



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

## PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EUROSYSTEMU DLA STREFY EURO

Na podstawie informacji dostępnych na 24 maja 2012 r. eksperci Eurosystemu opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w strefie euro<sup>1</sup>. Przy założeniu, że kryzys finansowy już bardziej się nie nasili, dynamika realnego PKB powinna w horyzoncie projekcji stopniowo się ożywiać pod wpływem silniejszego popytu zewnętrznego i stopniowego umacniania się popytu wewnętrznego. Przewiduje się, że do ożywienia popytu wewnętrznego coraz bardziej będzie się przyczyniać korzystny wpływ bardzo niskich krótkoterminowych stóp procentowych oraz spadek inflacji cen energii i żywności, pozytywnie oddziałujący na dochody realne. Ponadto popytowi wewnętrznemu sprzyjać będą środki na rzecz przywrócenia prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego. Z drugiej strony przewiduje się, że ożywienie aktywności gospodarczej będzie osłabiane przez trwającą w wielu sektorach restrukturyzację bilansów. Według projekcji średnioroczna dynamika realnego PKB w 2012 r. wyniesie -0,5–0,3%, zaś w 2013 r. 0,0–2,0%.

Inflacja HICP w strefie euro w 2012 r. wyniesie według przewidywań średnio 2,3–2,5%, w wyniku presji związanej z wysokimi cenami energii, niższego kursu euro i podwyżek podatków pośrednich. Przewiduje się, że wraz ze stopniowym ustępowaniem wpływu wysokich cen surowców inflacja ogólna się obniży i w 2013 r. wyniesie średnio 1,0–2,2%. Inflacja HICP z wyłączeniem żywności i energii powinna w latach 2012 i 2013 pozostać zasadniczo stabilna, gdyż presja na jej spadek wynikająca ze słabego popytu wewnętrznego i niewielkiego wzrostu kosztów pracy powinna zostać zneutralizowana przez oczekiwane podwyżki podatków pośrednich i cen administrowanych.

### Ramka 1

#### ZAŁOŻENIA TECHNICZNE DOTYCZĄCE STÓP PROCENTOWYCH, KURSÓW WALUTOWYCH, CEN SUROWCÓW I POLITYKI FISKALNEJ

Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynku; datą graniczną był 15 maja 2012 r.<sup>1</sup> 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 0,8%, a w 2013 r. 0,7%. Oczekiwania rynku co do nominalnej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych wyemitowanych w strefie euro wskazują, że w 2012 r. wyniesie ona średnio 4,2%, a w 2013 r. 4,5%. Oczekuje się, że krótkoterminowe stopy kredytów bankowych w okresie objętym projekcjami zasadniczo się nie zmienią, a stopy długoterminowe nieco wzrosną w 2013 r., zgodnie z kształtowaniem się stóp rynkowych według kontraktów forward i stopniowym przekładaniem się zmian stóp rynkowych na oprocentowanie kredytów. W strefie euro jako całości ogólny wpływ podaży kredytów na aktywność gospodarczą powinien być w 2012 r. ujemny, a w 2013 r. neutralny. 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 114,6 USD/b, zaś w 2013 r. 107,9 USD/b. Założono także, że ceny surowców nieenergetycznych w dolarach amerykańskich w 2012 r. spadną o 8,0%, a w 2013 r. wzrosną o 1,6%.

<sup>1</sup> Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu są opracowywane co pół roku przez EBC wspólnie z krajowymi bankami centralnymi strefy euro. Stanowią one wkład do formułowanej przez Radę Prezesów oceny sytuacji gospodarczej oraz zagrożeń dla stabilności cen. Więcej informacji o zastosowanych procedurach i metodach można znaleźć 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.

Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na niezmiennym poziomie równym średniej wartości z dwóch tygodni przed datą graniczną. Oznacza to kurs USD do EUR równy 1,30 w 2012 i 2013 r. Efektywny kurs euro według założeń ma ulec deprecjacji średnio o 4,4% w 2012 r. i o 0,3% w 2013 r.

Założenia dotyczące polityki fiskalnej opierają się na planach budżetowych poszczególnych krajów strefy euro według stanu na 24 maja 2012 r. Uwzględniają one wszystkie działania w zakresie polityki, które zostały już zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub też zostały szczegółowo sprecyzowane przez rządy, a ich przyjęcie w procesie legislacyjnym jest prawdopodobne.

1 Założenia dotyczące cen ropy naftowej i żywności opierają się na cenach kontraktów futures do końca okresu objętego projekcjami. W odniesieniu do innych nieenergetycznych surowców mineralnych zakłada się, że do drugiego kwartału 2013 r. ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami futures, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

## OTOCZENIE MIĘDZYNARODOWE

Stopniowemu przyspieszaniu światowej aktywności gospodarczej w horyzoncie projekcji powinna sprzyjać poprawa warunków finansowych w kontekście akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej. Dodatkowo w 2012 r. pozytywnym czynnikiem powinna być odbudowa oraz ustępowanie zakłóceń w łańcuchach dostaw po klęskach żywiołowych w Japonii i Tajlandii. Oczekuje się, że w średnim okresie tempo wzrostu środowiska zewnętrznego strefy euro będzie spowalniać znaczna słabość rynku pracy i mieszkaniowego oraz konieczność dalszej naprawy bilansów w sektorze publicznym i prywatnym. Wzrost w gospodarkach wschodzących, choć ostatnio nieco wolniejszy, nadal jest mocny, dzięki czemu ma istotny udział we wzroście globalnym. Przewiduje się, że dynamika realnego PKB na świecie z wyłączeniem strefy euro spadnie z 4,1% w 2011 r. do 3,8% w 2012 r., po czym w 2013 r. odbije do 4,3%. Popyt zewnętrzny strefy euro ma według szacunków wzrosnąć w 2012 r. o 4,0%, zaś w 2013 r. o 6,4%.

## PROJEKCJE WZROSTU REALNEGO PKB

W pierwszym kwartale 2012 r. realny PKB strefy euro stanął w miejscu, po spadku o 0,3% w czwartym kwartale 2011 r. Przewiduje się, że w drugim kwartale br. dynamika realnego PKB się osłabi. Obserwowana ostatnio kruchość aktywności gospodarczej wynika przede wszystkim ze słabości popytu wewnętrznego, która jest konsekwencją łącznego niekorzystnego wpływu kryzysu zadłużeniowego w strefie euro na zaufanie konsumentów i przedsiębiorców, wysokich cen ropy naftowej, trudnych warunków kredytowych oraz zacieśniania polityki fiskalnej w niektórych krajach strefy euro.

Na przyszłość – przy założeniu, że kryzys finansowy już bardziej się nie nasili – przewiduje się ożywienie wzrostu realnego PKB w horyzoncie projekcji. Wiąże się to z przyspieszeniem dynamiki handlu światowego, a zatem i popytu zewnętrznego, oraz ze stopniowym umacnianiem się popytu wewnętrznego. Z kolei na popyt wewnętrzny korzystny wpływ będą mieć bardzo niskie krótkoterminowe stopy procentowe oraz pozytywne oddziaływanie spadku inflacji cen energii i żywności na realne dochody rozporządzalne gospodarstw domowych. Ponadto popytowi wewnętrznemu sprzyjać będą środki na rzecz przywrócenia prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego. W sumie ożywienie będzie prawdopodobnie stosunkowo słabe w perspektywie historycznej ze względu na konieczność restrukturyzacji bilansów w sektorach publicznym i prywatnym w kilku krajach strefy euro. Według projekcji dynamika realnego PKB w strefie euro w ujęciu rocznym wyniesie w 2012 r. -0,5–0,3%, zaś w 2013 r. 0,0–2,0%.

Na poziomie bardziej szczegółowym dynamika eksportu poza strefę euro ma w horyzoncie projekcji nabrać tempa, głównie dzięki umacnianiu się popytu zewnętrznego i skutkom wcześniejszej poprawy konkurencyjności cen eksportu. Przewiduje się, że udziały strefy euro w rynkach eksportowych, ostatnio znów rosnące, w horyzoncie projekcji będą się stabilizować.

Dynamika prywatnych inwestycji niemieszaniowych w strefie euro powinna w najbliższym okresie jeszcze spaść, a następnie w horyzoncie projekcji odbić, do czego przyczyni się umacnianie popytu, niskie stopy procentowe i rosnące marże zysku. Według przewidywań inwestycje mieszkaniowe mają w horyzoncie projekcji poprawić się jedynie minimalnie. Ich poprawę nadal osłabiają dostosowania na rynkach mieszkaniowych w niektórych krajach. Jednak wpływ tych niekorzystnych czynników jest częściowo neutralizowany przez większą względną atrakcyjność inwestycji mieszkaniowych (w porównaniu z innymi formami inwestycji) w części pozostałych krajów, gdzie na korzyść tych inwestycji powinno także działać niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych. Inwestycje publiczne w całym horyzoncie projekcji mają maleć, zgodnie z założeniami programów konsolidacji fiskalnej w kilku krajach strefy euro.

Spożycie prywatne według projekcji pozostanie słabe przez cały 2012 r., gdyż bardzo duży spadek realnych dochodów rozporządzalnych jest jedynie częściowo równoważony przez obniżenie się stopy oszczędności, co jest przejawem międzyokresowego wyrównywania poziomu spożycia. Bardzo duży spadek tych dochodów wynika z obniżenia się zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia realnego, środków konsolidacji fiskalnej i niskiego poziomu dochodów innych niż dochody z pracy. W 2013 r. spożycie prywatne ma umiarkowanie wzrosnąć, głównie w związku z odbiciem realnych dochodów rozporządzalnych w miarę stopniowego ustępowania niekorzystnego wpływu wyżej wymienionych czynników, lecz także dzięki słabnięciu presji wynikającej z cen surowców. Spożycie publiczne w ujęciu realnym ma w latach 2012 i 2013 pozostać generalnie stabilne.

Przewiduje się, że wzrost importu spoza strefy euro będzie w okresie objętym projekcjami nabierać tempa, choć nadal ograniczać go będzie słaby popyt wewnętrzny. W związku z silniejszym wzrostem eksportu oczekuje się, że saldo wymiany handlowej w całym horyzoncie projekcji będzie miało znaczny dodatni udział w dynamice realnego PKB.

**Tabela 1 Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro**

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

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
HICP	2,7	2,3–2,5	1,0–2,2
Realny PKB	1,5	-0,5–0,3	0,0–2,0
Spożycie prywatne	0,2	-0,7–0,1	-0,4–1,4
Spożycie publiczne	-0,3	-0,7–0,3	-0,7–0,7
Nakłady brutto na środki trwałe	1,6	-3,2–-1,0	-0,8–3,8
Eksport (towary i usługi)	6,3	1,2–5,0	1,1–8,9
Import (towary i usługi)	4,1	-0,7–2,9	0,9–7,9

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.

Szacuje się, że trwający kryzys osłabił wzrost potencjalny, przy czym dokładna skala jego wpływu nadal jest wysoce niepewna. Prawdopodobnie dynamikę produktu potencjalnego nadal będzie spowalniać utrzymujący się niski poziom zatrudnienia i inwestycji. W związku ze słabymi perspektywami wzrostu gospodarczego przewiduje się, że ujemna luka PKB w 2012 r. powiększy się, zaś w 2013 r. nieco mniejszy.

## PROJEKCJE CEN I KOSZTÓW

Według przewidywań inflacja HICP w 2012 r. wyniesie średnio 2,3–2,5%. Jej stosunkowo wysoki poziom wynika ze wzrostów cen ropy naftowej, słabego kursu euro i podwyżek podatków pośrednich. Oczekuje się, że w 2013 r. inflacja znacznie się obniży, do średnio 1,0–2,2%. Spadek ten będzie wynikał

przede wszystkim ze spodziewanych zmian cen energii. W związku z założeniem, że w horyzoncie projekcji ceny ropy naftowej będą stopniowo malały, a skutki ich wzrostów z poprzednich okresów będą zanikać, oczekuje się, że udział cen energii w inflacji ogólnej w 2013 r. spadnie. Również udział cen żywności ma się obniżyć, choć w znacznie mniejszym stopniu. Według projekcji inflacja HICP z wyłączeniem żywności i energii w latach 2012 i 2013 pozostanie zasadniczo stabilna, gdyż oczekiwane podwyżki podatków pośrednich i cen administrowanych będą powodować presję na jej wzrost, która zrównoważy presję na spadek związaną ze słabym popytem wewnętrznym i umiarkowanym wzrostem kosztów pracy.

Na poziomie bardziej szczegółowym zewnętrzna presja cenowa nasiliła się na przełomie roku w związku ze wzrostem cen ropy naftowej i osłabieniem się kursu euro. Jednak z założeń technicznych dotyczących kursów walutowych i cen surowców wynika, że w okresie objętym projekcjami presja ta powinna się obniżyć. Ponadto na roczną stopę wzrostu deflatora importu będzie oddziaływać bardzo silny ujemny efekt bazy, gdy z porównań rocznych wypadną wzrosty z poprzedniego roku. W związku z tym oczekuje się, że w horyzoncie projekcji stopa ta gwałtownie spadnie. Jeśli chodzi o wewnętrzną presję cenową, roczna stopa wzrostu przeciętnego wynagrodzenia według projekcji ma się obniżyć – w 2012 r. nieznacznie, zaś 2013 r. nieco bardziej – w związku z pogarszaniem się sytuacji na rynku pracy. Z powodu wysokiej średniej stopy inflacji w 2012 r. przeciętne wynagrodzenie realne powinno spaść, a następnie w 2013 r. odbić w związku z przewidywanym obniżeniem się stopy inflacji, przy czym przez cały okres objęty projekcjami ma rosnąć wolniej niż wydajność. Roczna stopa wzrostu jednostkowych kosztów pracy w 2012 r. powinna odbić, w związku z cyklicznym osłabieniem dynamiki wydajności. Następnie w 2013 r. stopa ta ma się obniżyć, w miarę jak poprawiać się będzie wydajność, a presja płacowa pozostanie ograniczona. Według projekcji marże zysku w 2012 r. spadną, amortyzując gwałtowny wzrost jednostkowych kosztów pracy, przy niewielkim popycie zagregowanym. Na 2013 r. przewiduje się, że przy słabszym wzroście jednostkowych kosztów pracy nastąpi odbicie marż zysku w związku z umocnieniem się wzrostu wydajności i ożywieniem popytu. W związku z konsolidacją fiskalną w wielu krajach strefy euro podwyżki cen administrowanych i podatków pośrednich mają mieć ponadprzeciętny udział w inflacji HICP zarówno w 2012, jak i 2013 r.

## PORÓWNANIE Z PROJEKCJAMI Z MARCA 2012 R.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z marca 2012 r. przedział dynamiki realnego PKB na 2012 r. nie zmienił się, a przedział na 2013 r. został nieco zwężony. Przedziały wartości inflacji HICP na lata 2012 i 2013 zostały zwężone.

Tabela 2 Porównanie z projekcjami z marca 2012 r.

(średnioroczne zmiany w procentach)

	2012	2013
Realny PKB – marzec 2012	-0,5–0,3	0,0–2,2
Realny PKB – czerwiec 2012	-0,5–0,3	0,0–2,0
HICP – marzec 2012	2,1–2,7	0,9–2,3
HICP – czerwiec 2012	2,3–2,5	1,0–2,2

## Ramka 2

### PROGNOZY INNYCH INSTYTUCJI

Wiele instytucji – zarówno organizacje międzynarodowych, jak i podmiotów sektora prywatnego – opracowuje prognozy dla strefy euro. Jednakże prognozy te nie są w pełni porównywalne ani między

sobą, ani z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu, 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 (zob. tabela poniżej).

Dostępne aktualnie prognozy innych instytucji przewidują spadek realnego PKB strefy euro w 2012 r. o 0,1–0,4%; wartości te mieszczą się w przedziałach podanych w projekcjach ekspertów Eurosystemu. Na 2013 r. przewiduje się wzrost realnego PKB o 0,8–1,0%; również te wartości mieszczą się w przedziałach ekspertów Eurosystemu.

W kwestii inflacji prognozy innych instytucji przewidują, że średnioroczna inflacja HICP w 2012 r. wyniesie 2,0–2,4%, a zatem wartości te mieszczą się w przedziałach podanych w projekcjach ekspertów Eurosystemu lub znajdują się nieco poniżej. W 2013 r. inflacja HICP ma wynieść średnio 1,6–1,9%, czyli mieści się w przedziale ekspertów Eurosystemu.

#### Zestawienie prognoz wzrostu realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro

(średnioroczne zmiany w procentach)

	Data publikacji	Wzrost PKB		Inflacja HICP	
		2012	2013	2012	2013
MFW	kwie. 2012	-0,3	0,9	2,0	1,6
Survey of Professional Forecasters	maj 2012	-0,2	1,0	2,3	1,8
Consensus Economics Forecasts	maj 2012	-0,4	0,8	2,4	1,8
OECD	maj 2012	-0,1	0,9	2,4	1,9
Komisja Europejska Projekcje ekspertów Eurosystemu	maj 2012	-0,3	1,0	2,4	1,8
	czer. 2012	-0,5–0,3	0,0–2,0	2,3–2,5	1,0–2,2

Źródła: European Commission Economic Forecasts, wiosna 2012; IMF World Economic Outlook, kwiecień 2012; OECD Economic Outlook, maj 2012; Consensus Economics Forecasts; Survey of Professional Forecasters, EBC.

Uwaga: Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu 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 nad Menem, Niemcy  
Adres korespondencyjny: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Germany  
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.