, by mali podľa projekcií klesať. Odhady investícií do nehnuteľností na bývanie odrážajú aj pretrvávajúcu korekciu cien týchto nehnuteľností v niektorých krajinách. Na základe súboru rozpočtových opatrení ohlásených vo viacerých krajinách eurozóny sa v roku 2009 očakáva silný rast vládnych investícií v reálnom vyjadrení. V nasledujúcom roku by sa ich tempo malo spomaliť.

Rast súkromnej spotreby by mal byť v budúcnosti tiež tlmený, aj keď menej ako v prípade ostatných zložiek dopytu. Tento vývoj vyplýva v prevažnej miere z vývoja rastu reálneho disponibilného príjmu. Reálny príjem by mal zostať v priebehu sledovaného obdobia celkovo stabilný. Očakáva sa, že počas celého obdobia, ale predovšetkým v roku 2009, ho bude negatívne ovplyvňovať pokles miery zamestnanosti. Zároveň by ho však mala podporiť nízka inflácia ako aj súbor rozpočtových opatrení zavedených v niektorých krajinách eurozóny, ktoré zvyšujú transfery a znižujú dane. Očakáva sa, že súkromná spotreba bude v priebehu celého sledovaného obdobia rásť o niečo pomalšie ako reálny príjem, pretože preventívne úspory by mali v podmienkach vysokej hospodárskej neistoty, rastúcej nezamestnanosti a poklesu majetku domácnosti, ako aj v dôsledku poklesu cien nehnuteľností na bývanie, zostať na vysokej úrovni.

**Tabuľka 1 Makroekonomické projekcie pre eurozónu**

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

	2008	2009	2010
HICP	3,3	0,1 – 0,5	0,6 – 1,4
Reálny HDP	0,6	-5,1 – -4,1	-1,0 – 0,4
Súkromná spotreba	0,3	-1,3 – -0,5	-1,1 – 0,3
Vládna spotreba	2,0	1,4 – 2,0	0,9 – 1,7
Tvorba hrubého fixného kapitálu	-0,3	-12,3 – -10,1	-6,1 – -2,1
Vývoz (tovary a služby)	0,8	-16,6 – -14,0	-2,0 – 1,0
Dovoz (tovary a služby)	0,9	-13,8 – -11,2	-3,0 – 1,4

1) Projekcie reálneho HDP a jeho zložiek vychádzajú z údajov, ktoré sú očistené o rozdiely v počte pracovných dní. Projekcie vývozu a dovozu zahŕňajú obchodnú výmenu v rámci eurozóny.

2) Uvedené údaje zahŕňajú Slovensko už v roku 2008, s výnimkou údajov o HICP, kde je zahrnuté až od roku 2009. Priemerné medziročne percentuálne zmeny za rok 2009 sú založené na rozšírenej eurozóne, ktorá zahŕňa Slovensko už aj v roku 2008.

Vývoz z eurozóny by mal počas prvého polroka 2009 výrazne klesnúť v dôsledku pokračujúceho oslabovania zahraničného dopytu. Neskôr, po očakávanom oživení svetového dopytu, by sa mal rast vývozu postupne vrátiť do kladných hodnôt. Podobne by v roku 2009 mal klesať aj dovoz do eurozóny, pričom jeho pokles by mal predstihnúť pokles domáceho dopytu, kým v ďalšom roku by sa mal spolu s oživením konečnej spotreby zvýšiť. Vzhľadom na to, že očakávaný pokles vývozu je vyšší než pokles dovozu, čisté saldo zahraničného obchodu v roku 2009 výrazne prispieva k poklesu HDP. V roku 2010 by príspevok čistého salda zahraničného obchodu mal byť viac-menej neutrálny.

Podľa projekcií hospodárskej aktivity by mal celkový počet odpracovaných hodín v eurozóne klesať počas celého sledovaného obdobia. Aj keď spočiatku by malo dochádzať predovšetkým k redukcii počtu hodín na zamestnanca, stále viac sa očakáva aj pokles počtu zamestnaných osôb. Podľa projekcií by dopyt po pracovnej sile mala tmiť aj typická nepružnosť miezd v kontexte prudkého poklesu hospodárskej aktivity. Na základe projekcií zamestnanosti sa v priebehu sledovaného obdobia očakáva rast miery nezamestnanosti.

## PROJEKcie CIEN A NÁKLADOV

Po prudkom poklese inflácie HICP od polovice roka 2008 sa očakáva, že miera inflácie bude do polovice roka 2009 naďalej klesať a že v priebehu leta a jesene prechodne dosiahne záporné hodnoty. Neskôr by mala opäť rásť. Tento krátkodobý vývoj je spôsobený predovšetkým silnými bázickými efektmi, ktoré znižujú mieru inflácie, a predchádzajúcim poklesom cien komodít. Priemerná ročná miera inflácie by sa mala v roku 2009 pohybovať od 0,1 % do 0,5 % a v roku 2010 by mala vzrásť na 0,6 % až 1,4 %. HICP bez energií by mal pokračovať v klesajúcom trende až do roka 2010 a odrážať tak oslabovanie agregátneho dopytu.

Vonkajšie cenové tlaky by sa mali v roku 2009 znížiť, a to predovšetkým vzhľadom na minulý i očakávaný vývoj cien komodít. Dovočné ceny by mali následne mierne vzrásť v dôsledku mierneho oživenia cien komodít i cien konkurentov vo svete.

Pokiaľ ide o domáce cenové tlaky, očakáva sa, že rast kompenzácií na zamestnanca sa v roku 2009 značne spomalí v súvislosti so zhoršením situácie na trhu práce, poklesom inflácie a znížením počtu odpracovaných hodín na zamestnanca. Podľa projekcií by sa mal mzdový rast výrazne spomaliť najmä v súkromnom sektore, zatiaľ čo mzdy vo verejnom sektore by mali reagovať menej výrazne. Ročné tempo rastu jednotkových nákladov práce by sa v roku 2009 malo výrazne zrýchliť a odrážať tak nepružnosť miezd - okrem iného v dôsledku používania dvojročných zmlúv - a zároveň aj pomalú úpravu počtu pracovných síl v kontexte prudkého poklesu HDP, čo bude mať za následok záporný rast produktivity. Vzhľadom na oživenie produktivity v súlade s cyklickým zlepšením situácie v roku 2010 by však jednotkové náklady práce mali zostať celkovo stabilné. V roku 2009 by prudký nárast jednotkových nákladov práce mali absorbovať ziskové marže. Následne, s oživením hospodárskej aktivity, by ziskové marže mali znova vzrásť, keďže podniky sa budú snažiť kompenzovať ich predchádzajúci pokles.

## POROVNANIE S PROJEKCIAMI Z MARCA 2009

Pokiaľ ide o rast reálneho HDP, intervaly projekcií na rok 2009 boli v porovnaní s projekciami zverejnenými v Mesačnom bulletin z marca 2009 upravené smerom nadol. Táto úprava bola takmer výhradne spôsobená výrazne slabším rastom v prvom štvrtroku 2009, než sa očakávalo, a to v dôsledku nižšej hospodárskej aktivity vo svete, ktorá viedla k výraznému poklesu vývozu i domáceho dopytu. Intervaly na rok 2010 boli z dôvodu oneskoreného vplyvu pomalšej dynamiky hospodárskeho rastu v roku 2009 upravené smerom nadol len veľmi mierne.

Pokiaľ ide o infláciu meranú indexom HICP, je interval projekcií na rok 2009 len o niečo nižší ako v projekciách z marca 2009, pričom na rok 2010 je v podstate nezmenený. To, že projekcie sú do značnej miery nezmenené, vyplýva zo skutočnosti, že vplyv nižšej než pôvodne očakávanej hospodárskej aktivity je celkovo kompenzovaný vyššími predpokladanými cenami komodít, a to najmä ropy.

Tabuľka 2 Porovnanie s projekciami z marca 2009

(priemerné ročné zmeny v percentách)

	2009	2010
Reálny HDP – marec 2009	-3,2 – -2,2	-0,7 – 0,7
Reálny HDP – jún 2009	-5,1 – -4,1	-1,0 – 0,4
HICP – marec 2009	0,1 – 0,7	0,6 – 1,4
HICP – jún 2009	0,1 – 0,5	0,6 – 1,4

## Box B

### PROGNÓZY INÝCH INŠTITÚCIÍ

Pre eurozónu je k dispozícii množstvo prognóz medzinárodných organizácií a inštitúcií zo súkromného sektora. Tieto prognózy však nie sú úplne porovnateľné, a nemožno ich porovnávať ani s makroekonomickými projekciami Eurosystemu, pretože sa uzatvárajú k rôznym termínom. Okrem toho na odvodenie predpokladov v oblasti vývoja rozpočtových, finančných a vonkajších premenných, vrátane cien ropy a ďalších komodít, sa používajú rôzne (čiastočne nešpecifikované) metódy. Jednotlivé prognózy sa navyše líšia aj v spôsobe očisťovania o rozdiely v počte pracovných dní (pozri tabuľku dole).

Podľa dostupných prognóz iných inštitúcií sa v roku 2009 očakáva pokles reálneho HDP v eurozóne o 3,4 % až 4,2 %. Na rok 2010 predpovedajú hospodársky rast na úrovni -0,4 % až 0,3 %. Aj keď väčšina prognóz sa pohybuje v rozpätí projekcií odborníkov Eurosystemu, niektoré z prognóz na rok 2009 ich prevyšujú. Dôvodom je pravdepodobne aj skutočnosť, že boli dokončené skôr, než bol k dispozícii rýchly odhad rastu reálneho HDP za prvý štvrťrok 2009. Na rok 2010 sa však všetky prognózy pohybujú v rámci intervalov projekcií Eurosystemu.

Pokiaľ ide o infláciu, podľa dostupných prognóz by sa priemerná ročná miera inflácie HICP v roku 2009 mala pohybovať na úrovni 0,4 % až 0,6 % a v roku 2010 na úrovni 0,6 % až 1,3 %. Väčšina dostupných prognóz inflácie je teda celkovo konzistentná s intervalmi uvedenými v projekciách odborníkov Eurosystemu.

### Porovnanie prognóz rastu reálneho HDP a inflácie HICP pre eurozónu

(priemerné ročné zmeny v percentách)

	Dátum uverejnenia	Rast HDP		Inflácia HICP	
		2009	2010	2009	2010
MMF	16. apríl 2009	-4,2	-0,4	0,4	0,6
Európska komisia	3. máj 2009	-4,0	-0,1	0,4	1,2
Survey of Professional Forecasters	14. máj 2009	-3,4	0,2	0,5	1,3
Consensus Economics Forecasts	15. máj 2009	-3,7	0,3	0,4	1,2
OECD	31. marec 2009	-4,1	-0,3	0,6	0,7
Projekcie odborníkov Eurosystemu	4. jún 2009	-5,1 – -4,1	-1,0 – 0,4	0,1 – 0,5	0,6 – 1,4

Zdroje: European Commission Economic Forecasts, jar 2009; IMF World Economic Outlook, apríl 2009; OECD Interim Economic Outlook, marec 2009; Consensus Economics Forecasts a ECB's Survey of Professional Forecasters.

Poznámka: V makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu a prognózach OECD sú uvedené ročné miery očistené od rozdielov v počte pracovných dní, zatiaľ čo Európska komisia aj MMF vykazujú ročné tempá rastu, ktoré od vplyvu počtu pracovných dní v roku očistené nie sú. Ostatné prognózy neuvádzajú, ktorú z týchto metódik používajú.

© Európska centrálna banka 2009

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.