



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Ramka

## PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EBC DLA STREFY EURO

Na podstawie informacji dostępnych na dzień 25 sierpnia 2011 r. eksperci EBC opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w strefie euro<sup>1</sup>. Przewiduje się w nich, że średnioroczna stopa wzrostu realnego PKB w 2011 r. wyniesie 1,4–1,8%, a w 2012 r. 0,4–2,2%. Inflacja ma według przewidywań wynieść w 2011 r. 2,5–2,7%, zaś w 2012 r. 1,2–2,2%.

### Założenia techniczne dotyczące stóp procentowych, kursów walutowych, cen surowców i polityki fiskalnej

Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców – zarówno energetycznych, jak i nieenergetycznych – są oczekiwania rynku; datą graniczną był 18 sierpnia 2011 r.

Założenie co do krótkoterminowych stóp procentowych ma charakter czysto techniczny. Stopy te mierzy się 3-miesięczną stopą EURIBOR, a oczekiwania rynku wyprowadza ze stawek kontraktów futures. Z metodologii tej wynika średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych 1,3% w 2011 r. i 1,0% w 2012 r. Oczekiwania rynku co do nominalnej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych wyemitowanych w strefie euro wskazują, że zarówno w 2011 r., jak i w 2012 r. średni poziom rentowności wyniesie 4,2%. Zakłada się, że w większości strefy euro stopy rynkowe powinny się przekładać na oprocentowanie kredytów bankowych z taką samą prawidłowością jak we wcześniejszych okresach. Oczekuje się jednak, że w niektórych częściach strefy euro, a zwłaszcza tam, gdzie występują napięcia na rynkach obligacji państwowych, przy przekładaniu tym wystąpią także niekorzystne skutki dla premii bankowych za ryzyko kredytowe. Podaż kredytów powinna dalej stopniowo się normalizować, ale w horyzoncie projekcji będzie nadal nieco osłabiać aktywność gospodarczą.

W kwestii cen surowców, na podstawie tendencji obserwowanej na rynkach kontraktów futures w okresie dwóch tygodni przed datą graniczną, przyjęto założenie, że cena ropy Brent wyniesie w 2011 r. średnio 110,1 USD/b, zaś w 2012 r. 106,5 USD/b. Założono także, że ceny surowców nieenergetycznych w dolarach amerykańskich<sup>2</sup> w 2011 r. wzrosną o 19,6%, a w 2012 r. spadną o 0,8%.

Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na poziomie równym średniej wartości z dwóch tygodni przed datą graniczną 18 sierpnia 2011 r. Wynika stąd, że kurs EUR/USD wyniesie w 2011 r. 1,42, a w 2012 r. 1,43, zaś średni efektywny kurs euro w 2011 r. wzrośnie o 0,2%, a w 2012 r. spadnie o 0,2%.

Założenia dotyczące polityki fiskalnej opierają się na planach budżetowych poszczególnych państw strefy euro według stanu na dzień 19 sierpnia 2011 r. Uwzględniają one wszystkie działania w zakresie polityki, które zostały już zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub też dostatecznie szczegółowo sprecyzowane przez rządy, a ich przyjęcie w procesie legislacyjnym jest prawdopodobne.

<sup>1</sup> Projekcje ekspertów EBC stanowią uzupełnienie projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu, opracowywanych co pół roku przez specjalistów z EBC i krajowych banków centralnych strefy euro. Zastosowane metody są zgodne z tymi, których używa się w projekcjach ekspertów Eurosystemu, opisanymi we wskazówkach metodycznych „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises”, EBC, czerwiec 2001, dostępnych w serwisie internetowym EBC. Aby oddać niepewność, jaką obciążone są projekcje, wszystkie zmienne przedstawiono w postaci przedziałów. Przedziały te określono na podstawie różnic pomiędzy rzeczywistymi wynikami a projekcjami z poprzednich lat. Rozpiętość przedziałów stanowi dwukrotność średniej wartości bezwzględnej tych różnic. Metodę wyznaczania przedziałów, w tym korekt z tytułu zdarzeń nadzwyczajnych, przedstawiono w publikacji „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges”, EBC, grudzień 2009, również dostępnej w serwisie internetowym EBC.

<sup>2</sup> Założenia dotyczące cen ropy naftowej i żywności opierają się na cenach kontraktów futures do końca okresu objętego projekcjami. W odniesieniu do innych surowców zakłada się, że do trzeciego kwartału 2012 r. ich ceny będą zgodne z cenami kontraktów futures, a następnie będą się kształtować zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

## Założenia dotyczące otoczenia międzynarodowego

W ostatnich miesiącach tempo wzrostu na świecie zwolniło. Wynikało to m.in. z czynników przejściowych, takich jak wpływ klęski żywiołowej i katastrofy nuklearnej w Japonii na gospodarkę tego kraju i światowe łańcuchy dostaw, a także z niekorzystnego oddziaływania wysokich cen surowców na poziom dochodów w głównych gospodarkach rozwiniętych. Na przyszłość przewiduje się, że w drugiej połowie roku impulsem wzrostowym będzie stopniowe ustępowanie zakłóceń w łańcuchach dostaw. Natomiast czynnikami osłabiającymi wzrost będą wyższe od oczekiwanych stopy bezrobocia, niższy poziom zaufania wśród przedsiębiorców i konsumentów w gospodarkach rozwiniętych oraz utrzymująca się słabość rynków nieruchomości mieszkaniowych w Stanach Zjednoczonych. Ponadto oczekuje się, że ostatnia zmiana nastrojów na światowych rynkach finansowych, choć nie powinna całkowicie zahamować globalnego ożywienia gospodarczego, będzie miała dalsze negatywne skutki dla gospodarki w drugiej połowie 2011 r. poprzez efekt zaufania i efekt majątkowy. W perspektywie średniookresowej przewiduje się, że siłę ożywienia w gospodarkach rozwiniętych nadal będą osłabiać echa kryzysu finansowego, zgodnie z potrzebą naprawy bilansów w różnych sektorach. Pogarsza to perspektywy szybkiej poprawy sytuacji na rynkach pracy w niektórych gospodarkach rozwiniętych. Natomiast wzrost w gospodarkach wschodzących powinien pozostać relatywnie silny, przy utrzymującej się presji na ich przegrzewanie. Przyjmuje się, że realny PKB na świecie z wyłączeniem strefy euro wzrośnie średnio o 4,1% w 2011 r. i 4,4% w 2012 r. Wzrost popytu zewnętrznego strefy euro szacuje się na poziomie 7,0% w 2011 r. i 6,8% w 2012 r. Wartości te są niższe niż w projekcjach ekspertów Eurosystemu z czerwca 2011 r., co wynika głównie z obniżenia prognoz dotyczących gospodarki Stanów Zjednoczonych.

## Projekcje wzrostu realnego PKB

Po silnym wzroście w pierwszym kwartale 2011 r., spowodowanym odbiciem produkcji w budownictwie, w ciągu ostatnich kilku miesięcy tempo aktywności gospodarczej w strefie euro znacznie się obniżyło. Tak jak w gospodarce światowej, spowolnienie aktywności w strefie euro wynikało z niekorzystnych skutków klęski żywiołowej i katastrofy nuklearnej w Japonii oraz odczuwanego z opóźnieniem wpływu wcześniejszych podwyżek cen ropy naftowej. Trend aktywności gospodarczej w strefie euro także się obniżył, pod wpływem czynników wewnętrznych, takich jak spadek cen akcji, zacieśnienie polityki fiskalnej, zaostrzenie warunków kredytowania i wzrost niepewności, który przejawiał się w wyższych premiach za ryzyko w związku z kryzysem na rynkach obligacji skarbowych oraz w niższym poziomie zaufania wśród przedsiębiorców i konsumentów. Przewiduje się, że negatywny wpływ niektórych z wymienionych czynników będzie trwał również w najbliższym okresie, dlatego też w drugiej połowie 2011 r. realny PKB powinien wzrosnąć jedynie nieznacznie. Następnie aktywność ma według oczekiwań stopniowo nabierać tempa, w miarę jak eksportowi strefy euro będzie sprzyjać rosnący popyt zewnętrzny, a popyt wewnętrzny powinien się stopniowo umacniać dzięki akomodacyjnemu nastawieniu polityki pieniężnej, działaniom na rzecz przywrócenia prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego, a potem także oddziaływaniu wysokiego popytu światowego na dochody wewnętrzne. Przewiduje się, że dynamika realnego PKB w ujęciu rocznym wyniesie w 2011 r. 1,4–1,8%, a w 2012 r. 0,4–2,2%.

Wśród składowych popytu, tempo wzrostu eksportu poza strefę euro powinno według przewidywań pozostać stosunkowo wysokie do 2012 r., choć będzie w tym roku niższe niż stopa wzrostu popytu zewnętrznego strefy euro, zgodnie z tendencją obniżania się udziałów strefy euro w rynkach eksportowych. Po silnym odbiciu w pierwszym kwartale 2011 r., do końca roku inwestycje ogółem powinny rosnąć już tylko umiarkowanie, a następnie w 2012 r. znowu przyspieszyć. Inwestycje przedsiębiorstw mają w horyzoncie projekcji rosnąć miarowo dzięki zwiększaniu się rentowności, utrzymującemu się wzrostowi eksportu i pojawieniu się niedoborów mocy produkcyjnych. Natomiast dynamika inwestycji mieszkaniowych powinna w horyzoncie projekcji utrzymać się na stosunkowo niskim poziomie z powodu trwających w niektórych krajach dostosowań na rynkach mieszkaniowych; ze

względu na te dostosowania przewiduje się także niewielki wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych. Poza tym zakłada się, że inwestycje publiczne do końca 2012 r. będą małe, zgodnie z założeniami pakietów działań na rzecz konsolidacji fiskalnej, które zostały ogłoszone w kilku krajach strefy euro.

Przewiduje się, że dynamika spożycia prywatnego w 2011 r. będzie niska, a następnie w 2012 r. nieznacznie wzrośnie, co będzie wynikać głównie z kształtowania się dynamiki realnych dochodów do dyspozycji. Choć przez pozostałą część 2011 r. dynamikę tę osłabiać będzie niekorzystny wpływ wcześniejszych podwyżek cen surowców, to potem presja inflacyjna powinna się obniżyć, co przyczyni się do wzrostu dynamiki tych dochodów w 2012 r. Przewiduje się, że do 2012 r. spożycie publiczne w ujęciu realnym będzie rosło jedynie nieznacznie, w związku z pakietami działań na rzecz konsolidacji fiskalnej, które zostały ogłoszone w kilku krajach strefy euro. Tempo wzrostu importu spoza strefy euro ma według przewidywań nieco wzrosnąć w 2011 r., a następnie w 2012 r. ustabilizować się, przy czym w horyzoncie projekcji będzie rosło szybciej niż popyt ogółem. W związku z nieco silniejszym wzrostem eksportu oczekuje się, że udział salda wymiany handlowej we wzroście PKB w horyzoncie projekcji będzie dodatni, choć malejący.

**Tabela A Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro**

(średnioroczne zmiany w procentach)<sup>1) 2)</sup>

	2010	2011	2012
HICP	1,6	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2
Realny PKB	1,7	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2
Spożycie prywatne	0,8	0,3 – 0,7	0,0 – 1,6
Spożycie publiczne	0,5	-0,2 – 0,8	-0,7 – 0,5
Nakłady brutto na środki trwałe	-0,8	2,2 – 3,6	0,8 – 5,4
Eksport (towary i usługi)	11,0	5,6 – 8,4	2,3 – 9,7
Import (towary i usługi)	9,3	4,7 – 7,3	2,0 – 9,2

1) Projekcje realnego PKB i jego składowych zostały obliczone na podstawie danych skorygowanych o liczbę dni roboczych. Projekcje eksportu i importu uwzględniają wymianę handlową pomiędzy krajami strefy euro.

2) Dane dotyczą strefy euro łącznie z Estonią, z wyjątkiem HICP za 2010 r. Średnioroczną zmianę procentową HICP za 2011 r. obliczono tak, jakby Estonia należała do strefy euro już w 2010 r.

### Projekcje kształtowania się cen i kosztów

W sierpniu 2011 r. roczna inflacja HICP w strefie euro wyniosła 2,5%. Przewiduje się, że w najbliższych miesiącach ogólna inflacja HICP utrzyma się powyżej 2%, co będzie wynikało przede wszystkim z wpływu wcześniejszych silnych podwyżek cen ropy i innych surowców na ceny energii i żywności. Z aktualnych cen kontraktów futures na surowce wynika, że w następnym okresie osłabi się wzrost cen importu. Natomiast pod wpływem wzrostu kosztów pracy oraz efektu przenoszenia się podwyżek cen surowców z wcześniejszego okresu powoli nasilać się będzie wewnętrzna presja cenowa, co prawdopodobnie sprawi, że w horyzoncie projekcji stopa inflacji HICP z wyłączeniem energii i żywności będzie stopniowo rosła. W sumie przewiduje się, że średnioroczna inflacja ogólna w 2011 r. wyniesie 2,5–2,7%, zaś w 2012 r. 1,2–2,2%. Oczekuje się, że w horyzoncie projekcji na stosunkowo umiarkowanym poziomie utrzyma się wzrost przeciętnego wynagrodzenia, co wynikać będzie ze znikomej poprawy warunków na rynku pracy. W związku z jedynie częściową i opóźnioną reakcją płac nominalnych na inflację cen konsumpcyjnych, przeciętne wynagrodzenie w ujęciu realnym w 2011 r. powinno się obniżyć, a potem powoli rosnąć. W związku z zakładanym spowolnieniem wzrostu wydajności, jednostkowe koszty pracy powinny według oczekiwań odbić w 2011 r., a następnie w 2012 r.

rosnąć w szybszym tempie. Z tego względu wzrost marż zysku w latach 2011–2012 będzie ograniczony, co wynikać będzie również z jedynie umiarkowanego, zgodnie z przewidywaniami, wzrostu zagregowanego popytu.

#### Porównanie z projekcjami z czerwca 2011 r.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z czerwca 2011 r., przedziały dynamiki realnego PKB strefy euro na rok 2011 i 2012 przesunięto w dół. Zmiana ta jest związana zarówno z niższym popytem zewnętrznym, jak i słabszym popytem wewnętrznym, którego spadek wynika m.in. z wyższej niepewności, obniżonego zaufania, niższych cen akcji oraz zaostrzonych warunków kredytowania – ocenia się, że łączny wpływ tych czynników przewyższy pozytywne skutki znacznego obniżenia założeń technicznych dotyczących średniego oprocentowania kredytów w strefie euro. Przesunięcie w dół projekcji na 2012 r. wynika także z wpływu dodatkowego zacieśnienia polityki fiskalnej w niektórych krajach strefy euro. W odniesieniu do inflacji HICP przedział wartości na 2011 r. pozostawiono bez zmian, natomiast przedział na 2012 r. nieco zwężono w porównaniu z projekcjami z czerwca 2011 r.

Tabela B Porównanie z projekcjami z czerwca 2011 r.

(średnioroczne zmiany w procentach)

	2011	2012
Realny PKB – czerwiec 2011	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8
Realny PKB – wrzesień 2011	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2
HICP – czerwiec 2011	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3
HICP – wrzesień 2011	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2

#### Porównanie z prognozami innych instytucji

Wiele instytucji – zarówno organizacji międzynarodowych, jak i podmiotów prywatnych – opracowuje prognozy dla strefy euro (zob. tabela C). Jednakże prognozy te nie są w pełni porównywalne ani między sobą, ani z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC, ponieważ są finalizowane w różnych terminach. Ponadto stosuje się w nich różne (częściowo niesprecyzowane) metody określania założeń dotyczących zmiennych fiskalnych, finansowych i zewnętrznych, w tym cen ropy naftowej i innych surowców. W poszczególnych prognozach stosuje się także różne metody korygowania danych o liczbę dni roboczych.

Aktualnie dostępne prognozy innych organizacji i instytucji przewidują wzrost realnego PKB strefy euro o 1,6–2,0% w 2011 r., czyli minimalnie wyżej niż przedział podany w projekcjach ekspertów EBC, oraz o 1,5–2,0% w 2012 r., czyli blisko górnej granicy przedziału z projekcji EBC. W kwestii inflacji dostępne prognozy przewidują, że średnioroczna inflacja HICP w 2011 r. wyniesie 2,6%; wartość ta mieści się w przedziale podanym w projekcjach ekspertów EBC. Prognozy inflacji HICP na 2012 r. wynoszą 1,6–2,0%, czyli także zawierają się w przedziale ekspertów EBC.

**Tabela C Zestawienie prognoz wzrostu realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro**

(średnioroczne zmiany w procentach)

	Data publikacji	Wzrost PKB		Inflacja HICP	
		2011	2012	2011	2012
OECD	maj 2011	2,0	2,0	2,6	1,6
Komisja Europejska	maj 2011	1,6	1,8	2,6	1,8
MFW	czerwiec 2011	2,0	1,7	2,6	1,8
Survey of Professional Forecasters	sierpień 2011	1,9	1,6	2,6	2,0
Consensus Economics Forecasts	sierpień 2011	1,9	1,5	2,6	1,9
Projekcje ekspertów EBC	wrzesień 2011	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2

Źródła: European Commission Economic Forecasts, wiosna 2011; IMF World Economic Outlook Update, czerwiec 2011; OECD Economic Outlook, maj 2011; Consensus Economics Forecasts; Survey of Professional Forecasters EBC.

Uwaga: Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC oraz prognozy OECD podają roczne stopy wzrostu skorygowane o liczbę dni roboczych w roku, natomiast Komisja Europejska i MFW nie korygują rocznych stóp wzrostu o ten czynnik. W pozostałych prognozach nie podano, czy zawarte w nich dane uwzględniają liczbę dni roboczych w roku.

© Europejski Bank Centralny 2011

Adres: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Niemcy

Adres korespondencyjny: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Niemcy

Tel.: +49 69 1344 0

Faks: +49 69 1344 6000

Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Wszelkie prawa zastrzeżone.

Zezwala się na wykorzystywanie do celów edukacyjnych i niekomercyjnych pod warunkiem podania źródła.