



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTÉM

Box

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKcie ODBORNÍKOV ECB PRE EUROZÓNU

Odborníci ECB na základe informácií dostupných k 23. februáru 2007 vypracovali projekcie makroekonomického vývoja v eurozóne.<sup>1</sup> Priemerný ročný rast reálneho HDP sa odhaduje na 2,1 % až 2,9 % v roku 2007 a 1,9 % až 2,9 % v roku 2008. Priemerné tempo rastu celkového harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) by malo dosiahnuť 1,5 % až 2,1 % v roku 2007 a 1,4 % až 2,6 % v roku 2008.

### Technické predpoklady v oblasti úrokových mier, výmenných kurzov, cien ropy a rozpočtovej politiky

Technické predpoklady v oblasti úrokových mier a cien ropy a neenergetických komodít sú postavené na očakávaniach trhu (dátumom uzávierky bol 13. február 2007). Pokiaľ ide o krátkodobé úrokové miery merané prostredníctvom trojmesačnej sadzby EURIBOR, očakávania trhu sú vyjadrené forwardovými sadzbami na základe stavu výnosovej krivky v deň uzávierky.<sup>2</sup> Z daných predpokladov vyplýva nárast z 3,8 % v polovici februára na priemerných 4,2 % v roku 2007 a 4,3 % v roku 2008. Podľa trhových očakávaní by sa nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne mali pohybovať okolo úrovne 4,1 % z polovice februára; v roku 2007 i 2008 by mali dosiahnuť v priemere 4,2 %. Na základe vývoja na termínovaných trhoch v dvojtýždňovom období končiacom sa dňom uzávierky sa očakáva, že priemerné ročné ceny ropy dosiahnu úroveň 59,9 USD za barel v roku 2007 a 63,4 USD za barel v roku 2008. Predpokladá sa, že priemerný ročný rast cien neenergetických komodít v USD dosiahne 14,5 % v roku 2007 a 5,0 % v roku 2008.

Platí technický predpoklad, že vzájomné výmenné kurzy zostanú počas sledovaného obdobia nezmenené na priemernej úrovni prevládajúcej počas dvojtýždňového obdobia do dňa uzávierky. Z toho vyplýva, že kurz EUR/USD je na úrovni 1,30 a efektívny kurz eura je o 1,7 % vyšší ako priemer za rok 2006.

Predpoklady v oblasti rozpočtovej politiky vychádzajú z rozpočtových plánov jednotlivých členských štátov eurozóny. Do úvahy sa berú všetky opatrenia rozpočtovej politiky, ktoré už schválil parlament, resp. podrobne vypracované opatrenia, ktoré budú s najväčšou pravdepodobnosťou schválené.

### Predpoklady týkajúce sa medzinárodného prostredia

Vývoj za hranicami eurozóny by mal byť v sledovanom období aj naďalej priaznivý. Zatiaľ čo rast reálneho HDP v Spojených štátoch by mal byť v porovnaní s poslednými rokmi o niečo pomalší, očakáva sa, že rast reálneho HDP v rozvíjajúcich sa krajinách Ázie sa bude stále pohybovať výrazne nad celosvetovým priemerom a rast väčšiny ostatných veľkých ekonomík by si mal takisto zachovať svoju dynamiku.

Priemerná ročná miera rastu svetového reálneho HDP mimo eurozóny by sa mala pohybovať okolo 5,1 % v roku 2007 a okolo 5,0 % v roku 2008. Rast na vonkajších exportných trhoch eurozóny by mal dosiahnuť približne 5,5 % v roku 2007 a 6,9 % v roku 2008.

<sup>1</sup> Makroekonomické projekcie ECB dopĺňajú makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu, ktoré spoločne zostavujú pracovníci ECB a národných centrálnych bánk krajín eurozóny dvakrát ročne. Použité postupy sú v súlade s postupmi používanými pri zostavovaní projekcií odborníkov Eurosystemu, ktoré sú opísané v publikácii „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“, ECB, jún 2001. Na vyjadrenie neistoty spojenej s projekciami sa výsledné hodnoty každej premennej uvádzajú formou intervalu. Intervaly sa určujú na základe rozdielov medzi skutočnými hodnotami a projekciami za niekoľko posledných rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov.

<sup>2</sup> Súčasťou tohto boxu je metodická poznámka o možných rozdieloch medzi trhovými predpokladmi krátkodobých úrokových mier používanými v projekciách a úrokovými sadzbami termínovaných obchodov EURIBOR futures.

## Projekcie rastu reálneho HDP

Po výnimočne výraznom raste reálneho HDP eurozóny v roku 2006 (podľa prvého odhadu Eurostatu dosiahla štvrtročná miera rastu v poslednom štvrtroku 0,9 %) by mali štvrtročné miery rastu HDP počas sledovaného obdobia dosahovať približne 0,6 %. Za daných okolností sa očakáva, že priemerný ročný rast reálneho HDP sa bude pohybovať v rozpätí od 2,1 % do 2,9 % v roku 2007 a od 1,9 % do 2,9 % v roku 2008. Hospodársku činnosť by mal okrem iného naďalej podporovať i rast vývozu, a to aj napriek určitému zníženiu konkurencieschopnosti, vďaka predpokladu stále rýchleho tempa rastu zahraničného dopytu. Rast súkromnej spotreby by mal zhruba zodpovedať vývoju reálneho disponibilného dôchodku, ktorý by mal ťažiť najmä zo zlepšenia podmienok na trhu práce. Rast celkových fixných investícií by mal byť podľa projekcií v prostredí stále priaznivých podmienok financovania, vysokých ziskov a dobrých vyhliadok v oblasti dopytu aj naďalej výrazný.

## Tabuľka A: Makroekonomické projekcie pre eurozónu

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

	2006	2007	2008
HICP	2,2	1,5 – 2,1	1,4 – 2,6
Reálny HDP	2,8	2,1 – 2,9	1,9 – 2,9
Súkromná spotreba	2,0	1,8 – 2,4	1,6 – 3,0
Vládna spotreba	2,3	0,8 – 1,8	1,0 – 2,0
Tvorba hrubého fixného kapitálu	4,9	2,4 – 5,0	1,9 – 5,1
Vývoz (tovary a služby)	8,3	4,7 – 7,7	4,1 – 7,3
Dovoz (tovary a služby)	7,9	3,7 – 7,1	4,2 – 7,6

1) Interval pre každú premennú a obdobie je založený na priemernom absolútnom rozdieli medzi skutočnými hodnotami a hodnotami minulých projekcií centrálnych bánk eurozóny. Projekcie reálneho HDP a jeho komponentov vychádzajú z údajov, ktoré zohľadňujú skutočný počet pracovných dní. Projekcie vývozu a dovozu zahŕňajú obchodnú výmenu v rámci eurozóny.

2) Od roku 2007 projekcie zahŕňajú aj Slovinsko. Medziročné percentuálne zmeny na rok 2007 sú založené na rozšírenej podobe eurozóny, ktorá zahŕňa Slovinsko už v roku 2006. Podiel Slovinska na HDP eurozóny predstavuje približne 0,3 %.

## Projekcie cien a nákladov

Priemerné tempo rastu celkového HICP by malo podľa projekcií dosiahnuť 1,5 % až 2,1 % v roku 2007 a 1,4 % až 2,6 % v roku 2008. Rastúce ceny energií a neropných komodít by mali mať na vývoj spotrebiteľských cien len pomerne malý vplyv, čo je v súlade s predpokladmi cien ropy odvodenými zo súčasných cien ropy v termínovaných obchodoch. Projekcie zároveň vychádzajú z predpokladu, že počas sledovaného obdobia sa mierne zrýchli rast miezd. Vzhľadom na predpoklad pomerne stáleho tempa rastu produktivity práce sa očakáva, že rast jednotkových nákladov práce sa v sledovanom období zrýchli. Hlavným faktorom ovplyvňujúcim infláciu HICP v roku 2007 sú vyššie nepriame dane (so súhrnným príspevkom k inflácii HICP v eurozóne vo výške 0,5 percentuálneho bodu). Naopak na rok 2008 zatiaľ v projekciách žiadny vplyv nepriamych daní zakomponovaný nie je. A nakoniec, projekcie HICP vychádzajú z očakávania stále rovnomerného, hoci mierne klesajúceho tempa rastu ziskových marží.

## Porovnanie s projekciami z decembra 2006

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu zverejnenými v Mesačnom bulletin z decembra 2006 boli intervaly projekcií rastu reálneho HDP na rok 2007 a 2008 mierne upravené smerom nahor. Zohľadňujú najmä pozitívny výsledok HDP v druhom polroku 2006 a nižšie než pôvodne predpokladané ceny energií.

Nový interval projekcií ročného tempa rastu celkového HICP na rok 2007 sa nachádza v dolnej časti intervalu projekcií z decembra 2006, najmä v dôsledku predpokladu nižších cien energií. Interval projekcií na rok 2008 bol

upravený smerom nahor v dôsledku predpokladu o niečo silnejších mzdových tlakov než v projekciách z decembra 2006.

#### Tabuľka B Porovnanie s projekciami z decembra 2006

(priemerné ročné zmeny v percentách)

	2006	2007	2008
Reálny HDP – december 2006	2,5 – 2,9	1,7 – 2,7	1,8 – 2,8
Reálny HDP – marec 2007	2,8	2,1 – 2,9	1,9 – 2,9
HICP – december 2006	2,1 – 2,3	1,5 – 2,5	1,3 – 2,5
HICP – marec 2007	2,2	1,5 – 2,1	1,4 – 2,6

#### Metodická poznámka k predpokladom krátkodobých úrokových mier používaných v projekciách

Trhové predpoklady krátkodobých úrokových mier používané v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému/ECB sú trojmesačné forwardové sadzby vypočítané z výnosovej krivky cenných papierov s nulovým kupónom odhadnutej pomocou Nelson-Siegel-Svenssonovej metódy (bežne používanej centrálnymi bankami na odhad výnosových kriviek).<sup>3</sup>

Tieto predpoklady úrokových mier sa preto môžu mierne líšiť od sadzieb termínovaných obchodov EURIBOR futures, ktoré účastníci trhu často používajú ako ukazovatele krátkodobých úrokových mier v budúcnosti. ECB sa rozhodla používať forwardové sadzby, pretože termínované obchody EURIBOR futures sú likvidné len po dobu troch rokov, a na niektoré modelové simulácie sa vyžaduje prehľad vývoja krátkodobých úrokových mier po dobu desiatich rokov. Rovnako aj konzistentný výpočet predpokladov krátkodobých a dlhodobých úrokových mier v rámci projekcií si vyžaduje celú výnosovú krivku až po dobu splatnosti 10 rokov.

Rozdiely medzi forwardovými sadzbami a sadzbami obchodov futures sú spôsobené predovšetkým rozdielnymi konvenciami kótovania sadzieb obchodov EURIBOR futures a swapových sadzieb cenných papierov s nulovým kupónom Reuters, ktoré sa používajú pri stanovovaní swapovej krivky za eurozónu prostredníctvom Nelson-Siegel-Svenssonovej metódy. Rozdiely súvisia najmä s metódou zloženého úročenia a metódou počítania dní.

Čo sa týka metódy zloženého úročenia, úrokové sadzby, ktoré sa vzťahujú na obdobie kratšie ako jeden rok, napríklad trojmesačné forwardové sadzby, sa zvyčajne vyjadrujú na ročnom základe a preto je potrebné ich anualizovať. Forwardové sadzby používané odborníkmi ECB sa počítajú ako zložené sadzby, čo znamená, že zohľadňujú tzv. úrok z úroku. Sadzby EURIBOR sa naopak kótujú ako jednoduché sadzby. Jednoduché sadzby sú nižšie (pri súčasnej úrovni úrokových sadzieb približne o 5 bázičných bodov) ako porovnateľné zložené sadzby.

Ďalšia metóda v súvislosti s počítaním úrokových sadzieb – metóda počítania dní – sa týka predpokladanej dĺžky roka. Swapové sadzby cenných papierov s nulovým kupónom, ktoré poskytuje Reuters, sú kótované použitím metódy „skutočný počet dní/skutočný počet dní“. To znamená, že dané obdobie sa anualizuje za predpokladu, že rok má 365 dní (366 dní v priestupnom roku). Sadzby EURIBOR sa naopak kótujú použitím metódy „skutočný počet dní/360“. Sú preto mierne nižšie (v súčasnosti približne o 6 bázičných bodov) ako porovnateľné sadzby cenných papierov s nulovým kupónom.

V dôsledku rozdielov v spôsobe kótovania sú predpoklady úrokových sadzieb používané v projekciách v súčasnosti o približne 10 bázičných bodov vyššie ako úrokové sadzby obchodov EURIBOR futures. V tomto kontexte je dôležité znova zdôrazniť, že tieto predpoklady úrokových sadzieb sa počítajú mechanicky z výnosovej krivky a nie sú ovplyvnené žiadnymi hodnotiacimi faktormi.

<sup>3</sup> Viac informácií v publikácii „Zero-coupon yield curves: technical documentation“ (Výnosové krivky nulového kupónu: technická dokumentácia), BIS Papers č. 25, Banka pre medzinárodné zúčtovanie, 2005.

© Európska centrálna banka 2007

Adresa: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt nad Mohanom, Nemecko  
Poštová adresa: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Germany  
Telefón: +49 69 1344 0  
Fax: +49 69 1344 6000  
Internet: <http://www.ecb.int>

Všetky práva vyhradené.

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