



# Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu – december 2017<sup>1</sup>

*Hospodárska expanzia v eurozóne by mala byť podľa projekcií naďalej výrazná, pričom hospodársky rast by mal byť rýchlejší, než sa očakávalo, a to značne nad potenciálnou úrovňou. Rast reálneho HDP by sa mal vzhľadom na pomalé odznievanie účinkov viacerých faktorov postupne spomaliť z 2,4 % v roku 2017 na 1,7 % v roku 2020. Inflácia HICP by mala byť v nadchádzajúcich štvrtrokoch celkovo stabilná, pričom v roku 2020 by mala stúpnuť na 1,7 %, a to v dôsledku zvyšujúcej sa základnej inflácie vzhľadom na čoraz akútnejšie kapacitné obmedzenia. Inflácia HICP bola z dôvodu vyšších cien ropy a potravín v krátkodobom horizonte upravená mierne nahor.*

1

## Reálna ekonomika

### **Veľmi priaznivé ukazovatele naznačujú ďalší rýchly rast reálneho HDP**

**v krátkodobom horizonte.** Podľa posledného odhadu Eurostatu reálny HDP v treťom štvrtroku 2017 vzrástol o 0,6 % následkom výrazného príspevku domáceho dopytu a najmä výdavkov na fixné investície. Podmienky na trhu práce sa v posledných mesiacoch naďalej zlepšovali, a to ešte rýchlejšie, než sa očakávalo, pričom miera nezamestnanosti klesla v treťom štvrtroku 2017 na 9,0 %, najnižšiu úroveň od konca roka 2008. Rast reálneho HDP by mal podľa projekcií v súlade so značne zvýšenou úrovňou podnikateľskej a spotrebiteľskej nálady v blízkej budúcnosti zostať výrazný.

### **V strednodobom horizonte rast naďalej podporujú priaznivé podmienky financovania, zlepšujúca sa situácia na trhu práce a pokračujúce globálne oživenie.**

Z dlhodobejšieho hľadiska sa očakáva, že súkromnú spotrebu a investície bude aj naďalej podporovať viacero priaznivých faktorov. Akomodačné nastavenie menovej politiky ECB sa naďalej premieta do ekonomiky. Rast úverov súkromnému sektoru sa vďaka nízkym úrokovým mieram a priaznivým podmienkam poskytovania bankových úverov naďalej zrýchľuje. K dynamike súkromných výdavkov bude

<sup>1</sup> Tieto makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu 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 a nemusia nevyhnutne vyjadrovať jej názor na výhľad vývoja v eurozóne. 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 22. november 2017 (box 1). Dňom uzávierky ostatných údajov použitých v týchto projekciách bol 30. november 2017.

Toto vydanie makroekonomických projekcií sa vzťahuje na obdobie rokov 2017 až 2020. Projekcie na takéto dlhé obdobie sú spojené s veľmi vysokou mierou neistoty, ktorú je pri ich výklade potrebné brať do úvahy. Bližšie informácie sú v článku „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections“ v Mesačnom bulletinu ECB z mája 2013.

Na stránke <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> sa nachádza odkaz na údaje, z ktorých vychádzajú vybrané tabuľky a grafy.

prispievať aj nižšia potreba znižovania miery zadlženosti. Na rast súkromnej spotreby a rezidenčných investícií by malo tiež pozitívne vplyvať ďalšie zlepšovanie podmienok na trhu práce. Zároveň bude aj vplyvom rastúcich ziskových marží vzhľadom na zvyšujúce sa dopytové tlaky naďalej dochádzať k oživeniu podnikových investícií. Vývoz z eurozóny by mal byť vďaka pokračujúcej expanzii globálnej hospodárskej aktivity a zodpovedajúcemu rastu zahraničného dopytu po produkcii eurozóny naďalej výrazný.

## Tabuľka 1

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

(ročná percentuálna zmena)

	December 2017				September 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
<b>Reálny HDP</b>	2,4	2,3	1,9	1,7	2,2	1,8	1,7
	[2,3 – 2,5] <sup>2)</sup>	[1,7 – 2,9] <sup>2)</sup>	[0,9 – 2,9] <sup>2)</sup>	[0,6 – 2,8] <sup>2)</sup>	[2,1 – 2,3] <sup>2)</sup>	[1,0 – 2,6] <sup>2)</sup>	[0,6 – 2,8] <sup>2)</sup>
<b>Súkromná spotreba</b>	1,9	1,7	1,6	1,5	1,7	1,8	1,5
<b>Vládna spotreba</b>	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
<b>Tvorba hrubého fixného kapitálu</b>	4,4	4,3	3,4	2,9	4,0	3,9	3,1
<b>Vývoz<sup>3)</sup></b>	5,0	5,1	4,1	3,7	4,7	3,7	3,8
<b>Dovoz<sup>3)</sup></b>	5,1	5,2	4,4	3,9	5,2	4,6	4,2
<b>Zamestnanosť</b>	1,7	1,3	1,0	0,8	1,5	1,0	0,8
<b>Miera nezamestnanosti (v % pracovnej sily)</b>	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,6	8,1
<b>HICP</b>	1,5	1,4	1,5	1,7	1,5	1,2	1,5
	[1,5 – 1,5] <sup>2)</sup>	[0,9 – 1,9] <sup>2)</sup>	[0,7 – 2,3] <sup>2)</sup>	[0,8 – 2,6] <sup>2)</sup>	[1,4 – 1,6] <sup>2)</sup>	[0,6 – 1,8] <sup>2)</sup>	[0,7 – 2,3] <sup>2)</sup>
<b>HICP bez energií</b>	1,2	1,3	1,6	1,9	1,2	1,3	1,5
<b>HICP bez energií a potravín</b>	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
<b>HICP bez energií, potravín a zmien nepriamych daní<sup>4)</sup></b>	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
<b>Jednotkové náklady práce</b>	0,9	1,2	1,1	1,8	0,8	1,2	1,4
<b>Kompenzácie na zamestnanca</b>	1,7	2,1	1,9	2,7	1,5	2,0	2,3
<b>Produktivita práce</b>	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9
<b>Saldo rozpočtu verejnej správy (v % HDP)</b>	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5	-1,3	-1,0	-0,9
<b>Štrukturálne rozpočtové saldo (v % HDP)<sup>5)</sup></b>	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,4	-1,3	-1,2
<b>Hrubý dlh verejnej správy (v % HDP)</b>	87,0	85,1	83,1	80,7	87,5	86,0	84,2
<b>Saldo bežného účtu platobnej bilancie (v % HDP)</b>	3,1	2,9	2,7	2,8	2,9	2,5	2,5

1) Reálny HDP a jeho zložky vychádzajú z údajov očistených 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 premietanie vplyvu daní do HICP.

5) Počítané ako saldo verejnej správy očistené od dočasných vplyvov hospodárskeho cyklu a dočasných vládnych opatrení (postup ESCB je podrobnejšie vysvetlený v publikáciách *Working Paper Series*, č. 77, ECB, september 2001, a *Working Paper Series*, č. 579, ECB, január 2007). Projekcia štrukturálneho salda nie je odvodená 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.

**Očakáva sa však, že rast reálneho HDP sa počas horizontu projekcií mierne spomalí, keďže mnohé priaznivé vplyvy budú postupne slabnúť.** Vplyv predchádzajúcich opatrení menovej politiky by mal počas sledovaného obdobia postupne klesať. Očakáva sa, že zhodnotenie eura od apríla 2017, ako aj spomalenie rastu zahraničného dopytu po produkcii eurozóny bude tmiť rast vývozu. V projekciách sa tiež očakáva spomalenie rastu zamestnanosti, čiastočne v súvislosti s nedostatkom pracovných síl v niektorých krajinách.

**Súkromná spotreba by mala byť podľa projekcií v sledovanom období naďalej výrazná.** Veľmi priaznivá spotrebiteľská dôvera, ďalšie zlepšovanie podmienok na trhu práce a zvyšujúca sa reálna mzda na zamestnanca naznačujú pokračovanie stabilného rastu spotreby v niekoľkých nasledujúcich štvrtrokoch, zhruba v intencióch reálnej kúpnej sily. Príspevok hrubých miezd a platov k rastu nominálneho disponibilného príjmu zostane počas sledovaného obdobia na zhruba nezmenenej úrovni, keďže vplyv spomalenia zamestnanosti bude vyvážený rýchlejším rastom nominálnych miezd. Rast ostatných osobných príjmov by sa mal zrýchliť v dôsledku kladného vývoja ziskov a majetkových príjmov.

**Rast súkromnej spotreby by mal zároveň ťažiť zo zlepšovania podmienok poskytovania bankových úverov, ku ktorému prispievajú menovopolitické opatrenia ECB, a z výsledkov dosiahnutých v procese oddlžovania.** 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 podporovať agregátnu súkromnú spotrebu. Spotrebu by navyše mali podporiť aj výsledky dosiahnuté v procese oddlžovania.

**Očakáva sa, že miera úspor domácností sa bude počas sledovaného obdobia postupne zvyšovať z historicky nízkych úrovní.** Miera úspor sa v posledných štvrtrokoch znižuje, najmä z dôvodu zlepšenia ekonomickej a finančnej situácie domácností a vzhľadom na vplyv veľmi nízkych úrokových mier na ich sklon k sporeniu. V rámci miery úspor by malo počas sledovaného obdobia dôjsť k oživeniu, najmä v dôsledku vyrovnávania spotreby v prostredí cyklickej expanzie. Očakáva sa tiež, že miera úspor domácností sa zvýši v reakcii na zníženie priamych daní v niekoľkých krajinách.

## Box 1

Technické predpoklady týkajúce sa úrokových mier, výmenných kurzov a cien komodít

**V porovnaní s projekciami zo septembra 2017 technické predpoklady zahŕňajú výrazne vyššie ceny ropy v amerických dolároch, no len mierne zmeny v súvislosti s výmenným kurzom eura a inými finančnými predpokladmi.** Technické predpoklady týkajúce sa úrokových mier a cien komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 22. novembra 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 rokoch 2017 a 2018, -0,1 % v roku 2019 a 0,1 % v roku 2020. Nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne by podľa očakávaní trhu mali v priemere dosiahnuť 1,1 % v rokoch 2017 a 2018, 1,4 % v roku 2019 a 1,7 %

v roku 2020.<sup>2</sup> V porovnaní s projekciami zo septembra 2017 boli trhové očakávania týkajúce sa krátkodobých úrokových mier upravené mierne nadol, zatiaľ čo očakávania dlhodobých sadzieb boli upravené o 10 bázických bodov nadol na rok 2018 a o 20 bázických bodov nadol na rok 2019.

Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s futures (priemer za dvojtýždňové obdobie končiac sa dňom uzávierky 22. novembra) sa predpokladá, že cena ropy Brent stúpne z 54,3 USD za barel v roku 2017 na 61,6 USD za barel v roku 2018 a že neskôr klesne na 58,9 USD za barel v roku 2019 a 57,3 USD za barel v roku 2020. Z tohto vývoja vyplýva, že v porovnaní so septembrovými projekciami sú ceny ropy v USD vyššie o 4,8 % v roku 2017, o 17,2 % v roku 2018 a o 11,0 % v roku 2019. Predpokladá sa, že ceny neenergetických komodít v amerických dolároch budú v roku 2017 výrazne rásť a neskôr sa ich rast mierne spomalí.<sup>3</sup>

Vzájomné výmenné kurzy by mali počas sledovaného obdobia zostať nezmenené na priemernej úrovni za dvojtýždňové obdobie končiac sa dňom uzávierky 22. novembra. Z toho vyplýva priemerný výmenný kurz amerického dolára na úrovni 1,13 USD/EUR v roku 2017 a 1,17 USD/EUR v rokoch 2018 až 2020, v porovnaní s úrovňou 1,18 USD/EUR zo septembrových projekcií. Predpokladá sa, že efektívny výmenný kurz eura (voči 38 obchodným partnerom) bude oproti septembrovým projekciám zhruba nezmenený.

#### Technické predpoklady

	December 2017				September 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Trojmesačná sadzba EURIBOR (v % p. a.)	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,1
Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov (v % p. a.)	1,1	1,1	1,4	1,7	1,1	1,3	1,6
Cena ropy (v USD za barel)	54,3	61,6	58,9	57,3	51,8	52,6	53,1
Ceny neenergetických komodít v USD (ročná percentuálna zmena)	7,9	3,3	3,4	4,3	9,0	5,4	4,2
Výmenný kurz USD/EUR	1,13	1,17	1,17	1,17	1,13	1,18	1,18
Nominálny efektívny výmenný kurz eura (EER38) (ročná percentuálna zmena)	2,2	2,8	0,0	0,0	2,3	2,6	0,0

**Oživenie rezidenčných investícií by malo pokračovať.** V posledných štvrtrokoch dochádza k výraznému rastu investícií do nehnuteľností na bývanie, k čomu prispievajú priaznivé podmienky financovania, preskupovanie portfólií v prospech investícií do nehnuteľností na bývanie vzhľadom na nízke výnosy alternatívnych dlhodobých investičných príležitostí, ako aj zrýchľovanie rastu príjmov súvisiace s pokračujúcim rastom zamestnanosti. Okrem toho sa zdá, že proces redukcie cien

<sup>2</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>3</sup> 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 posledného štvrtroka 2018 vychádzať z cien futures a neskôr sa budú vyvíjať podľa svetovej hospodárskej aktivity.

na trhoch s nehnuteľnosťami na bývanie je v mnohých krajinách eurozóny ukončený. Základné predpoklady na pokračovanie oživenia rezidenčných investícií zostávajú počas sledovaného obdobia priaznivé. Napriek tomu sa však očakáva mierne spomalenie tempa, a to vzhľadom na neskorú fázu cyklu na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie a slabnúci vplyv fiškálnych stimulov v niektorých krajinách, ako aj vzhľadom na nepriaznivé demografické trendy.

**V podnikových investíciách došlo v posledných štvrtrokoch k oživeniu, ktoré by malo počas sledovaného obdobia pokračovať, hoci pomalším tempom.**

Podnikové investície by malo podporovať viacero faktorov: dôvera podnikov je vzhľadom na veľmi priaznivé očakávania v oblasti produkcie a objednávok naďalej veľmi vysoká; miera využitia kapacít ďalej rastie tempom presahujúcim svoju priemernú predkrízovú úroveň; podmienky financovania by mali počas sledovaného obdobia zostať veľmi priaznivé; a v kontexte momentálne vysokolikvidného nefinančného podnikového sektora sa tiež očakáva zrýchlenie rastu ziskových marží. V dôsledku pozorovaného výrazného oživenia cien akcií v posledných rokoch a obmedzeného rastu dlhového financovania sa navyše pomer dlhového financovania (pomer dlhu k celkovým aktívam) v nefinančnom podnikovom sektore dostal na historicky nízku úroveň. Podľa projekcií však budú výhľad vývoja podnikových investícií aj naďalej nepriaznivo ovplyvňovať očakávania slabšieho rastu potenciálneho produktu a obmedzenia sprostredkovateľskej kapacity bánk v niektorých krajinách. Postupná strata tempa počas sledovaného obdobia odráža tiež celkový pokles domáceho aj zahraničného dopytu.

## Box 2

### Medzinárodné prostredie

---

**Stabilné tempo expanzie svetového hospodárstva pokračovalo aj v druhom polroku 2017, pričom rast hospodárskej aktivity a obchodu je čoraz viac rovnomerne rozložený.**

Ukazovatele odvodené z výsledkov prieskumov poukazujú na stabilný rast svetového hospodárstva v treťom štvrtroku. Globálny kompozitný výrobný index PMI (bez eurozóny) sa pohyboval v blízkosti svojho dlhodobého priemeru. Globálne oživenie zároveň vykazuje známky synchronizácie.

V rozvinutých ekonomikách bol sentiment na finančných trhoch naďalej pozitívny, sprevádzaný rastom cien akcií a ďalším znížením volatility. Rozvíjajúce sa trhové ekonomiky zaznamenali pokles úrokových mier, ktorý prispel k miernemu uvoľneniu finančných podmienok, zatiaľ čo prílev kapitálu sa vrátil na úroveň naposledy dosiahnutú v roku 2015. Čo sa týka budúceho vývoja, tempo rastu svetovej hospodárskej aktivity by malo byť podľa očakávaní naďalej celkovo stabilné a pomalšie ako pred krízou, v súlade s pomalším potenciálnym rastom. V prípade rozvinutých ekonomik sa vo výhľade počíta s výraznou expanziou, ktorá sa má počas horizontu projekcií v reakcii na ustálenie hospodárskeho oživenia a postupný návrat produkčných medzier do kladného pásma spomaľovať. Čoraz viac dynamický výhľad vývoja v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách je odrazom postupného oživovania aktivity v krajinách, ktoré sú vývozcami komodít, predovšetkým v Brazílii a Rusku, ako aj stabilného rastu v Indii a Číne, hoci v prípade Číny pokračuje trend spomaľovania rastu. Rast svetovej hospodárskej aktivity (okrem eurozóny) by sa mal v horizonte projekcií pohybovať v rozpätí od 3,7 % do 3,9 %. V porovnaní s projekciami zo septembra 2017 bol rast svetového HDP na roky 2017 a 2018 mierne upravený nahor, pričom zvýšenie projekcie sa týkalo predovšetkým Spojených štátov a Číny.

## Medzinárodné prostredie

(ročná percentuálna zmena)

	December 2017				September 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Svetový reálny HDP (bez eurozóny)	3,7	3,9	3,8	3,7	3,7	3,8	3,8
Svetový obchod (bez eurozóny) <sup>1)</sup>	5,6	4,5	4,2	3,7	5,3	3,8	3,8
Zahraničný dopyt po produkcii eurozóny <sup>2)</sup>	5,5	4,4	3,8	3,5	4,7	3,4	3,5

1) Vážený priemer dovozov.

2) Vážený priemer dovozov obchodných partnerov eurozóny.

**Očakáva sa, že po výnimočne silnom raste v prvom polroku 2017 bude rast svetového obchodu v nasledujúcich štvrtrokoch naďalej výrazný, v súlade s priaznivými ukazovateľmi svetového obchodu.** V strednodobom horizonte by mal výhľad obchodnej výmeny podľa očakávaní vo väčšej miere zodpovedať globálnej hospodárskej aktivite (s elasticitou obchodu voči rastu svetového HDP na úrovni približne 1). Očakáva sa, že zahraničný dopyt po produkcii eurozóny sa zvýši o 5,5 % v roku 2017, 4,4 % v roku 2018, 3,8 % v roku 2019 a 3,5 % v roku 2020. V porovnaní so septembrovými projekciami bol svetový rast upravený mierne nahor, zatiaľ čo projekcia zahraničného dopytu po produkcii eurozóny bol zvýšená výraznejšie. Táto výraznejšia revízia je odrazom korekcie údajov a, vzhľadom na priaznivejšie ukazovatele svetového obchodu, pozitívnejšieho hodnotenia dynamiky vývoja zahraničného dopytu v nadchádzajúcich štvrtrokoch.

### Box 3

Aktuálny vývoj a výhľad vývoja vývozu z eurozóny a zahraničného dopytu po produkcii eurozóny

**Po veľmi slabých výsledkoch začiatkom roka 2016 sa dynamika vývozu z eurozóny i zahraničného dopytu po produkcii eurozóny v nedávnom období zvýšila.** V medziročnom vyjadrení sa zahraničný dopyt po produkcii eurozóny od polovice roka 2016 výrazne zvýšil a v druhom štvrtroku 2017 sa vyšplhal na šesťročné maximum. Od začiatku roka 2016 prebiehalo aj oživovanie rastu vývozu z eurozóny.

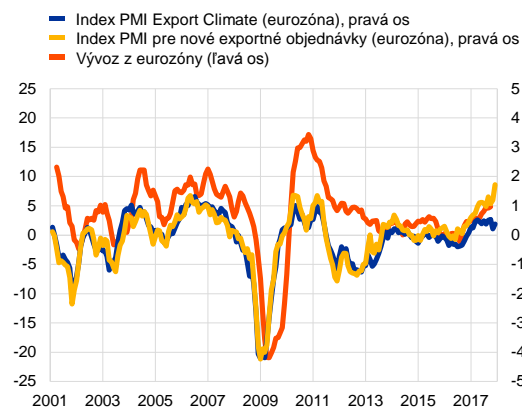
**Súčasný trend rastu zahraničného dopytu po produkcii eurozóny je odrazom prebiehajúceho oživenia svetovej hospodárskej aktivity, môže však byť aj dôsledkom určitej procyklickosti elasticity obchodu vo vzťahu k svetovej hospodárskej aktivite.** Dlhodobu nadhodnocovanú zahraničný dopyt po produkcii eurozóny v období od roka 2011 do roka 2016 sa pripisoval prevažne štrukturálnemu poklesu príjmovej elasticity svetového obchodu, nedostatočne zachytenému v predchádzajúcich projekciách, čo malo za následok nadhodnotenie svetového obchodu vo vzťahu k rastu svetového HDP. V kontexte oživenia svetovej hospodárskej aktivity je však rast zahraničného dopytu po produkcii eurozóny v posledných štvrtrokoch rýchlejší, než sa očakávalo v posledných vydaniach projekcií. To vyvoláva otázku, či elasticita obchodnej výmeny v súčasnosti nevykazuje určitú „procyklickosť“, nedostatočne zachytenú v nedávnych projekciách, v dôsledku ktorej pri vyššom tempe svetového hospodárskeho rastu dochádza k zintenzívňovaniu

rastu obchodnej výmeny.<sup>4</sup> V dôsledku týchto obáv a vzhľadom na aktuálne údaje bol zahraničný dopyt po produkcii eurozóny v týchto projekciách výrazne upravený nahor.

**Za zvýšením projekcie zahraničného dopytu po produkcii eurozóny stoja aj priaznivé ukazovatele svetového obchodu a obchodu eurozóny.** Ukazovatele obchodnej výmeny poukazujú na naďalej silný rast zahraničného dopytu po produkcii eurozóny a vývozu z eurozóny. Z prieskumov obchodnej výmeny v eurozóne (napríklad indexov PMI pre nové výrobné exportné objednávky a indexu PMI Export Climate) vyplýva prebiehajúce oživenie obchodu (graf A). Údaje za eurozónu týkajúce sa nových výrobných exportných objednávok a priemyselnej výroby sú okrem toho naďalej priaznivé, a to aj napriek nedávnomu zhodnoteniu efektívneho výmenného kurzu eura. Za posledných dvanásť mesiacov sa značne posilnili aj ukazovatele svetovej obchodnej výmeny, napríklad svetový index PMI pre nové exportné objednávky alebo hlavný ukazovateľ Goldman Sachs týkajúci sa hospodárskej aktivity (graf B).

**Graf A**  
**Ukazovatele obchodnej výmeny v eurozóne**

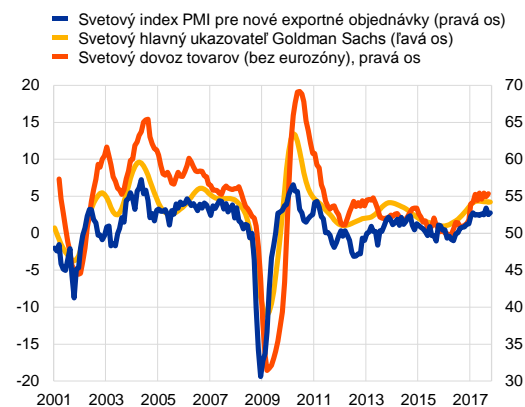
(ľavá os: trojmesačný kľzavý priemer medziročnej percentuálnej zmeny; pravá os: index, v štandardizovanej podobe)



Zdroj: Markit, Eurostat a výpočty ECB.  
Poznámka: Údaje o objeme obchodnej výmeny. Posledné údaje sú za september 2017 (vývoz) a za november 2017 (indexy PMI Export Climate a PMI pre nové výrobné exportné objednávky).

**Graf B**  
**Ukazovatele svetovej obchodnej výmeny**

(ľavá os: trojmesačný kľzavý priemer medziročnej percentuálnej zmeny; pravá os: index)



Zdroj: Haver Analytics, Goldman Sachs, Dutch Central Planning Bureau a výpočty ECB.  
Poznámka: Posledné údaje sú za september 2017 (CPB) a za október 2017 (indexy Goldman Sachs a PMI).

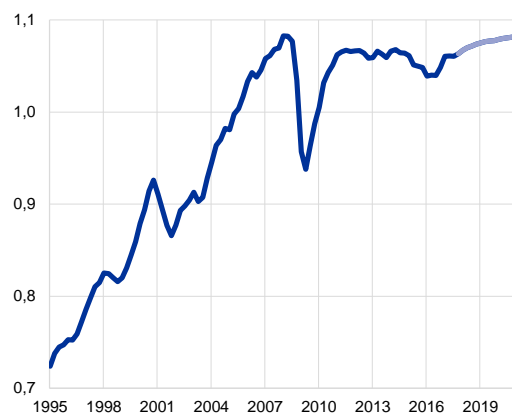
**Napriek určitej volatilité údajov o svetovom dovoze na začiatku roka 2017, čiastočne spôsobenej dočasnými faktormi, zaznamenáva zahraničný dopyt po produkcii eurozóny vzostupný trend, ktorý celkovo zodpovedá vývoju údajov z prieskumov.** K svetovému dovozu na začiatku roka 2017 prispieval výrazný rast dovozu z rozvíjajúcich sa ázijských ekonomík, predovšetkým Indie a Číny, ako aj z Ruska a krajín EÚ strednej a východnej Európy. Na tento výrazný rast však v mnohých prípadoch vplývali dočasné faktory. Odhliadnuc od tejto volatility sa očakáva, že trend zrýchľovania rastu zahraničného dopytu po produkcii eurozóny bude pokračovať aj na konci roka 2017 a v roku 2018.

<sup>4</sup> Ďalšie informácie uvádzajú napríklad Borin, A., Di Nino, V., Mancini, M. a Sbracia, M. v štúdiu „The cyclicity of the income elasticity of trade“, *Working Papers*, č. 1126, Banca d'Italia, júl 2017.

**Graf C**

**Pomer svetového dovozu k HDP**

(index: 2005 = 1)



**V strednodobom horizonte však určujúce faktory príjmovej elasticity obchodu okolo úrovne 1 zostávajú celkovo nezmenené.**

Skutočnosť, že počas dvoch desaťročí pred „veľkou recesiou“ bolo tempo rastu obchodnej výmeny takmer dvojnásobne vyššie ako tempo rastu HDP, bola historickou anomáliou, za ktorou stáli predovšetkým vlny liberalizácie obchodu (najmä v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách), vzostup globálnych hodnotových reťazcov a zmeny geografickej skladby obchodu.<sup>5</sup> Ako ukazuje graf C, v období od roku 1995 do roku 2007 rástol dovoz oveľa rýchlejšie ako svetová hospodárska aktivita. Nie je však pravdepodobné, že uvedené faktory budú k elasticite obchodu prispievať aj naďalej.

Liberalizácia obchodu už z väčšej časti prebehla

a pokiaľ ide o skladbu obchodu, elasticita svetového obchodu zostáva naklonená k nižším hodnotám rozvíjajúcich sa trhových ekonomik. V priebehu posledných rokov bol rast svetového dovozu v súlade s rastom svetovej hospodárskej aktivity, pričom tento vývoj by mal podľa očakávaní pokračovať aj počas horizontu projekcií.

**Očakáva sa, že vývoz z eurozóny bude v najbližších štvrtrokoch vzhľadom na veľmi priaznivé ukazovatele obchodnej výmeny naďalej silný, a to aj napriek nedávnomu zhodnocovaniu eura.** Následne by sa mal rast vývozu v priebehu sledovaného obdobia v súlade s poklesom zahraničného dopytu po produkcii eurozóny postupne spomaľovať, z čoho vyplýva zhruba nezmenená úroveň podielov na vývozných trhoch. Dovoz do eurozóny by mal profitovať z priaznivého vývoja domáceho dopytu a silnejšieho výmenného kurzu eura. Vývoz má však rásť rýchlejším tempom, čo má celkovo za následok mierne kladný príspevok čistého obchodu k hospodárskemu rastu.

**Rast zamestnanosti sa má podľa projekcií napriek naďalej priaznivým aktuálnym údajom postupne mierne spomaľovať.** Aktuálne výrazný rast zamestnanosti má široký geografický rozsah, no čiastočne ho možno pripísať priaznivým dočasným faktorom (napríklad stimulačným rozpočtovým opatreniam v niektorých krajinách). Keďže sa však očakáva postupné odznievanie účinku týchto faktorov a v niektorých krajinách má dôjsť k poklesu zamestnanosti vo verejnom sektore, dynamika rastu zamestnanosti by sa mala v nasledujúcich štvrtrokoch podľa projekcií do určitej miery spomaliť.

**Rast pracovných sil má byť vzhľadom na ich nedostatok čoraz viac tlmený.** Počas horizontu projekcií sa vzhľadom na čistú imigráciu pracovníkov, očakávanú integráciu utečencov a efekt pracovnej motivácie očakáva pokračovanie rastu

<sup>5</sup> Ďalšie informácie sú v štúdiu pracovnej skupiny IRC „Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?“, *Occasional Paper Series*, č. 178, ECB, 2016.



pracovních síl. Tieto priaznivé účinky však má počas tohto obdobia postupne prevážiť vplyv čoraz nepriaznivejšej demografickej situácie. Tento vývoj zároveň prispieva k spomaľovaniu rastu zamestnanosti.

**Miera nezamestnanosti však má podľa očakávaní ďalej klesať.** V treťom štvrťroku 2017 miera nezamestnanosti klesla na 9,0 %, pričom podľa projekcií má počet nezamestnaných výrazne klesať aj naďalej. Očakáva sa, že v roku 2020 bude miera nezamestnanosti predstavovať 7,3 %.

**Počas sledovaného obdobia má prebiehať oživenie rastu produktivity.**

Počiatočné výrazné oživenie rastu produktivity tento a budúci rok je odrazom slabnúceho účinku opatrení, ktoré v roku 2016 dočasne podporili zamestnanosť. Počas zvyšku sledovaného obdobia má produktivita práce (na zamestnanca) rásť najmä vzhľadom na mierne zrýchlenie rastu celkovej produktivity výrobných faktorov, zintenzívnenie prehlbovania kapitálu a väčší počet odpracovaných hodín na zamestnanca. Posledné dva z týchto faktorov sú odrazom prebiehajúceho zlepšovania cyklickej pozície a rastúceho nedostatku pracovných síl.

**Očakáva sa, že rast reálneho HDP zostane do roku 2020 nad úrovňou rastu potenciálneho produktu.**

Vzhľadom na priaznivejší príspevok kapitálu, pracovnej sily a celkovej produktivity výrobných faktorov rast potenciálneho produktu podľa odhadov za posledné roky do určitej miery nabral na intenzite. Podľa projekcií by mal počas sledovaného obdobia naďalej rásť o niečo slabším tempom než pred krízou. Príspevok pracovnej sily by mal počas horizontu projekcií klesať, najmä v dôsledku pomalšieho rastu počtu obyvateľov v produktívnom veku. Príspevok kapitálu bude vzhľadom na oživenie fixných investícií pravdepodobne naďalej výrazný. Zároveň sa odhaduje oproti súčasným štandardom pomerne výrazný príspevok celkovej produktivity výrobných faktorov, ktorý je odrazom efektívnejšieho rozdeľovania zdrojov po kríze, zavedených štrukturálnych reforiem na trhu tovarov a služieb a trhu práce, rozvinutejšieho ľudského kapitálu, obnovených kapitálových statkov a pokračujúcej konvergencie smerom k najnovším technológiám. Je však potrebné poznamenať, že rast potenciálneho produktu ani faktory jeho rastu nie sú pozorovateľné a ich odhady sú spojené so značnou neistotou.

**V porovnaní s projekciami zo septembra 2017 bol rast reálneho HDP výrazne upravený nahor.**

Táto revízia na rok 2017 čiastočne súvisí s nečakane pozitívnymi aktuálnymi údajmi HDP, pričom tento pozitívny účinok sa do určitej miery vzťahuje aj na rok 2018. Výraznejšie než v minulosti očakávané tempo hospodárskeho rastu vyplýva tiež z veľmi priaznivej podnikateľskej a spotrebiteľskej nálady. K revízii projekcií rastu na roky 2018 a 2019 viedol aj vyšší zahraničný dopyt a mierne nižšie dlhodobé úrokové miery.

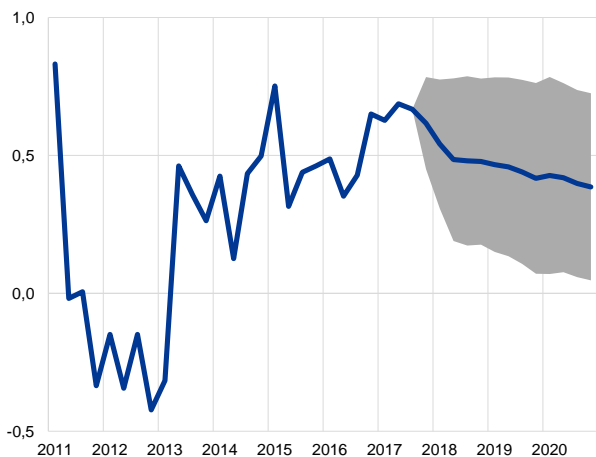
## Graf 1

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

(štvrtročné údaje)

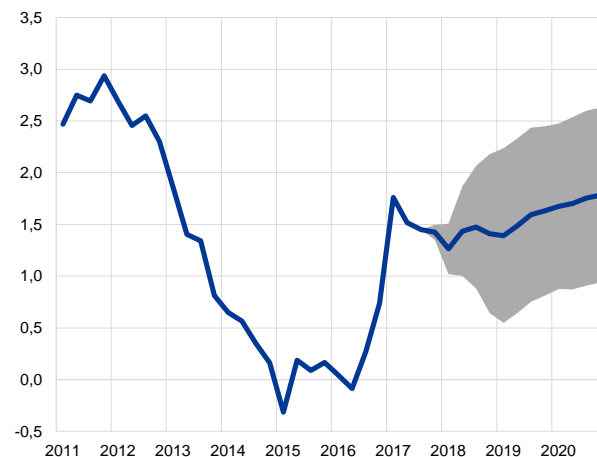
#### Reálny HDP eurozóny<sup>2)</sup>

(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 spomenutých rozdielov. Postup výpočtu intervalov vrátane úprav v dôsledku mimoriadnych udalostí je bližšie opísaný v dokumente ECB *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* z decembra 2009, ktorý je k dispozícii na internetovej stránke ECB.  
2) Údaje očistené od rozdielov v počte pracovných dní.

## 2

### Ceny a náklady

**Hoci sa v najbližšom období vzhľadom na tlmiace bázické efekty cien energií počíta s miernym poklesom miery inflácie HICP, neskôr by mala rásť a v roku 2020 by mala dosiahnuť 1,7 %.** Tlmiace bázické efekty energetickej zložky, ktoré prevažujú nedávny nárast cien ropy, v prvom štvrtroku 2018 spôsobia pokles celkovej inflácie na minimum vo výške 1,3 %. Počas zvyšku sledovaného obdobia sa v dôsledku mierne klesajúceho profilu krivky ropných futures v spojení so stimulačnými účinkami zdaňovania energií očakáva len veľmi postupný nárast energetickej zložky inflácie HICP. Po nevýraznom vývoji v niekoľkých posledných rokoch by mala inflácia HICP mierne vzrásť vďaka predpokladaným nárastom medzinárodných cien potravinových komodít a rastovým účinkom zvyšovania spotrebných daní z tabakových výrobkov. Vzhľadom na hospodársky rast pohybujúci sa nad hranicou rastového potenciálu sa počas projekčného horizontu očakáva zintenzívnenie základných cenových tlakov. Ďalší tlak na rast základnej inflácie by mali vyvolávať predovšetkým rastúce mzdy, ktoré sú odrazom čoraz väčšieho, v niektorých krajinách citeľného nedostatku pracovných síl, ako aj rastové účinky čistých nepriamych daní. K zvýšeniu inflácie bez energií a potravín by počas sledovaného obdobia mali do určitej miery prispieť aj externé cenové tlaky, vzhľadom na určité nepriame vplyvy nedávneho rastu cien ropy a predpokladané zvyšovanie cien neenergetických komodít, ako aj vzhľadom na očakávané zintenzívnenie celosvetových inflačných tlakov všeobecnejšie. Celková inflácia by mala dosiahnuť v priemere 1,5 % v roku 2017, 1,4 % v roku 2018, 1,5 % v roku 2019 a 1,7 % v roku 2020.

**Hlavným dôvodom oživenia rastu nákladov práce počas projekčného horizontu je rastúci nedostatok pracovných síl na trhu spolu s ukončením niektorých opatrení, ktoré mzdový rast v niektorých krajinách v posledných rokoch brzdili.** Podľa projekcií sa má rast kompenzácií na zamestnanca zrýchliť z 1,7 % v roku 2017 na 2,7 % v roku 2020, pričom v roku 2019 sa počíta s miernym spomalením. Príčinou spomalenia je konverzia daňového kreditu vo Francúzsku (CICE) na trvalé zníženie zamestnávateľských odvodov sociálneho zabezpečenia<sup>6</sup>. Vzhľadom na očakávané cyklické zrýchlenie rastu produktivity práce tento mzdový vývoj znamená zrýchlenie rastu jednotkových nákladov práce, z 0,9 % v roku 2017 na 1,8 % v roku 2020. Za základné príčiny predpokladaného zrýchľovania mzdového rastu sa všeobecnejšie považuje zlepšovanie podmienok na trhu práce eurozóny a čoraz väčší nedostatok pracovných síl v niektorých častiach eurozóny. Vďaka pokračovaniu hospodárskeho oživenia a jeho prenikaniu do všetkých krajín eurozóny by zároveň mala postupne zanikať potreba obmedzovania mzdového rastu v niektorých krajinách v záujme znovuzískania cenovej konkurencieschopnosti v nadväznosti na krízu, ako aj zadržovaný mzdový rast vzhľadom na záväzné obmedzenia úprav nominálnych miezd počas krízy. Okrem toho možno očakávať, že k zrýchleniu mzdového rastu prispeje oproti predchádzajúcim trom rokom podstatný nárast celkovej inflácie v roku 2017. V neposlednom rade k zrýchleniu celkového rastu miezd počas sledovaného obdobia prispievajú aj vyššie mzdy vo verejnom sektore.

**Priemerné tempo rastu ziskových marží by malo v prvej časti projekčného horizontu o niečo predstihnúť minuloročný priemer.** V posledných štvrtrokoch mieru ziskovosti brzdili straty z výmenných relácií spojené s nárastom cien ropy. S postupným zánikom týchto tlmiacich účinkov sa očakáva o niečo intenzívnejší rast ziskových marží než v poslednej dobe, a to i vďaka pokračujúcemu hospodárskemu oživeniu. Očakávané zvyšovanie jednotkových nákladov práce i nepriamych daní však má tempo expanzie ziskových marží počas sledovaného obdobia obmedzovať.

**Externé cenové tlaky začali v roku 2017 opäť rásť a počas sledovaného obdobia majú zostať kladné, hoci o niečo miernejšie než v nedávnej dobe.** Pomerne výrazný rast dovozných cien v tomto roku je odrazom obratu vo vývoji cien ropných i neropných komodít. Po skončení roka 2017 sa počíta so spomalením tempa rastu v spojitosti s predpokladom pomalšieho rastu cien komodít počas projekčného horizontu a tlmiacim účinkom nedávneho zhodnocovania eura. Základné globálne inflačné tlaky sa však majú počas projekčného horizontu v dôsledku zvyšovania globálnych produkčných nákladov súvisiaceho s poklesom miery nevyužitých kapacít vo svetovom hospodárstve postupne zvyšovať.

**V porovnaní so septembrovými projekciami bol výhľad vývoja inflácie HICP na rok 2018 upravený o 0,2 percentuálneho bodu nahor a neskôr zostáva nezmenený.** Navýšenie projekcie celkovej inflácie na rok 2018 je odrazom výraznejšieho rastu energetickej a potravinovej zložky HICP na základe aktuálnych, nečakane vyšších hodnôt týchto zložiek, vyšších predpokladaných cien ropy

<sup>6</sup> Keďže pokles kompenzácií na zamestnanca a jednotkových nákladov práce je v prevažnej miere vyvážený nárastom ziskových marží, jeho vplyv na cenotvorbu by mal byť obmedzený.

a rastových účinkov zdaňovania energií a tabakových výrobkov. Inflácia HICP bez energií a potravín bola v krátkodobom horizonte upravená nadol, čiastočne v dôsledku aktuálnych, nečakane nižších hodnôt.

### 3 Výhľad rozpočtového vývoja

**Fiškálna pozícia eurozóny má počas sledovaného obdobia zostať celkovo neutrálna.** Fiškálna pozícia sa vyjadruje ako zmena cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od vládnej podpory finančnému sektoru. Zníženie priamych daní a zvýšenie transferov domácnostiam v roku 2017 je v plnej miere vyvážené zvýšením nepriamych daní a pomalším rastom vládnej spotreby. V roku 2018 fiškálnu pozíciu určuje predovšetkým zníženie priamych daní a odvodov sociálneho zabezpečenia, ako aj predpoklad dynamickejšieho rastu vládnej spotreby, ktoré budú len čiastočne neutralizované nárastom nepriamych daní a pomalším rastom transferov domácnostiam. V priemere neutrálna fiškálna pozícia sa očakáva aj v rokoch 2019 až 2020.

**Deficit a dlh verejnej správy by mali podľa projekcií počas sledovaného obdobia klesať.** Z rozpočtovej projekcie vyplýva postupné znižovanie deficitu verejnej správy počas sledovaného obdobia, a to najmä v dôsledku zlepšenia cyklickej zložky a poklesu úrokových platieb. Cyklicky upravené primárne saldo zostane počas projekčného horizontu stabilné. Pomer dlhu verejnej správy k HDP má počas sledovaného obdobia vďaka priaznivému diferencíalu rastu a úrokovej miery<sup>7</sup> a primárnemu prebytku pokračovať v klesajúcom trende. V porovnaní s projekciami zo septembra 2017 zostáva výhľad rozpočtového deficitu zhruba nezmenený, zatiaľ čo pomer dlhu je o niečo nižší, predovšetkým vzhľadom na priaznivejší diferencíal rastu a úrokovej miery v rokoch 2018 a 2019.

#### Box 4

##### Analýza citlivosti

**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, hodnotenie citlivosti projekcií na alternatívny vývoj týchto základných predpokladov môže pomôcť pri analýze rizík spojených s projekciami. Tento box sa bližšie zameriava na neistotu spojenú s niektorými kľúčovými predpokladmi a citlivosť projekcií na tieto premenné.

#### 1) Alternatívny vývoj ceny ropy

**Modely alternatívneho vývoja cien ropy v priebehu sledovaného obdobia poukazujú na riziko vyšších cien ropy, než vyplývajú z cien ropných futures.** Technické predpoklady vývoja cien ropy v rámci základnej projekcie, vychádzajúce z trhov s futures, predpovedajú klesanie cien ropy, pričom cena ropy Brent by mala ku koncu roka 2020 predstavovať približne 57 USD za barel. Tento

<sup>7</sup> Diferencíal sa počíta ako rozdiel medzi nominálnou efektívnou úrokovou mierou dlhu a mierou rastu nominálneho HDP.

vývoj vyplývajúci z cien ropných futures je v súlade so scenárom mierneho rastu svetového dopytu po ropy, ktorý súvisí s postupným posilňovaním svetového hospodárskeho oživenia. Pokiaľ ide o ponukové faktory, napriek tomu, že k predĺženiu platnosti dohody medzi združením OPEC a hlavnými producentmi ropy mimo združenia OPEC došlo 30. novembra (t. j. až po uzávierke 22. novembra), do očakávaní trhu už bolo s najväčšou pravdepodobnosťou zahrnuté. Očakáva sa však, že obmedzovanie produkcie tradičných producentov by malo byť čiastočne kompenzované expanziou produkcie bridlicovej ropy v Spojených štátoch. Kombinácia alternatívnych modelov, pomocou ktorých odborníci Eurosystemu<sup>8</sup> prognózujú vývoj cien ropy počas sledovaného obdobia, naznačuje výraznejší rast cien ropy v porovnaní s technickými predpokladmi, čo je odrazom oproti očakávaniam výraznejšieho nesúladu medzi ponukou a dopytom. V prípade naplnenia tohto alternatívneho vývoja, pri ktorom by boli ceny ropy do roka 2020 o 11 % vyššie než v základnom scenári, by došlo k miernemu pribrzdeniu rastu reálneho HDP a zároveň k o niečo rýchlejšiemu rastu inflácie HICP (o 0,2 percentuálneho bodu v roku 2019 i 2020).

## 2) Alternatívny vývoj výmenného kurzu

**Táto analýza citlivosti skúma vplyv ďalšieho zhodnocovania výmenného kurzu eura.** Jedným z možných zdrojov rizika apreciácie je oproti očakávaniam výraznejšie hospodárske oživenie v eurozóne. Alternatívny scenár vývoja vychádza zo 75. percentilu rozdelenia na základe rizikovo neutrálnych hustôt odvodených z cien opcí na výmenný kurz USD/EUR z 22. novembra 2017. Z tohto vývoja vyplýva postupné zhodnocovanie eura voči americkému doláru na úroveň 1,36 USD/EUR v roku 2020, čo je o približne 16 % nad úrovňou základnej projekcie na uvedený 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 %. V tomto scenári vývoja z priemeru výsledkov viacerých makroekonomických modelov odborníkov Eurosystemu vyplýva nižší rast reálneho HDP (o 0,2 percentuálneho bodu v roku 2018, o 0,6 percentuálneho bodu v roku 2019 a o 0,2 percentuálneho bodu v roku 2020). Inflácia HICP by bola v rokoch 2018, 2019 a 2020 nižšia o 0,2, 0,5 a 0,6 percentuálneho bodu. Je potrebné poznamenať, že tieto odhadované účinky na hospodársky rast a infláciu platia len v prípade čisto vonkajšieho kurzového šoku.

## Box 5

### Prognózy iných inštitúcií

**Pre eurozónu je k dispozícii viacero prognóz medzinárodných organizácií aj 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 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).

<sup>8</sup> Viac informácií o kombinácii štyroch modelov je uvedených v článku „Forecasting the price of oil“, *Ekonomický bulletin*, č. 4, ECB, 2015.

**Ako vyplýva z tabuľky, aktuálne dostupné projekcie iných inštitúcií týkajúce sa rastu reálneho HDP a inflácie HICP sa pohybujú v rámci intervalov projekcií odborníkov Eurosystemu (v tabuľke uvedených v zátvorkách).**

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

(ročná percentuálna zmena)

	Dátum zverejnenia	Rast HDP			Inflácia HICP		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
<b>Projekcie odborníkov Eurosystemu</b>	December 2017	2,3	1,9	1,7	1,4	1,5	1,7
		[1,7 – 2,9]	[0,9 – 2,9]	[0,6 – 2,8]	[0,9 – 1,9]	[0,7 – 2,3]	[0,8 – 2,6]
<b>Európska komisia</b>	November 2017	2,1	1,9	–	1,4	1,6	–
<b>OECD</b>	November 2017	2,1	1,9	–	1,5	1,7	–
<b>Euro Zone Barometer</b>	November 2017	2,0	1,7	1,5	1,4	1,6	1,8
<b>Consensus Economics Forecasts</b>	December 2017	2,1	1,5	1,3	1,4	1,5	1,7
<b>Survey of Professional Forecasters</b>	Október 2017	1,9	1,7	–	1,4	1,6	–
<b>MMF</b>	Október 2017	1,9	1,7	1,6	1,4	1,7	1,8

Zdroj: European Commission European Economic Forecasts, jeseň 2017; IMF World Economic Outlook, 10. október 2017; OECD Economic Outlook, november 2017; Consensus Economics Forecasts, december 2017; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, november 2017; a Survey of Professional Forecasters od ECB, október 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 2529-4814 (pdf)  
 Katalógové číslo EÚ QB-CF-17-002-SK-N (pdf)