



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTEM

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKČIE ODBORNÍKOV EUROSYSTEMU PRE EUROZÓNU – JÚN 2014<sup>1</sup>

*Hospodárske oživenie v eurozóne by sa malo v sledovanom období podľa projekcií postupne upevňovať, pričom by malo ťažiť z rastu domáceho a v menšej miere aj zahraničného dopytu. Domáci dopyt profituje z akomodačného nastavenia menovej politiky, návratu k celkovo neutrálnej rozpočtovej politike, zlepšovania podmienok financovania a zvyšovania dôvery v prostredí zníženej neistoty. Postupne sa zrýchľujúci rast miezd a klesajúce ceny energií navyše podporujú reálny disponibilný príjem. V sledovanom období sa zároveň očakáva len postupné oslabovanie nepriaznivého vplyvu potreby ďalších úprav bilancií a vysokej nezamestnanosti na výhľad hospodárskeho vývoja. Očakáva sa, že zahraničný dopyt bude ťažiť z postupného svetového oživenia, hoci spočiatku bude jeho priaznivý vplyv na vývoz z eurozóny pravdepodobne čiastočne kompenzovaný účinkami silnejšieho výmenného kurzu eura. Reálny HDP by sa mal podľa projekcií zvýšiť o 1,0 % v roku 2014, o 1,7 % v roku 2015 a o 1,8 % v roku 2016. Ide o miery rastu nad úrovňou odhadovaného potenciálneho rastu, čo prispieva k postupnej redukcii zápornej produkčnej medzery, pričom dochádza k miernemu poklesu miery nezamestnanosti.*

*Inflácia HICP eurozóny by sa mala v sledovanom období podľa projekcií postupne zvyšovať, ale aj naďalej by mala byť nízka. Očakáva sa, že celková inflácia sa zvýši z 0,7 % v prvom štvrtroku 2014 na 1,5 % v poslednom štvrtroku 2016, pričom by mala v priemere dosiahnuť 0,7 % v roku 2014, 1,1 % v roku 2015 a 1,4 % v roku 2016. Projektované zvýšenie celkovej inflácie HICP je odrazom postupného upevňovania hospodárskeho oživenia, ktoré vedie k zrýchľovaniu rastu domácich miezd a ziskov. Prorastový účinok na infláciu vyplýva aj z predpokladu rastúcich cien neenergetických komodít a dovážaných výrobkov. Projektované zvyšovanie inflácie by však mal zároveň tlmiť predpokladaný pokles cien ropy, oneskorený vplyv značného zhodnocovania výmenného kurzu eura od polovice roka 2012 a pretrvávajúce nízke využitie produkčných kapacít v ekonomike. Inflácia HICP bez potravín a energií by sa mala podľa projekcií postupne zvyšovať z 1,0 % v roku 2014 na 1,2 % v roku 2015 a na 1,5 % v roku 2016, pričom do konca roka 2016 by mala dosiahnuť úroveň 1,7 %.*

*V porovnaní s makroekonomickými projekciami zverejnenými vo vydaní Mesačného bulletinu z marca 2014 bola projekcia rastu reálneho HDP na rok 2014 upravená nadol z 1,2 % na 1,0 % v dôsledku nižšej než očakávanej hodnoty za prvý štvrtrok. Naopak projekcia na rok 2015 bola upravená nahor z 1,5 % na 1,7 % vzhľadom na výraznejšie oživenie reálneho disponibilného príjmu. Projekcia inflácie HICP na rok 2014 bola upravená nadol z 1,0 % na 0,7 %, predovšetkým v dôsledku nižších než očakávaných hodnôt inflácie HICP za posledné mesiace. Na rok 2015 bola projekcia inflácie HICP upravená nadol z 1,3 % na 1,1 % a na rok 2016 z 1,5 % na 1,4 %.*

*Tento článok uvádza prehľad makroekonomických projekcií pre eurozónu na obdobie rokov 2014 až 2016. Projekcie na také dlhé obdobie sú spojené s veľmi vysokou neistotou<sup>2</sup>, čo by sa pri ich výklade malo zohľadniť.*

### MEDZINÁRODNÉ PROSTREDIE

Rast svetového reálneho HDP (bez eurozóny) by sa mal v priebehu sledovaného obdobia podľa projekcií postupne zrýchľovať, a to z 3,6 % v roku 2014 na 4,0 % v roku 2015 a na 4,1 % v roku 2016. Dostupné údaje poukazujú na spomaľovanie tempa rastu vo vyspelých ekonomikách v prvom štvrtroku, čiastočne v súvislosti s dočasnými faktormi, napríklad mimoriadne chladným počasím v Severnej Amerike. Odhliadnuc od krátkodobej volatility však z prieskumov vyplýva pomerne výrazné tempo rastu. V rozvíjajúcich sa ekonomikách sa rast spomalil, a to v dôsledku slabého domáceho dopytu, obrátenia

<sup>1</sup> Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu sú pre Radu guvernérov podkladom pri hodnotení hospodárskeho vývoja a rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. Informácie o postupoch a technikách použitých pri tvorbe projekcií 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 údajov uvedených v týchto projekciách bol 21. máj 2014.

<sup>2</sup> Ďalšie informácie sú v článku „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections“ vo vydaní Mesačného bulletinu z mája 2013.

toku kapitálu do týchto ekonomík a viac obmedzeného priestoru na ďalšie podporné domáce opatrenia. Finančné trhy sa v rozvíjajúcich sa ekonomikách po období volatility začiatkom roka 2014 stabilizovali, ale v mnohých krajinách sa finančné podmienky od polovice roka 2013 dost' výrazne zhoršili, čo nepriaznivo vplyva na hospodársku aktivitu. Čo sa týka ďalšieho vývoja, svetová hospodárska aktivita by sa mala podľa očakávaní posilňovať. Vo vyspelých ekonomikách by mala k domácejmu dopytu prispievať klesajúca miera znižovania zadlženosti súkromného sektora a menší rozsah rozpočtovej konsolidácie spolu so zlepšujúcou sa situáciou na trhu práce. Vyšší dopyt vo vyspelých ekonomikách by mal zasa prispieť k oživeniu vo zvyšku sveta. V niektorých rozvíjajúcich sa ekonomikách však budú rast pravdepodobne brzdiť štrukturálne faktory vrátane nedostatočnej infraštruktúry a kapacitných obmedzení, zatiaľ čo v krajinách vysokozávislých na prílevoch kapitálu a výraznom úverovom raste bude hospodárska aktivita pravdepodobne tlmená v dôsledku zmien štruktúry týchto ekonomík a ich prispôsobovania sa meniacemu sa nastaveniu menovej politiky v Spojených štátoch.

Svetový obchod od konca minulého roka do určitej miery stratil na intenzite. Čo sa týka ďalšieho vývoja, oživenie hospodárskej aktivity vo vyspelých ekonomikách (predovšetkým investícií – oblasti s vysokým podielom dovozu) by malo podnietiť zrýchlenie svetového obchodu počas sledovaného obdobia. Tempo rastu svetového obchodu na úrovni zaznamenatej v 90. rokoch a prvých desiatich rokoch 21. storočia, keď prebiehala integrácia veľkých rozvíjajúcich sa ekonomík do svetovej ekonomiky, sa však považuje za nepravdepodobné. V porovnaní s predchádzajúcimi projekciami preto základný scenár projekcií predpokladá nižšiu dlhodobú elasticitu svetového obchodu vzhľadom na svetovú hospodársku aktivitu ako tú, ktorá bola zaznamenaná pred svetovou finančnou krízou. Podľa projekcií by sa mal svetový obchod (bez eurozóny) zvýšiť o 4,3 % v roku 2014, o 5,7 % v roku 2015 a o 5,9 % v roku 2016. Keďže dopyt hlavných obchodných partnerov eurozóny po dovoze by mal rásť pomalším tempom ako dopyt zvyšku sveta, rast zahraničného dopytu eurozóny by mal byť podľa projekcií o niečo slabší ako rast svetového obchodu (tabuľka 1).

**Tabuľka 1 Medzinárodné prostredie**

(ročné percentuálne zmeny)

	jún 2014				marec 2014			Úpravy od marca 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Svetový reálny HDP (bez eurozóny)	3,4	3,6	4,0	4,1	3,9	4,0	4,1	-0,3	0,0	0,0
Svetový obchod (bez eurozóny) <sup>1)</sup>	3,5	4,3	5,7	5,9	5,1	6,2	6,2	-0,8	-0,5	-0,3
Zahraničný dopyt eurozóny <sup>2)</sup>	3,0	3,7	5,2	5,6	4,5	5,6	5,8	-0,7	-0,4	-0,2

1) Vypočítaný ako vážený priemer dovozov.

2) Vypočítaný ako vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

Poznámka: Úpravy sa počítajú z nezaokrúhlených údajov.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami zverejnenými vo vydaní Mesačného bulletinu z marca 2014 bola projekcia rastu svetového reálneho HDP na rok 2014 upravená nadol z 3,9 % na 3,6 %. Výhľad zahraničného dopytu eurozóny na celé sledované obdobie bol upravený nadol.

## Box 1

### 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 14. mája 2014. 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 2014, 0,3 % v roku 2015 a 0,4 % v roku 2016. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne by podľa očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 2,4 % v roku 2014, 2,6 % v roku 2015 a 3,0 % v roku 2016<sup>1</sup>. Vzhľadom na vývoj forwardových trhových úrokových mier a postupné premietanie zmien trhových úrokových mier do sadzieb úverov sa v rokoch 2014 a 2015 očakáva naďalej celkovo stabilná úroveň kompozitných

sadzieb bankových úverov poskytovaných nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny a neskôr ich postupné zvyšovanie.

Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures počas dvojtýždňového obdobia končiaceho sa dňom uzávierky sa predpokladá, že cena ropy Brent klesne zo 108,8 USD za barel v roku 2013 na 98,2 USD za barel v roku 2016. Ceny neenergetických komodít v amerických dolároch by mali v roku 2014 podľa predpokladov rásť len mierne a v rokoch 2015 a 2016 už o niečo rýchlejšie<sup>2</sup>.

Vzájomné výmenné kurzy by mali počas sledovaného obdobia zostať nezmenené na priemernej úrovni za obdobie dvoch týždňov končiace sa dňom uzávierky 14. mája 2014. Z toho vyplýva výmenný kurz EUR/USD od roku 2014 do roku 2016 na úrovni 1,38, čo oproti roku 2013 predstavuje nárast o 4,2 %. Efektívny výmenný kurz eura by mal byť počas sledovaného obdobia podľa predpokladov o 2,7 % silnejší ako v roku 2013.

### Technické predpoklady

	jún 2014				marec 2014			Úpravy od marca 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Trojmesačná sadzba EURIBOR (v %, p. a.)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,3
Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov (v %, p. a.)	2,9	2,4	2,6	3,0	2,8	3,2	3,6	-0,5	-0,6	-0,6
Cena ropy (v USD za barel)	108,8	107,2	102,2	98,2	105,8	101,1	96,9	1,3	1,2	1,3
Ceny neenergetických komodít, v USD										
(ročná percentuálna zmena)	-5,2	0,3	1,7	4,6	-2,5	3,1	4,8	2,8	-1,4	-0,2
Výmenný kurz USD/EUR	1,33	1,38	1,38	1,38	1,36	1,36	1,36	1,7	2,0	2,0
Nominálny efektívny výmenný kurz eura (EER20)										
(ročná percentuálna zmena)	3,8	2,6	0,1	0,0	1,6	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0

1) Úpravy sú vyjadrené ako percentá v prípade úrovni, ako rozdiely v prípade mier rastu a ako percentuálne body v prípade úrokových mier a výnosov dlhopisov. Poznámka: Úpravy sa počítajú z nezaokrúhlených údajov.

Predpoklady v oblasti rozpočtovej politiky vychádzajú zo schválených zákonov o rozpočte jednotlivých krajín eurozóny, ich strednodobých rozpočtových plánov a podrobne špecifikovaných opatrení z aktualizovaných programov stability, ktoré boli k dispozícii k 21. máju 2014. Do úvahy sa berú všetky opatrenia rozpočtovej politiky, ktoré už schválil parlament, resp. dostatočne podrobne vypracované opatrenia vlády, ktoré budú v rámci legislatívneho konania pravdepodobne schválené. Z týchto predpokladov celkovo vyplýva v priemere len malý rozsah rozpočtovej konsolidácie počas sledovaného obdobia (na základe rozpočtových plánov na rok 2014 a len obmedzených informácií na roky 2015 a 2016). V porovnaní s rozsahom rozpočtovej konsolidácie zaznamenaným v posledných rokoch je jej predpokladaný rozsah počas sledovaného obdobia výrazne nižší.

Medzi hlavné zmeny v oblasti technických predpokladov oproti vydaniu Mesačného bulletinu z marca 2014 patria nižšie krátkodobé a dlhodobé úrokové miery v eurozóne. V porovnaní s marcom sa tiež mierne zvýšili ceny ropy v amerických dolároch a došlo aj k miernemu zhodnoteniu výmenného kurzu eura.

- 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 počiatočný rozdiel medzi oboma časovými radmi je počas sledovaného obdobia konštantný. 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 druhého štvrtroka 2015 vychádzať z cien futures a neskôr sa budú vyvíjať podľa svetovej hospodárskej aktivity. Projekcie cien poľnohospodárskych výrobcov v EÚ (v eurách), ktoré sa používajú na vypracovanie prognóz spotrebiteľských cien potravín, sa zostavujú na základe ekonometrického modelu, ktorý zohľadňuje vývoj medzinárodných cien potravinových komodít.

## PROJEKCIE RASTU REÁLNEHO HDP

Reálny HDP eurozóny v prvom štvrtroku 2014 vzrástol o 0,2 % a zaznamenal tak rast už štyri štvrtroky za sebou. Údaje z prieskumov naznačujú stabilizáciu dôvery podnikov v posledných mesiacoch v rámci sektorov a v rámci jednotlivých krajín na úrovniach blízkych alebo prevyšujúcich svoj dlhodobý priemer a poukazujú na ďalšie zvýšenie hospodárskej aktivity v druhom štvrtroku 2014. Tempo rastu by sa malo podľa projekcií zvýšiť, najmä v niektorých ekonomikách s finančnými ťažkosťami. K projektovanému oživeniu hospodárskej aktivity by malo prispievať najmä zvyšovanie domáceho dopytu v dôsledku akomodačného nastavenia menovej politiky, návratu k celkovo neutrálnej rozpočtovej politike po rokoch jej výrazného sprísňovania, návratu k neutrálnym podmienkam poskytovania úverov a zvýšenej dôvery podnikov i domácností v prostredí zníženej neistoty. Predovšetkým súkromná spotreba by mala profitovať z priaznivého vplyvu zrýchľujúceho sa rastu miezd a klesajúcich cien energií na reálny disponibilný príjem. Okrem toho sa očakáva, že hospodársku aktivitu bude v čoraz väčšej miere podporovať postupné zvyšovanie zahraničného dopytu, hoci rast vývozu bude spočiatku pravdepodobne tlmený v dôsledku zhodnocovania efektívneho výmenného kurzu eura. Zároveň sa očakáva, že nepriaznivý vplyv na výhľad vývoja domáceho dopytu, ktorý vyplýva z potreby ďalších úprav bilancii súkromného a verejného sektora a predovšetkým z vysokej nezamestnanosti v niektorých krajinách, sa bude počas sledovaného obdobia znižovať len postupne, zatiaľ čo v iných krajinách sa môžu vyskytnúť obmedzenia v ponuke pracovných síl. V priemernom ročnom vyjadrení sa očakáva, že reálny HDP vzrastie o 1,0 % v roku 2014, o 1,7 % v roku 2015 a o 1,8 % v roku 2016. Tento vývoj hospodárskeho rastu je odrazom dlhodobo rastúceho príspevku domáceho dopytu a malého kladného príspevku čistého vývozu. Keďže skutočný rast by mal podľa projekcií prevýšiť odhadovanú mieru potenciálneho rastu, produkčná medzera by sa mala podľa očakávaní zúžiť, ale na konci sledovaného obdobia by mala byť stále záporná.

Pokiaľ ide o jednotlivé zložky dopytu, rast vývozu z eurozóny by mal v rokoch 2014 a 2015 podľa projekcií nabráť na intenzite vzhľadom na postupné zvyšovanie zahraničného dopytu eurozóny a odznievanie nepriaznivého vplyvu nedávneho zhodnocovania eura. Podiel eurozóny na jej vývozných trhoch by sa mal počas sledovaného obdobia podľa projekcií mierne znížiť, hoci v rámci jednotlivých krajín eurozóny by mal byť vývoj vzhľadom na odlišný vývoj konkurencieschopnosti pomerne rôznorodý. Vývoz v rámci eurozóny by mal podľa projekcií rásť pomalšie ako vývoz z eurozóny, a to vzhľadom na stále pomerne slabý domáci dopyt v rámci eurozóny.

Podnikové investície by sa mali počas sledovaného obdobia podľa projekcií postupne zvyšovať, pričom by mali ťažiť zo zvyšovania domáceho a zahraničného dopytu v prostredí zvýšenej potreby obnovovacích investícií, veľmi nízkych úrokových sadzieb, zvyšovania ziskov, zníženej neistoty a zmierňovania obmedzení v ponuke úverov. Predpokladá sa však, že nepriaznivý vplyv pomalšieho trendového rastu a potreby ďalšej reštrukturalizácie podnikových bilancii v niektorých krajinách eurozóny bude oživenie podnikových investícií počas sledovaného obdobia brzdiť.

Investície do nehnuteľností na bývanie by sa mali podľa projekcií postupne zvyšovať vzhľadom na oživenie aktivity v prostredí nízkych sadzieb hypotekárnych úverov. Výhľad vývoja v nasledujúcich mesiacoch však bude stále tlmený vzhľadom na potrebu ďalších úprav na trhu s nehnuteľnosťami v niektorých krajinách a pomalý rast reálneho disponibilného príjmu. V dôsledku plánovaných opatrení rozpočtovej konsolidácie v niekoľkých krajinách eurozóny, ktoré svojim rozsahom prekračujú expanzívnejší profil verejných investícií v iných krajinách, sa počas sledovaného obdobia očakáva naďalej nízka úroveň vládnych investícií.

Zamestnanosť z hľadiska počtu zamestnaných osôb sa v druhom polroku 2013 stabilizovala a následne by sa mala podľa projekcií mierne zvyšovať. Slabé oživenie zamestnanosti je odrazom pomalého zvyšovania hospodárskej aktivity, oneskorenej reakcie zamestnanosti na rast produkcie a ďalšieho znižovania počtu zamestnancov vo verejnom sektore v niektorých krajinách. Tieto faktory pravdepodobne prevážia pozitívny vplyv reforiem na trhu práce, ktoré najmä v niektorých krajinách s finančnými ťažkosťami zvýšili flexibilitu a podporili tvorbu pracovných miest v súkromnom sektore. Počas sledovaného obdobia sa očakáva mierny rast dynamiky ekonomicky aktívneho obyvateľstva vzhľadom na imigráciu a zvyšovanie ekonomickej aktivity určitých segmentov obyvateľstva v prostredí zlepšujúcej sa situácie na trhu práce. Miera nezamestnanosti v posledných mesiacoch klesá a počas sledovaného obdobia by sa mala ďalej znižovať, hoci by mala byť aj naďalej vyššia ako pred krízou. Produktivita práce (meraná ako produkcia na zamestnanú osobu) by sa mala podľa projekcií zvýšiť v dôsledku očakávaného zrýchlenia rastu reálneho HDP a oneskorenej reakcie zamestnanosti na vývoj aktivity.

**Tabuľka 2 Makroekonomické projekcie pre eurozónu<sup>1)</sup>**

(ročné percentuálne zmeny)

	jún 2014				marec 2014			Úpravy od marca 2014 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reálny HDP <sup>3)</sup>	-0,4	1,0	1,7	1,8	1,2	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,0
		[0,6 – 1,4] <sup>4)</sup>	[0,6 – 2,8] <sup>4)</sup>	[0,5 – 3,1] <sup>4)</sup>	[0,8 – 1,6] <sup>4)</sup>	[0,4 – 2,6] <sup>4)</sup>	[0,7 – 2,9] <sup>4)</sup>			
Súkromná spotreba	-0,6	0,7	1,5	1,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,2	0,2
Vládna spotreba	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,0	0,0	-0,3
Hrubá tvorba fixného kapitálu	-2,7	1,7	3,1	3,5	2,1	2,7	3,7	-0,4	0,4	-0,2
Vývoz <sup>5)</sup>	1,7	3,6	4,8	5,3	3,6	4,7	5,1	0,1	0,1	0,2
Dovoz <sup>5)</sup>	0,5	3,6	4,8	5,5	3,5	4,7	5,2	0,1	0,1	0,3
Zamestnanosť	-0,8	0,3	0,5	0,7	0,2	0,5	0,7	0,1	0,1	0,0
Miera nezamestnanosti (v % ekonomicky aktívneho obyvateľstva)	12,0	11,8	11,5	11,0	11,9	11,7	11,4	-0,2	-0,3	-0,4
HICP	1,4	0,7	1,1	1,4	1,0	1,3	1,5	-0,3	-0,1	-0,1
		[0,6 – 0,8] <sup>4)</sup>	[0,5 – 1,7] <sup>4)</sup>	[0,6 – 2,2] <sup>4)</sup>	[0,7 – 1,3] <sup>4)</sup>	[0,6 – 2,0] <sup>4)</sup>	[0,7 – 2,3] <sup>4)</sup>			
HICP bez energií	1,4	1,0	1,3	1,6	1,2	1,5	1,7	-0,2	-0,1	-0,1
HICP bez energií a potravín	1,1	1,0	1,2	1,5	1,1	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,1
HICP bez energií, potravín a zmien nepriamych daní <sup>6)</sup>	1,0	0,9	1,2	1,5	1,0	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,2
Jednotkové náklady práce	1,2	0,9	0,7	1,1	0,8	1,0	1,2	0,1	-0,3	-0,1
Kompenzácie na zamestnanca	1,7	1,6	1,9	2,2	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Produktivita práce	0,5	0,7	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	-0,2	0,1	-0,1
Saldo rozpočtu verejnej správy (v % HDP)	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9	-2,7	-2,5	-2,1	0,2	0,2	0,2
Štrukturálne rozpočtové saldo (v % HDP) <sup>7)</sup>	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,2	-2,2	-2,0	0,3	0,2	0,1
Hrubý dlh verejnej správy (v % HDP)	92,6	93,4	92,6	91,1	93,5	93,2	92,2	0,0	-0,7	-1,1
Saldo bežného účtu (v % HDP)	2,4	2,6	2,6	2,8	2,4	2,6	2,7	0,2	0,0	0,1

1) Údaje sa vzťahujú na eurozónu vrátane Lotyšska, s výnimkou údajov o HICP za rok 2013. Priemerné ročné percentuálne zmeny HICP za rok 2014 sa vzťahujú na zloženie eurozóny, ktoré v roku 2013 už zahŕňa Lotyšsko.

2) Úpravy sa počítajú z nezaokrúhlených hodnôt.

3) Údaje očistené od rozdielov v počte pracovných dní.

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 počítania intervalov 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 k dispozícii na internetovej stránke ECB.

5) Vrátane 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 vládou prijatých dočasných opatrení. Výpočet je založený na postupe, ktorý ESCB uplatňuje v prípade cyklicky upraveného rozpočtového salda (Bouthevillein, C. a kol., „Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach“, *Working Paper Series*, č. 77, ECB, september 2001), a definícií ESCB pre dočasné opatrenia (Kremer, J. a kol., „A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances“, *Working Paper Series*, č. 579, ECB, január 2006). Projekcia štrukturálneho salda nie je odvodená z agregátnej miery produkčnej medzery. V súlade s metodikou ESCB sa cyklické zložky počítajú oddelene pre rôzne typy príjmov a výdavkov. Podrobnejšie informácie spolu s odkazmi na metodiku Európskej komisie sú v boxe „Cyklická úprava salda štátneho rozpočtu“ vo vydaní Mesačného bulletinu z marca 2012.

Súkromná spotreba by mala v priebehu roka 2014 podľa očakávaní do určitej miery nabráť na intenzite a v rokoch 2015 a 2016 by sa mala ďalej zvyšovať, pričom by sa mala vyvíjať v tesnej nadväznosti na rast reálneho disponibilného príjmu, zatiaľ čo miera úspor stagnuje. Rast reálneho disponibilného príjmu by mali podľa projekcií podporovať vyššie príjmy z pracovnej činnosti vzhľadom na rastúcu zamestnanosť a rýchlejší rast miezd, menej nepriaznivý účinok rozpočtovej konsolidácie a tlmený vývoj inflácie. Predpokladá sa, že vládna spotreba sa v sledovanom období mierne zvýši.

Dovoz z krajín mimo eurozóny by mal podľa projekcií počas sledovaného obdobia mierne vzrásť, hoci vzhľadom na tlmený rast celkového dopytu eurozóny by mal zostať naďalej obmedzený. Počas sledovaného obdobia sa očakáva mierny príspevok čistého vývozu k rastu reálneho HDP. Prebytok bežného účtu platobnej bilancie by sa mal podľa očakávaní mierne zvýšiť a v roku 2016 by mal dosiahnuť 2,8 % HDP.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami zverejnenými vo vydaní Mesačného bulletinu z marca 2014 bola projekcia rastu reálneho HDP na rok 2014 upravená nadol z 1,2 % na 1,0 % v dôsledku nižšej než očakávanej hodnoty za prvý štvrtrok. Projekcia rastu reálneho HDP na rok 2015 bola upravená nahor z 1,5 % na 1,7 %, keďže predpoklad nižších úrokových mier a nižšia inflácia cien komodít podporujú reálny príjem. Projekcia na rok 2016 sa takmer nezmenila.

## PROJEKCIE CIEN A NÁKLADOV

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla celková inflácia HICP v máji 2014 úroveň 0,5 %. Súčasná nevýrazná miera inflácie je odrazom stagnácie cien energií, potravín a neenergetických priemyselných tovarov, ako aj nevýrazného trendu vývoja cien služieb.

Očakáva sa, že celková inflácia HICP zostane na nízkej úrovni do tretieho štvrtroka 2014. Neskôr by sa mala podľa projekcií postupne zvyšovať a ku koncu sledovaného obdobia by mala dosiahnuť 1,5 %. Toto projektované postupné zvyšovanie celkovej inflácie HICP je odrazom postupného upevňovania hospodárskeho oživenia a jeho účinkov v podobe zužovania zápornej produkčnej medzery a zrýchľovania rastu miezd a ziskov. Prorastový účinok na infláciu vyplýva aj z predpokladu rastúcich cien neenergetických komodít a dovážaných výrobkov. Projektovaný rast inflácie by však mal byť mierny, pričom ho brzdí predovšetkým predpoklad klesajúcich cien ropy (na základe trhov s futures), oneskorený vplyv značného zhodnocovania výmenného kurzu eura od polovice roka 2012 a skutočnosť, že napriek zužovaniu produkčnej medzery bude v ekonomike až do roku 2016 pravdepodobne pretrvávajú nízke využitie produkčných kapacít.

Inflácia cien energií by sa mala podľa očakávaní zdvihnúť z veľmi záporných hodnôt zaznamenaných začiatkom roka 2014, počas väčšiny sledovaného obdobia by však mala zostať mierne záporná, v súlade s klesajúcou krivkou cien ropných futures. Príspevok cien energií k inflácii HICP, ktorý v období od roku 1999 do roku 2013 predstavoval v priemere približne 0,5 percentuálneho bodu, by mal byť počas sledovaného obdobia mierne záporný, čo do značnej miery vysvetľuje výhľad nevýrazného vývoja inflácie.

Inflácia cien potravín by mala podľa projekcií až do tretieho štvrtroka 2014 naďalej klesať vzhľadom na oneskorený účinok predchádzajúceho poklesu cien potravinových komodít a tlmiace bázické efekty. Vzhľadom na predpokladaný rast cien poľnohospodárskych výrobcov v EÚ a postupné oživenie hospodárskej aktivity sa očakáva, že inflácia cien potravín sa bude počas sledovaného obdobia neustále zvyšovať a v roku dosiahne v priemere 1,9 %. Priemerný príspevok inflácie cien potravín k celkovej inflácii by mal počas sledovaného obdobia dosiahnuť 0,3 percentuálneho bodu, pričom priemerný príspevok od roku 1999 predstavuje približne 0,5 percentuálneho bodu.

Pokles inflácie HICP bez potravín a energií sa podľa očakávaní počas posledného štvrtroka 2013 a prvých mesiacov roka 2014 zastavil. Počas sledovaného obdobia by sa mala inflácia HICP bez potravín a energií vzhľadom na zrýchlenie oživenia zvýšiť, čo by malo viesť k rýchlejšiemu rastu miezd a ziskov, pričom v poslednom štvrtroku 2016 by mala dosiahnuť 1,7 %. Priemerný príspevok inflácie HICP bez potravín a energií k celkovej inflácii by mal počas sledovaného obdobia dosiahnuť 0,9 percentuálneho bodu, čo je len mierne pod priemerom od roku 1999.

Zvyšovanie nepriamych daní zahrnuté do plánov rozpočtovej konsolidácie by na raste inflácie HICP v roku 2014 malo mať malý podiel – približne 0,1 percentuálneho bodu. Rozsah tohto podielu je v porovnaní s podielom zaznamenaným v roku 2013 o niečo menší. Podiel v rokoch 2015 a 2016 sa v súčasnosti vzhľadom na nedostatok informácií o schválených rozpočtových opatreniach na dané roky považuje za zanedbateľný.

Vonkajšie cenové tlaky sa počas roka 2013 výrazne oslabili v dôsledku vplyvu stagujúceho svetového hospodárskeho rastu na svetové ceny, zhodnocovania eura a poklesu cien ropy a neropných komodít. Čo sa týka ďalšieho vývoja, počas sledovaného obdobia sa očakáva postupné zvyšovanie ročnej miery rastu deflátoru dovozu, ktorá by mala začiatkom roka 2015 zaznamenať kladnú hodnotu. V roku 2016 by mala dosiahnuť v priemere 1,2 %, čo je blízko dlhodobej priemernej miery rastu. Zvýšenie miery rastu deflátoru dovozu odráža predpokladané zrýchľovanie svetového hospodárskeho rastu a s ním spojené rastúce ceny svetových výrobcov, očakávané zvýšenie cien neenergetických komodít a odznievajúci vplyv predchádzajúceho zhodnocovania eura.

Pokiaľ ide o domáce cenové tlaky, postupné zlepšovanie podmienok na trhu práce v eurozóne by malo podľa očakávaní viesť k zvýšeniu kompenzácií na zamestnanca. Rast jednotkových nákladov práce by však mal byť počas prvých dvoch rokov sledovaného obdobia tlmený v dôsledku výraznejšieho rastu produktivity než rastu nominálnych miezd vzhľadom na cyklické oživenie produktivity. V roku 2016 by malo pokračujúce zrýchľovanie rastu miezd spolu so slabším rastom produktivity podľa očakávaní prispieť k zrýchleniu rastu jednotkových nákladov práce.

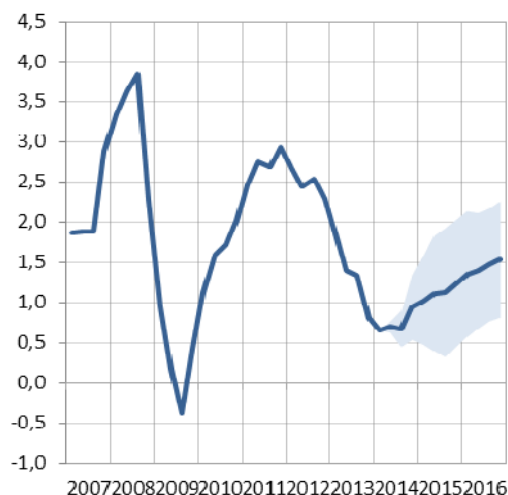
Ziskové marže (merané na základe rozdielu medzi deflátorom HDP v cenách výrobných faktorov a rastom jednotkových nákladov práce) by sa mali počas sledovaného obdobia zvýšiť, pričom by mali ťažiť z cyklického oživenia hospodárstva.

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

(štvrtročné údaje)

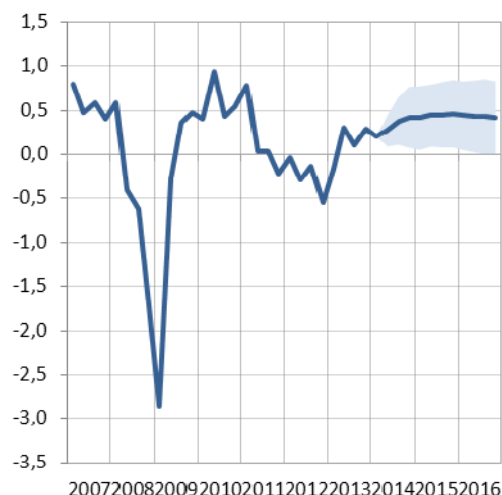
**HICP eurozóny**

(medziročné percentuálne zmeny)



**Reálny HDP eurozóny<sup>2)</sup>**

(medzištvrtročné 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 počítania intervalov 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 k dispozícii na internetovej stránke ECB.

2) Údaje očistené od rozdielov v počte pracovných dní.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami zverejnenými vo vydaní Mesačného bulletinu z marca 2014 bola projekcia celkovej inflácie HICP na rok 2014 upravená nadol z 1,0 % na 0,7 % najmä v dôsledku nižšej než očakávanej hodnoty za posledné mesiace. Na rok 2015 bola projekcia inflácie HICP upravená nadol z 1,3 % na 1,1 % a na rok 2016 z 1,5 % na 1,4 %, najmä vzhľadom na pomalší rast jednotkových nákladov práce.

**VÝHLAD ROZPOČTOVÉHO VÝVOJA**

Na základe predpokladov uvedených v boxe 1 by sa mal pomer deficitu verejnej správy k HDP v eurozóne podľa projekcií znížiť z 3,0 % v roku 2013 na 2,5 % v roku 2014 a ďalej na 1,9 % v roku 2016. Tento pokles je najmä odrazom zlepšenia cyklickej pozície. V dôsledku úsilia o rozpočtovú konsolidáciu v niektorých krajinách eurozóny a len zanedbateľného rozsahu štátnej pomoci finančnému sektoru sa okrem toho očakáva zlepšenie primárneho salda očisteného od cyklických vplyvov. Štrukturálne rozpočtové saldo by sa malo počas sledovaného obdobia do určitej miery zlepšiť, hoci pomalším tempom ako v predchádzajúcich rokoch. K tomuto zlepšeniu prispieva najmä predpokladaný pokračujúci mierny rast výdavkov verejnej správy. Pomer hrubého dlhu verejnej správy k HDP

v eurozóne by mal v roku 2014 podľa projekcií dosiahnuť maximálnu hodnotu 93,4 % a neskôr by mal klesať až na 91,1 % v roku 2016.

V nasledujúcich boxoch sa uvádzajú určité analýzy citlivosti (box 2), poznámky k rizikám, ktorým čelí eurozóna v súvislosti s krízou na Ukrajine (box 3) a porovnanie s inými dostupnými prognózami (box 4).

## Box 2

### ANALÝZY 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, citlivosť projekcií na alternatívny vývoj týchto základných predpokladov môže pomôcť pri analýze rizík spojených s projekciami. Tento box sa zaoberá neistotou v spojitosti s tromi kľúčovými základnými predpokladmi a citlivosťou projekcií na tieto predpoklady.<sup>1</sup>

#### 1) ALTERNATÍVNY VÝVOJ CIEN ROPY

Predpoklady cien ropy v aktuálnych projekciách odborníkov Eurosystemu sú odvodené z očakávaní trhu meraných cenami ropných futures, z ktorých vyplýva pokles cien ropy počas sledovaného obdobia (box 1). S týmto profilom vývoja sa však aj naďalej spája neistota, ktorá sa týka vývoja ponuky i dopytu.

Očakávaný pokles cien ropy môže byť odrazom mienky trhu, že produkcia ropy v niekoľkých krajinách OPEC, ktorá sa v poslednom čase znížila v dôsledku politickej nestability alebo geopolitického napätia, sa čiastočne obnoví a/alebo bude vykompenzovaná zvýšením produkcie bridlicovej ropy v Spojených štátoch. V prípade neočakávaných geopolitických udalostí na strane hlavných producentov ropy v krátkodobom horizonte alebo výraznejšieho svetového oživenia v strednodobom horizonte by však mohlo dôjsť k zaznamenaniam vyšších cien ropy.

Vyššie než predpokladané ceny ropy sú však celkovo v kontexte svetového oživenia podľa všetkého pravdepodobné. Táto analýza citlivosti preto berie do úvahy výraznejšiu úpravu vývoja cien ropných futures nahor.<sup>2</sup> Alternatívny vývoj predpokladá, že ceny ropy budú v rokoch 2014, 2015 a 2016 o 1 %, 7 % a 13 % nad úrovňou cien futures. Podľa makroekonomických modelov odborníkov Eurosystemu by vyššie ceny ropy spôsobili, že inflácia HICP by bola v rokoch 2015 a 2016 o 0,2 percentuálneho bodu nad úrovňou základnej projekcie. Vyššie ceny ropy by zároveň pribrzdili rast reálneho HDP, ktorý by bol v rokoch 2015 a 2016 nižší o 0,1 percentuálneho bodu.

#### 2) NIŽŠÍ ZAHRANIČNÝ DOPYT

V posledných rokoch podľa všetkého došlo k zmene prepojenia medzi svetovým obchodom a rastom svetového HDP. Pred finančnou krízou svetový dovoz zvyčajne rástol podstatne rýchlejšie ako hospodárska aktivita (historická elasticita obchodu voči rastu aktivity od roku 1982 do roku 2007 predstavovala 1,8). Od roku 2011 však svetový HDP a dovoz rastú rovnakým tempom (elasticita v období rokov 2011 až 2013 predstavovala v priemere 1,1). Svetový obchod sa začiatkom roka 2014 o niečo zmiernil a pokračoval tak v období pomerne nevýrazného vývoja.

Základný scenár projekcií predpokladá postupné oživenie intenzity svetového obchodu počas sledovaného obdobia, hoci dlhodobá elasticita voči aktivite by mala byť v porovnaní s obdobím pred krízou o niečo nižšia. Táto analýza citlivosti berie do úvahy vplyvy nižšieho profilu svetového dovozu a zahraničného dopytu eurozóny. Predpokladá sa, že elasticita svetového obchodu zostane na úrovni podobnej ako v nedávnej minulosti, t. j. na úrovni 1,1. Z toho vyplýva spomalenie rastu zahraničného dopytu eurozóny o 0,3 percentuálneho bodu v roku 2014 a o 1,4 percentuálneho bodu v rokoch 2015 a 2016.



Z výsledkov makroekonomických modelov odborníkov Eurosystemu vyplýva pomalší rast reálneho HDP (-0,2 percentuálneho bodu v rokoch 2015 a 2016) a nižšia inflácia HICP v roku 2016 (-0,1 percentuálneho bodu).

### 3) DODATOČNÁ ROZPOČTOVÁ KONSOLIDÁCIA

Ako sa uvádza v boxe 1, v prípade predpokladov týkajúcich sa rozpočtovej politiky sa do úvahy berú všetky opatrenia rozpočtovej politiky, ktoré už schválil parlament, resp. podrobne vypracované opatrenia vlády, ktoré budú pravdepodobne v rámci legislatívneho konania schválené. Opatrenia zahrnuté do základného scenára projekcií v prípade väčšiny krajín nie sú dostatočné na splnenie požiadaviek na rozpočtovú konsolidáciu v rámci nápravnej a preventívnej časti Paktu stability a rastu. Záväzok splniť tieto požiadavky je vo všeobecnosti vyjadrený v programoch stability z roku 2014 a v dokumentoch programov EÚ a MMF. Samotné opatrenia na dosiahnutie týchto cieľov však často chýbajú, alebo nie sú vypracované dostatočne podrobne. V základnej projekcii preto nie sú zohľadnené, najmä na obdobie rokov 2015 až 2016, ktoré v prípade väčšiny krajín do aktuálneho rozpočtu nie je zahrnuté. Preto je nevyhnutné, a zároveň pravdepodobné, že popri opatreniach, ktoré sú už do základného scenára zahrnuté, väčšina vlád do roku 2016 prijme dodatočné opatrenia rozpočtovej konsolidácie.

#### Predpoklady analýzy fiškálnej citlivosti

Východiskovým bodom analýzy fiškálnej citlivosti je „fiškálna medzera“ medzi vládnymi rozpočtovými cieľmi a základnými projekciami rozpočtového vývoja. Rozsah pravdepodobnej dodatočnej rozpočtovej konsolidácie sa vyhodnocuje na základe podmienok a informácií (špecifických pre danú krajinu) týkajúcich sa rozsahu a zloženia konsolidácie. Informácie špecifické pre jednotlivé krajiny majú predovšetkým poukázať na neistotu súvisiacu s rozpočtovými cieľmi, pravdepodobnosť dodatočných opatrení rozpočtovej konsolidácie a súvisiace makroekonomické spätné vplyvy.

Na základe tohto prístupu bol rozsah dodatočnej konsolidácie v eurozóne vyhodnotený na úrovni približne 0,1 % HDP v roku 2014, zatiaľ čo na rok 2015 sa predpokladajú ďalšie pravdepodobné dodatočné opatrenia (približne 0,4 % HDP) a o niečo menší rozsah v roku 2016 (približne 0,2 % HDP), z čoho vyplýva kumulatívny rozsah dodatočnej konsolidácie do konca roka 2016 na úrovni približne 0,7 % HDP. Pokiaľ ide o zloženie rozpočtových opatrení, analýza citlivosti sa snaží zohľadniť profily špecifické pre jednotlivé krajiny a obdobia v prípade najpravdepodobnejších dodatočných opatrení konsolidácie. Súčasná analýza uskutočňovaná na úrovni eurozóny ako celku poukazuje na to, že rozpočtová konsolidácia sa zameriava na výdavkovú stranu rozpočtu, hoci zahŕňa aj zvyšovanie nepriamych a priamych daní a príspevkov na sociálne zabezpečenie.

#### Makroekonomický vplyv dodatočnej rozpočtovej konsolidácie

V nasledujúcej tabuľke sú zhrnuté výsledky simulácie vplyvu na rast reálneho HDP a infláciu HICP v eurozóne vyplývajúce z analýzy fiškálnej citlivosti, v rámci ktorej bol použitý model eurozóny vypracovaný ECB (New Area-Wide Model – NAWM<sup>3</sup>).

Vplyv dodatočnej rozpočtovej konsolidácie na rast reálneho HDP v roku 2014 je obmedzený, v roku 2015 predstavuje podľa odhadov približne -0,3 percentuálneho bodu a v roku 2016 približne -0,2 percentuálneho bodu. Vplyv na infláciu HICP v roku 2015 predstavuje podľa odhadov približne 0,1 percentuálneho bodu.

Súčasná analýza teda poukazuje na určité riziká poklesu základnej projekcie rastu reálneho HDP predovšetkým v rokoch 2015 a 2016, keďže do základného scenára nie sú zahrnuté všetky zamýšľané opatrenia rozpočtovej konsolidácie. Zároveň poukazuje na menšie riziká vyššej inflácie, keďže na základe hodnotenia bude zdrojom časti dodatočnej konsolidácie zvyšovanie nepriamych daní.

Je dôležité poznamenať, že táto analýza fiškálnej citlivosti sa zameriava len na potenciálne krátkodobé vplyvy pravdepodobnej dodatočnej rozpočtovej konsolidácie. Hoci aj vhodne navrhnuté opatrenia rozpočtovej konsolidácie majú často negatívne krátkodobé vplyvy na rast reálneho HDP, tieto opatrenia majú aj pozitívne dlhodobejšie vplyvy na hospodársku aktivitu, ktoré v horizonte tejto analýzy nie sú

viditeľné.<sup>4</sup> Výsledky tejto analýzy by sa preto nemali interpretovať ako pokusy o spochybnenie potreby dodatočných opatrení rozpočtovej konsolidácie v sledovanom období. Pokračujúce úsilie o rozpočtovú konsolidáciu je nevyhnutné v záujme obnovenia stabilných verejných financií v eurozóne. Nedostatočné úsilie o rozpočtovú konsolidáciu by mohlo mať nepriaznivý vplyv na oceňovanie štátnych dlhopisov. Okrem toho by sa mohla oslabiť aj dôvera, čo by malo nepriaznivý vplyv na hospodárske oživenie.

#### Odhadovaný makroekonomický vplyv dodatočnej rozpočtovej konsolidácie na rast HDP a infláciu HICP v eurozóne

(v % HDP)	2014	2015	2016
Vládne rozpočtové ciele <sup>1)</sup>	-2,5	-1,8	-1,2
Základné projekcie rozpočtového vývoja	-2,5	-2,3	-1,9
Dodatočná rozpočtová konsolidácia (v kumulatívnom vyjadrení) <sup>2)</sup>	0,1	0,5	0,7
Vplyv dodatočnej rozpočtovej konsolidácie (v percentuálnych bodoch) <sup>3)</sup>			
Rast reálneho HDP	-0,1	-0,3	-0,2
Inflácia HICP	0,0	0,1	0,0

1) Nominálne ciele, ktoré sú v prípade príslušných krajín uvedené v najnovších dokumentoch programov EÚ a MMF a v prípade ostatných krajín v aktualizovaných programoch stability z roku 2014.

2) Analýza citlivosti založená na hodnoteniach odborníkov Eurosystemu.

3) Odchýlky od základného scenára v percentuálnych bodoch v prípade rastu reálneho HDP a inflácie HICP (v oboch prípadoch v ročnom vyjadrení). Simulácia makroekonomického vplyvu bola uskutočnená pomocou modelu eurozóny vypracovaného ECB (New Area-Wide Model).

1 Všetky simulácie sa uskutočnili za predpokladu nezmenenej menovej politiky a akýchkoľvek iných premenných týkajúcich sa technických predpokladov a medzinárodného prostredia eurozóny.

2 Podrobný opis modelu použitého na odvodenie tejto úpravy je v publikácii „Risk-adjusted forecasts of oil prices“, Pagano, P. a Pisani, M., The B.E. Journal of Macroeconomics, roč. 9, vydanie 1, článok 24, 2009.

3 New Area-Wide Model bližšie opisujú Christoffel K., Coenen G. a Warne A. v publikácii „The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis“, Working Paper Series, č. 944, ECB, október 2008.

4 Podrobnejšiu analýzu makroekonomických vplyvov rozpočtovej konsolidácie uvádza box „Fiscal multipliers and the timing of consolidation“, Mesačný bulletin, ECB, apríl 2014.

#### Box 3

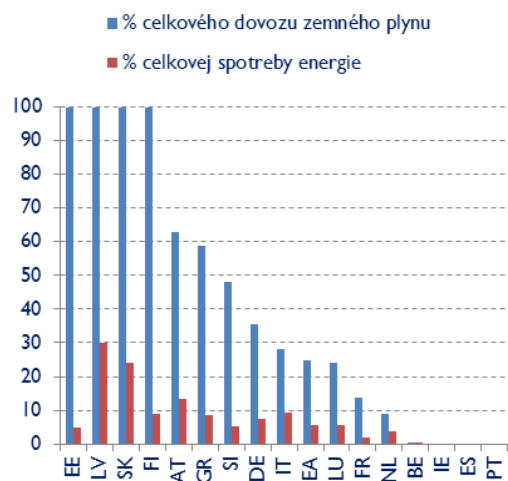
### RIZIKÁ, KTORÝM ČELÍ EUROZÓNA V SÚVISLOSTI S KRÍZOU NA UKRAJINE

Obavy z možného vystupňovania napätia medzi Ukrajinou a Ruskom sa v poslednom období zvýšili. Tento box hodnotí riziká, ktorým je eurozóna vystavená zo strany Ruska a Ukrajiny, a opisuje hlavné kanály, prostredníctvom ktorých by mohla byť eurozóna zasiahnutá v prípade ďalšieho zintenzívnenia krízy a uvalenia ďalších sankcií na Rusko.

Kríza mala zatiaľ značný nepriaznivý vplyv na ukrajinskú a ruskú ekonomiku, ale vplyv na ekonomiku eurozóny bol doteraz len obmedzený. Hoci na „tvrdých“ údajoch sa zatiaľ vplyv krízy podľa všetkého takmer neprejavil, neoficiálne údaje poukazujú na pravdepodobne zvýšenú neistotu v dôsledku krízy. Ceny akcií a komodít však zatiaľ zostávajú pomerne stabilné.

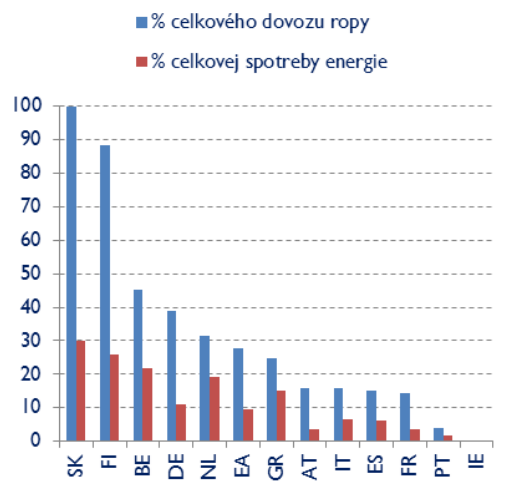
Hlavnými potenciálnymi kanálmi prenosu nepriaznivých vplyvov do eurozóny sú obchodné a finančné väzby skôr s Ruskom ako s Ukrajinou. Eurozóna dováža z Ruska značný objem energie – približne 25 % celkového dovozu zemného plynu a takmer 30 % celkového dovozu ropy (grafy A a B). Niektoré krajiny eurozóny dovážajú zemný plyn takmer výhradne z Ruska. Do Ruska a v menšej miere na Ukrajinu zároveň smeruje vývoz z eurozóny. Približne 5 % vývozu tovaru z eurozóny smeruje do Ruska, zatiaľ čo vývoz z eurozóny na Ukrajinu predstavuje približne 1 % (graf C). Pokiaľ ide o finančnú expozíciu, pohľadávky bánk krajín eurozóny voči Rusku zodpovedajú približne 1 % HDP eurozóny (graf D). Obchodné a finančné väzby s Ruskom sa však v prípade jednotlivých krajín eurozóny do značnej miery líšia.

**Graf A Dovoz zemného plynu z Ruska (v roku 2011)**  
(%)



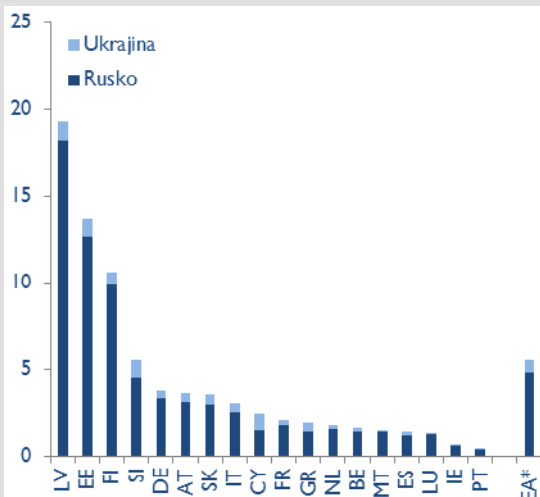
Zdroj: Eurostat.  
Poznámky: Údaje za Cyprus a Maltu nie sú k dispozícii. Krajiny sú zoradené podľa percentuálneho podielu dovozu zemného plynu z Ruska na celkovom dovoze zemného plynu.

**Graf B Dovoz ropy z Ruska (v roku 2011)**  
(%)



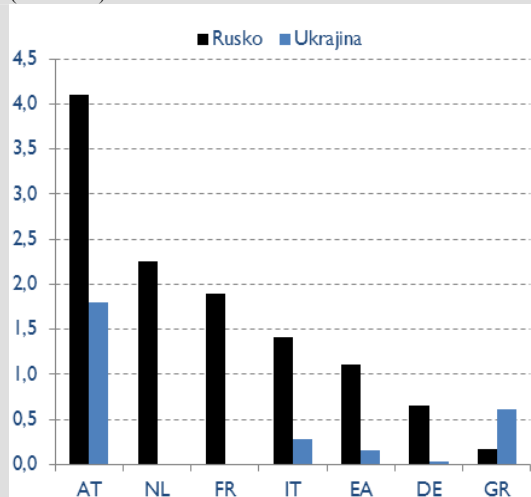
Zdroj: Eurostat.  
Poznámky: Údaje za Estónsko, Cyprus, Lotyšsko, Luxembursko, Maltu a Slovinsko nie sú k dispozícii. Krajiny sú zoradené podľa percentuálneho podielu dovozu ropy z Ruska na celkovom dovoze ropy.

**Graf C Vývoz tovaru do Ruska a na Ukrajinu (2013 Q3)**  
(v % celkového vývozu tovaru)



Zdroj: MMF a výpočty ECB.  
Poznámky: Krajiny sú zoradené podľa percentuálneho podielu vývozu tovaru do Ruska a na Ukrajinu na celkovom vývoze tovaru.  
\* Očistené od vplyvu vývozu tovaru do krajín eurozóny.

**Graf D Zahranicné pohľadávky vybraných bánk krajín eurozóny (podľa krajín) voči Ukrajine a Rusku**  
(v % HDP)



Zdroj: Konsolidovaná banková štatistika BIS a ECB.  
Poznámky: Krajiny sú zoradené podľa zahraničných pohľadávok bánk eurozóny voči Rusku ako percentuálneho podielu na HDP za rok 2013. Údaje sa vo všeobecnosti vzťahujú na posledný štvrtrok (Q4) 2013; graf zobrazuje len krajiny eurozóny, ktoré vykazujú zahraničné pohľadávky svojich bánk voči Rusku a Ukrajine; Francúzsko a Holandsko v poslednej dobe nevykazovali svoje pohľadávky voči Ukrajine; najnovšie dostupné údaje za Rakúsko sú od tretieho štvrtroka (Q3) 2012. Údaj za eurozónu je len indikatívny, keďže vychádza z údajov krajín v rozličných časových bodoch.

Potenciálny nepriaznivý vplyv vyostrenia konfliktu na ekonomiku eurozóny závisí od typu sankcií uvalených Európskou úniou a Spojenými štátmi na Rusko a pravdepodobných odvetných opatrení Ruska. Hoci špecifiká takýchto sankcií nie sú známe, mohli by viesť k zvýšeniu cien ropy, zníženiu vývozu Ruska do eurozóny (s nepriaznivým vplyvom na hospodársku aktivitu v Rusku) a odlevu kapitálu vedúcemu k oslabeniu rubľa. Nepriaznivý vplyv na eurozónu by mohol mať aj pokles cien akcií a oslabenie dôvery spôsobené obavami hospodárskych subjektov v súvislosti s intenzitou krízy a jej dôsledkami.

V eurozóne by prostredníctvom týchto kanálov zrejme došlo k utlmeniu HDP najmä v dôsledku vplyvu na obchod a ceny ropy. Vyššie ceny ropy by zároveň v eurozóne viedli k vyššej inflácii HICP, než sa predpokladá v základnom scenári.

Vzhľadom na odlišnú mieru obchodnej expozície a finančných väzieb jednotlivých krajín eurozóny s Ruskom a Ukrajinou by bol prípadný vplyv krízy v jednotlivých krajinách rôzny, pričom najväčší by bol dosah v krajinách s najvyššou mierou expozície voči týmto krajinám, ako napríklad v pobaltských štátoch.

Na niektoré krajiny eurozóny môžu mať negatívny vplyv aj nepriame účinky z nepriaznivo ovplyvnených tretích krajín, napríklad vo východnej Európe. Dlhšie trvanie alebo zintenzívnenie krízy môže mať mimoriadny vplyv najmä na sektory a odvetvia, ktoré sú v prípade niektorých krajín eurozóny zvlášť dôležité, napríklad poľnohospodárstvo, potravinárstvo, nehnuteľnosti, cestovný ruch a určité bankové sektory. V neposlednom rade by boli potenciálnym narušením dodávok energie z Ruska mimoriadne nepriaznivo ovplyvnené tie krajiny eurozóny, ktoré odtiaľ dovážajú značný podiel zemného plynu a ropy.

#### Box 4

#### PROGNÓZY INÝCH INŠTITÚCIÍ

Pre eurozónu je k dispozícii viacero prognóz medzinárodných organizácií a inštitúcií zo súkromného sektora. Vzhľadom na rôzne termíny uzávierky sa však tieto prognózy nedajú porovnávať navzájom a ani s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu. Okrem toho tieto prognózy 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 (nasledujúca tabuľka).

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

(ročné percentuálne zmeny)

	Dátum zverejnenia	Rast HDP			Inflácia HICP		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Projekcie odborníkov Eurosystemu	jún 2014	1,0	1,7	1,8	0,7	1,1	1,4
		[0,6 – 1,4][0,6 – 2,8][0,5 – 3,1][0,6 – 0,8][0,5 – 1,7][0,6 – 2,2]					
Európska komisia	máj 2014	1,2	1,7	–	0,8	1,2	–
OECD	máj 2014	1,2	1,7	–	0,7	1,1	–
Euro Zone Barometer	máj 2014	1,2	1,6	1,6	0,8	1,2	1,7
Consensus Economics Forecasts	máj 2014	1,1	1,4	1,6	0,8	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	máj 2014	1,1	1,5	1,7	0,9	1,3	1,5
MMF	apríl 2014	1,2	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Zdroje: European Commission European Economic Forecast, jar 2014; IMF World Economic Outlook, apríl 2014; OECD Economic Outlook, máj 2014; Consensus Economics Forecasts, MJEconomics a ECB Survey of Professional Forecasters.

Poznámky: V makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu 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 rozdiely v počte pracovných dní zohľadňujú.

V prognózach iných inštitúcií, ktoré sú v súčasnosti k dispozícii, sa očakáva mierne rýchlejší rast reálneho HDP v eurozóne v roku 2014 ako v projekciách odborníkov Eurosystemu. Projekcie rastu reálneho HDP na roky 2015 a 2016 sú podobné alebo mierne nižšie ako projekcie odborníkov Eurosystemu. Pokiaľ ide o infláciu, prognózy väčšiny iných inštitúcií poukazujú na priemernú ročnú infláciu HICP v roku 2014 a 2015, ktorá je blízka alebo mierne vyššia ako projekcie odborníkov Eurosystemu. V roku 2016 by mala inflácia HICP podľa iných dostupných prognóz dosiahnuť v priemere od 1,3 % do 1,7 %, zatiaľ čo podľa projekcií odborníkov Eurosystemu by mala dosiahnuť 1,4 %. V súčasnosti sa všetky dostupné prognózy pohybujú v rámci intervalov projekcií odborníkov Eurosystemu, ktoré sú uvedené v tabuľke.

© Európska centrálna banka 2014

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

Internetová stránka: <http://www.ecb.europa.eu>

Všetky práva vyhradené.

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