



# Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – marec 2017<sup>1</sup>

*Očakáva sa, že oživenie hospodárskej aktivity v eurozóne sa bude ďalej stabilizovať, a to mierne rýchlejšim tempom, než sa pôvodne predpokladalo. Počas horizontu projekcií by malo k hospodárskemu oživeniu prispievať očakávané globálne oživenie a stabilný domáci dopyt, ktorý ťaží z výrazne akomodačného nastavenia menovej politiky, výsledkov dosiahnutých v procese oddlžovania jednotlivých sektorov a pokračujúceho zlepšovania podmienok na trhu práce.*

*Očakáva sa, že nedávny nárast ceny ropy v tomto roku povedie k inflácii HICP na priemernej úrovni 1,7 %. Základné inflačné tlaky sa však v priebehu sledovaného obdobia majú budú zvyšovať iba postupne.*

## 1 Reálna ekonomika

### **Krátkodobé ukazovatele naznačujú pokračovanie výrazného rastu**

**v najbližšom období.** V poslednom štvrtroku 2016 sa reálny HDP zvýšil o 0,4 %. Oživenie sa v čoraz väčšej miere prejavuje v rôznych sektoroch aj krajinách eurozóny. Podmienky na trhu práce sa za posledné mesiace naďalej zlepšujú: miera nezamestnanosti klesá o niečo rýchlejšie, než sa očakávalo. Hoci sa ukazovatele neistoty hospodárskej politiky zvýšili, ukazovatele finančnej a ekonomickej neistoty zostávajú na nízkej úrovni (box 1). Okrem toho naďalej dochádza k zvyšovaniu dôvery, z čoho vyplýva stabilný rast v prvej polovici roka 2017.

**Počas sledovaného obdobia by sa mal reálny HDP podľa očakávaní zvýšiť o 1,8 % v roku 2017, o 1,7 % v roku 2018 a o 1,6 % v roku 2019.** Od polovice roka 2013 je hlavným faktorom oživenia domáci dopyt spolu so stabilnou súkromnou spotrebou a kladným príspevkom investičnej aktivity. Očakáva sa, že domáci dopyt bude počas horizontu projekcií aj naďalej stimulovať množstvo priaznivých faktorov, za podpory výrazne akomodačného nastavenia menovej politiky ECB. V sledovanom období by sa podľa projekcií mal zvýšiť aj vývoz z eurozóny, ktorý by mal ťažiť

<sup>1</sup> Tieto makroekonomické projekcie odborníkov ECB slúžia Rade guvernérov ako podklad pri hodnotení hospodárskeho vývoja a rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. Projekcie vypracované odborníkmi ECB alebo Eurosystemu, nie sú schvaľované Radou guvernérov ani nevyhnutne neodrážajú jej stanoviská k výhľadu vývoja eurozóny. Informácie o použitých postupoch a technikách sú uvedené v publikácii ECB *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* z júla 2016, ktorá je k dispozícii na internetovej stránke ECB. Dňom uzávierky technických predpokladov, ako sú ceny ropy a výmenné kurzy, bol 14. február 2017 (box 2). Dňom uzávierky ďalších informácií zahrnutých v projekciách bol 20. február 2017, s výnimkou štvrtročných národných účtov za Nemecko vydaných 23. februára.

Toto vydanie makroekonomických projekcií sa vzťahuje na obdobie rokov 2016 až 2019. Projekcie na takto 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.

z očakávaného oživenia svetového obchodu a predchádzajúceho oslabenia kurzu eura.

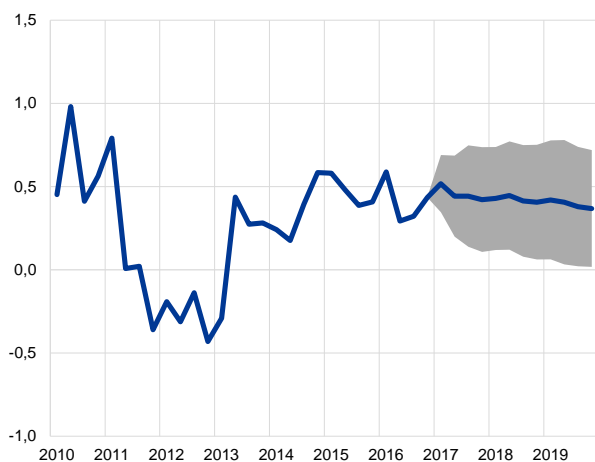
## Graf 1

### Makroekonomické projekcie<sup>1)</sup>

(štvrtročné údaje)

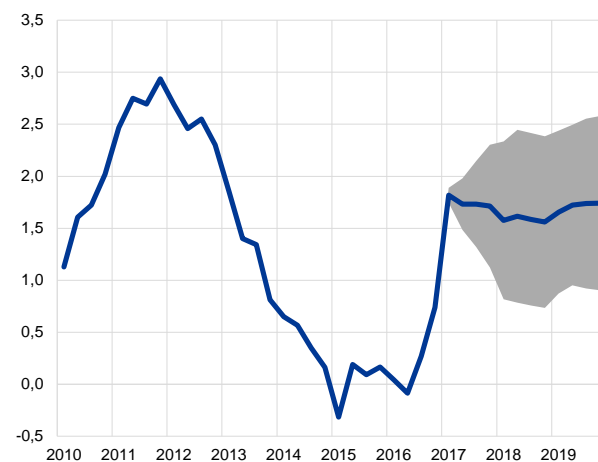
#### Reálny HDP eurozóny<sup>2)</sup>

(medzištvrtročná percentuálna zmena)



#### HICP eurozóny

(medziročná percentuálna zmena)



1) Uvedené intervaly okolo stredových hodnôt projekcií vychádzajú z rozdielov medzi skutočnými hodnotami a projektovanými hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty uvedených 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.

## Box 1

Význam neistoty spojenej s hospodárskou politikou pre výhľad hospodárskeho vývoja v eurozóne

### Ukazovateľ neistoty spojenej s hospodárskou politikou (economic policy uncertainty – EPU) sa v posledných mesiacoch prudko zvýšil.<sup>2</sup>

Jeho nárast pravdepodobne súvisel s výsledkami referenda v Spojenom kráľovstve o vystúpení z EÚ a výsledkami volieb v Spojených štátoch. V súčasnosti môže tento ukazovateľ tiež odrážať neistotu spojenú s blížiacimi sa voľbami v niekoľkých krajinách eurozóny. Tento box vysvetľuje podstatu ukazovateľa EPU, zasadzuje ho do širších súvislostí merania neistoty a na záver konštatuje, že jeho relevantnosť pri prognózovaní výhľadu hospodárskeho vývoja je v súčasnej situácii pravdepodobne dosť obmedzená.

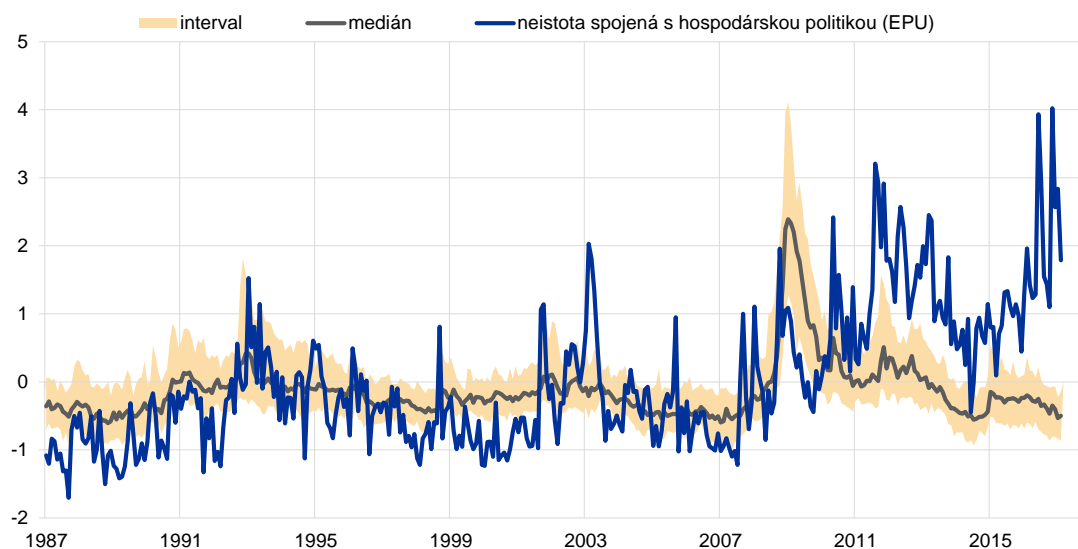
**Zvýšená neistota spojená s hospodárskou politikou môže mať v zásade nepriaznivý vplyv na hospodársku aktivitu, pretože môže podniky viesť k odkladaniu alebo rušeniu investičných rozhodnutí až do doby, kým neistota neustúpi.** Neistota môže mať nepriaznivý vplyv aj na rozhodovanie domácností v prípade väčších nákupov. Vysoká miera neistoty môže navyše

<sup>2</sup> Ukazovateľ neistoty spojenej s hospodárskou politikou počíta frekvenciu článkov, ktoré obsahujú slová „neistý“ alebo „neistota“ a „hospodársky“ alebo „hospodárstvo“ a jedno z radu slov používaných v súvislosti s menovou politikou, napríklad „deficit“ alebo „regulácia“, v popredných novinách. Viac informácií v dokumente Baker, S., Bloom, N. a Davis, S., „NBER Working Paper Series“, *NBER Working Paper Series*, č. 21633, október 2015.

domácnosti viesť k zvyšovaniu preventívnych úspor. V neposlednom rade môže neistota na hospodársku aktivitu nepriaznivo vplyvať prostredníctvom vyšších nákladov financovania zapríčinených nárastom rizikových prémii a môže znížiť ochotu bánk poskytovať úvery domácnostiam a podnikom.<sup>3</sup>

## Vybrané indexy neistoty v eurozóne

(štandardná odchýlka od priemeru)



Zdroje: Baker/Bloom/Davis, Consensus Economics, Eurostat, Európska komisia, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: sivé pruhy znázorňujú recesiu v eurozóne podľa Centre for Economic Policy Research (CEPR). Interval znázorňuje 25. až 75. percentil približne 130 ukazovateľov neistoty (týkajúcich sa finančnej a hospodárskej neistoty a neistoty spojenej s prognózami a hospodárskou politikou) odhadovaných pre eurozónu.

**Napriek nedávnomu zvýšeniu neistoty spojenej s hospodárskou politikou je však najnovší hospodársky vývoj v eurozóne podľa všetkého stabilnejší.** Hospodárske oživenie v eurozóne je v porovnaní s predchádzajúcimi oživeniami plošnejšie<sup>4</sup>; zároveň ho stimuluje prevažne domáci dopyt, vďaka čomu je menej citlivé na zahraničné šoky. Okrem toho sú všetky inštitucionálne sektory v súčasnosti oveľa stabilnejšie ako v predkrízovom období, keďže ich zadlženosť klesla na udržateľnejšiu úroveň. Dôvera domácností a podnikov zostáva na veľmi vysokej úrovni a ceny na finančných trhoch zjavne nezahŕňajú významné riziká mimoriadnych udalostí.

**Medzi zvýšenou neistotou spojenou s hospodárskou politikou a pomerne nízkou úrovňou ostatných ukazovateľov hospodárskej a finančnej neistoty je v súčasnosti výrazný rozdiel.**

Graf znázorňuje medián približne 130 indexov neistoty odhadovaných za eurozónu, 25. až 75. percentil týchto indexov a ukazovateľ EPU.<sup>5</sup> Medián všetkých ukazovateľov má oproti jednotlivým indexom neistoty tú výhodu, že lepšie vystihuje rôzne rozmery neistoty, zatiaľ čo pásмо 25. až 75. percentilu zohľadňuje neistotu spojenú s týmito ukazovateľmi neistoty a eliminuje mimoriadne hodnoty. Z mediánu a 25. až 75. percentilu ukazovateľov neistoty pre eurozónu

<sup>3</sup> Rôznymi transmisívnymi kanálmi neistoty sa zaoberá Bloom, N., „Fluctuations in uncertainty“, *Journal of Economic Perspectives*, zv. 28, č. 2, 2014, s. 153 – 176.

<sup>4</sup> Pozri box 1 „Hospodársky rast v eurozóne sa rozširuje“, *Ekonomický bulletin*, č. 1, ECB, 2017.

<sup>5</sup> Prehľad je uvedený v článku „The impact of uncertainty on activity in the euro area“, *Ekonomický bulletin*, č. 8, ECB, 2016. Pozri aj Haddow, A., Hare, C., Hooley, J. a Shakir, T., „Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?“, *Štvrtročný bulletin*, druhý štvrtrok, Bank of England, 2013.

v súčasnosti vyplýva nízka úroveň neistoty. Ukazovateľ EPU v súčasnej situácii naopak evidentne predstavuje mimoriadnu hodnotu, a to ešte vo väčšej miere, než v priebehu posledných šiestich rokov.

**Ukazovateľ EPU nemusí byť v súčasnej situácii nevyhnutne spoľahlivým signálom zvýšenej neistoty.** Po prvé, ukazovateľ EPU nerozlišuje medzi neistotou spojenou s domácou a zahraničnou politikou. Ak teda podniky a spotrebiteľia rozlišujú medzi domácimi a zahraničnými zdrojmi neistoty, pričom sa v prevažnej miere sústredia na domáce zdroje neistoty, mohlo by to vysvetľovať voľnú koreláciu medzi ukazovateľom EPU a inými ukazovateľmi neistoty i jeho obmedzený empirický význam pre prognózovanie hospodárskych trendov v eurozóne. Po druhé, ukazovateľ EPU vychádza iba z článkov publikovaných v dvoch popredných novinách v každej krajine: takáto malá vzorka nemusí reprezentovať vnímanie širokej verejnosti. Po tretie, ukazovateľ EPU je oveľa volatilnejší než iné ukazovatele a často zaznamenáva prudký rast i v čase, keď hodnoty iných ukazovateľov zostávajú mierne alebo keď hospodárska aktivita zostáva zjavne nenarušená. Tento ukazovateľ je preto v projekciách hospodárskeho vývoja potrebné používať obozretne.<sup>6</sup>

**Rast súkromnej spotreby by mal počas horizontu projekcií zostať výrazný.**

Vzhľadom na zlepšujúce sa všeobecné ekonomické očakávania a priaznivejšie individuálne finančné očakávania zostáva spotrebiteľská dôvera v posledných mesiacoch na vysokej úrovni. I vzhľadom na zlepšujúce sa podmienky na trhu práce sa očakáva, že súkromná spotreba bude v blízkej budúcnosti ďalej rásť.

**Rast nominálneho disponibilného príjmu zostáva výrazný.** Príspevok hrubých miezd a plátov k rastu nominálneho disponibilného príjmu by sa mal počas horizontu projekcií zvýšiť.

**Priaznivé podmienky poskytovania bankových úverov, ku ktorým prispievajú menovopolitické opatrenia ECB, by mali podporiť rast súkromnej spotreby.**

Hoci nízke úrokové sadzby ovplyvnili úrokové výnosy i úrokové náklady domácností, majú tendenciu redistribuovať zdroje od čistých sporiteľov k čistým dlžníkom. Keďže dlžníci majú zvyčajne väčší hraničný sklon k spotrebe, táto redistribúcia by mala ďalej podporovať agregátnu súkromnú spotrebu. K spotrebe by mal prispievať aj pokrok dosiahnutý v oddlžovaní a projektovaný rast čistého majetku domácností vzhľadom na ďalší rast cien nehnuteľností na bývanie.

**Vyššie ceny ropy však majú nepriaznivý vplyv na reálny disponibilný príjem, hoci sa očakáva, že vplyv na spotrebu bude čiastočne kompenzovať vyhladzovanie spotreby.**

Miera úspor sa od polovice roka 2015 do polovice roka 2016 zvyšovala, keďže domácnosti si odkladali časť z neočakávaných dodatočných príjmov z predchádzajúceho poklesu cien ropy. Odhaduje sa, že tento dočasný efekt začal odznievať v druhej polovici roka 2016 a že v priebehu roka 2017 v tom bude pokračovať, k čomu prispeje aj nedávny nárast cien ropy. Po zvyšok horizontu projekcií by mala miera úspor zostať na nezmenenej úrovni, keďže tlaky na

<sup>6</sup> Pozri aj Forbes, K., „Uncertainty about uncertainty“, prejav prednesený na konferencii J. P. Morgan Cazenove „Best of British“, Londýn, 23. novembra 2016, ktorý v prípade Spojeného kráľovstva vyvodzuje podobné závery.

znižovanie úspor vyplývajúce z klesajúcej nezamestnanosti, zlepšovania úverových podmienok a nízkych úrokových sadzieb sú kompenzované rastovými tlakmi vyplývajúcimi z pretrvávajúcej potreby oddľžovania a procyklického vyhladzovania spotreby.

## Box 2

Technické predpoklady pre úrokové miery, výmenné kurzy a ceny komodít

**V porovnaní s projekciami z decembra 2016 technické predpoklady zahŕňajú o niečo vyššie dlhodobé úrokové sadzby, výrazne vyššie ceny ropy v amerických dolároch a mierne zhodnotenie efektívneho výmenného kurzu eura.** Technické predpoklady týkajúce sa úrokových sadzieb a cien komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 14. februára 2017.

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 2017, -0,2 % v roku 2018 a 0,0 % v roku 2019. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne by podľa očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 1,3 % v roku 2017, 1,6 % v roku 2018 a 1,9 % v roku 2019.<sup>7</sup> V porovnaní s projekciami z decembra 2016 zostávajú trhové očakávania týkajúce sa krátkodobých úrokových mier nezmenené, zatiaľ čo očakávania dlhodobých sadzieb boli upravené o 10 – 20 bázických bodov nahor. Vzhľadom na vývoj forwardových trhových úrokových mier a postupné premietanie zmien trhových úrokových mier do sadzieb úverov sa v roku 2017 očakáva, že kompozitné sadzby bankových úverov poskytovaných nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny zostanú v podstate nezmenené a v rokoch 2018 a 2019 sa mierne zvýšia.

Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures počas dvojtýždňového obdobia končiaceho sa dňom uzávierky 14. februára sa predpokladá, že cena ropy Brent stúpne zo 44,0 USD za barel v roku 2016 na 56,4 USD za barel v roku 2017, pričom v roku 2018 by mala stúpnuť na 56,5 USD za barel a v roku 2019 klesnúť na 55,9 USD za barel. Z tohto vývoja vyplýva, že v porovnaní s decembrovými projekciami sú ceny ropy v USD vyššie o 14,3 % v roku 2017, o 7,3 % v roku 2018 a o 2,5 % v roku 2019. Predpokladá sa, že ceny neenergetických komodít v amerických dolároch budú v roku 2017 výrazne rásť a neskôr sa ich rast spomalí.<sup>8</sup>

Predpokladá sa, že vzájomné výmenné kurzy zostanú počas sledovaného obdobia nezmenené na priemernej úrovni za dvojtýždňové obdobie končiace sa dňom uzávierky 14. februára. Z toho vyplýva priemerný výmenný kurz amerického dolára v období 2017 až 2019 na úrovni 1,07 USD/EUR, v porovnaní s úrovňou 1,09 USD/EUR z decembrových projekcií. Efektívny výmenný kurz eura (voči 38 obchodným partnerom) je v období 2017 až 2019 v porovnaní s decembrovými projekciami o 1,3 % nižší.

<sup>7</sup> Predpoklad týkajúci sa nominálnych výnosov desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne vychádza z váženého priemeru výnosov referenčných desaťročných dlhopisov v krajinách eurozóny, váženého ročnými hodnotami HDP a zohľadňujúceho budúci vývoj na základe nominálneho výnosu všetkých desaťročných dlhopisov v eurozóne vypočítaného ECB, pričom počiatočný rozdiel medzi obomi časovými radmi sa počas sledovaného obdobia nemení. Predpokladá sa, že spready medzi výnosmi štátnych dlhopisov krajín eurozóny a príslušným priemerom za eurozónu sú počas sledovaného obdobia konštantné.

<sup>8</sup> Predpoklady týkajúce sa cien ropy a potravinových komodít vychádzajú z cien futures do konca sledovaného obdobia. V prípade ostatných neenergetických nepoľnohospodárskych komodít sa predpokladá, že ich ceny budú do prvého štvrťroka 2018 vychádzať z cien futures a neskôr sa budú vyvíjať podľa svetovej hospodárskej aktivity.

## Technické predpoklady

	marec 2017				december 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Trojmesačná sadzba EURIBOR (v % p. a.)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov (v % p. a.)	0,8	1,3	1,6	1,9	0,8	1,2	1,5	1,7
Cena ropy (v USD za barel)	44,0	56,4	56,5	55,9	43,1	49,3	52,6	54,6
Ceny neenergetických komodít v USD (ročná percentuálna zmena)	-3,9	13,2	3,5	4,6	-4,0	6,6	3,8	4,5
Výmenný kurz USD/EUR	1,11	1,07	1,07	1,07	1,11	1,09	1,09	1,09
Nominálny efektívny výmenný kurz eura (EER38) (ročná percentuálna zmena)	3,7	-1,0	0,0	0,0	3,8	0,1	0,0	0,0

**Oživenie rezidenčných investícií v eurozóne by malo pokračovať.** V roku 2016 došlo k citeľnému oživeniu investícií do nehnuteľností na bývanie, ku ktorému prispel výrazný rast disponibilného príjmu a priaznivé podmienky financovania. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, projektované zvýšenie rastu nominálneho disponibilného príjmu, veľmi nízke sadzby hypotekárnych úverov a obmedzené alternatívne investičné príležitosti by mali prispieť k ďalšiemu oživovaniu investícií do nehnuteľností na bývanie. O priaznivom výhľade vývoja investícií do nehnuteľností na bývanie svedčí aj rastúci počet stavebných povolení a dopyt po úveroch na kúpu týchto nehnuteľností vďaka uvoľňovaniu podmienok poskytovania bankových úverov. V niektorých krajinách eurozóny sa okrem toho podľa všetkého skončil proces korekcie trhov s nehnuteľnosťami na bývanie a ich ceny vo viacerých krajinách rastú. Očakáva sa však, že vysoká nezamestnanosť a pretrvávajúca potreba oddľžovania v niektorých krajinách budú investícií do nehnuteľností na bývanie aj naďalej brzdiť. V iných krajinách by mala dynamiku týchto investícií tmiť ich už vysoká úroveň v pomere k disponibilnému príjmu, ako aj nepriaznivý demografický vývoj.

**Podnikové investície by mali zaznamenať oživenie.** Očakáva sa, že vývoj podnikových investícií bude podporovať viacero faktorov: vzhľadom na priaznivé očakávania v oblasti produkcie, rast objednávok a obrát v očakávaniach vývoja predajných cien aj naďalej dochádza k zvyšovaniu dôvery podnikov; miera využitia kapacít presahuje svoju priemernú úroveň pred krízou; podmienky financovania zostávajú veľmi priaznivé; domáci dopyt by mal byť aj naďalej stabilný a zahraničný dopyt by sa mal posilniť; po niekoľkých rokoch tlmenej investičnej aktivity vznikla potreba modernizácie kapitálových statkov; a v kontexte vysokolikvidného nefinančného podnikového sektora sa tiež očakáva zrýchlenie rastu ziskových marží. V dôsledku pozorovaného citeľného oživenia cien akcií v posledných rokoch a obmedzeného rastu dlhového financovania sa priemerný pomer dlhu k celkovým aktívam v nefinančnom podnikovom sektore dostal na historicky nízku úroveň. Oživenie podnikových investícií však bude naďalej brzdiť nepružnosť na trhu tovarov a služieb, očakávania pomalšieho rastu potenciálneho produktu než v minulosti a pretrvávajúca potreba oddľžovania v niektorých krajinách eurozóny. Navyše nízka ziskovosť bánk a stále vysoký stav problémových úverov v súvahách bánk v mnohých krajinách naďalej ovplyvňujú sprostredkovateľskú kapacitu niektorých bankových sektorov.

### Box 3

#### Medzinárodné prostredie

**Oživenie rastu svetovej hospodárskej aktivity by malo pokračovať.** Nedávno zverejnené údaje potvrdzujú očakávané zlepšenie svetovej hospodárskej aktivity v druhej polovici roka 2016 a poukazujú na pokračujúci rast v blízkej budúcnosti. Výhľad vývoja vo vyspelých a rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách je však aj naďalej rôznorodý. Pokiaľ ide o vyspelé ekonomiky, očakáva sa, že v Spojených štátoch budú hospodársku aktivitu podporovať priaznivé finančné podmienky, zlepšujúce sa podmienky na trhu práce a stimuly rozpočtovej politiky, zatiaľ čo na strednodobé vyhliadky hospodárskeho rastu v Spojenom kráľovstve bude vplyvať zvýšená neistota, a v Japonsku by tempo ekonomickej expanzie malo zostať mierne. Na rozvíjajúcich sa trhoch predstavuje stabilný rast v niektorých veľkých ekonomikách spolu s pozvoľným ústupom hlbokéj recesie na strane niektorých väčších vývozcov komodít hlavnú oporu globálneho rastu, hoci postupné spomaľovanie čínskej ekonomiky bude tento rast aj naďalej brzdiť. Očakáva sa, že celkový vplyv zvýšenia cien ropy na svetovú hospodársku aktivitu bude obmedzený: hoci ich zvýšenie do určitej miery stimuluje aktivitu producentov ropy, tieto ekonomiky vzhľadom na výrazné klesanie ceny ropy od roku 2014 stále čelia potrebám výraznej korekcie (vrátane rozpočtovej konsolidácie). Zároveň sa očakáva, že spotrebiteľia v krajinách dovážajúcich komodity absorbujú časť šoku prostredníctvom nižšej miery úspor. Svetová hospodárska aktivita (bez eurozóny) by podľa projekcií mala zrýchliť z 3,1 % v roku 2016 na 3,5 % v roku 2017 a na 3,8 % v rokoch 2018 a 2019: v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami bola teda upravená mierne nahor.

#### Medzinárodné prostredie

(ročná percentuálna zmena)

	marec 2017				december 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Svetový reálny HDP (bez eurozóny)	3,1	3,5	3,8	3,8	3,0	3,5	3,7	3,8
Svetový obchod (bez eurozóny) <sup>1)</sup>	1,2	3,4	3,7	3,8	0,9	2,8	3,7	3,8
Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny <sup>2)</sup>	1,6	2,8	3,4	3,5	1,5	2,4	3,4	3,6

1) Vážený priemer dovozov.

2) Vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

**Svetový obchod sa v druhej polovici roka 2016 zlepšil a očakáva sa, že počas horizontu projekcií si svoju dynamiku zachová.** V strednodobom horizonte sa vzhľadom na oživenie svetovej hospodárskej aktivity očakáva rast svetového obchodu (tabuľka). V porovnaní s projekciami z decembra 2016 bol zahraničný dopyt po produkcii eurozóny upravený nahor o 0,4 percentuálneho bodu na rok 2017, pričom neskôr zostáva zhruba nezmenený.

**Vývoz z eurozóny by podľa projekcií malo podporiť oživenie svetového dopytu a mierne slabší kurz eura.** Vzhľadom na rast dopytu po dovoze vo vyspelých i rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách (vrátane Ruska a Brazílie) sa očakáva, že zahraničný dopyt po produkcii eurozóny si počas sledovaného obdobia zachová svoju nedávnu dynamiku. Dynamiku zahraničného dopytu po produkcii eurozóny však bude podľa očakávaní brzdiť tlmený rast dovozu v Spojenom kráľovstve. Celkovo budú projektované miery rastu zahraničného dopytu naďalej výrazne nižšie než pred krízou. Vzhľadom na slabší kurz eura by mal vývoz z eurozóny predbehnúť dynamiku zahraničného dopytu, a to najmä v roku 2017. Dovoz do eurozóny by mal

podľa očakávaní rásť rýchlejšie než vývoz a v súlade so svojou historickou elasticitou voči celkovému dopytu. Očakáva sa, že v sledovanom období zostane prebytok bežného účtu viac-menej stabilný na úrovni približne 3,1 – 3,3 % HDP.

**Záporná produkčná medzera sa má v priebehu sledovaného obdobia vzhľadom na len nevýrazný potenciálny rast systematicky zužovať.** Tempo rastu potenciálneho produktu by sa malo počas sledovaného obdobia pohybovať mierne nad 1 %, čo znamená, že zostane výrazne pod projektovaným skutočným rastom reálneho HDP na úrovni približne 1,7 %. Nízke tempo potenciálnej produkcie je v prvom rade odrazom pomerne nízkeho príspevku kapitálu po dlhšom období historicky nízkej investičnej aktivity. Príspevok pracovnej sily by sa mal zvýšiť vzhľadom na rast počtu obyvateľov v produktívnom veku v kontexte prílevu migrantov a rastúcej miery zapojenia pracovnej sily vďaka štrukturálnym reformám. V dôsledku starnutia obyvateľstva však bude príspevok pracovnej sily aj naďalej o niečo nižší než jeho priemerná úroveň pred krízou. Očakáva sa, že príspevok celkovej produktivity výrobných faktorov bude iba mierne nižší ako pred krízou.

**Podmienky na trhu práce v eurozóne by sa mali v priebehu sledovaného obdobia ďalej zlepšovať.** Podľa projekcií by sa mala zamestnanosť počas sledovaného obdobia naďalej zvyšovať, hoci postupne bude strácať na dynamike. V krátkodobom horizonte je tento vývoj predovšetkým odrazom odznievania niektorých priaznivých dočasných faktorov ovplyvňujúcich rast zamestnanosti. Po zvyšok horizontu projekcií bude nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily predstavovať v niektorých krajinách čoraz väčšiu prekážku, pretože stlmí rast zamestnanosti a povedie k zvyšovaniu počtu odpracovaných hodín na zamestnanca. Z tohto vývoja zamestnanosti vyplýva nárast produktivity práce z 0,4 % v roku 2016 na 0,8 % v roku 2019, v súlade s jej procyklickým vývojom spojeným s nárastom využívania kapitálu i pracovných síl. Miera nezamestnanosti by sa mala znižovať, hoci pomalšie ako v poslednom čase, keďže rast zamestnanosti sa spomaľuje výraznejšie než rast pracovnej sily.

**V porovnaní s projekciami z decembra 2016 bol rast reálneho HDP na roky 2017 a 2018 upravený mierne nahor.** O niečo silnejší zahraničný dopyt v najbližšom období, slabší kurz eura a priaznivejší ekonomický sentiment by mali viac než vykompenzovať negatívny vplyv vyšších cien ropy na hospodársku aktivitu.

## 2

### Ceny a náklady

**Výhľad celkovej inflácie v blízkej budúcnosti bol vzhľadom na nedávny nárast cien ropy upravený výrazne nahor, pričom v rokoch 2017 až 2019 sa očakáva priemerná inflácia na úrovni 1,7 %.** Medzi energetickou a neenergetickou zložkou inflácie však existujú výrazné rozdiely. Očakáva sa, že v rokoch 2016 a 2017 budú ceny energií zodpovedné za 1,2 percentuálneho bodu rastu inflácie HICP. Za prudký obrat vo vývoji inflácie cien energií – z výrazne zápornej na výrazne kladnú mieru – môžu kladné bázické efekty spolu s nedávnym významným nárastom cien ropy. Zo všeobecne plochého profilu krivky ropných futures počas sledovaného obdobia



vyplýva, že kladný príspevok energetickej zložky k celkovej inflácii v rokoch 2018 a 2019 bude nižší.

**Na rozdiel od energetickej zložky inflácie je očakávaný nárast inflácie HICP bez energií a potravín v sledovanom období oveľa pozvoľnejší.** Inflácia HICP bez energií a potravín by mala v roku 2017 dosiahnuť v priemere 1,1 % a neskôr by mala vzrásť na 1,5 % v roku 2018 a 1,8 % v roku 2019. Hlavným faktorom tohto postupného zvyšovania je predpokladaný nárast jednotkových nákladov práce vyplývajúci z pokračujúceho a konsolidujúceho sa oživenia. Klesajúca miera nevyužitých kapacít na trhu práce a postupné odznievanie faktorov súvisiacich s krízou, ktoré spomaľovali rast miezd v posledných rokoch, by mali viesť k oživeniu rastu kompenzácií na zamestnanca a vzhľadom na miernejšie predpokladané oživenie produktivity aj k zvýšeniu jednotkových nákladov práce. Okrem toho sa očakáva, že k týmto tlakom na zvyšovanie nákladov nepriamo prispeje aj rast cien ropy, a to v dôsledku vyšších výrobných nákladov a účinkov na nominálne mzdy. Ziskové marže by mali rovnomerne rásť, pričom ich rast budú mierne tlmiť rastúce náklady práce a nedávne straty v dôsledku výmenných relácií.

**Rastúce ceny ropy a neenergetických komodít sú hlavnými faktormi obratu externých cenových tlakov.** Očakáva sa, že po štyroch rokoch klesania dovozných cien spojeného najmä s prudkým poklesom cien komodít dosiahne ročné tempo rastu dovozných cien v roku 2017 kladnú hodnotu. Hlavným faktorom tohto obratu vo vývoji dovozných cien je rast cien ropy a neenergetických komodít. Časom by k tomuto vývoju mali prispieť aj postupne rastúce globálne inflačné tlaky. Okrem vplyvu cien komodít podľa všetkého náklady na celosvetovú produkciu pomaly tlačí nahor aj klesajúca miera nevyužitých kapacít v svetovom hospodárstve. Globálne cenové tlaky by však mali zostať mierne vzhľadom na stále značnú mieru nevyužitých globálnych kapacít a vysokú mieru konkurencie s nízkonákladovými krajinami.

**Zlepšenie podmienok na trhu práce by sa počas sledovaného obdobia malo čoraz viac premietat' do rastúcich nákladov práce.** Očakáva sa, že rast kompenzácií na zamestnanca sa v roku 2016 zvýši na 1,3 % a v roku 2019 dosiahne úroveň 2,4 %. Hlavným faktorom tohto výrazného rastu je predpokladané zlepšenie podmienok na trhu práce a čoraz väčší nedostatok pracovnej sily v niektorých častiach eurozóny. Nedávny výrazný nárast inflácie, z ktorého vyplýva aj prudký pokles rastu reálnych miezd, navyše znižuje riziko negatívnych sekundárnych efektov v blízkej budúcnosti. V niektorých krajinách, v ktorých proces mzdového vyjednávania zahŕňa výrazný retrospektívny prvok, môže vyššia inflácia časom pozitívne ovplyvniť aj vývoj nominálnych miezd. Potenciálu stimulačných účinkov vyššej inflácie na dojednané mzdy však v roku 2017 môže brániť skutočnosť, že vo viacerých krajinách je už väčšina miezd na rok 2017 záväzne dojednaná. Okrem toho je potrebné poznamenať, že v niektorých krajinách sa miera inflačnej indexácie miezd v poslednom čase podstatne znížila. V niektorých krajinách eurozóny sú navyše zvýšené programy indexácie miezd založené na inflácii bez cien dovážaných energií, ktorá sa zatiaľ výrazne nezvýšila. Okrem vplyvu inflácie by počas sledovaného obdobia mala postupne odznievať potreba mzdovej moderácie v niektorých krajinách, zameranej na obnovenie cenovej konkurencieschopnosti,

alebo účinok dlhodobejšieho brzdenia dynamiky miezd, a tým podporiť rast miezd. Tlmiace účinky reforiem trhu práce zavedených v niektorých krajinách eurozóny počas krízy zároveň môžu byť vzhľadom na pokračujúce a expandujúce cyklické oživenie menej výrazné. Vzhľadom na pokračujúce hospodárske oživenie by sa mal znížiť aj tlmiaci účinok kompozičných efektov na rast miezd, keďže sa očakáva, že rast zamestnanosti sa bude vo väčšej miere šíriť do viacerých sektorov a bude sa menej sústreďovať na sektory s nízkou produktivitou – a teda aj nízkou úrovňou miezd – ako to bolo v posledných rokoch.

**Predpokladá sa, že ziskové marže budú počas sledovaného obdobia naďalej rásť rovnakým alebo o niečo pomalším tempom než v poslednom čase.** Počas horizontu projekcií by ziskové marže mali ťažiť z pokračujúceho ekonomického oživenia. V krátkodobom horizonte by však nedávny nárast cien ropy ziskové marže mohol utlmiť, pretože podniky nemusia zvýšené náklady premietat' v plnej miere, najmä ak sa zdá, že ziskové marže ťažili z predchádzajúceho poklesu cien ropy. Rast ziskových marží bude v sledovanom období navyše tlmený očakávaným zvyšovaním jednotkových nákladov práce.

**V porovnaní s decembrovými projekciami bol výhľad vývoja inflácie HICP upravený výrazne nahor na rok 2017 a mierne nahor na rok 2018.** Výrazné zvýšenie projekcie energetickej zložky inflácie HICP na rok 2017 súvisí s vyššími cenami ropy v porovnaní s predpokladmi v projekciách z decembra 2016. Z oveľa nižšieho sklonu krivky ropných futures v porovnaní s decembrovými projekciami vyplýva mierne zníženie projekcií energetickej zložky počnúc rokom 2018. Inflácia HICP bez energií a potravín bola na roky 2018 a 2019 naopak upravená mierne nahor, čo odráža nepriame a sekundárne efekty vyšších cien ropy, rovnako ako stimulačné účinky nižšieho výmenného kurzu eura. Predpokladá sa, že tieto stimulačné účinky sú o niečo väčšie ako účinky zníženia projekcie energetickej zložky inflácie HICP na rok 2018 a že do značnej miery kompenzujú zníženie jej projekcie na rok 2019.

### 3 Výhľad rozpočtového vývoja

**Nastavenie rozpočtovej politiky by malo byť podľa projekcií v rokoch 2017 až 2019 celkovo neutrálne.** Nastavenie rozpočtovej politiky je vyjadrené ako zmena cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od vládnej podpory finančnému sektoru. V roku 2016 bolo mierne expanzívne nastavenie rozpočtovej politiky prevažne dané diskrečnými rozpočtovými opatreniami, zatiaľ čo nediskrečné faktory zohrávali menšiu úlohu a súviseli najmä s miernym poklesom nedaňových príjmov.

**Pomery deficitu a dlhu verejnej správy by sa mali podľa projekcií počas sledovaného obdobia znižovať.** V rokoch 2017 až 2019 vyplýva z ďalšieho klesania úrokových platieb a zlepšenia cyklickej zložky ďalšie zníženie rozpočtového deficitu. Cyklicky upravené primárne saldo by podľa projekcií malo zostať viac-menej nezmenené. K postupnému znižovaniu dlhu verejnej správy v sledovanom období prispieje najmä priaznivý vplyv diferenciálu rastu a úrokovej miery. Na projektovaný vývoj zadlženosti má priaznivý vplyv aj projektovaný primárny prebytok.

**V porovnaní s projekciami zverejnenými v decembri 2016 je výhľad vývoja pomeru deficitu priaznivejší a pomer dlhu bol upravený nadol.** Zlepšenie výhľadu vývoja deficitu na roky 2017 až 2019 je čiastočne spôsobené pozitívnym vplyvom z roku 2016 a čiastočne nižšími očakávanými primárnymi výdavkami. Revízia pomeru dlhu k HDP nadol je odrazom uvedeného zlepšenia rozpočtového výhľadu a väčšieho príspevku diferenciálu rastu a úrokovej miery k redukcii dlhu, najmä v roku 2017, a to v dôsledku zlepšenia výhľadu nominálneho HDP eurozóny.

**Tabuľka 1**

Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu<sup>1)</sup>

(ročná percentuálna zmena)

	marec 2017				december 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
<b>Reálny HDP<sup>1)</sup></b>	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6
		[1,5 – 2,1] <sup>2)</sup>	[0,7 – 2,7] <sup>2)</sup>	[0,5 – 2,7] <sup>2)</sup>	[1,6 – 1,8] <sup>2)</sup>	[1,1 – 2,3] <sup>2)</sup>	[0,6 – 2,6] <sup>2)</sup>	[0,4 – 2,8] <sup>2)</sup>
<b>Súkromná spotreba</b>	1,9	1,4	1,4	1,4	1,7	1,5	1,5	1,4
<b>Vládna spotreba</b>	2,0	1,1	1,0	1,1	2,0	1,3	1,1	1,1
<b>Tvorba hrubého fixného kapitálu</b>	2,5	2,8	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1	2,7
<b>Vývoz<sup>3)</sup></b>	2,9	4,3	4,1	4,0	2,7	3,7	3,9	4,0
<b>Dovoz<sup>3)</sup></b>	3,5	4,6	4,4	4,2	3,3	4,1	4,3	4,1
<b>Zamestnanosť</b>	1,3	1,0	1,0	0,8	1,4	1,1	0,8	0,8
<b>Miera nezamestnanosti (v % pracovnej sily)</b>	10,0	9,4	8,9	8,4	10,0	9,5	9,1	8,7
<b>HICP</b>	0,2	1,7	1,6	1,7	0,2	1,3	1,5	1,7
		[1,4 – 2,0] <sup>2)</sup>	[0,9 – 2,3] <sup>2)</sup>	[0,8 – 2,6] <sup>2)</sup>	[0,2 – 0,2] <sup>2)</sup>	[0,8 – 1,8] <sup>2)</sup>	[0,7 – 2,3] <sup>2)</sup>	[0,9 – 2,5] <sup>2)</sup>
<b>HICP bez energií</b>	0,9	1,2	1,6	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
<b>HICP bez energií a potravín</b>	0,9	1,1	1,5	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
<b>HICP bez energií, potravín a zmien nepriamych daní<sup>4)</sup></b>	0,8	1,1	1,5	1,8	0,8	1,1	1,4	1,7
<b>Jednotkové náklady práce</b>	0,9	1,1	1,4	1,6	0,8	1,0	1,3	1,5
<b>Kompenzácie na zamestnanca</b>	1,3	1,8	2,1	2,4	1,2	1,7	2,1	2,4
<b>Produktivita práce</b>	0,4	0,7	0,7	0,8	0,3	0,6	0,8	0,9
<b>Saldo rozpočtu verejnej správy (v % HDP)</b>	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
<b>Štrukturálne rozpočtové saldo (v % HDP)<sup>5)</sup></b>	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
<b>Hrubý dlh verejnej správy (v % HDP)</b>	89,3	88,0	86,4	84,5	89,4	88,5	87,3	85,7
<b>Saldo bežného účtu platobnej bilancie (v % HDP)</b>	3,4	3,1	3,2	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1

1) Údaje očistené od rozdielov v počte pracovných dní.

2) Uvedené intervaly sa určujú na základe rozdielov medzi skutočnými hodnotami a projektovanými hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov. Postup výpočtu intervalov vrátane úprav v dôsledku mimoriadnych udalostí je bližšie opísaný v dokumente ECB *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* z decembra 2009, ktorý je k dispozícii na internetovej stránke ECB.

3) Vráťane obchodnej výmeny v rámci eurozóny.

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

5) Vypočítané ako saldo verejnej správy očistené od dočasných vplyvov hospodárskeho cyklu a dočasných vládných opatrení (postup ESCB je podrobnejšie vysvetlený v publikáciách *Working Paper Series*, č. 77, ECB, september 2001, a *Working Paper Series*, č. 579, ECB, január 2007). Projekcia štrukturálneho salda nie je odvodená od agregátnej miery produkčnej medzery. V súlade s metodikou ESCB sa cyklické zložky pre rôzne príjmové a výdavkové položky počítajú oddelene. Podrobnejšie informácie sa nachádzajú v boxe „Cyklická úprava salda štátneho rozpočtu“ v Mesačnom bulletinu ECB z marca 2012 a v boxe „Štrukturálne saldo ako ukazovateľ rozpočtovej pozície“ v Mesačnom bulletinu ECB zo septembra 2014.

## Box 4

### Analýza citlivosti a scenárov vývoja

---

**Projekcie sa do značnej miery opierajú o technické predpoklady týkajúce sa vývoja určitých kľúčových premenných.** Keďže niektoré z týchto premenných môžu projekcie pre eurozónu výrazne ovplyvniť, vyhodnotenie citlivosti projekcií na alternatívny vývoj týchto základných predpokladov môže pomôcť pri analýze rizík spojených s projekciami. Tento box sa bližšie zaoberá neistotou spojenou s niektorými kľúčovými predpokladmi a citlivosťou projekcií na tieto premenné. Zohľadňuje aj dôsledky potenciálnych politických opatrení novej vlády Spojených štátov na výhľad vývoja v Spojených štátoch, vo svete a v eurozóne.

#### 1) Alternatívny vývoj ceny ropy

**Modely alternatívneho vývoja cien ropy v priebehu sledovaného obdobia poukazujú na riziko rýchlejšieho rastu cien ropy, než vyplýva z cien futures.** Technické predpoklady vývoja cien ropy v rámci základnej projekcie, vychádzajúce z trhov s futures, predpovedajú pomerne plochý profil cien ropy, pričom cena ropy Brent by sa mala do konca roka 2019 pohybovať približne na úrovni 56 USD za barrel. Tento vývoj je v súlade so scenárom mierneho oživenia svetového dopytu po ropy, ktorý súvisí s posilňovaním svetového hospodárskeho oživenia. Napriek tomu sa nezdá, že by ceny ropných futures odrážali dlhotrvajúci stimulačný účinok dohody OPEC, pravdepodobne vzhľadom na úroveň zásob, ktorá sa blíži k svojej rekordnej hodnote, a možnému zvýšeniu produkcie bridlicovej ropy. Z kombinácie alternatívnych modelov, pomocou ktorých odborníci ECB<sup>9</sup> vypracúvajú projekcie vývoja cien ropy počas sledovaného obdobia, v súčasnosti vyplýva rýchlejší vývoj cien ropy počas sledovaného obdobia, než sa očakáva na základe technických predpokladov. V prípade naplnenia tohto alternatívneho vývoja, pri ktorom by boli ceny ropy do roka 2019 o 12,4 % vyššie než v základnom scenári, by došlo k miernemu pribrzdzeniu rastu reálneho HDP a zároveň k rýchlejšiemu rastu inflácie HICP (o 0,1 percentuálneho bodu v roku 2017 a 0,2 percentuálneho bodu v rokoch 2018 a 2019).

#### 2) Alternatívny vývoj výmenného kurzu

**Táto analýza citlivosti na ilustráciu skúma vplyv výraznejšieho oslabovania výmenného kurzu eura v porovnaní so základnou projekciou.** Riziko znehodnotenia výmenného kurzu eura súvisí najmä s výraznejšou divergenciou nastavenia menovej politiky na oboch stranách Atlantiku, než sa v súčasnosti očakáva. Ďalší tlak na znehodnotenie eura by mohol vyplývať najmä z menej pozvoľného zvyšovania sadzby federálnych fondov v Spojených štátoch, než sa očakáva. Príčinou môžu byť predovšetkým rastúce inflačné očakávania v Spojených štátoch v prostredí expanzívnej rozpočtovej politiky a nedostatku pracovných síl. Alternatívny vývoj výmenného kurzu eura vychádza z 25. percentilu rozdelenia na základe rizikovo neutrálnych hustôt odvodených z cien opcí na výmenný kurz USD/EUR zo 14. februára 2017. Z tohto vývoja vyplýva postupné znehodnocovanie eura voči americkému doláru na úroveň 0,98 USD/EUR v roku 2019, čo je o 7,6 % pod úrovňou základnej projekcie na tento rok. Zodpovedajúce predpoklady týkajúce sa nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura odrážajú historické zákonitosti, pričom zmeny výmenného kurzu USD/EUR odrážajú zmeny vo vývoji efektívneho výmenného kurzu s elasticitou na úrovni približne 52 %. Výsledkom tohto predpokladu je postupný odklon efektívneho výmenného kurzu eura od základnej projekcie smerom nadol až na úroveň 4 % pod úrovňou základnej

<sup>9</sup> Pozri kombináciu štyroch modelov prezentovaných v článku „Forecasting the price of oil“, *Ekonomický bulletin*, č. 4, ECB, 2015.

projekcie na rok 2019. V tomto scenári vývoja z priemeru výsledkov viacerých použitých makroekonomických modelov vyplýva vyšší rast reálneho HDP (o 0,1 až 0,3 percentuálneho bodu za rok) a vyššia inflácia HICP (o 0,1 percentuálneho bodu v roku 2017 a 0,3 až 0,4 percentuálneho bodu v rokoch 2018 a 2019).

### **3) Scenáre vývoja súvisiace s novou vládou Spojených štátov: dôsledky na výhľad vývoja v Spojených štátoch, vo svete a v eurozóne**

**Návrh zdanenia peňažných tokov podľa krajiny určenia (destination-based border-adjusted cash flow tax – DBCFT), ktorý predložila americká Republikánska strana, by predstavoval rozsiahlu reformu systému zdaňovania právnických osôb v Spojených štátoch, ktorá by mohla mať zásadný vplyv na výhľad vývoja v USA s možnými dôsledkami pre svetové hospodárstvo i eurozónu.**<sup>10</sup> Tento scenár opisuje potenciálny vplyv navrhovanej daňovej reformy na hospodárstvo ekonomiku Spojených štátov, sveta a eurozóny.

**Návrh obsahuje štyri hlavné prvky:** i) daňovú úpravu, konkrétne zavedenie odpočtu výnosov z vývozu od zdaniteľných príjmov, a na druhej strane zrušenie odpočtu nákladov na dovoz od zdaniteľných príjmov, ii) prechod zo systému zdanenia podľa pôvodu (v ktorom sú právnické osoby zdaňované na základe svojho pôvodu, t. j. ak majú svoje aktíva v Spojených štátoch) na systém založený na krajine určenia (v ktorom právnické osoby zdaňujú iba zisk z predaja v Spojených štátoch). To znamená, že zisk z predaja mimo Spojených štátov sa už zdaňovať nebude, a to bez ohľadu na to, kde sa nachádzajú aktíva právnickej osoby. Táto zmena by znížila motiváciu presúvať zisky do „daňových rajov“ a stimulovala podniky k tomu, aby zdaniteľný príjem zo zahraničia prevádzkali do Spojených štátov, iii) zníženie sadzby dane z príjmu právnických osôb z 35 % na 20 %, a iv) daňové stimuly na nové investície v Spojených štátoch. To umožňuje plný odpočet investičných výdavkov a elimináciu odpočtu úrokových platieb zo základu dane z príjmov.

**Subvencovanie vývozcov a zdaňovanie dovozcov by znamenalo podstatné zvýšenie konkurencieschopnosti USA a pokles dopytu po dovoze do USA, čo by v Spojených štátoch mohlo viesť k rastu HDP.** Je však pravdepodobné, že takýto vývoj by čiastočne neutralizovalo zhodnotenie amerického dolára. Zároveň by sa v Spojených štátoch zvýšila inflácia, pretože dovozcovia by časť dodatočných nákladov v dôsledku vyššieho zdanenia premietli do cien na domácom trhu a výraznejšia hospodárska aktivita a rast zamestnanosti by viedli k zvyšovaniu domácich miezd. Vyššia inflácia by však mohla mať za následok pokles reálnej súkromnej spotreby. Celkovo by daňová reforma mohla viesť k preskupeniu ekonomiky Spojených štátov, pričom by sa znížil deficit ich obchodnej bilancie, kým životná úroveň spotrebiteľov by vzhľadom na nižšiu spotrebu domácností mohla klesnúť.

**Dôsledky tejto daňovej reformy pre ostatné krajiny by boli negatívne.** Začali by tu pôsobiť dva protichodné efekty, ktoré by zasiahli zahraničný dopyt po produkcii USA. Na jednej strane by fiškálny stimul v dôsledku nižšej daňovej sadzby zvýšil dopyt v Spojených štátoch, a tým aj objem dovozu. Na druhej strane by v dôsledku zavedenia novej dane z dovozu boli tovary a služby vyprodukované v zahraničí v Spojených štátoch menej konkurencieschopné. Celkovo by deformácia obchodu v dôsledku daňovej reformy, pokiaľ by nebola plne neutralizovaná pohybom výmenného kurzu, pravdepodobne prevládila pozitívny vplyv fiškálneho stimulu na dovoz do USA.

<sup>10</sup> Pozri „A better way – our vision for a confident America“, 24. jún 2016 na adrese [https://abetterway.speaker.gov/\\_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf](https://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf)

**V scenári koordinovaných odvetných opatrení proti tomuto daňovému režimu Spojených štátov by svetový obchod klesal podstatne výraznejšie, kým priaznivý vplyv na ekonomiku USA by slabol.** Vzhľadom na výrazne negatívny vplyv daňovej reformy na svetovú ekonomiku by jednou z možností bolo prijať odvetné opatrenia proti Spojeným štátom. Ak by k nim došlo, napr. prostredníctvom ciel uvalených na tovar zo Spojených štátov vo zvyšku sveta, malo by to nepriaznivý vplyv na rast ich HDP v dôsledku straty cenovej konkurencieschopnosti. Pozitívny vplyv zníženia sadzby domácej dane na hospodársku aktivitu v USA by však mohol negatívny účinok odvetných obchodných opatrení vyvážiť. Svetový obchod by však podľa tohto scenára klesal oveľa výraznejšie.

**Pokiaľ ide o dôsledky pre eurozónu, čistý ekonomický vplyv by závisel od intenzity transmisie tohto šoku spôsobeného politikou Spojených štátov, jeho dôsledkov pre svetové hospodárstvo a politických reakcií mimo Spojených štátov.** Bez odvetných opatrení by bol vplyv na HDP eurozóny jednoznačne záporný. Výmenné relácie by sa pre všetkých obchodných partnerov Spojených štátov vrátane eurozóny zhoršili. Celkovo by sa znížil zahraničný dopyt po tovare a službách z eurozóny a ceny konkurencie by klesli, v dôsledku čoho by sa znížil dopyt po vývoze z eurozóny.

**V prípade odvetných opatrení proti Spojeným štátom by bol negatívny vplyv na HDP eurozóny menší.** Účinok vývozných subvencií na konkurencieschopnosť ekonomiky Spojených štátov by do istej miery mohli kompenzovať dvojstranné dovozné clá uvalené ďalšími krajinami. Napriek tomu je pravdepodobné, že by priamy negatívny účinok vyvolaný znížením dopytu po dovoze do USA, sprevádzaný negatívnymi účinkami na rast vo zvyšku sveta, viedol k poklesu zahraničného dopytu po produkcii eurozóny a jej HDP.

**Dôsledky pre svetové hospodárstvo by sa mohli prehĺbiť, ak by výraznejšie zmeny kurzu amerického dolára a prísnejšie finančné podmienky vyvolali vážne finančné napätie v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách.** Uvedené scenáre vychádzajú z predpokladu obmedzeného posilňovania amerického dolára a absencie ďalších finančných dôsledkov pre rozvíjajúce sa trhy. V prípade, že by posilňovanie amerického dolára vyvolalo v týchto ekonomikách vážne finančné napätie, dôsledky pre svetové hospodárstvo by mohli byť podstatne horšie.

---

## 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 vyplýva z tabuľky, aktuálne dostupné projekcie iných inštitúcií týkajúce sa rastu reálneho HDP a inflácie HICP sa vo všeobecnosti nachádzajú v rámci intervalov projekcií odborníkov ECB (v tabuľke uvedených v zátvorkách).**

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

(ročná percentuálna zmena)

	Dátum zverejnenia	Rast HDP			Inflácia HICP		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
<b>Projekcie odborníkov ECB</b>	marec 2017	1,8 [1,5 – 2,1]	1,7 [0,7 – 2,7]	1,6 [0,5 – 2,7]	1,7 [1,4 – 2,0]	1,6 [0,9 – 2,3]	1,7 [0,8 – 2,6]
<b>Európska komisia</b>	február 2017	1,6	1,8	-	1,7	1,4	-
<b>OECD</b>	marec 2017/ november 2016	1,6	1,6	-	1,2	1,4	-
<b>Euro Zone Barometer</b>	február 2017	1,5	1,6	1,4	1,5	1,5	1,6
<b>Consensus Economics Forecasts</b>	február 2017	1,6	1,5	1,3	1,6	1,4	1,6
<b>Survey of Professional Forecasters</b>	január 2017	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6
<b>MMF</b>	január 2017/ október 2016	1,6	1,6	-	1,1	1,3	1,5

Zdroje: European Commission's European Economic Forecast – zima 2017; IMF World Economic Outlook, aktualizácia – január 2017 (reálny HDP), IMF World Economic Outlook – október 2016 (inflácia HICP); OECD Interim Economic Outlook, Update – marec 2017 (reálny HDP), OECD Economic Outlook – november 2016 (inflácia HICP); Consensus Economics Forecasts – február 2017; MJEconomics for the Euro Zone Barometer – február 2017 a Survey of Professional Forecasters ECB – január 2017.

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

### © Európska centrálna banka 2017

Poštová adresa: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Telefón: +49 69 1344 0

Internet: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

ISSN 2529-4598 (pdf)

Katalógové číslo EÚ QB-CE-17-001-SK-N (pdf)