



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

Okvir 6

MAKROEKONOMSKE PROJEKCIJE ZA EUROOBMOČJE STROKOVNJAKOV ECB

Strokovnjaki ECB so na podlagi informacij, ki so bile na voljo do 23. februarja 2007, pripravili projekcije makroekonomske gibanj v euroobmočju.¹ Povprečna medletna rast realnega BDP se bo v letu 2007 po projekcijah gibala med 2,1% in 2,9%, v letu 2008 pa med 1,9% in 2,9%. Povprečna stopnja rasti skupnega harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin (HICP) je napovedana med 1,5% in 2,1% v letu 2007 ter med 1,4% in 2,6% v letu 2008.

Tehnične predpostavke o obrestnih merah, deviznih tečajih, cenah nafte in fiskalnih politikah

Tehnične predpostavke o obrestnih merah ter cenah nafte in primarnih surovin brez energije temeljijo na tržnih pričakovanjih, s 13. februarjem 2007 kot presečnim dnevom. Glede kratkoročnih obrestnih mer, izraženih s trimesečno obrestno mero EURIBOR, se tržna pričakovanja merijo s terminskimi obrestnimi merami in odražajo krivuljo donosnosti na presečni dan.² Ta kaže na povečanje z ravni 3,8% sredi februarja na povprečno raven 4,2% v letu 2007 in 4,3% v letu 2008. Tržna pričakovanja glede nominalnih donosov desetletnih državnih obveznih kažejo na vodoravno krivuljo donosnosti nekje okrog ravni 4,1% sredi februarja, pri čemer naj bi bila povprečna raven v letu 2007 in v letu 2008 4,2%. Na osnovi gibanj na terminskih trgih v dvotedenskem obdobju, ki se je končalo na presečni dan, naj bi bila povprečna letna cena nafte 59,9 USD na sodček v letu 2007 in 63,4 USD na sodček v letu 2008. Povprečno medletno povečanje cen primarnih surovin brez energije, izraženih v USD, naj bi bilo 14,5% v letu 2007 in 5,0% v letu 2008.

Sprejeta je tehnična predpostavka, da bodo v obdobju projekcij dvostranski devizni tečaji ostali nespremenjeni na povprečni ravni, ki je prevladovala v dvotedenskem obdobju s koncem na presečni dan. To pomeni, da bo devizni tečaj med eurom in ameriškim dolarjem (EUR/USD) na ravni 1,30, efektivni devizni tečaj eura pa za 1,7% nad povprečjem leta 2006.

Predpostavke o fiskalnih politikah temeljijo na proračunskih načrtih posameznih držav članic euroobmočja. Vključujejo vse tiste ukrepe politik, ki so jih nacionalni parlamenti že potrdili ali pa so bili podrobno opredeljeni in bodo najverjetneje sprejeti.

Predpostavke glede zunanjega okolja

V obdobju projekcij bo zunanje okolje euroobmočja po pričakovanjih ostalo ugodno. Medtem ko bo rast realnega BDP v ZDA po projekcijah nekoliko manjša kot v prejšnjih letih, pa bo v rastočih azijskih gospodarstvih predvidoma ostala visoko nad svetovnim povprečjem, prav tako pa naj bi dinamična ostala tudi gospodarska rast v večini drugih večjih gospodarstev.

Na splošno naj bi medletna realna rast svetovnega BDP izven euroobmočja v povprečju znašala približno 5,1% v letu 2007 in 5,0% v letu 2008. Na zunanjih izvoznih trgih euroobmočja pa naj bi bila približno 5,5% v letu 2007 in 6,9% v letu 2008.

¹ Projekcije ECB dopolnjujejo makroekonomske projekcije Eurosistema, ki jih dvakrat letno skupaj pripravijo strokovnjaki ECB in strokovnjaki nacionalnih centralnih bank euroobmočja. Uporabljene metode so skladne z metodami, ki se uporabljajo pri pripravi projekcij Eurosistema in so opisane v dokumentu »A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises«, ECB, junij 2001. Zaradi negotovosti, s katero so povezane projekcije, je vrednost posamezne spremenljivke izražena v razponih. Ti temeljijo na razlikah med dejanskimi vrednostmi in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina razpona je 2-kratnik povprečne absolutne vrednosti teh razlik.

² Ta okvir vključuje metodološko opombo o možnih razlikah med predpostavkami o kratkoročnih obrestnih merah na podlagi tržnih pričakovanj, ki se uporabljajo pri pripravi projekcij, in obrestnimi merami terminskih pogodb o EURIBOR.

Projekcije rasti realnega BDP

Po izjemno visoki rasti realnega BDP eruoobmočja v letu 2006 in glede na prvo oceno strokovnjakov Eurostata za četrto četrtletje leta, ki kaže na medčetrletno stopnjo rasti v višini 0,9%, naj bi BDP v obdobju projekcij rasel po četrletnih stopnjah okrog 0,6%. Glede na to projekcije napovedujejo, da bo povprečna medletna rast realnega BDP v letu 2007 med 2,1% in 2,9%, v letu 2008 pa med 1,9% in 2,9%. Rast izvoza bo kljub določeni izgubi konkurenčnosti predvidoma še naprej podpirala gospodarsko aktivnost, saj se predpostavlja nadaljnja trdna rast zunanega povpraševanja. Zasebno povpraševanje bo po projekcijah naraščalo približno v skladu z gibanjem realnega razpoložljivega dohodka, na katerega bodo po pričakovanih ugodno vplivali predvsem boljši pogoji na trgu dela. Skupna vlaganja v osnovna sredstva bodo po projekcijah zaradi še vedno ugodnih pogojev financiranja, visokih dobičkov in dobrih obetov za rast povpraševanja še naprej rasla s hitrim tempom.

Tabela A Makroekonomske projekcije za euroobmočje

(povprečne medletne spremembe v odstotkih)^{1), 2)}

	2006	2007	2008
HICP	2,2	1,5-2,1	1,4-2,6
Realni BDP	2,8	2,1-2,9	1,9-2,9
Zasebna potrošnja	2,0	1,8-2,4	1,6-3,0
Državna potrošnja	2,3	0,8-1,8	1,0-2,0
Bruto investicije v osnovna sredstva	4,9	2,4-5,0	1,9-5,1
Izvoz (blago in storitve)	8,3	4,7-7,7	4,1-7,3
Uvoz (blago in storitve)	7,9	3,7-7,1	4,2-7,6

1) Razponi za vsako spremenljivko in obdobje temeljijo na povprečni absolutni razliki med dejanskimi rezultati in preteklimi napovedmi centralnih bank euroobmočja. Projekcije realne rasti BDP in njegovih komponent temeljijo na podatkih, ki so prilagojeni za število delovnih dni. Projekcije izvoza in uvoza vključujejo tudi trgovinsko menjavo znotraj euroobmočja.

2) Slovenija je z letom 2007 vključena v projekcije euroobmočja. Medletne spremembe v odstotkih za leto 2007 temeljijo na sestavi euroobmočja, ki Slovenijo vključuje že v letu 2006. Ponder Slovenije v BDP euroobmočja je približno 0,3%.

Projekcije cen in stroškov

Povprečna stopnja rasti skupne inflacije po HICP naj bi bila med 1,5% in 2,1% v letu 2007 ter med 1,4% in 2,6% v letu 2008. Skladno s predpostavkami o cenah nafte, izpeljanih iz tekočih terminskih cen nafte, naj bi bil prispevek rastočih cen energije in drugih primarnih surovin h gibanjem cen življenjskih potrebščin relativno majhen. Obenem projekcije temeljijo na pričakovanju, da se bo rast plač v obdobju projekcij nekoliko povečala. Ker bo rast produktivnosti predvidoma ostala približno nespremenjena, bodo torej stroški dela na enoto proizvoda naraščali. Eden glavnih vplivov na inflacijo po HICP v letu 2007 bodo višji posredni davki (agregatni prispevek na ravni euroobmočja k inflaciji po HICP bo 0,5 odstotne točke). Nasprotno v sedanjih projekcijah za leto 2008 niso predvideni nikakršni učinki iz naslova posrednih davkov. Končno projekcije inflacije po HICP temeljijo tudi na pričakovanih še vedno vztrajne, čeprav nekoliko padajoče rasti profitnih marž.

Primerjava s projekcijami iz decembra 2006

V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema, objavljenih v Mesečnem biltenu decembra 2006, so razponi predvidene rasti realnega BDP za leti 2007 in 2008 nekoliko popravljene navzgor, kar odraža predvsem pozitiven rezultat BDP v drugi polovici leta 2006 in nižje cene energije od predvidenih.

Novi napovedani razpon medletne stopnje rasti skupnega indeksa HICP v letu 2007 je v spodnjem delu razpona iz decembrskih projekcij, kar odraža predvsem predpostavko nižjih cen energije. Razpon za leto 2008 se je pomaknil navzgor, kar odraža predpostavko nekoliko močnejših pritiskov na plače, kot so bili predvideni decembra 2006.

Tabela B Primerjava s projekcijami, objavljenimi marca 2006

(povprečne medletne spremembe v odstotkih)

	2006	2007	2008
Realni BDP – december 2006	2,5-2,9	1,7-2,7	1,8-2,8
Realni BDP – 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

Metodološka opomba k predpostavkam o kratkoročnih obrestnih merah, uporabljenih v projekcijah

Kratkoročne obrestne mere na podlagi tržnih predpostavk, ki se uporabljajo v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB/Eurosistema, so trimesečne terminske obrestne mere (forward rates), izračunane iz krivulje donosnosti brezcuponskih obveznic z uporabo metode Nelson-Siegel-Svensson, ki jo centralne banke običajno uporabljajo za ocenjevanje krivulje donosnosti.³

Te predpostavke o obrestnih merah se torej lahko nekoliko razlikujejo od obrestnih mer terminskih pogodb na EURIBOR (future rates), ki jih tržni udeleženci pogosto uporabljajo kot kazalnike prihodnjih kratkoročnih obrestnih mer. ECB se je odločila za uporabo terminskih obrestnih mer, ker so terminske pogodbe na EURIBOR likvidne le v obdobju treh let, za nekatere simulacije modelov pa je potrebno gibanje kratkoročnih obrestnih mer tudi v obdobju do deset let. Poleg tega dosledno računanje predpostavk o kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih merah pri pripravi projekcij zahteva celotno krivuljo donosnosti vse do desetletne zapadlosti.

Razlike med obrestnimi merami *forward* in *futures* v glavnem izhajajo iz različnih dogovorov o navajanju obrestnih mer v terminskih pogodbah na EURIBOR in v obrestnih zamenjavah v zvezi z brezcuponskimi obveznicami Reutersa, ki se uporabljajo kot vhodni podatki pri računanju krivulje donosnosti euroobmočja z uporabo metode Nelson-Siegel-Svensson. Razlike se v glavnem nanašajo na konvencije o računanju obresti in štetju dni.

Glede računanja obresti se obrestne mere, ki se nanašajo na obdobje, krajše od enega leta, na primer trimesečne terminske obrestne mere, običajno izrazijo na letni ravni, zaradi česar jih je treba preračunati na letno raven. Terminske obrestne mere, ki jih uporabljajo strokovnjaki ECB, zahtevajo obrestno obrestno računanje, kar pomeni, da se upoštevajo tudi »obresti na obresti«. Nasprotno pa se obrestne mere EURIBOR navajajo kot navadne obresti. Navadne obresti so nižje (kakšnih 5 bazičnih točk na trenutni ravni obrestnih mer) kot primerljive obrestno obrestne mere.

Druga konvencija glede obrestnih mer, ki jo je treba upoštevati, je predpostavljena dolžina leta. Obrestne zamenjave v zvezi z brezcuponskimi obveznicami, ki jih nudi Reuters, se navajajo kot dejansko/dejansko. To pomeni, da se dano obdobje preračuna na letno raven ob predpostavki, da ima leto 365 dni (ali 366, če je prehodno). Obrestne mere EURIBOR pa se nasprotno navajajo kot dejansko/360. Zaradi tega so rahlo nižje (trenutno kakšnih 6 bazičnih točk) kot primerljive obrestne mere v zvezi z brezcuponskimi obveznicami.

Na splošno so predpostavke o obrestnih merah, uporabljene v projekcijah, trenutno kakšnih 10 bazičnih točk višje kot obrestne mere terminskih pogodb na EURIBOR zaradi razlik v navajanju obrestnih mer. Na tem mestu je treba še enkrat poudariti, da se te predpostavke o obrestnih merah računajo mehansko na podlagi krivulje donosnosti in da torej niso odvisne od nikakršne presoje.

³ Glej »Zero-coupon yield curves: technical documentation«, BIS Papers No 25, Bank for International Settlements, 2005.

© Evropska centralna banka, 2007

Naslov: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt na Majni, Nemčija

Poštni naslov: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Nemčija

Telefon: +49 69 1344 0

Faks: +49 69 1344 6000

Spletna stran: <http://www.ecb.int>

Vse pravice so pridržane.

Razmnoževanje v izobraževalne in nekomercialne namene je dovoljeno ob navedbi vira.