



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

Makroekonomické projekcie Eurosystému pre eurozónu

Na základe údajov dostupných k 17. máju 2004 vypracovali odborníci Eurosystému projekcie makroekonomického vývoja eurozóny.¹ Priemerné ročné tempo rastu reálneho HDP má dosiahnuť 1,4 % až 2,0 % v roku 2004 a 1,7 % až 2,7 % v roku 2005. Priemerné tempo rastu celkového harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) má podľa projekcií dosiahnuť 1,9 % až 2,3 % v roku 2004 a 1,1 % až 2,3 % v roku 2005.

Projekcie vychádzajú z radu predpokladov o úrokových mierach, výmenných kurzoch, cenách ropy, svetovom obchode (bez eurozóny) a rozpočtovej politike. Základným technickým predpokladom je, že krátkodobé trhové úrokové miery a vzájomné výmenné kurzy sa počas sledovaného obdobia nezmenia. Technické predpoklady v oblasti dlhodobých úrokových mier a cien ropy a neenergetických komodít sú postavené na očakávaniach trhu,² zatiaľ čo predpoklady v oblasti rozpočtovej politiky vychádzajú z rozpočtových zámerov jednotlivých členských štátov eurozóny. Do úvahy sa berú len opatrenia rozpočtovej politiky, ktoré už schválil parlament, resp. podrobne vypracované opatrenia, ktoré budú pravdepodobne schválené.

Kvôli vyjadreniu neistoty spojenej s projekciami sa výsledné hodnoty každej premennej uvádzajú formou intervalu. Intervaly sa určujú na základe rozdielov medzi skutočnými hodnotami a minulými projekciami, ktoré už niekoľko rokov pripravujú centrálné banky eurozóny. Šírka intervalov je dvojnásobkom priemernej absolútnej hodnoty spomenutých rozdielov.

Medzinárodné prostredie

Oživenie svetového hospodárstva od jesene 2003 nabralo na rozmeroch aj na tempe, čiastočne vďaka expanzívnej hospodárskej politike a priaznivým podmienkam financovania, ale aj vďaka lepším výsledkom hospodárenia v podnikovom sektore. Vychádzajúc z postupného poklesu cien ropy a

¹ Projekcie odborníkov Eurosystému sú spoločným dielom odborníkov z ECB a z národných centrálnych bánk eurozóny. Vypracúvajú sa dvakrát ročne a Rada guvernérov ich využíva ako podklad pri hodnotení hospodárskeho vývoja a rizík pre cenovú stabilitu. Ďalšie informácie o postupoch a metódach použitých pri tvorbe projekcií nájdete v publikácii „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“, ECB, jún 2001.

² Krátkodobé úrokové miery merané prostredníctvom trojmesačnej sadzby Euribor sa počas sledovaného obdobia považujú za nemenné, na úrovni mierne nad 2,0 %. Z technického predpokladu stálych kurzov vyplýva, že kurz EUR/USD počas daného obdobia ostane na úrovni 1,19 a že efektívny kurz eura bude o 0,9 % vyšší ako priemer za rok 2003. Z trhových očakávaní nominálnych výnosov desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vyplýva mierny nárast z priemerných 4,3 % v roku 2004 na 4,4 % v roku 2005. Na základe vývoja na termínovaných trhoch sa očakáva pokles priemerných cien ropy z 34,6 USD za barel v roku 2004 na 31,8 USD za barel v roku 2005. Predpokladá sa, že ceny neenergetických komodít v USD v roku 2004 stúpnu o 18 % a v roku 2005 sa výrazne nezmenia.

miernych rizikových prémie na finančných trhoch, ktoré sú súčasťou horeuvedených predpokladov, sa v priebehu sledovaného obdobia očakáva naďalej výrazné tempo oživenia.

Očakáva sa, že ku globálnemu rastu v najväčšej miere prispejú Spojené štáty a Japonsko. V Spojených štátoch má byť hnacou silou rastu zvýšená miera investícií podporovaná vysokou súkromnou spotrebou, ktorá je výsledkom ďalšieho zlepšovania podmienok na trhu práce. V Ázii (bez Japonska) sa predpokladá naďalej výrazné tempo rastu HDP, ktoré je odrazom dynamiky vnútorného rastu. Aj keď v ostatných regiónoch je situácia rôzna, očakáva sa, že vysoký dopyt v Spojených štátoch a Ázii (bez Japonska) bude stimulovať hospodársku aktivitu vo väčšine oblastí. Predpokladá sa, že japonská ekonomika bude pokračovať vo svojom oživení, pričom domáci dopyt bude ťažiť z prebiehajúcich štrukturálnych reforiem a uvoľnenia deflačných tlakov. Rast reálneho HDP v Spojenom kráľovstve má byť počas sledovaného obdobia naďalej dynamický. Krajiny, ktoré vstúpili do EÚ 1. mája 2004, a transformujúce sa ekonomiky majú tiež naďalej vykazovať pomerne vysoké tempo rastu. *Rast svetového reálneho HDP mimo eurozóny* má podľa projekcií v roku 2004 i 2005 celkovo stúpnuť na úroveň okolo 5,0 % z 4,5 % v roku 2003.

Predpokladá sa, že svetový obchod bude rásť podobným spôsobom ako svetový reálny HDP. Očakáva sa, že dynamika rastu *vonkajších vývozných trhov eurozóny* sa zvýši z úrovne mierne pod 6 % v roku 2003 na približne 8 % v roku 2004 i 2005.

Projekcie rastu reálneho HDP

Štvrťročné miery rastu reálneho HDP eurozóny majú po náraste v prvom štvrťroku 2004 ostať na pomerne vysokej úrovni počas celého sledovaného obdobia, pričom počas roku 2004 môžu vykazovať určitú volatilitu. Priemerná ročná miera rastu reálneho HDP by sa mala zvýšiť na 1,4 % až 2,0 % v roku 2004 a ďalej na 1,7 % až 2,7 % v roku 2005. Predpokladaný rast zahraničného dopytu by mal viesť k zrýchleniu rastu vývozu z eurozóny napriek určitým stratám trhového podielu spôsobeným predchádzajúcim zhodnotením eura. Okrem toho sa v priebehu sledovaného obdobia očakáva nástup ďalších faktorov oživenia v eurozóne vrátane výraznejšieho rastu investičnej i súkromnej spotreby. Pokiaľ ide o investície do zásob a čistý vývoz, očakáva sa, že k rastu reálneho HDP nijako výrazne neprispievajú.

Vzhľadom na zvyčajný sklz v cyklickom vývoji zamestnanosti sa má dynamika rastu *celkovej miery zamestnanosti* v roku 2004 zvyšovať pomaly, predtým ako naberie na rýchlosti v roku 2005. Očakáva sa, že viac pracovných príležitostí povedie k zvýšeniu ponuky na trhu práce a miera zapojenia sa do pracovného procesu sa zvýši. Z projekcií ponuky práce a zamestnanosti vyplýva, že miera nezamestnanosti môže začať klesať ku koncu sledovaného obdobia.

V rámci domácich výdavkov ako komponentu HDP by priemerný ročný rast *súkromnej spotreby* v roku 2004 mal predstavovať 1,0 % až 1,4 % po období stagnácie počas väčšej časti roka 2003, a v roku 2005 sa očakáva jeho zvýšenie na 1,4 % až 2,6 %. Vývoj spotrebných výdavkov bude podľa

projekcií zhruba zodpovedať vývoju reálneho disponibilného dôchodku domácností. Očakáva sa, že miera úspor domácností sa v priebehu sledovaných dvoch rokov v zásade nezmení. Je pravdepodobné, že obavy z vývoja verejných financií a predovšetkým dlhodobé vyhliadky systémov verejnej zdravotnej starostlivosti a dôchodkového zabezpečenia do istej miery obmedzia pokles miery úspor v sledovanom období. Zároveň sa však očakáva postupný rast spotrebiteľskej dôvery vyvolaný rastom hospodárskej aktivity a zlepšovaním podmienok na trhu práce, so sklonom znižovať výšku úspor z obáv z budúceho vývoja. Reálny disponibilný dôchodok domácností by mal byť v roku 2004 do istej miery brzdený nevýrazným rastom zamestnanosti. V roku 2005 by mal ťažiť z výraznejšieho rastu zamestnanosti a rýchlejšieho rastu reálnych miezd v prostredí nižšej inflácie. Pozitívny vplyv zníženia daní z príjmov a odvodov sociálneho zabezpečenia na reálny disponibilný dôchodok domácností v roku 2004 do značnej miery vyvážia vyššie sadzby nepriamych daní a regulovaných cien (vrátane poplatkov za zdravotnú starostlivosť). Na základe súčasných rozpočtových zámerov sa predpokladá, že príspevok *vládnej spotreby* k rastu reálneho HDP sa v priebehu sledovaného obdobia zníži.

Celkový objem fixných investícií zaznamenal v poslednom štvrtroku 2003 kladnú kvartálnu zmenu, ktorá nasledovala po predchádzajúcom poklese, a v priebehu sledovaného obdobia by mal prispieť k oživeniu domáceho dopytu v eurozóne. V roku 2004 by priemerná ročná miera rastu mala stúpnuť na 0,7 % až 2,9 % a v roku 2005 by mala dosiahnuť 1,9 % až 5,1 %. Najväčšiu zásluhu na oživení celkových investícií by mali niest' *podnikové investície* podporené priaznivejšími globálnymi hospodárskymi podmienkami a nízkou úrovňou reálnych úrokových mier. V oblasti *súkromných investícií do nehnuteľností* má v priebehu sledovaného obdobia niekoľkoročný pokles vystriedať mierny rast.

Pokiaľ ide o zahraničný obchod, priemerná ročná zmena celkového vývozu by v roku 2004 mala stúpnuť na 3,2 % až 6,0 % a v roku 2005 by sa mala pohybovať medzi 5,0 % až 8,2 %.³ Rast vývozu z eurozóny by mal spočiatku mierne zaostávať za rastom jej vývozných trhov, čiastočne kvôli predchádzajúceму posilneniu eura. Priemerný ročný prírastok celkového dovozu by mal dosiahnuť 2,8 % až 6,2 % v roku 2004 a 5,0 % až 8,4 % v roku 2005. Táto projekcia vychádza z profilu celkovej konečnej spotreby v eurozóne a zároveň z určitého oneskoreného prorastového vplyvu predchádzajúceho zhodnotenia eura.

Projekcie cien a nákladov

Priemerné tempo rastu celkového *harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP)* by malo dosiahnuť 1,9 % až 2,3 % v roku 2004 a 1,1 % až 2,3 % v roku 2005. Na základe horeuvedených predpokladov v oblasti vývoja cien ropy by v roku 2004 energetická zložka mala mať výrazný kladný vplyv na infláciu HICP, ale v roku 2005 by jej vplyv mal byť viac-menej neutrálny. Zvýšenie nepriamych daní a regulovaných cien na začiatku roka 2004 v uvedenom roku spôsobí značný nárast neenergetickej zložky HICP. V roku 2005 sa má tempo rastu neenergetického komponentu podľa projekcií spomaliť v dôsledku zníženia domácich nákladových tlakov a obmedzeného rastu dovozných

³ Projekcie obchodu sú v súlade s údajmi z národných účtov. Preto zahŕňajú obchodnú výmenu v rámci eurozóny.

cien. V rozpočtovej oblasti sa predpokladá, že príspevok zvýšenia nepriamych daní a regulovaných cien bude v roku 2005 iba mierny.

Dovozné ceny v roku 2003 naďalej klesali v dôsledku zhodnocovania eura od jari 2002 a slabých vonkajších inflačných tlakov. V roku 2004 by ich vývoj mal byť naďalej tlmený, pretože pôsobenie vyšších cien ropy je kompenzované oneskoreným dopadom predchádzajúceho zhodnotenia eura. Podľa projekcií sa v roku 2005 majú dovozné ceny zvýšiť len mierne.

Vzhľadom na súčasnú úroveň miezd a nevýrazné zlepšenie podmienok na trhu práce sa počas sledovaného obdobia očakáva v podstate nezmenené tempo rastu nominálnej odmeny na zamestnanca. Z projekcií rastu reálneho HDP a zamestnanosti vyplýva, že tempo rastu produktivity práce sa počas sledovaného obdobia zvýši a začiatkom roka 2005 sa priblíži späť k dlhodobému priemeru. V dôsledku toho sa v rokoch 2004 a 2005 má rast *jednotkových nákladov práce* spomaliť. Jeho spomalenie by malo sprevádzať mierne rozšírenie *ziskových marží*, ktoré by zasa malo stimulovať investičnú aktivitu.

Tabuľka: Makroekonomické projekcie

(priemerné ročné zmeny v percentách)¹⁾

	2003	2004	2005
HICP	2,1	1,9 – 2,3	1,1 – 2,3
Reálny HDP	0,5	1,4 – 2,0	1,7 – 2,7
Súkromná spotreba	1,0	1,0 – 1,4	1,4 – 2,6
Vládna spotreba	2,0	0,9 – 1,9	0,4 – 1,4
Tvorba hrubého fixného kapitálu	-0,8	0,7 – 2,9	1,9 – 5,1
Vývoz (tovar a služby)	-0,2	3,2 – 6,0	5,0 – 8,2
Dovoz (tovar a služby)	1,7	2,8 – 6,2	5,0 – 8,4

- 1) *Intervaly sú založené na priemernom absolútnom rozdiel 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.*

Box A

Porovnanie s projekciami z decembra 2003

Projekcie rastu HDP eurozóny sa v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Euro systému zverejnenými v mesačnom bulletin z decembra 2003 takmer nezmenili. Malý posun

smerom nadol v projekčnom intervale na rok 2005 je spôsobený zmenami v priebehu štvrtročného rastu v roku 2004, ktoré vedú k mechanickému zníženiu priemernej ročnej miery rastu na rok 2005.

Spodná hranica intervalu projekcií ročnej miery rastu celkovej inflácie HICP na rok 2004 sa mierne zvýšila. Hlavným dôvodom je zdvihnutie predpokladaných cien ropy na rok 2004 i 2005 (o približne 30 %, resp. 20 %). Vplyv cien ropy na projekcie inflácie HICP v eurozóne však tlmí viacero faktorov. Po prvé, projekcie komponentu cien potravín HICP sa oproti projekciám z decembra 2003 znížili, pretože vplyv rastu cien spôsobeného počasím v roku 2003 poľavil skôr ako sa čakalo. Po druhé, nárast spotrebnej dane z tabaku zo začiatku roka 2004 bol o niečo nižší ako sa očakávalo v rozpočtových predpokladoch, na ktorých boli postavené projekcie z decembra 2003. Po tretie, v porovnaní s projekciami z decembra 2003 sa predpokladaná miera rastu nominálnej odmeny na zamestnanca v priebehu sledovaného obdobia po prehodnotení mierne zvýšila. Výsledkom je aj mierna redukcia očakávaného rastu jednotkových nákladov práce v roku 2004.

Porovnanie makroekonomických projekcií

(priemerné ročné zmeny v percentách)

	2003	2004	2005
HICP – jún 2004	2,1	1,9 – 2,3	1,1 – 2,3
HICP – december 2003	2,0 – 2,2	1,3 – 2,3	1,0 – 2,2
Reálny HDP – jún 2004	0,5	1,4 – 2,0	1,7 – 2,7
Reálny HDP – december 2003	0,2 – 0,6	1,1 – 2,1	1,9 – 2,9

Box B

Predpovede iných inštitúcií

Pre eurozónu je k dispozícii množstvo predpovedí rôznych medzinárodných inštitúcií a organizácií zo súkromného sektora. Tieto predpovede sa však nedajú navzájom priamo porovnávať, a nemožno ich porovnávať ani s makroekonomickými projekciami Eurosystemu, pretože sa uzatvárajú k rôznym termínom (tzn. niektoré obsahujú aktuálnejšie údaje ako iné) a na odvodenie predpokladov v oblasti vývoja rozpočtového hospodárenia a finančných a vonkajších premenných používajú rôzne spôsoby. Prognózy organizácie Consensus Economics Forecasts a ECB Survey of Professional Forecasters pracujú s rôznymi bližšie neurčenými predpokladmi. Na rozdiel od projekcií Eurosystemu nie je do ostatných prognóz zvyčajne zakomponovaný predpoklad, že krátkodobé úrokové miery sa počas sledovaného obdobia nezmenia.

Napriek rozdielnym predpokladom sa momentálne dostupné prognózy iných inštitúcií zhodujú v tom, že v eurozóne dôjde k postupnému oživeniu hospodárskej činnosti, čo v roku 2004 povedie k priemernému ročnému rastu HDP mierne nad 1½ %, resp. 2 % až 2½ % v roku 2005. Prognózy na rok 2004 sú veľmi podobné, na rok 2005 sa rozchádzajú viac. Zatiaľ čo prognózy Consensus Economics Forecasts a Survey of Professional Forecasters v roku 2005 počítajú s ročným prírastkom HDP vo výške 2,0 %, resp. 2,1 %, prognózy Európskej komisie, OECD a MMF predpovedajú ročný prírastok HDP na úrovni 2,3 % alebo 2,4 %.

Tabuľka 1: Porovnanie predpovedí rastu reálneho HDP eurozóny
(ročné percentuálne zmeny)

	Dátum uverejnenia	2003	2004	2005
Európska komisia	apríl 2004	0,4	1,7	2,3
MMF	apríl 2004	0,4	1,7	2,3
OECD	apríl 2004	0,5	1,6	2,4
Consensus Economics Forecasts	apríl 2004	0,4	1,6	2,0
Survey of Professional Forecasters	apríl 2004	0,5	1,6	2,1

Zdroj: European Commission Economic Forecasts Spring 2004; IMF World Economic Outlook April 2004; OECD Economic Outlook No. 75; Consensus Economics Forecasts a ECB's Survey of Professional Forecasters.

Poznámka. Predpovede Európskej komisie vykazujú ročné prírastky neočistené od vplyvu počtu pracovných dní a kvôli vyššiemu počtu pracovných dní v roku 2004 sú o približne ¼ percentuálneho bodu vyššie ako prírastky uvedené v projekciách Eurosystemu, ktoré sú od vplyvu počtu pracovných dní očistené. V predpovediach OECD ročné miery rastu zohľadňujú počet pracovných dní, zatiaľ čo ostatné predpovede neuvádzajú, či tento faktor zohľadňujú.

Prognózy predpokladajú, že priemerná ročná miera inflácie HICP v roku 2004 klesne na úroveň 1,7 % až 1,8 %. V roku 2005 má inflácia HICP podľa prognóz dosiahnuť 1,6 %. Výnimkou sú predpovede Survey of Professional Forecasters a OECD, ktoré počítajú s infláciou HICP na úrovni 1,8 %, resp. 1,4 %.

Tabuľka 2: Porovnanie predpovedí celkovej inflácie HICP v eurozóne
(ročné percentuálne zmeny)

	Dátum uverejnenia	2003	2004	2005
--	-------------------	------	------	------

Európska komisia	apríl 2004	2,1	1,8	1,6
MMF	apríl 2004	2,1	1,7	1,6
OECD	apríl 2004	2,1	1,7	1,4
Consensus Economics Forecasts	apríl 2004	2,1	1,7	1,6
Survey of Professional Forecasters	apríl 2004	2,1	1,8	1,8

Zdroj: European Commission Economic Forecasts Spring 2004; IMF World Economic Outlook April 2004; OECD Economic Outlook No. 75; Consensus Economics Forecasts a ECB's Survey of Professional Forecasters.