



## PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EBC DLA STREFY EURO

Obecne perspektywy gospodarcze są wysoce niepewne, gdyż ściśle zależą od przyszłych decyzji w zakresie polityki oraz tego, jak na decyzje te zareagują podmioty sektora prywatnego i rynki finansowe. W tym kontekście na podstawie informacji dostępnych na 24 sierpnia 2012 r. eksperci EBC opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w strefie euro<sup>1</sup>. Przewiduje się w nich, że średnioroczna dynamika realnego PKB w 2012 r. wyniesie między -0,6% a -0,2%, zaś w 2013 r. między -0,4% a 1,4%. Inflacja ma według przewidywań wynieść w 2012 r. między 2,4 a 2,6%, zaś w 2013 r. między 1,3 a 2,5%.

### 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 16 sierpnia 2012 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, że średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych w 2012 r. wyniesie 0,6%, a w 2013 r. 0,3%. Oczekiwania rynku co do nominalnej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych wyemitowanych w strefie euro wskazują, że w 2012 r. wyniesie ona średnio 4,0%, a w 2013 r. 4,2%. W związku z kształtowaniem się stóp rynkowych według kontraktów forward i stopniowym przekładaniem się zmian stóp rynkowych na oprocentowanie kredytów oczekuje się, że łączne krótko- i długoterminowe oprocentowanie kredytów bankowych dla niefinansowego sektora prywatnego strefy euro znajdzie się na najniższym poziomie, przy czym stopy długoterminowe osiągną minimum w połowie 2012 r., a krótkoterminowe – pod koniec 2012 r. Wpływ warunków kredytowych na aktywność gospodarczą w strefie euro w 2012 r. i w 2013 r. powinien być ujemny.

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 2012 r. średnio 111,7 USD/b, zaś w 2013 r. 107,3 USD/b. Założono także, że ceny surowców nieenergetycznych w dolarach amerykańskich<sup>2</sup> w 2012 r. spadną o 8,3%, a w 2013 r. o 0,3%.

Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na niezmiennym poziomie równym średniej z dwóch tygodni przed datą graniczną. Oznacza to kurs USD do EUR równy 1,26 w 2012 r. i 1,23 w 2013 r. Efektywny kurs euro według założeń ma ulec deprecjacji o 6,3% w 2012 r. i 2,1% w 2013 r.

Podstawą założeń dotyczących polityki fiskalnej są środki, które zostały już zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub też zostały dostatecznie szczegółowo sprecyzowane przez rządy, a ich przyjęcie w procesie legislacyjnym jest prawdopodobne. Na 2012 r. przewidziano istotne działania konsolidacyjne,

<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 przypadku innych surowców zakłada się, że do trzeciego kwartału 2013 r. ich ceny będą kształtowały się zgodnie z cenami kontraktów futures, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

w tym podwyżki podatków w kilku krajach, natomiast działania na 2013 r. mają mniejszą skalę i bardziej koncentrują się na wydatkach publicznych.

### Założenia dotyczące otoczenia międzynarodowego

Przewiduje się, że dynamika realnego PKB na świecie z wyłączeniem strefy euro wzrośnie z 3,8% w 2012 r. do 4,0% w 2013 r. Wprawdzie ostatnio opublikowane dane dotyczące dynamiki realnego PKB za II kw. 2012 r. potwierdziły dość równoczesne zwolnienie tempa wzrostu gospodarczego na świecie, ale oczekuje się, że w drugiej połowie 2012 r. wzrost światowy zacznie stopniowo odbijać, czemu sprzyjać będzie poprawa warunków finansowych, przy akomodacyjnym nastawieniu polityki pieniężnej. W największych gospodarkach rozwiniętych tempo wzrostu ma być jednak spowalniane przez słabość rynku pracy i rynku mieszkaniowego oraz konieczność dalszej naprawy bilansów w sektorze publicznym i prywatnym. Wzrost w gospodarkach wschodzących, choć ostatnio nieco zwolnił, nadal jest silny, dzięki czemu ma istotny udział w aktywności gospodarczej na świecie. Popyt zewnętrzny strefy euro ma według oczekiwań wzrosnąć w 2012 r. o 4,2%, zaś w 2013 r. o 5,8%.

### Projekcje dynamiki realnego PKB

W II kw. 2012 r. realny PKB strefy euro spadł o 0,2%, po stagnacji w I kw. Utrzymujące się wciąż osłabienie aktywności gospodarczej, trwające od wiosny 2011 r., wynika głównie z kruchości popytu wewnętrznego, której wpływ na wzrost gospodarczy znacznie przeważa nad dodatnim wpływem popytu zewnętrznego. Oczekuje się, że w drugim półroczu 2012 r. realny PKB nieco spadnie, gdyż aktywność gospodarczą nadal osłabiają niekorzystne skutki wysokich cen surowców, zacieśnienie polityki fiskalnej, niski poziom zaufania konsumentów i przedsiębiorców oraz trudne warunki kredytowe w niektórych krajach. Na przyszłość przewiduje się, że w 2013 r. dynamika realnego PKB będzie stopniowo nabierać tempa. Początkowo poprawa środowiska zewnętrznego i większa konkurencyjność powinny oddziaływać w kierunku wzrostu eksportu. Ożywieniu prawdopodobnie sprzyjać będzie także korzystny wpływ bardzo niskich krótkoterminowych stóp procentowych na popyt prywatny oraz oddziaływanie przewidywanego spadku inflacji cen energii i żywności na realne dochody rozporządalne gospodarstw domowych. Ponadto popyt wewnętrzny podtrzymywają będą działania na rzecz przywrócenia prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego. Mimo to przewidywane ożywienie gospodarcze w horyzoncie projekcji będzie prawdopodobnie nadal osłabiane przez trwającą restrukturyzację bilansów i niekorzystne warunki finansowe w niektórych krajach strefy euro. W sumie oczekuje się, że w perspektywie historycznej ożywienie pozostanie słabe, czego wynikiem będzie występowanie ujemnej luki PKB przez cały okres objęty projekcjami. Dynamika realnego PKB w ujęciu rocznym powinna według przewidywań wynieść w 2012 r. między -0,6% a -0,2%, a w 2013 r. między -0,4% a 1,4%.

Na poziomie bardziej szczegółowym dynamika eksportu poza strefę euro ma w drugim półroczu 2012 r. nabrać tempa, a następnie jeszcze przyspieszyć, wraz ze stopniowym umacnianiem się popytu zewnętrznego strefy euro i poprawą konkurencyjności cen eksportu. Inwestycje przedsiębiorstw powinny do końca 2012 r. maleć pod wpływem podwyższonej niepewności i gorszych nastrojów oraz niekorzystnych warunków kredytowych w niektórych krajach. W 2013 r. inwestycje te powinny ponownie odbić w związku z umacnianiem się popytu wewnętrznego i zewnętrznego, bardzo niskim poziomem stóp procentowych, oczekiwaniami dotyczącymi spadku presji kosztowej i poprawą marż zysku. Inwestycje mieszkaniowe mają według przewidywań w krótkim okresie spadać, a następnie od końca 2012 r. nieznacznie rosnąć. Oczekuje się, że inwestycje te nadal osłabiać będzie konieczność dalszych dostosowań mających skorygować wcześniejszy nadmierny wzrost cen na rynkach mieszkaniowych w niektórych krajach. Jednak ten niekorzystny wpływ powinien zostać częściowo zrównoważony przez większą względną atrakcyjność inwestycji mieszkaniowych w innych krajach, w których inwestycjom tym wyraźnie sprzyja rekordowo niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych.

Inwestycje publiczne w całym horyzoncie projekcji mają maleć, co będzie związane z programami konsolidacji fiskalnej w kilku krajach strefy euro.

Spożycie prywatne powinno zgodnie z projekcjami maleć przez cały rok 2012, w związku ze spadkiem realnych dochodów do dyspozycji, wynikającym z obniżenia się zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia realnego, konsolidacji fiskalnej i niskiego poziomu dochodów innych niż dochody z pracy. Spadek realnych dochodów do dyspozycji powinien zostać częściowo wyrównany przez obniżenie się stopy oszczędności, w związku z dążeniem gospodarstw domowych do wyrównania poziomu spożycia w czasie. Przewiduje się jednak, że spadek tej stopy będzie ograniczany przez utrzymujący się wzrost bezrobocia i słabe nastroje konsumentów, jako że czynniki te prawdopodobnie spowodują zwiększenie oszczędności zapobiegawczych. Oczekuje się, że w ciągu 2013 r. spożycie prywatne umiarkowanie wzrośnie w związku z poprawą realnych dochodów do dyspozycji, która wynikać będzie ze stopniowego ustępowania niekorzystnego wpływu powyższych czynników, i spadkiem presji związanej z cenami surowców. Spożycie publiczne w 2012 i 2013 r. powinno spaść wskutek działań w dziedzinie konsolidacji fiskalnej.

Przewiduje się, że import spoza strefy euro, po spadku w pierwszym półroczu 2012 r., w drugim półroczu znów powinien wzrosnąć, a następnie jeszcze przyspieszyć, choć wciąż ograniczać go będzie słaby popyt ogólny. W związku z silniejszym wzrostem eksportu oczekuje się, że saldo wymiany handlowej w całym horyzoncie projekcji będzie miało znaczny dodatni wpływ na dynamikę PKB. Przewiduje się, że na rachunku obrotów bieżących, który w 2011 r. był w równowadze, w związku z rosnącą nadwyżką handlową przez cały horyzont projekcji występować będzie coraz większe saldo dodatnie.

**Tabela A Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro**

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

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
HICP	2,7	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5
Realny PKB	1,5	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
Spożycie prywatne	0,2	-1,1 – -0,7	-0,8 – 0,8
Spożycie publiczne	-0,3	-0,8 – -0,2	-0,8 – 0,4
Nakłady brutto na środki trwałe	1,5	-4,1 – -2,5	-1,7 – 2,7
Eksport (towary i usługi)	6,4	1,8 – 4,4	1,1 – 8,1
Import (towary i usługi)	4,2	-1,3 – 1,3	0,3 – 7,1

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

### Projekcje cen i kosztów

Stopa inflacji ogólnej, która w sierpniu wyniosła 2,6%, powinna według przewidywań utrzymać się powyżej 2% przez cały 2012 r. z powodu wysokich cen energii, deprecjacji euro i podwyżek podatków pośrednich w niektórych krajach. Szacuje się, że w 2012 r. wyniesie ona średnio 2,4–2,6%. W 2013 r. stopa inflacji ma spaść do 1,3–2,5%, głównie pod wpływem kształtowania się inflacji cen energii, która w horyzoncie projekcji powinna znacznie się obniżyć w wyniku zakładanego stopniowego spadku cen ropy naftowej. Na 2013 r. przewiduje się także spadek inflacji cen żywności. W okresie objętym projekcjami inflacja HICP z wyłączeniem żywności i energii powinna pozostać ogólnie stabilna. Zgodnie z przewidywaniami presja zwykła związana z niedawną deprecjacją euro oraz podwyżkami podatków

pośrednich i cen administrowanych w niektórych krajach powinna zostać zasadniczo zrównoważona przez presję zniżkową wynikającą ze słabego popytu wewnętrznego i wysokiego bezrobocia.

W ujęciu bardziej szczegółowym oczekuje się, że zewnętrzna presja cenowa, która wcześniej nasiliła się pod wpływem wzrostu cen ropy naftowej i deprecjacji euro, w okresie objętym projekcjami powinna się obniżyć. Z założeń dotyczących stabilizacji kursu walutowego euro i spadku cen ropy naftowej wynika zwłaszcza, że roczna stopa wzrostu deflatora importu powinna stopniowo maleć. Jeśli chodzi o wewnętrzną presję cenową, roczna stopa wzrostu przeciętnego wynagrodzenia ma w 2012 r. spaść i w 2013 r. nadal być niewysoka, w związku z pogarszaniem się sytuacji na rynku pracy oraz konsolidacją fiskalną w niektórych krajach. Ponieważ w 2012 r. płace mają rosnać wolniej niż ceny, przewiduje się, że w tym roku przeciętne wynagrodzenie realne spadnie, po czym w 2013 r. ustabilizuje się, jednak jego dynamika będzie znacznie niższa niż dynamika wydajności. Dynamika jednostkowych kosztów pracy ma w 2012 r. wzrosnąć, a w 2013 r. spaść, głównie w związku z kształtowaniem się dynamiki wydajności. Oczekuje się, że wskaźnik marż zysku w 2012 r. obniży się, amortyzując wzrost jednostkowych kosztów pracy w warunkach słabego popytu. Potem marże zysku powinny odbić pod wpływem spadku jednostkowych kosztów pracy i poprawy warunków gospodarczych. Oczekuje się także, że znaczny dodatni wpływ na inflację HICP w 2012 i 2013 r. będą miały podwyżki cen administrowanych i podatków pośrednich, stanowiące część planów konsolidacji fiskalnej.

#### Porównanie z projekcjami z czerwca 2012 r.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z czerwca 2012 r. przedziały dynamiki realnego PKB strefy euro na lata 2012 i 2013 zostały przesunięte w dół. Korekta w większości dotyczy dwóch ostatnich kwartałów 2012 r. i oznacza większy ujemny efekt przeniesienia w 2013 r. W odniesieniu do inflacji HICP przedziały wartości na lata 2012 i 2013 są nieco wyższe niż w projekcjach z czerwca 2012 r., głównie z powodu wpływu słabszego kursu euro.

Tabela B Porównanie z projekcjami z czerwca 2012 r.

(średnioroczne zmiany w procentach)

	2012	2013
Realny PKB – czerwiec 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
Realny PKB – wrzesień 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
HICP – czerwiec 2012	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2
HICP – wrzesień 2012	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5

#### Porównanie z prognozami innych instytucji

Wiele instytucji – zarówno organizacji międzynarodowych, jak i podmiotów sektora prywatnego – 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 finalizuje się je 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.

Dostępne aktualnie prognozy innych instytucji przewidują, że dynamika realnego PKB strefy euro wyniesie w 2012 r. między -0,5% a -0,1%; wartości te są zbliżone do przedziału z projekcji ekspertów EBC. Prognozy na 2013 r. wynoszą między 0,3% a 1,0%; wartości te mieszczą się w przedziale ekspertów EBC. W kwestii inflacji dostępne prognozy przewidują, że w 2012 r. średnioroczna inflacja HICP wyniesie 2,0–2,4%, a zatem znajdują się poniżej przedziału podanego w projekcjach ekspertów EBC. W 2013 r. według tych prognoz inflacja HICP ma wynieść 1,6–1,9%, czyli mieści się w przedziale ekspertów EBC.

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

(średnioroczne zmiany w procentach)

	Data publikacji	Dynamika PKB		Inflacja HICP	
		2012	2013	2012	2013
OECD	maj 2012	-0,1	0,9	2,4	1,9
Komisja Europejska	maj 2012	-0,3	1,0	2,4	1,8
MFW	lip. 2012	-0,3	0,7	2,0	1,6
Survey of Professional Forecasters	sier. 2012	-0,3	0,6	2,3	1,7
Consensus Economics Forecasts	sier. 2012	-0,5	0,3	2,3	1,7
Euro Zone Barometer	sier. 2012	-0,5	0,3	2,3	1,8
Projekcje ekspertów EBC	wrze. 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5

Źródła: European Commission Economic Forecast, wiosna 2012; prognozy dotyczące dynamiki realnego PKB – IMF World Economic Outlook Update, lipiec 2012, prognozy dotyczące inflacji – World Economic Outlook, kwiecień 2012; OECD Economic Outlook, maj 2012; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; 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 2012

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.