



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTÉM

Box

## MAKROEKONOMICKÉ PROJEKcie ODBORNÍKOV ECB PRE EUROZÓNU

Odborníci ECB na základe informácií dostupných k 18. februáru 2011 vypracovali projekcie makroekonomického vývoja v eurozóne.<sup>1</sup> Priemerný ročný rast reálneho HDP by mal dosiahnuť 1,3 % až 2,1 % v roku 2011 a 0,8 % až 2,8 % v roku 2012. Inflácia by sa podľa projekcií mala pohybovať v pásme od 2,0 % do 2,6 % v roku 2011 a od 1,0 % do 2,4 % v roku 2012.

### Technické predpoklady pre úrokové miery, výmenné kurzy, ceny komodít a rozpočtovú politiku

Technické predpoklady pre úrokové miery a ceny energetických i neenergetických komodít vychádzajú z očakávaní trhu ku dňu uzávierky 10. februára 2011.<sup>2</sup> Predpoklad týkajúci sa krátkodobých úrokových mier je výhradne technickej povahy. Krátkodobé úrokové miery sa merajú prostredníctvom trojmesačnej sadzby EURIBOR, pričom trhové očakávania sú odvodené z úrokových termínovaných obchodov. Z tejto metodiky vyplýva, že celková priemerná úroveň krátkodobých úrokových mier by mala dosiahnuť 1,5 % v roku 2011 a 2,4 % v roku 2012. Z technických predpokladov pre nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov, ktoré sú tiež odvodené z očakávaní trhu, vyplýva ich priemerná úroveň 4,5 % v roku 2011 a 4,9 % v roku 2012.<sup>3</sup> Pokiaľ ide o podmienky financovania, základný scenár vývoja predpokladá, že počas sledovaného obdobia sa rozpätie medzi úrokovými sadzbami bankových úverov a krátkodobými úrokovými mierami o niečo zúži. Rozpätie voči dlhodobým úrokovým mieram by sa po ich značnom zúžení v poslednom štvrtroku 2010 malo podľa predpokladov postupne rozširovať a na konci sledovaného obdobia by sa malo vrátiť na úroveň historického priemeru. Podmienky ponuky úverov by sa mali v sledovanom období ďalej normalizovať, ale naďalej mierne tlmieť hospodársku aktivitu. Pokiaľ ide o ceny komodít, na základe vývoja na trhoch s termínovanými nástrojmi počas dvojtýždňového obdobia končiaceho sa dňom uzávierky sa predpokladá, že priemerná cena ropy Brent dosiahne 101,3 USD za barel v roku 2011 a 102,4 USD za barel v roku 2012. Ceny neenergetických komodít v amerických dolároch by mali podľa predpokladov výrazne rásť, a to o 27,5 % v roku 2011 a o 1,0 % v roku 2012.

Vzájomné výmenné kurzy by mali počas sledovaného obdobia zostať nezmenené na priemernej úrovni za dvojtýždňové obdobie ku dňu uzávierky. Z toho vyplýva výmenný kurz 1,37 USD/EUR počas celého sledovaného obdobia a efektívny výmenný kurz eura, ktorý sa v roku 2011 znehodnotí v priemere o 1,1 % a v roku 2012 zvýši o 0,1 %.

Predpoklady v oblasti rozpočtovej politiky vychádzajú z rozpočtových plánov jednotlivých členských štátov eurozóny dostupných k 11. februáru 2011. Do úvahy sa berú všetky opatrenia rozpočtovej politiky, ktoré už schválil parlament, resp. tie dostatočne vypracované opatrenia vlády, ktoré budú pravdepodobne schválené.

<sup>1</sup> Makroekonomické projekcie odborníkov ECB dopĺňajú makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu, ktoré dvakrát ročne spolu zostavujú odborníci ECB a národných centrálnych bánk krajín eurozóny. Použité postupy sú v súlade s postupmi používanými pri zostavovaní projekcií odborníkov Eurosystemu, ktoré sú uvedené v publikácii ECB „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“ z júna 2001 dostupnej na internetovej stránke ECB. Na vyjadrenie neistoty spojenej s projekciami sa výsledné hodnoty každej premennej uvádzajú formou intervalu. Intervaly sa určujú na základe rozdielov medzi skutočnými hodnotami a hodnotami z minulých projekcií za obdobie niekoľkých rokov. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov. Tento postup vrátane úprav v dôsledku výnimočných udalostí je bližšie opísaný v dokumente ECB „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“ z decembra 2009, ktorý je tiež k dispozícii na internetovej stránke ECB.

<sup>2</sup> Ceny ropy a potravín vychádzajú z cien termínovaných kontraktov do konca sledovaného obdobia. V prípade ostatných komodít sa predpokladá, že ich ceny sa budú do prvého štvrtroku 2012 vyvíjať podľa cien termínovaných kontraktov a neskôr v závislosti od svetovej hospodárskej aktivity.

<sup>3</sup> Technický predpoklad pre dlhodobú úrokovú mieru za eurozónu sa počíta ku dňu uzávierky ako priemer výnosov desaťročných referenčných dlhopisov jednotlivých krajín vážený ich ročným HDP, ktorý sa následne predĺži na obdobie projekcie použitím profilu forwardovej výnosovej krivky odvodenenej z výnosovej krivky eurozóny stanovenej ECB.

## Predpoklady týkajúce sa medzinárodného prostredia

Svetová ekonomika vykázala na prelome roku mierne obnovenie dynamiky rastu, k čomu prispelo celkové zlepšenie finančných podmienok vo svete. Výhľad vývoja hospodárskej aktivity na najbližšie obdobie podporujú aj nové stimulačné rozpočtové opatrenia v Spojených štátoch. Cyklická pozícia však zostáva v rámci jednotlivých krajín rozdielna. V hlavných rozvinutých ekonomikách, najmä v ekonomikách, v ktorých je potrebná ďalšia korekcia bilancií, zostáva strednodobý výhľad hospodárskeho rastu pomerne tlmený. Okrem toho sa očakáva, že výhľad súkromnej spotreby v týchto ekonomikách bude v strednodobom horizonte tlmený celkovo slabým trhom s nehnuteľnosťami a dlhodobo vysokými mierami nezamestnanosti. V niektorých rozvíjajúcich sa ekonomikách by mal naopak podľa predpokladov prevládať výrazný rast a silnejšie inflačné tlaky. Priemerný rast svetového reálneho HDP mimo eurozóny by mal dosiahnuť 4,7 % v roku 2011 a 4,6 % v roku 2012. Rast zahraničného dopytu eurozóny by mal v reakcii na výrazné oživenie svetového obchodu dosiahnuť 7,9 % v roku 2011 a 7,6 % v roku 2012. Uvedené miery rastu o niečo prekračujú priemerné hodnoty zaznamenané v priebehu desiatich rokov pred finančnou krízou.

## Projekcie rastu reálneho HDP

Reálny HDP eurozóny sa v poslednom štvrtroku 2010 zvýšil o 0,3 %, čo je rovnaká miera rastu ako v predchádzajúcom štvrtroku. Čo sa týka ďalšieho vývoja, podľa predpokladov by malo oživenie hospodárskej aktivity pokračovať, pričom úlohu vývozu ako hlavného faktora rastu by mal čoraz viac preberať domáci dopyt. Táto zmena je odrazom vplyvu predchádzajúcich menovopolitických opatrení, ako aj intenzívnych snáh obnoviť fungovanie finančného systému. Očakáva sa však, že výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne bude tlmený potrebou korekcie bilancií vo viacerých sektoroch, ako aj snahami o rozpočtové úpravy zameranými na obnovenie dôvery v strednodobú udržateľnosť, ktoré sú predpokladané v projekciách. V ročnom vyjadrení by sa reálny HDP, ktorého miera rastu v roku 2010 dosiahla 1,7 %, mal zvýšiť o 1,3 % až 2,1 % v roku 2011 a 0,8 % až 2,8 % v roku 2012. Keďže ročný potenciálny rast by mal byť podľa projekcií podstatne nižší ako pred krízou, očakáva sa, že produkčná medzera sa počas sledovaného obdobia zúži.

## Tabuľka A Makroekonomické projekcie pre eurozónu

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

	2010	2011	2012
HICP	1,6	2,0 – 2,6	1,0 – 2,4
Reálny HDP	1,7	1,3 – 2,1	0,8 – 2,8
Súkromná spotreba	0,7	0,6 – 1,4	0,4 – 2,2
Vládna spotreba	0,8	-0,3 – 0,5	-0,5 – 0,9
Tvorba hrubého fixného kapitálu	-0,8	0,4 – 3,4	0,7 – 5,5
Vývoz (tovary a služby)	10,9	4,9 – 9,5	3,0 – 9,2
Dovoz (tovary a služby)	9,0	3,5 – 7,7	2,8 – 8,4

1) Projekcie reálneho HDP a jeho zložiek vychádzajú z údajov, ktoré sú očistené od vplyvu počtu pracovných dní. Projekcie dovozu a vývozu zahŕňajú obchodnú výmenu v rámci eurozóny.

2) Údaje sa týkajú eurozóny vrátane Estónska, s výnimkou údajov o HICP za rok 2010. Priemerné ročné percentuálne zmeny HICP za rok 2011 sú založené na rozšírenej eurozóne, ktorá v roku 2010 už zahŕňa Estónsko.

## Projekcie cien a nákladov

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla ročná miera inflácie HICP vo februári 2011 úroveň 2,4 %. Celková inflácia HICP by mala do konca roku 2011 prekračovať 2 %, a to najmä v dôsledku nedávneho výrazného nárastu cien energií a potravín. Na základe súčasných cien komoditných futures sa predpokladá zmiernenie rastu dovozných cien. Naopak domáce cenové tlaky by sa mali mierne zvýšiť, a to v dôsledku postupného oživovania hospodárskej aktivity a vyššieho rastu miezd, a v sledovanom období viesť k postupnému zvyšovaniu miery inflácie HICP (bez cien potravín a energií). Celková priemerná ročná miera inflácie by mala dosiahnuť 2,0 % až 2,6 % v roku 2011 a 1,0 % až 2,4 % v roku 2012. Rast odmien na zamestnanca v eurozóne by sa mal podľa projekcií počas nasledujúcich dvoch rokov zrýchľovať, čo zodpovedá postupnému zlepšovaniu podmienok na trhu práce. Napriek tomu sa očakáva, že reálna odmena na zamestnanca sa v roku 2011 v dôsledku zvýšenia inflácie mierne zníži a v roku 2012 by mala dosiahnuť mierne kladné hodnoty. Keďže podľa projekcií by sa mal rast produktivity v nasledujúcich dvoch rokoch zmierňovať, očakáva sa, že jednotkové náklady práce, ktoré v roku 2010 vykázali cyklický pokles, sa v roku 2011 zvýšia a v roku 2012 budú rásť rýchlejšim tempom. To by malo obmedziť rast ziskových marží, ktoré v roku 2010 zaznamenali výrazný nárast.

### Porovnanie s projekciami z decembra 2010

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu zverejnenými v Mesačnom bulletinu z decembra 2010 boli spodné hodnoty intervalu projekcií rastu reálneho HDP na roky 2011 a 2012 upravené smerom nahor, odrážajúc výraznejší svetový hospodársky rast a očakávaný rast vývozu z eurozóny, ako aj lepšie vyhliadky domáceho dopytu, čo naznačuje zvýšená dôvera. Intervaly inflácie HICP na roky 2011 a 2012 boli v porovnaní s projekciami z decembra 2010 v dôsledku vyššieho než očakávaného rastu cien energií a potravín upravené smerom nahor.

### Tabuľka B Porovnanie s projekciami z decembra 2010

(priemerné ročné zmeny v percentách)

	2010	2011	2012
Reálny HDP – december 2010	1,6 – 1,8	0,7 – 2,1	0,6 – 2,8
Reálny HDP – marec 2011	1,7	1,3 – 2,1	0,8 – 2,8
HICP – december 2010	1,5 – 1,7	1,3 – 2,3	0,7 – 2,3
HICP – marec 2011	1,6	2,0 – 2,6	1,0 – 2,4

### Porovnanie s prognózami iných inštitúcií

Pre eurozónu je k dispozícii množstvo prognóz od medzinárodných organizácií a inštitúcií zo súkromného sektora (tabuľka C). Vzhľadom na rôzne termíny uzávierky sa však tieto prognózy nedajú priamo porovnávať navzájom, a ani s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB. Okrem toho tieto prognózy používajú na odvodenie predpokladov týkajúcich sa rozpočtového, finančného a zahraničného vývoja vrátane cien ropy a ostatných komodít odlišné (čiastočne nešpecifikované) metódy. Jednotlivé prognózy sa navyše líšia aj v spôsobe zohľadňovania rozdielov v počte pracovných dní (nasledujúca tabuľka).

Momentálne dostupné prognózy iných organizácií a inštitúcií očakávajú, že rast reálneho HDP eurozóny dosiahne 1,5 % až 1,7 % v roku 2011 a 1,7 % až 2,0 % v roku 2012, čo je v rámci intervalu projekcií odborníkov ECB. Pokiaľ ide o infláciu, podľa dostupných prognóz by sa priemerná ročná miera inflácie HICP v roku 2011 mala pohybovať na úrovni od 1,3 % do 2,2 %. Väčšina týchto inflačných prognóz sa

nachádza pod intervalom projekcií odborníkov ECB, a to pravdepodobne v dôsledku skutočnosti, že tieto prognózy ešte nezohľadňujú aktuálny rast cien komodít. V roku 2012 prognózy očakávajú mieru inflácie HICP na úrovni 1,2 % až 1,8 %, čo je v rámci intervalu projekcií odborníkov ECB.

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

(priemerné ročné zmeny v percentách)

	Dátum zverejnenia	Rast HDP		Inflácia HICP	
		2011	2012	2011	2012
OECD	november 2010	1,7	2,0	1,3	1,2
Európska komisia	február 2011	1,6	1,8	2,2	1,7
MMF	január 2011	1,5	1,7	1,5	1,5
Survey of Professional Forecasters	február 2011	1,6	1,7	1,9	1,8
Consensus Economics Forecasts	február 2011	1,6	1,7	2,0	1,8
Projekcie odborníkov ECB	marec 2011	1,3 – 2,1	0,8 – 2,8	2,0 – 2,6	1,0 – 2,4

Zdroje: European Commission Interim Forecast – február 2011 za údaje za rok 2011, European Economic Forecasts – jeseň 2010 za údaje za rok 2012; IMF World Economic Outlook – október 2010 za infláciu, World Economic Outlook Update – január 2011 za rast HDP; OECD Economic Outlook – november 2010; Consensus Economics Forecasts; a Survey of Professional Forecasters ECB.

Poznámka: V makroekonomických projekciách odborníkov ECB a prognózach OECD sú uvedené ročné miery rastu očistené od vplyvu počtu pracovných dní, zatiaľ čo Európska komisia aj MMF tieto údaje vykazujú neočistené od vplyvu počtu pracovných dní v roku. Ostatné prognózy nešpecifikujú, či sú uvádzané údaje očistené od vplyvu počtu pracovných dní.

© Európska centrálna banka 2011

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.europa.eu>

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