



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTEM

# MAKROEKONOMICKÉ PROJEKČIE ODBORNÍKOV ECB PRE EUROZÓNU – SEPTEMBER 2015<sup>1</sup>

## 1. VÝHLAD VÝVOJA V EUROZÓNE: PREHĽAD A HLAVNÉ ZNAKY

*Očakáva sa, že oživenie hospodárskej aktivity v eurozóne bude pokračovať, hoci v porovnaní s predchádzajúcimi očakávaniami o niečo pomalším tempom, čo viedlo k určitému zníženiu výhľadu hospodárskeho rastu. K oživeniu bude prispievať priaznivá dynamika domáceho vývoja, zatiaľ čo vonkajšie prostredie je v súčasnosti menej priaznivé. Inflácia by mala v roku 2015 zostať na veľmi nízkej úrovni a v priebehu sledovaného obdobia by mala rásť, pričom v roku 2017 by mala dosiahnuť 1,7 %. V súčasnosti sa však očakáva, že k rastu ročnej miery inflácie bude dochádzať o niečo pomalšie, než sa predpokladalo v júni. V prípade inflácie HICP preto najmä v dôsledku nižších cien ropy došlo k zníženiu projektovaných hodnôt.*

*Projekcie vychádzajú z predpokladov týkajúcich sa cien ropy a výmenného kurzu ku dňu uzávierky 12. augusta 2015. Vývoj cien ropy a výmenného kurzu eura odo dňa uzávierky predstavuje riziko, že hodnoty rastu reálneho HDP a inflácie HICP môžu byť v porovnaní s makroekonomickými projekciami nakoniec nižšie.*

**Hospodárske oživenie by malo pokračovať, aj keď o niečo pomalším tempom, než sa očakávalo doteraz.** Dynamika domáceho vývoja by sa mala postupne zvyšovať, a to aj vďaka menovej politike ECB vrátane neštandardných opatrení. Na globálnej úrovni je výhľad v súčasnosti menej priaznivý v dôsledku nepriaznivého vývoja v niektorých rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. Celkovo sa však v priebehu projekčného horizontu stále predpokladá zintenzívnenie globálneho rastu, a to najmä zásluhou priaznivého vývoja hospodárskej aktivity v rozvinutých ekonomikách.

**Očakáva sa, že príspevok externých faktorov k hospodárskej aktivite v eurozóne bude v porovnaní s projekciami z júna 2015 nižší.** Kým očakávané tempo rastu v rozvinutých ekonomikách zostáva v porovnaní s júnovými projekciami v podstate nezmenené, výhľad hospodárskej aktivity a dovozu v hlavných rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách bol výrazne revidovaný nadol. V dôsledku toho sa predpokladá, že v porovnaní s júnovými projekciami bude zahraničný dopyt po produkcii eurozóny rásť o poznanie pomalšie. Predchádzajúce znehodnocovanie eura by však malo i naďalej vyvíjať priaznivý vplyv na rast vývozu z eurozóny.

**Do ekonomiky sa i naďalej premieta priaznivý vplyv neštandardných opatrení ECB.** Sadzby bankových úverov v druhom štvrtroku tohto roka naďalej klesali a počas sledovaného obdobia majú zostať na historicky nízkej úrovni. Agregátny dopyt a predovšetkým tvorba fixného kapitálu a vývoz by tak mali profitovať z výrazne akomodačného nastavenia menovej politiky.

**Proces pokrízovej hospodárskej adaptácie pokračuje a prispieva k rastu.** Po viacerých rokoch rozpočtovej konsolidácie do roku 2013 sa očakáva, že nastavenie rozpočtovej politiky – merané ako zmena cyklicky upraveného primárneho salda bez štátnej podpory finančnému sektoru – bude počas

<sup>1</sup> Makroekonomické projekcie odborníkov ECB sú pre Radu guvernérov podkladom na hodnotenie hospodárskeho vývoja a rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. Informácie o použitých postupoch a technikách sú uvedené v publikácii ECB *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises* z júna 2001, ktorá je k dispozícii na internetovej stránke ECB. Dňom uzávierky technických predpokladov ako sú ceny ropy a výmenné kurzy bol 12. august 2015 (box 2). Dňom uzávierky ostatných údajov použitých v týchto projekciách bol 21. august 2015.

Toto vydanie makroekonomických projekcií sa vzťahuje na obdobie 2015 – 2017. 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.

sledovaného obdobia mierne expanzívne. Situácia v ponuke úverov sa ďalej zlepšuje, o čom svedčia informácie o čistom uvoľnení úverových štandardov i úverových podmienok vyplývajúce z posledného prieskumu bankových úverov v eurozóne. Miera zadlženosti nefinančných spoločností (vyjadrená ako dlh v pomere k vlastnému imaniu) začiatkom roka 2015 naďalej klesala a vrátila sa na úroveň pred krízy. Domácnosti pokračujú v znižovaní svojej zadlženosti a ich čistý majetok v posledných štvrtrokoch ďalej rastie. Ceny nehnuteľností na bývanie zároveň podľa všetkého prestali klesať a vo väčšine krajín eurozóny začali v priemere znova rásť. Vývoj na trhoch práce zaznamenal obrat a v čoraz väčšej miere podporuje rast súkromnej spotreby.

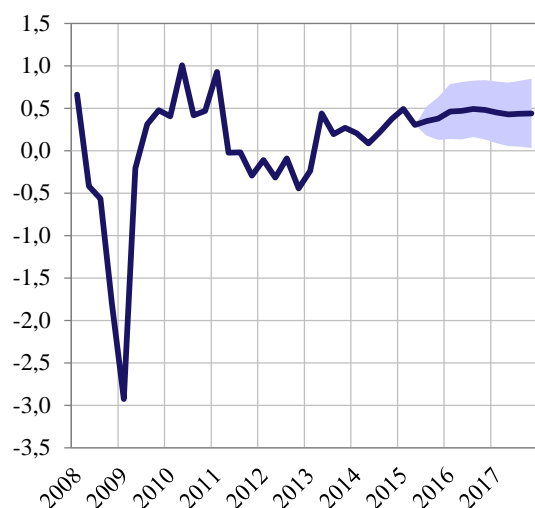
**Výhľad hospodárskeho rastu však i naďalej obmedzujú viaceré faktory.** Miera zadlženosti verejného a súkromného sektora v niektorých krajinách zostáva na veľmi vysokej úrovni. Vysoká zostáva i miera štrukturálnej nezamestnanosti, a to najmä v niektorých krajinách eurozóny s finančnými ťažkosťami. Obavy týkajúce sa dlhodobého rastového potenciálu a pomalého napredovania štrukturálnych reforiem budú i naďalej brzdiť investičnú spotrebu. V neposlednom rade z nedávnych udalostí v Grécku vyplýva podstatné zníženie výhľadu pre túto krajinu.

**Graf 1 Makroekonomické projekcie<sup>1)</sup>**

(štvrtročné údaje)

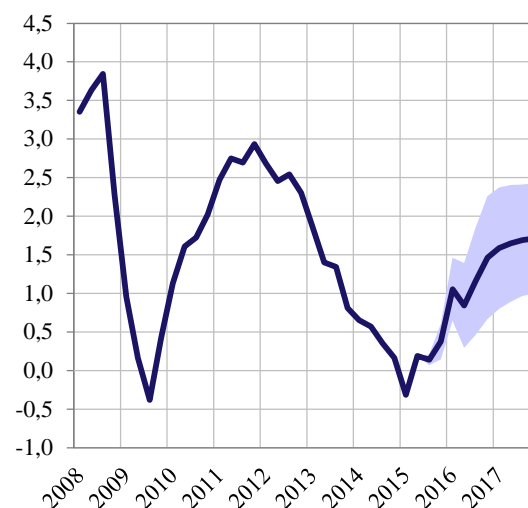
**Reálny HDP eurozóny<sup>2)</sup>**

(medzištvrtročné percentuálne zmeny)



**HICP eurozóny**

(medziročné percentuálne zmeny)



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.

**Inflácia HICP sa v posledných mesiacoch celkovo stabilizovala na nízkej kladnej úrovni.** Po náraste z minima -0,6 % zaznamenaného v januári 2015 sa celková inflácia počas niekoľkých mesiacov do augusta 2015 pohybovala na úrovni okolo 0,2 %. Za zhruba nezmenenou mierou celkovej inflácie v posledných mesiacoch sa skrývajú protichodné pohyby jej jednotlivých zložiek. Pokles inflácie energetickej a potravinovej zložky je odrazom znižovania cien ropy a potravinových komodít, ktoré bolo v prípade cien ropy čiastočne tlmené nárastom rafinérskych marží. Inflácia HICP bez energií a potravín naopak v posledných mesiacoch mierne vzrástla v dôsledku inflácie cien neenergetických priemyselných tovarov, kým inflácia cien služieb bola pomerne stála.

**V najbližšom období by mala inflácia zostať na nízkej úrovni a koncom roka 2015 by mala vzrásť.** V roku 2015 by mala dosiahnuť v priemere 0,1 %, zatiaľ čo v roku 2016 by mala vzrásť na 1,1 % a v roku 2017 na 1,7 %. Počnúc posledným štvrtrokom 2015 sa očakáva, že rastové bazické efekty spolu

s predpokladaným zvýšením eurových cien ropy spôsobia zmiernenie tlmiaceho vplyvu energetickej zložky HICP. Príspevok energetickej zložky k celkovej inflácii HICP by však mal byť kladný až od posledného štvrťroka 2016. Inflácia HICP bez energií by mala počas sledovaného obdobia postupne rásť v dôsledku zrýchľovania rastu miezd i ziskových marží. V nasledujúcich rokoch by mala inflácia rásť vzhľadom na znižovanie miery nevyužitých kapacít a pracovných síl a sprísnenie podmienok na trhu práce, ktoré by sa v roku 2017 malo prejavovať poklesom miery nezamestnanosti na 10,1 %. K opätovnému nárastu inflácie prispievajú aj rastúce vonkajšie cenové tlaky spôsobené pomalým premietaním kurzového vývoja do spotrebiteľských cien a rastovým efektom predpokladaného nárastu cien energetických i neenergetických komodít.

## 2. REÁLNA EKONOMIKA

**Oživenie hospodárskej aktivity v eurozóne má pokračovať, hoci pomalším tempom, než sa očakávalo doteraz.** Po výraznom náraste spôsobenom nižšími cenami ropy na prelome rokov 2014 a 2015 sa tempo hospodárskej aktivity v druhom štvrťroku 2015 v porovnaní so začiatkom roka čiastočne spomalilo. Rast reálneho HDP sa v druhom štvrťroku spomalil na 0,3 %, pričom podobné tempo sa očakáva aj druhej polovici roka 2015. Zatiaľ čo nevýrazný výhľad obchodnej výmeny brzdí tempo rastu v eurozóne, predchádzajúce znehodnotenie efektívneho výmenného kurzu eura a nízke úrokové miery pravdepodobne podporia podnikové investície a priaznivý vývoj na trhu práce a nižšie ceny energií podporia spotrebu. Vzhľadom na slabý výhľad hospodárskeho rastu v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách a nižší zahraničný dopyt však bude cyklické oživenie v porovnaní s predchádzajúcimi očakávaniami slabšie a záporná produkčná medzera bude o niečo trvalejšia. V priemernom ročnom vyjadrení sa má rast reálneho HDP výrazne zrýchliť z 0,9 % v roku 2014 na 1,4 % v roku 2015, 1,7 % v roku 2016 a 1,8 % v roku 2017.

**Hlavným zdrojom oživenia majú zostať súkromné spotrebné výdavky.** Výhľad rastu reálneho disponibilného príjmu na najbližšie obdobie zostáva priaznivý vďaka vplyvu opätovného poklesu cien energií. Neskôr by sa vďaka stabilnému rastu zamestnanosti a zvyšujúcim sa nominálnym kompenzáciám na zamestnanca mali zvyšovať mzdové príjmy, pričom vzhľadom na celkové oživovanie hospodárstva sa očakáva aj nárast ostatných osobných príjmov. Nízke náklady financovania a zlepšujúce sa podmienky financovania by v kombinácii s neštandardnými opatreniami ECB mali podporiť súkromnú spotrebu a do určitej miery aj rast čistého majetku domácností (v dôsledku zvyšovania cien finančných aktív v roku 2015 i ďalšieho očakávaného zlepšovania situácie na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie v rokoch 2016 – 2017). Celkovo tak má priemerný ročný rast súkromnej spotreby počas sledovaného obdobia podľa projekcií dosiahnuť 1,7 % (po náraste o 1,0 % v roku 2014).

**Miera úspor má v najbližších štvrťrokoch najskôr rásť a následne klesať vzhľadom na určité ustálenie spotreby v dôsledku aktuálne slabého vývoja cien ropy.** Po miernom zvýšení miery úspor v priebehu roka 2015, vzhľadom na úsporu časti mimoriadnych príjmov z poklesu cien ropy, sa po zániku tohto vplyvu v roku 2016 očakáva ich nevýrazný pokles. Odhliadnuc od tohto dočasného vplyvu má miera úspor počas zvyšku sledovaného obdobia vzhľadom na kompenzačné vplyvy zostať v podstate nezmenená. Na jednej strane majú veľmi nízke úrokové výnosy tendenciu od úspor odrádzať prostredníctvom medzičasového substitučného efektu. V niektorých krajinách by navyše ďalšie zlepšovanie spotrebiteľskej dôvery spolu s postupne klesajúcou nezamestnanosťou mohli viesť k zníženiu preventívnych úspor. Okrem toho existuje možnosť, že domácnosti začnú vo zvýšenej miere podnikat' väčšie nákupy, ktoré doteraz odkladali, čo bude mieru úspor ďalej znižovať. Na druhej strane sa očakáva, že vysoká nezamestnanosť a miera zadlženosti budú i naďalej vyvíjať tlak na zvyšovanie úspor. Veľmi nízke úrokové miery navyše v niektorých krajinách môžu vytvoriť potrebu dodatočných úspor na dôchodkové zabezpečenie.

**Investície do nehnuteľností na bývanie v eurozóne by mali vzrásť, aj keď východisková úroveň je nízka.** Po výraznej recesii počas predchádzajúcich ôsmich rokov a celkovom poklese o viac než 25 % sa v roku 2015 očakáva stabilizácia investícií do nehnuteľností na bývanie. Vzhľadom na rovnomerný rast reálneho disponibilného príjmu, veľmi nízke sadzby hypotekárnych úverov a zlepšujúce sa podmienky financovania, v spojení s neštandardnými opatreniami ECB, by mali investície do nehnuteľností na bývanie v priebehu sledovaného obdobia nábrať na intenzite. Výsledkom by mal byť rýchlejší rast úverov

poskytovaných domácnostiam. Výraznejšiemu nárastu investícií do nehnuteľností na bývanie však bude pravdepodobne brániť vysoká úroveň zadlženosti domácností v niektorých krajinách a nepriaznivé demografické vplyvy v ďalších krajinách.

**Podnikové investície majú vďaka podpore neštandardných opatrení ECB a cyklickému oživeniu postupne naberať na intenzite.** Podmienky na postupné oživenie sú vytvorené. K nárastu kapitálových výdavkov by mali podľa projekcií prispieť dopytové trendy, potreba modernizácie kapitálových statkov po viacerých rokoch obmedzenej investičnej aktivity, výrazne akomodačné nastavenie menovej politiky a rast ziskových marží. V porovnaní s minulosťou by mal okrem toho podnikové investície počas sledovaného obdobia v menšej miere obmedzovať celkový tlak vyplývajúci z oddlžovania podnikov v eurozóne. Oživenie podnikových investícií však budú i naďalej brzdiť zostávajúce finančné bariéry a vysoká úroveň zadlženosti v niektorých krajinách, ako aj v porovnaní s minulosťou nižšie očakávania rastu potenciálneho produktu.

**Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny by mal počas sledovaného obdobia postupne rásť, vzhľadom na podstatne slabší rast dovozu do rozvíjajúcich sa trhových ekonomík však bude pomalší, než sa pôvodne očakávalo.** Tempo rastu zahraničného dopytu eurozóny by malo podľa projekcií výrazne zaosť za svojou predkrízovou úrovňou, a to v dôsledku slabšej svetovej hospodárskej aktivity i nižšej elasticity svetového obchodu vo vzťahu k hospodárskej aktivite. Nižšia elasticita do značnej miery vyplýva zo zníženia očakávaného rastového príspevku dovozu do rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách (box 1).

**Rast vývozu z eurozóny by sa však mal počas sledovaného obdobia napriek tomu mierne zrýchliť, čiastočne vďaka predchádzajúcemu znehodnoteniu výmenného kurzu eura.** Podiel eurozóny na vývozných trhoch by mal podľa projekcií vzrásť. Očakáva sa, že rast dovozu z krajín mimo eurozóny sa bude počas sledovaného obdobia vzhľadom na zvyšovanie celkového dopytu v eurozóne postupne zrýchľovať. Súčasný prebytok na bežnom účte platobnej bilancie by sa mal v dôsledku vývoja obchodu zvýšiť z 2,1 % HDP v roku 2014 na 3,0 % v roku 2015 a v roku 2017 by mal klesnúť na 2,7 %.

**Produkčná medzera sa má zúžiť, predovšetkým vzhľadom na pomalý rast potenciálneho produktu.** Tempo rastu potenciálneho produktu by malo počas sledovaného obdobia podľa odhadov dosahovať 1 % a tým jednoznačne zaostávať za svojou predkrízovou úrovňou. Vzhľadom na to, že projektovaný rast reálneho HDP sa pohybuje nad potenciálnou úrovňou, by sa mala záporná produkčná medzera počas sledovaného obdobia postupne znižovať.

#### Box 1

### MEDZINÁRODNÉ PROSTREDIE

**Globálny rast je naďalej postupný a nerovnomerný.** V prvom štvrtroku bol mierny a podľa najnovších údajov a ukazovateľov bude svetová hospodárska aktivita tlmená aj v najbližšom období. Neskôr sa očakáva zrýchlenie svetového hospodárskeho rastu. Nízke ceny ropy, celosvetovo naďalej priaznivé podmienky financovania, klesajúci rozsah rozpočtovej konsolidácie, zlepšovanie podmienok na trhu práce a rastúca dôvera by mali podporiť nárast hospodárskej aktivity v rozvinutých ekonomikách. V prípade rozvíjajúcich sa trhových ekonomík sa výhľad vzhľadom na naplnenie niektorých rizík naznačených v predchádzajúcich projekciách naopak výrazne zhoršil. V niektorých rozvíjajúcich sa ekonomikách rast brzdia štrukturálne prekážky a makroekonomické nerovnováhy, zatiaľ čo v iných sa prejavujú nepriaznivé účinky nižších cien komodít, politickej neistoty a prísnejších vonkajších podmienok financovania. Podľa projekcií by sa mal rast svetového HDP (bez eurozóny) po slabom začiatku roka zrýchliť z 3,2 % v roku 2015 na 4 % v roku 2017.

**Rast svetového obchodu sa v prvej polovici roka 2015 výrazne spomalil a počas sledovaného obdobia by sa mal zrýchľovať len postupne.** Výrazný prepád dovozu v niektorých veľkých rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách spomalil objem dovozu v celosvetovom meradle, aj keď obchod s rozvinutými ekonomikami bol stabilnejší. Po opakovanom nečakanom spomaľovaní svetovej obchodnej

výmenny počas posledných štyroch rokov i vzhľadom na predpoklad, že obmedzený výhľad dovozu do rozvíjajúcich sa trhových ekonomík pretrvá, sa už podľa projekcií nepočíta s výrazným oživením svetového obchodu. Výsledky prieskumov a krátkodobé modely na zvyšok tohto roka naznačujú veľmi mierne oživenie. Neskôr by mal rast svetového dovozu zodpovedať rastu svetového HDP. Rast zahraničného dopytu po produkcii eurozóny by sa mal zrýchliť z 1,5 % v roku 2015 na 4,1 % v roku 2017.

**V porovnaní s júnovými projekciami boli odhady svetovej hospodárskej aktivity na celé sledované obdobie upravené nadol v dôsledku zhoršenia výhľadu rozvíjajúcich sa trhových ekonomík.** Vzhľadom na predpoklad, že vplyv slabej aktivity v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách na dovoz bude výraznejší, než sa očakávalo, boli podstatne znížené aj projekcie zahraničného dopytu po produkcii eurozóny.

## Medzinárodné prostredie

(ročné percentuálne zmeny)

|  | September 2015 |      |      |      | Jún 2015 |      |      | Revízie od júna 2015 |      |      |
|--|----------------|------|------|------|----------|------|------|----------------------|------|------|
|  | 2014           | 2015 | 2016 | 2017 | 2015     | 2016 | 2017 | 2015                 | 2016 | 2017 |
| Svetový reálny HDP (bez eurozóny)                    | 3,7            | 3,2  | 3,8  | 4,0  | 3,4      | 4,1  | 4,1  | -0,2                 | -0,3 | -0,1 |
| Svetový obchod (bez eurozóny) <sup>1)</sup>          | 3,2            | 1,4  | 3,3  | 4,1  | 2,0      | 4,8  | 5,2  | -0,6                 | -1,5 | -1,1 |
| Zahraníčný dopyt po produkcii eurozóny <sup>2)</sup> | 3,3            | 1,5  | 3,3  | 4,1  | 2,2      | 4,6  | 5,0  | -0,7                 | -1,2 | -0,9 |

Poznámka: Úpravy sa počítajú z nezaokrúhlených hodnôt.

1) Vážený priemer dovozov.

2) Vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

**Zlepšovanie podmienok na trhu práce v eurozóne by malo v priebehu sledovaného obdobia pokračovať.** V prvom polroku 2015 sa počet zamestnaných v porovnaní s minimom zaznamenaným v polovici roka 2013 zvýšil o 1,9 milióna, čo však stále predstavovalo o 3,9 milióna menej ako pred krízou. Odhaduje sa, že zamestnanosť vyjadrená počtom osôb bude počas sledovaného obdobia naďalej výrazne rásť, k čomu bude prispievať hospodárske oživenie a v niektorých krajinách aj rozpočtové stimuly, obmedzený mzdový rast a predchádzajúce reformy trhu práce. Počet odpracovaných hodín na osobu sa má podľa projekcií počas sledovaného obdobia mierne zvýšiť, no i naďalej má zostať hlboko pod predkrízovou úrovňou. Očakáva sa, že ponuka pracovných síl bude v dôsledku demotivačných účinkov stále vysokej nezamestnanosti v niektorých krajinách a nepriaznivých demografických faktorov v ďalších krajinách rásť len mierne. Miera nezamestnanosti, ktorá v druhom štvrtroku 2015 o niečo klesla na 11,1 %, by sa mala v roku 2017 znížiť na 10,1 %.

## Box 2

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

**V porovnaní s júnovými projekciami zahŕňajú zmeny technických predpokladov podstatne nižšie ceny ropy v amerických dolároch a ceny neenergetických komodít a mierne nižšie úrokové miery v eurozóne.**

**Technické predpoklady pre úrokové miery a ceny komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 12. augusta 2015.** 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 0,0 % v rokoch 2015 a 2016 a 0,1 % v roku 2017. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny by na základe očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 1,3 % v roku 2015, 1,6 % v roku 2016 a 1,8 % v roku 2017.<sup>1</sup> Vzhľadom na vývoj forwardových trhových úrokových mier a postupné premietanie zmien trhových úrokových mier do

sadzieb úverov sa v roku 2015 očakáva určitý pokles kompozitných sadzieb bankových úverov poskytovaných nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny, nasledovaný miernym zvýšením v rokoch 2016 a 2017. Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures počas dvojtýždňového obdobia končiaceho sa dňom uzávierky 12. augusta sa predpokladá, že cena ropy Brent klesne z 98,9 USD za barel v roku 2014 na 55,3 USD za barel v roku 2015, pričom v roku 2016 by mala stúpnuť na 56,1 USD za barel a v roku 2017 na 60,9 USD za barel. Predpokladá sa, že ceny neenergetických komodít v amerických dolároch v rokoch 2015 a 2016 podstatne klesnú a v roku 2017 o niečo stúpnu.<sup>2</sup> Vzájomné výmenné kurzy by mali počas sledovaného obdobia zostať nezmenené na priemernej úrovni za dvojtýždňové obdobie končiace sa dňom uzávierky 12. **augusta**. Z toho vyplýva výmenný kurz na úrovni 1,10 USD/EUR počas sledovaného obdobia.

#### Technické predpoklady

|  | September 2015 |       |      |      | Jún 2015 |      |      | Revízie od júna 2015 <sup>1)</sup> |       |       |
|--|----------------|-------|------|------|----------|------|------|------------------------------------|-------|-------|
|  | 2014           | 2015  | 2016 | 2017 | 2015     | 2016 | 2017 | 2015                               | 2016  | 2017  |
| Trojmesačný EURIBOR (v % p. a.)  | 0,2            | 0,0   | 0,0  | 0,1  | 0,0      | 0,0  | 0,2  | 0,0                                | -0,1  | -0,1  |
| Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov (v % p. a.)                       | 2,0            | 1,3   | 1,6  | 1,8  | 1,3      | 1,7  | 1,9  | 0,0                                | -0,1  | -0,1  |
| Cena ropy (v USD za barel)   | 98,9           | 55,3  | 56,1 | 60,9 | 63,8     | 71,0 | 73,1 | -13,3                              | -21,0 | -16,7 |
| Ceny neenergetických komodít v USD (ročná percentuálna zmena)            | -8,6           | -19,7 | -4,6 | 4,4  | -13,6    | 2,9  | 4,9  | -6,1                               | -7,5  | -0,5  |
| Výmenný kurz USD/EUR   | 1,33           | 1,11  | 1,10 | 1,10 | 1,12     | 1,12 | 1,12 | -0,9                               | -1,9  | -1,9  |
| Nominálny efektívny výmenný kurz eura (EER19) (ročná percentuálna zmena) | 0,6            | -9,8  | -0,2 | 0,0  | -9,5     | -0,2 | 0,0  | -0,3                               | 0,0   | 0,0   |

1) Zmeny sú určené na základe nezaokrúhlených údajov a vyjadrené ako percentá v prípade úrovní, ako rozdiely v prípade mier rastu a ako percentuálne body v prípade úrokových mier a výnosov dlhopisov.

- 1) 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 počiatkový 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.
- 2) Predpoklady týkajúce sa cien ropy a potravinových komodít vychádzajú z cien futures do konca sledovaného obdobia. V prípade ostatných komodít (t. j. komodít okrem energií a potravín) sa predpokladá, že ich ceny budú do tretieho štvrtroka 2016 vychádzať z cien futures a neskôr sa budú vyvíjať podľa svetovej hospodárskej aktivity.

**Výhľad rastu bol v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami revidovaný nadol.** Dôvodom revízie bol v prvom rade menej priaznivý vývoj zahraničného dopytu najmä v dôsledku pomalšieho rastu v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách, ktorý viedol k zníženiu vývozu a v rokoch 2016 a 2017 k spomaleniu rastu investícií. Ďalším faktorom je aktuálna kríza v Grécku, ktorá v rámci sledovaného obdobia viedla k podstatnému zníženiu výhľadu rastu v tejto krajine.

### 3. CENY A NÁKLADY

**Podľa projekcií by mala inflácia HICP v roku 2015 dosiahnuť v priemere 0,1 %, v roku 2016 by mala vzrásť na 1,1 % a v roku 2017 na 1,7 %.** Miera inflácie HICP by mala v nadchádzajúcich mesiacoch zostať na nízkej úrovni, avšak na prelome rokov by mala vzrásť, do značnej miery v dôsledku kladných bazických efektov v energetickej zložke, ako aj vzhľadom na predpokladaný rast cien ropy. Mal by sa tak podstatne zvýšiť príspevok cien energií v HICP a zároveň by mali začať postupne vznikať tlaky na rast inflácie HICP bez energií. Celkovo sú základom očakávaného zvyšovania inflácie HICP počas sledovaného obdobia rastúce domáce ceny vzhľadom na pokles miery nevyužitých kapacít v hospodárstve a na trhu práce a postupné zužovanie produkčnej medzery, ako aj zintenzívňovanie vonkajších cenových tlakov vyplývajúcich z oneskoreného premietania predchádzajúceho oslabovania

výmenného kurzu eura do spotrebiteľských cien a z predpokladaného rastu cien energií a neenergetických komodít.

**Predpokladá sa, že kladné bazické efekty cien energií a predchádzajúce oslabovanie výmenného kurzu eura budú od konca roka 2015 prispievať k rastu ročnej miery inflácie.** Hlavným faktorom očakávaného oživenia rastu inflácie HICP je obrat vonkajších cenových tlakov z tlmiačich na rastové. Za súčasťou veľmi nízkou úrovňou inflácie do značnej miery stojí pokles cien energií a neenergetických komodít v minulosti a oneskorené účinky predchádzajúceho zhodnocovania eura. Tlak na ďalší pokles inflácie, predovšetkým v najbližšom období, bude vyvíjať aj nedávny ďalší prudký pokles cien ropy. Neskôr budú kladné bazické efekty a predpokladaný rast cien energií i neenergetických komodít, ako aj účinky predchádzajúceho znehodnocovania eura, prispievať k zvyšovaniu spotrebiteľských cien počas sledovaného obdobia.

**Vzhľadom na zlepšovanie podmienok na trhu práce a znižovanie miery nevyužitých kapacít v hospodárstve by malo počas sledovaného obdobia dochádzať k zvyšovaniu domácich cenových tlakov.** V prostredí oživovania hospodárskej aktivity a zvyšovania dopytu sa očakáva, že sa klesajúce miery nezamestnanosti a rastúci vplyv podnikov na cenotvorbu prejavia v oživení rastu miezd i ziskových marží.

**Očakáva sa, že počas prebiehajúceho oživenia hospodárskej aktivity budú tempo rastu miezd brzdiť viaceré faktory.** Patrí medzi ne nízka úroveň inflácie, zostávajúci stupeň nevyužitých kapacít na trhu práce počas nasledujúcich dvoch rokov a tlmiači účinok, ktorý pravdepodobne budú mať na rast miezd počas prebiehajúceho hospodárskeho oživenia štrukturálne reformy na trhu práce zavedené počas krízy s cieľom zvýšiť jeho pružnosť. Rast miezd v eurozóne bude podľa očakávaní naďalej tmiť aj pokračujúca adaptácia nákladovej konkurencieschopnosti v niektorých krajinách eurozóny.

**Mierny mzdový rast a cyklické zvyšovanie produktivity budú počas sledovaného obdobia ovplyvňovať vývoj rastu jednotkových nákladov práce.** Predpokladá sa, že v roku 2017 dosiahne rast jednotkových nákladov práce úroveň 1,1 %, podobne ako v roku 2014 (1,2 %). Z projektovaného cyklického zrýchľovania rastu produktivity, ku ktorému dochádza skôr než v prípade miezd, vyplýva dočasný pokles tempa rastu jednotkových nákladov práce v rokoch 2015 a 2016.

**Projektované oživenie hospodárskej aktivity vytvára predpoklady na rast ziskových marží až do roku 2017.** Po niekoľkých rokoch pomalého vývoja sa očakáva rast ziskových marží, ku ktorému by malo počas sledovaného obdobia prispievať zvyšovanie vplyvu podnikov na cenotvorbu v dôsledku zvyšovania dopytu a neočakávaných príjmov v súvislosti s výrazným poklesom cien ropy v minulosti. Podľa očakávaní však bude mať na výhľad vývoja ziskových marží tlmiači účinok zvýšená konkurencia vzhľadom na štrukturálne reformy trhu tovarov a služieb, ktoré boli zavedené počas krízy a po nej.

**V porovnaní s projekciami z júna bol výhľad vývoja inflácie HICP najmä v dôsledku nižších cien ropy upravený nadol.** Celková inflácia bola na roky 2015 a 2016 upravená nadol, najmä v dôsledku pomalšieho vývoja inflácie cien energií v HICP vzhľadom na tlmiače účinky slabšieho predpokladaného vývoja cien ropy v amerických dolároch, ktoré sú len čiastočne kompenzované mierne slabším výmenným kurzom USD/EUR. Zníženie projekcie inflácie HICP na rok 2017 je odrazom mierne slabšieho výhľadu rastu HDP a určitých oneskorených nepriamych účinkov nižších cien ropy na základnú infláciu.

#### 4. VÝHLAD ROZPOČTOVÉHO VÝVOJA

**Nastavenie rozpočtovej politiky, vyjadrené ako zmena cyklicky upraveného primárneho salda, by malo mať počas sledovaného obdobia mierny kladný príspevok k dopytu.** Zatiaľ čo diskrečné opatrenia rozpočtovej politiky by mali byť podľa predpokladov celkovo neutrálne, očakáva sa mierny príspevok k uvoľneniu rozpočtovej politiky zo strany nediskrečných faktorov, predovšetkým mierne

zniženie podielu hlavných makroekonomických daňových základní na HDP v roku 2015 (efekt skladby HDP) a mierny pokles nedaňových príjmov v roku 2016.<sup>2</sup>

**Pomery deficitu a dlhu verejnej správy k HDP by mali podľa projekcií klesať.** Pokles pomeru deficitu verejnej správy k HDP vyplýva výlučne z cyklického zlepšenia hospodárstva eurozóny a klesajúcich úrokových nákladov, pričom štrukturálne primárne saldo by malo počas sledovaného obdobia zaznamenať mierne zhoršenie. Pomer dlhu verejnej správy k HDP by mal od roku 2015 podľa projekcií začať klesať.

**V porovnaní s projekciami zverejnenými v júni sa výhľad rozpočtového vývoja o niečo zhoršil.** Za menšou revíziou salda rozpočtu verejnej správy nadol stojí čiastočne redukcia konsolidačných opatrení a do istej miery aj o niečo menej priaznivý vývoj niektorých makroekonomických daňových základní. K výraznejšej revízii pomeru dlhu verejnej správy nahor prispela úprava rastu nominálneho HDP nadol.

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

(ročné percentuálne zmeny)

|  | September 2015 |                           |                           |                           | Jún 2015                  |                           |                           | Revízie od júna 2015 <sup>2)</sup> |      |      |
|--|----------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|------------------------------------|------|------|
|  | 2014           | 2015                      | 2016                      | 2017                      | 2015                      | 2016                      | 2017                      | 2015                               | 2016 | 2017 |
| Reálny HDP <sup>3)</sup>   | 0,9            | 1,4                       | 1,7                       | 1,8                       | 1,5                       | 1,9                       | 2,0                       | -0,1                               | -0,2 | -0,1 |
|  |                | [1,3 – 1,5] <sup>4)</sup> | [0,8 – 2,6] <sup>4)</sup> | [0,6 – 3,0] <sup>4)</sup> | [1,2 – 1,8] <sup>4)</sup> | [0,8 – 3,0] <sup>4)</sup> | [0,7 – 3,3] <sup>4)</sup> |                                    |      |      |
| Súkromná spotreba  | 1,0            | 1,7                       | 1,7                       | 1,7                       | 1,9                       | 1,6                       | 1,6                       | -0,1                               | 0,0  | 0,0  |
| Vládna spotreba  | 0,7            | 0,7                       | 0,8                       | 0,7                       | 0,7                       | 0,7                       | 0,8                       | 0,0                                | 0,1  | -0,1 |
| Hrubá tvorba fixného kapitálu                                    | 1,3            | 2,1                       | 3,4                       | 3,9                       | 1,9                       | 3,5                       | 3,9                       | 0,2                                | -0,1 | 0,0  |
| Vývoz <sup>5)</sup>  | 3,8            | 4,5                       | 4,9                       | 5,2                       | 4,2                       | 5,4                       | 5,6                       | 0,3                                | -0,5 | -0,5 |
| Dovoz <sup>5)</sup>  | 4,2            | 4,7                       | 5,4                       | 5,7                       | 4,8                       | 5,8                       | 5,9                       | -0,1                               | -0,3 | -0,2 |
| Zamestnanosť   | 0,6            | 0,7                       | 0,8                       | 0,8                       | 0,9                       | 0,9                       | 1,0                       | -0,1                               | -0,2 | -0,1 |
| Miera nezamestnanosti (v % pracovnej sily)                       | 11,6           | 11,0                      | 10,6                      | 10,1                      | 11,1                      | 10,6                      | 10,0                      | -0,1                               | 0,1  | 0,2  |
| HICP   | 0,4            | 0,1                       | 1,1                       | 1,7                       | 0,3                       | 1,5                       | 1,8                       | -0,2                               | -0,3 | -0,1 |
|  |                | [0,0 – 0,2] <sup>4)</sup> | [0,5 – 1,7] <sup>4)</sup> | [0,9 – 2,5] <sup>4)</sup> | [0,2 – 0,4] <sup>4)</sup> | [0,9 – 2,1] <sup>4)</sup> | [1,0 – 2,6] <sup>4)</sup> |                                    |      |      |
| HICP bez energií   | 0,7            | 0,9                       | 1,3                       | 1,6                       | 0,9                       | 1,4                       | 1,7                       | 0,0                                | -0,1 | -0,2 |
| HICP bez energií a potravín                                      | 0,8            | 0,9                       | 1,4                       | 1,6                       | 0,8                       | 1,4                       | 1,7                       | 0,1                                | 0,0  | -0,2 |
| HICP bez energií, potravín a zmien nepriamych daní <sup>6)</sup> | 0,7            | 0,9                       | 1,4                       | 1,6                       | 0,8                       | 1,4                       | 1,7                       | 0,1                                | 0,0  | -0,2 |
| Jednotkové náklady práce   | 1,2            | 1,0                       | 0,6                       | 1,1                       | 0,8                       | 0,7                       | 1,3                       | 0,2                                | -0,1 | -0,2 |
| Kompenzácie na zamestnanca                                       | 1,5            | 1,6                       | 1,6                       | 2,1                       | 1,4                       | 1,7                       | 2,3                       | 0,2                                | -0,1 | -0,2 |
| Produktivita práce   | 0,3            | 0,7                       | 1,0                       | 1,0                       | 0,6                       | 1,0                       | 1,0                       | 0,0                                | 0,0  | 0,0  |
| Saldo rozpočtu verejnej správy (v % HDP)                         | -2,4           | -2,1                      | -2,0                      | -1,7                      | -2,1                      | -1,8                      | -1,5                      | -0,1                               | -0,1 | -0,3 |
| Štrukturálne rozpočtové saldo (v % HDP) <sup>7)</sup>            | -1,8           | -1,8                      | -1,8                      | -1,7                      | -1,7                      | -1,7                      | -1,4                      | -0,1                               | -0,2 | -0,3 |
| Hrubý dlh verejnej správy (v % HDP)                              | 91,7           | 91,6                      | 90,7                      | 89,4                      | 91,5                      | 90,2                      | 88,4                      | 0,1                                | 0,5  | 1,0  |
| Saldo bežného účtu platobnej bilancie (v % HDP)                  | 2,1            | 3,0                       | 2,9                       | 2,7                       | 2,1                       | 2,0                       | 2,0                       | 0,9                                | 0,9  | 0,7  |

1) Údaje sa vzťahujú na eurozónu vrátane Litvy, s výnimkou údajov o HICP za rok 2014. Priemerné ročné percentuálne zmeny HICP za rok 2015 sa vzťahujú na zloženie eurozóny, ktoré v roku 2014 už zahŕňa Litvu.

2) Úpravy sa počítajú z nezaokrúhlených hodnôt.

3) Údaje sú očistené od rozdielov v počte pracovných dní.

<sup>2</sup> Predpoklady v oblasti rozpočtovej politiky vychádzajú z informácií zahrnutých v rozpočtových zákonoch a dodatočných rozpočtoch na rok 2015, ako aj v národných strednodobých rozpočtových plánoch a aktualizovaných programoch stability, ktoré boli k dispozícii k 21. augustu 2015. Do úvahy sa berú všetky opatrenia rozpočtovej politiky, ktoré už schválili národné parlamenty, resp. dostatočne podrobne vypracované opatrenia vlád, ktoré budú v rámci legislatívneho konania pravdepodobne schválené.



4) 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.

5) Vráťane obchodnej výmeny v rámci eurozóny.

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

7) Vypočítané 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 z agregátnej miery produkčnej medzery. V súlade s metodikou ESCB sa cyklické zložky počítajú oddelene pre rôzne príjmové a výdavkové položky. Podrobnejšie informácie sa nachádzajú v boxe „Cyklická úprava salda štátneho rozpočtu“ v Mesačnom bulletinu ECB z marca 2012 a v boxe „Štrukturálne saldo ako ukazovateľ rozpočtovej pozície“ v Mesačnom bulletinu ECB zo septembra 2014.

### 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 mať na projekcie pre eurozónu veľký vplyv, vyhodnotenie citlivosti projekcií na alternatívny vývoj týchto základných predpokladov môže pomôcť pri analýze rizík spojených s projekciami. Tento box sa zaoberá neistotou spojenou s vývojom cien ropy a výmenných kurzov a citlivosťou projekcií na tieto premenné.

### 1) Alternatívny vývoj cien ropy

**Modely alternatívneho vývoja cien ropy poukazujú na mierne vyššie ceny ropy v roku 2017 než tie, ktoré vyplývajú z futures.** Technické predpoklady vývoja cien ropy v rámci základnej projekcie, vychádzajúce z trhov s futures, poukazujú na rast cien ropy počas sledovaného obdobia (box 2). Z alternatívnych modelov, pomocou ktorých odborníci ECB<sup>1</sup> vypracúvajú projekcie vývoja cien ropy počas sledovaného obdobia, v súčasnosti vyplývajú vyššie ceny ropy počas sledovaného obdobia, než sa očakáva na základe technických predpokladov. Tento scenár je podľa všetkého v súlade s výraznejším oživením svetového dopytu po ropy v strednodobom horizonte a s miernym znížením ponuky ropy spôsobeným nižšími investíciami v ropnom sektore a následným znížením ťažobnej kapacity v niektorých krajinách v dôsledku nedávneho poklesu cien ropy. Účinok tohto alternatívneho vývoja, pri ktorom by boli ceny ropy do roku 2017 o 8,1 % vyššie než v základnom scenári, by mierne stlmil rast reálneho HDP (o 0,1 percentuálneho bodu v roku 2017), a zároveň by viedol k mierne rýchlejšiemu rastu inflácie HICP v rokoch 2016 a 2017 (o 0,1 až 0,2 percentuálneho bodu v rokoch 2016 a 2017).

V rozpore s uvedeným technickým scenárom, ktorý predpokladá vyššie ceny ropy než v základnom scenári, došlo od redakčnej uzávierky údajov technických predpokladov k poklesu cien ropy, čiastočne v súvislosti s veľmi nedávnym finančným napätím v niektorých rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. Po aktualizácii predpokladaných cien ropy na základe informácií dostupných do 1. septembra 2015<sup>2</sup> je predpokladaný vývoj cien ropy počas sledovaného obdobia v porovnaní s projekciami v priemere o približne 6 % nižší. Z tohto vývoja vyplývajú menšie riziká prekročenia projekcie hospodárskeho rastu a riziká nenaplnenia projekcie inflácie.

### 2) Alternatívny vývoj výmenného kurzu

**Najnovšie napätie na finančných trhoch poukázalo na obnovené posilňovanie efektívneho výmenného kurzu eura.** S cieľom znázorniť riziká ohrozujúce základnú projekciu táto analýza citlivosti zohľadňuje alternatívny vývoj eura, ktorý počíta s ďalším posilňovaním výmenného kurzu. Tento alternatívny vývoj bol odvodený zo 75. percentilu rozdelenia na základe rizikovo neutrálnych hustôt odvodených z cien opcií na výmenný kurz USD/EUR z 12. augusta 2015. Z tohto vývoja vyplýva postupné posilňovanie eura voči americkému doláru až na úroveň 1,21 USD/EUR v roku 2017, čo je o 10,6 % nad úrovňou základnej projekcie na tento rok. Príslušné predpoklady nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura sú odrazom historických zákonitostí, podľa ktorých zmeny výmenného kurzu

USD/EUR odrážajú zmeny efektívneho výmenného kurzu s elasticitou približne 52 %. Výsledkom je postupný odklon efektívneho výmenného kurzu eura od základnej projekcie smerom nahor až na úroveň o 5,3 % vyššiu ako základná projekcia na rok 2017. V tomto scenári vývoja z výsledkov viacerých makroekonomických modelov odborníkov ECB na roky 2016 a 2017 vyplýva pomalší rast reálneho HDP (o približne 0,2 až 0,4 percentuálneho bodu) a nižšia inflácia HICP (o 0,1 až 0,5 percentuálneho bodu).

<sup>1</sup> Podrobnejšie informácie o kombinácii štyroch modelov uvádza článok „Forecasting the price of oil“, *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2015.

<sup>2</sup> Táto aktualizácia vychádza z vývoja vyplývajúceho z trhov s ropnými futures počas dvojtýždňového obdobia končiaceho sa 1. septembra.

#### Box 4

### VPLYV ZVÝŠENIA GLOBÁLNEJ NEISTOTY NA HOSPODÁRSKU AKTIVITU V EUROZÓNE

**Ako sa jednoznačne ukázalo počas najnovšieho napätia na finančných trhoch, výhľad globálneho rastu aj naďalej ohrozuje viaceré neistoty.** Ako ukázali nedávne udalosti, predovšetkým rastúce obavy o výhľad rastu v Číne a v ďalších rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách môžu veľmi rýchlo viesť k dramatickému vývoju na finančných trhoch, ktorý by mohol mať nepriaznivý vplyv na výhľad vývoja eurozóny. Tento box v rámci alternatívneho scenára znázorňuje potenciálny dosah vybraných globálnych šokov na výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne.

**Jeden zo zdrojov globálnej neistoty súvisí s rozsahom spomalenia hospodárskeho rastu v Číne.** Hoci je spomalenie hospodárskeho rastu v Číne už súčasťou základného scenára, ďalšie odznievanie nerovnováh súvisiacich s rastom dlhu Číny by mohlo viesť k zvýšenému napätiu na finančných trhoch a prudšiemu poklesu hospodárskej aktivity. V takomto scenári by mohla byť schopnosť a ochota čínskych bánk poskytovať hospodárskym subjektom úvery vážne narušená vzhľadom na rýchle zhoršovanie kvality ich aktív. Možným katalyzátorom takejto výraznejšej než očakávanej redukcie poskytovania bankových úverov by mohol byť nepriaznivý vývoj na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie (v dôsledku značnej expozície bánk voči developerským firmám s vysokou mierou zadlženosti). Vzhľadom na prehodnocovanie prémie za akciové riziko zo strany domácich investorov by navyše v Číne mohlo dôjsť k ďalšiemu poklesu cien akcií. Zhoršujúca sa kvalita aktív a vyššie rizikové prémie by vyvíjali tlak na rast výnosov štátnych dlhopisov, keďže vláda by bola nútená poskytovať rozsiahlu podporu bankovému sektoru. Investície a v menšom rozsahu i spotreba by následne rástli oveľa pomalšie, než sa predpokladá v aktuálnom základnom scenári. Keďže spomalenie rastu by viedlo k výraznému rastu nezamestnanosti, predpokladá sa, že s cieľom zabrániť ešte hlbšiemu prepadu rastu by čínske orgány v takom prípade masívne intervenovali prostredníctvom menových i fiškálnych stimulačných opatrení, ako aj prostredníctvom možného ďalšieho oslabenia renminbi. Celkovo sa v tomto scenári predpokladá, že v rokoch 2016 a 2017 bude rast v Číne o 1 percentuálny bod nižší, ako vyplýva zo základného scenára.

**Druhý zdroj globálnej neistoty súvisí s trajektóriou normalizácie menovej politiky Spojených štátov.** Trhové očakávania krátkodobých úrokových mier v Spojených štátoch, ktoré sa v projekciách používajú ako jeden z technických predpokladov, v súčasnosti poukazujú na len veľmi postupný rast krátkodobých úrokových mier, ktoré by mali na konci roka 2017 dosiahnuť len 1,6 %. Ak by sa však úrokové miery v USA vyvíjali v súlade s mediánom projekcie úrokových mier vypracovanej Federálnym výborom pre voľný trh (FOMC), rástli by rýchlejšie, než predpokladajú trhy. Termínová prémie v USA navyše napriek očakávanej normalizácii ich menovej politiky zostáva blízko rekordne nízkej úrovne. V prípade zvýšenia globálnej neistoty, ktorá by prispela aj k neistote súvisiacej s budúcou menovou politikou Spojených štátov, hrozí riziko prudkej revízie termínovej prémie v USA nahor. S cieľom zohľadniť tento vývoj tento scenár počíta s nárastom termínovej prémie v USA o 130 bazických bodov, ktorý sa premieta do vyšších dlhodobých úrokových mier USA. Vyššie dlhodobé úrokové miery v USA by sa zároveň odrazili vo vyšších dlhodobých úrokových mierach v ďalších hlavných rozvinutých ekonomikách.

**Tieto šoky budú mať pravdepodobne nepriaznivý vplyv na rast v ďalších rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách.** Rusko sa nachádza uprostred hlbokej recesie, pričom nižšie príjmy z ropy budú podľa očakávaní viesť k prudkému zníženiu verejných výdavkov. V Brazílii dochádza v prostredí rastúcej inflácie k výraznému zhoršovaniu výhľadu hospodárskeho rastu. Prudšie spomalenie v Číne by mohlo viesť k vzniku podstatných rizík pomalšieho rastu, najmä pre vývozcov komodít. Aktuálne údaje poukazujú na obnovené spomaľovanie kapitálových tokov do rozvíjajúcich sa trhovách ekonomik, čo pripomína vývoj z polovice roka 2013, keď trhy prudko reagovali na oznámenie Federálneho rezervného systému o obmedzení jeho menovej expanzie. Obrat v kapitálových tokoch do rozvíjajúcich sa trhovách ekonomik je signálom zvýšenej globálnej neistoty a straty dôvery investorov v rastové vyhliadky týchto krajín. V tejto situácii by ďalšie prekvapivé zhoršenie výhľadu hospodárskeho rastu v Číne a/alebo neočakávané zvýšenie dlhodobých úrokových mier v Spojených štátoch mohli viesť k zintenzívneniu odlevu kapitálu z rozvíjajúcich sa trhovách ekonomik, sprísneniu finančných podmienok a tým aj k pomalšiemu rastu v týchto krajinách. V tomto scenári je vplyv zvýšenia globálnej makroekonomickej neistoty na hospodársku aktivitu rozvíjajúcich sa trhovách ekonomik zachytený ako šok nepriaznivo ovplyvňujúci domáci dopyt v týchto ekonomikách, vyjadrený ako dvojnásobok štandardnej odchýlky implikovanej volatility cien opcií indexu S&P 500 (VIX).

**Zvýšenie globálnej neistoty by mohlo ovplyvniť ekonomiku eurozóny prostredníctvom obchodných i finančných väzieb.** Zvýšenie globálnej neistoty by viedlo k zníženiu dopytu v Spojených štátoch (prostredníctvom vyšších dlhodobých úrokových mier v USA), ako aj v ďalších významných vyspelých i rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. To by ovplyvnilo rast svetového hospodárstva i hospodárstva eurozóny prostredníctvom obchodu v dôsledku nižšieho zahraničného dopytu po vývoze z eurozóny. Zároveň by to malo nepriaznivé dôsledky na dlhodobé úrokové miery vo svete i v eurozóne, čím by sa podnikom, domácnostiam a vládám zvýšili náklady na financovanie. Pokiaľ ide o efektívny výmenný kurz eura, rastúce úrokové miery v Spojených štátoch by mohli viesť k zhodnocovaniu amerického dolára voči euru. Volatilita na finančných trhoch v rozvíjajúcich sa ekonomikách by zároveň mohla viesť k zhodnocovaniu eura voči menám týchto krajín.

**Predpokladá sa, že vyššia globálna neistota, vyplývajúca zo všetkých troch uvedených zdrojov, zníži hospodársky rast eurozóny v roku 2016 o 0,1 až 0,2 percentuálneho bodu pod úroveň základnej projekcie rastu.** Slabší rast reálneho HDP eurozóny čiastočne pramení z poklesu zahraničného dopytu eurozóny vzhľadom na slabší vývoj hospodárskej aktivity v Spojených štátoch a v ďalších vyspelých ekonomikách, ako aj v Číne a v ďalších rozvíjajúcich sa ekonomikách. Vyhliadky rastu v eurozóne tiež negatívne ovplyvňuje prenos nepriaznivých účinkov prostredníctvom finančného kanála (vplyvom vyšších dlhodobých úrokových mier v eurozóne).

**Hoci je dosah na eurozónu v uvedenom scenári mierny, je potrebné zohľadniť viacero skutočností.** Scenár napríklad nezohľadňuje dosah na dôveru na úrovni podnikov a domácností. Okrem toho môžu byť ceny ďalších aktív vrátane akciových trhov ovplyvnené výraznejším prenosom účinkov a väčšími korekciami nadol, než sa predpokladá v modeloch. Použité modely sú navyše lineárne, zatiaľ čo v rámci výrazných nepriaznivých korekcií na finančnom trhu môže dochádzať k nelineárnemu spoločnému pohybu premenných, čo môže mať významnejší dosah. V neposlednom rade simulácie v plnej miere nezohľadňujú účinky výmenných kurzov či nepriaznivé vplyvy na ceny komodít. Nepriaznivé šoky ohrozujúce hospodárstvo eurozóny by zároveň mohli byť slabšie, ak by boli v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách zavedené kompenzačné opatrenia alebo ak by bolo sprísňovanie menovej politiky v Spojených štátoch oddialené v dôsledku prenosu účinkov nepriaznivého vývoja v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách.

## Box 5

### 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 priamo porovnávať navzájom a ani s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB. Okrem toho tieto

prognózy na odvodenie predpokladov týkajúcich sa rozpočtového, finančného a zahraničného vývoja vrátane cien ropy a ostatných komodít používajú odlišné (čiastočne nešpecifikované) metódy. Jednotlivé prognózy sa navyše líšia aj v spôsobe zohľadňovania rozdielov v počte pracovných dní (nasledujúca tabuľka). Ako uvádza tabuľka, väčšina prognóz iných inštitúcií, ktoré sú v súčasnosti k dispozícii, sa zásadne nelíši od bodových prognóz septembrových projekcií odborníkov ECB a nachádza sa v rámci intervalov týchto projekcií (v tabuľke uvedené v zátvorkách).

### Porovnanie prognóz rastu reálneho HDP a inflácie HICP v eurozóne

(ročné percentuálne zmeny)

|                                    | Dátum zverejnenia | Rast HDP    |             |             | Inflácia HICP |             |             |
|------------------------------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|
|                                    |                   | 2015        | 2016        | 2017        | 2015          | 2016        | 2017        |
| Projekcie odborníkov ECB           | september 2015    | 1,4         | 1,7         | 1,8         | 0,1           | 1,1         | 1,7         |
|                                    |                   | [1,3 – 1,5] | [0,8 – 2,6] | [0,6 – 3,0] | [0,0 – 0,2]   | [0,5 – 1,7] | [0,9 – 2,5] |
| Európska komisia                   | máj 2015          | 1,5         | 1,9         | –           | 0,1           | 1,5         | –           |
| Euro Zone Barometer                | august 2015       | 1,5         | 1,8         | 1,6         | 0,2           | 1,2         | 1,6         |
| Consensus Economics Forecasts      | august 2015       | 1,5         | 1,8         | 1,6         | 0,2           | 1,3         | 1,5         |
| Survey of Professional Forecasters | august 2015       | 1,4         | 1,8         | 1,8         | 0,2           | 1,3         | 1,6         |
| MMF                                | júl 2015          | 1,5         | 1,7         | –           | 0,1           | 1,0         | –           |

Zdroje: European Commission European Economic Forecast – jar 2015; IMF World Economic Outlook – aktualizácia z júla 2015 (HDP); IMF World Economic Outlook – apríl 2015; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics a Survey of Professional Forecasters ECB.

Poznámky: V makroekonomických projekciách odborníkov Euro systému a ECB 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 2015

Adresa: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt nad Mohanom, Nemecko

Poštová adresa: 60640 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.