



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Ramka

## PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EBC DLA STREFY EURO

Na podstawie informacji dostępnych na dzień 20 sierpnia 2010 r. eksperci EBC opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w strefie euro<sup>1</sup>. Przewiduje się, że średnioroczna stopa wzrostu realnego PKB w 2010 r. wyniesie 1,4%–1,8%, a w 2011 r. 0,5%–2,3%. Zgodnie z projekcjami inflacja powinna być zasadniczo stabilna i w 2010 r. wynieść 1,5%–1,7%, a w 2011 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 13 sierpnia 2010 r.<sup>2</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*. Według tej metodologii ogólny średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych wyniesie w 2010 r. 0,8%, a w 2011 r. 1,1%. Również założenia techniczne dotyczące nominalnej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych wyemitowanych w strefie euro są wyprowadzane z oczekiwań rynku; zgodnie z nimi średni poziom rentowności wyniesie w 2010 r. 3,6%, a w 2011 r. 3,8%<sup>3</sup>. Scenariusz bazowy uwzględnia dalszą poprawę warunków finansowania i w związku z tym zakłada, że w analizowanym okresie spready między powyższymi stopami a oprocentowaniem kredytów bankowych ustabilizują się lub nieco zmniejszą. Zakłada się też, że w horyzoncie projekcji podaż kredytów będzie się poprawiać. W kwestii surowców, biorąc pod uwagę tendencję obserwowaną na rynkach terminowych w okresie dwóch tygodni przed datą graniczną, przyjęto założenie, że ceny ropy naftowej wyniosą w 2010 r. średnio 78,8 USD/b, a w 2011 r. 84,0 USD/b. Założono także, że ceny surowców nieenergetycznych w dolarach amerykańskich silnie wzrosną: o 39,1% w 2010 r. i o dalsze 11,0% w 2011 r.

Założono również, że w horyzoncie projekcji dwustronne kursy walutowe nie zmienią się i pozostaną na średnim poziomie z okresu dwóch tygodni przed datą graniczną. Oznacza to kurs wymiany USD/EUR w analizowanym okresie na poziomie 1,31 oraz deprecjację efektywnego kursu euro średnio o 6,5% w 2010 r. i o kolejne 1,4% w 2011 r.

Założenia dotyczące polityki fiskalnej opierają się na planach budżetowych poszczególnych państw strefy euro według stanu na dzień 17 sierpnia 2010 r. Uwzględniają one wszystkie działania w zakresie polityki fiskalnej, które zostały zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub też zostały 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 z 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. W celu uwzględnienia niepewności, jaką obciążone są projekcje, wszystkie zmienne przedstawiono w postaci przedziałów. Przedziały te określono na podstawie różnic pomiędzy rzeczywistymi wynikami a projekcjami opracowanymi w poprzednich latach. Rozpiętość przedziałów stanowi dwukrotność średniej wartości bezwzględnej tych różnic. Metodę wyznaczania przedziałów, w tym korekt z tytułu zdarzeń nadzwyczajnych, przedstawiono w publikacji pt. „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges” (Nowa procedura określania struktury przedziałów w projekcjach ekspertów Eurosystemu i EBC), 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 III kw. 2011 r. ich ceny będą zgodne z cenami kontraktów *futures*, a następnie będą się kształtować zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

<sup>3</sup> Założenie techniczne dotyczące długoterminowych stóp procentowych dla strefy euro jest obliczane za okres do daty granicznej jako średnia rentowność 10-letnich obligacji referencyjnych krajów strefy euro ważona wartościami rocznego PKB. Uzyskana wartość przenosi się następnie na horyzont projekcji zgodnie z krzywą terminową wyprowadzoną z obliczanej przez EBC krzywej dochodowości dla strefy euro.

## Założenia dotyczące otoczenia międzynarodowego

Ożywienie w gospodarce światowej nadal trwa; przewiduje się jednak, że w drugiej połowie 2010 r. jego tempo będzie niższe z powodu wygasania wpływu cyklu zapasów i pakietów fiskalnych. Następnie aktywność na świecie wspomagać powinny: dalsza normalizacja sytuacji na rynkach finansowych oraz poprawa wskaźników zaufania i sytuacji na rynku pracy. Wzrost w większości gospodarek wschodzących jest dynamiczny. Natomiast w gospodarkach rozwiniętych ożywienie prawdopodobnie zwolni, gdyż będą je osłabiać nienajlepsze perspektywy rynku pracy zbiegające się z procesem redukcji dźwigni finansowej. W związku z tym, mimo ożywienia spodziewanego w całym horyzoncie projekcji, w kilku gospodarkach rozwiniętych nadal będą występować niewykorzystane moce produkcyjne. Przyjmuje się, że światowy realny PKB z wyłączeniem strefy euro wzrośnie średnio o 5,1% w 2010 r. i o 4,4% w 2011 r. Zakłada się również, że w wyniku znacznego ożywienia handlu międzynarodowego stopa wzrostu rynków eksportowych strefy euro wyniesie 10,4% w 2010 r. i 7,1% w 2011 r.

## Projekcje wzrostu realnego PKB

W II kw. 2010 r. wzrost realnego PKB strefy euro zdecydowanie odbił. Dostępne informacje wskazują, że wzrost popytu wewnętrznego był silny, co częściowo wynikało ze skoku inwestycji (na których w I kw. odbiły się niekorzystne warunki pogodowe), choć do wzrostu przyczyniły się także eksport netto i zapasy. Zgodnie z wcześniejszymi przewidywaniami oczekuje się, że przez pozostałą część 2010 r. stopa wzrostu nieznacznie spadnie, gdyż nieco osłabnie wpływ czynników, które przejściowo napędzały wzrost w pierwszej fazie ożywienia gospodarczego, takich jak pakiety fiskalne, cykl zapasów i odbicie w handlu. W dalszej perspektywie przewiduje się zwiększenie aktywności gospodarczej, do którego przyczyni się ożywienie eksportu i stopniowy wzrost popytu wewnętrznego, odzwierciedlający skutki podjętych wcześniej działań w ramach polityki pieniężnej i na rzecz przywrócenia prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego. Przewiduje się jednak, że w porównaniu z poprzednimi cyklami ożywienie będzie raczej umiarkowane ze względu na konieczność naprawy bilansów w różnych sektorach. Oczekuje się także, że niewielki wzrost dochodów będzie osłabiał dynamikę spożycia prywatnego. Ponadto prezentowany scenariusz uwzględnia trwające dostosowania fiskalne mające na celu umocnienie zaufania do trwałości finansów publicznych w średnim okresie. Przewiduje się, że roczna dynamika realnego PKB (która w 2009 r. spadła o 4,0%) odbije, lecz w horyzoncie projekcji pozostanie umiarkowana: w 2010 r. wyniesie 1,4%–1,8%, a w 2011 r. 0,5%–2,3%. Ponieważ według szacunków roczny wzrost potencjalny też ma być niższy niż przed kryzysem, przewiduje się, że w horyzoncie projekcji zmniejszać się będzie luka PKB.

Tabela A Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro

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

	2009	2010	2011
HICP	0,3	1,5–1,7	1,2–2,2
Realny PKB	-4,0	1,4–1,8	0,5–2,3
Spożycie prywatne	-1,1	0,0–0,4	-0,1–1,5
Spożycie publiczne	2,6	0,3–1,3	-0,1–1,1
Nakłady brutto na środki trwałe	-11,0	-2,3– -0,7	-1,6–3,0
Eksport (towary i usługi)	-13,2	7,4–10,0	2,9–9,3
Import (towary i usługi)	-11,8	5,8–8,2	1,6–7,8

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

2) Projekcje dla strefy euro na 2011 r. uwzględniają Estonię. Wartości na 2011 r. obliczono przy hipotetycznym założeniu, że Estonia była w strefie euro już w 2010 r.

## Projekcje kształtowania się cen i kosztów

Przewiduje się, że inflacja HICP ogółem (w sierpniu 1,6%) do końca roku nieznacznie wzrośnie, głównie w związku ze zmianami cen surowców. Następnie, gdy inflacja importowana będzie się osłabiać, oczekiwanej stopniowej poprawie aktywności towarzyszyć będzie nasilanie się wewnętrznej presji cenowej, prowadzące do powolnego wzrostu inflacji HICP z wyłączeniem energii i żywności. Przewiduje się jednak, że do 2011 r. presja inflacyjna będzie zasadniczo ograniczona, przy czym ogólna inflacja ma być generalnie stabilna i w ujęciu rocznym wynieść 1,5%–1,7% w 2010 r. i 1,2%–2,2% w 2011 r. Na 2010 r. przewiduje się spadek dynamiki wynagrodzenia godzinowego w strefie euro. Oczekuje się, że w 2011 r. ze względu na słabą sytuację utrzymującą się na rynku pracy dodatkowa presja płacowa będzie niewielka. W związku z przewidywanym silnym odbiciem wydajności pracy, z prognozowanej na 2010 r. dynamiki płac wynika znaczny spadek jednostkowych kosztów pracy. To z kolei powinno pozwolić na silny wzrost marż zysku po znacznym spadku odnotowanym w 2009 r.; następnie ich wzrost ma być bardziej umiarkowany.

### Porównanie z projekcjami z czerwca 2010 r.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z czerwca 2010 r. przedział wartości wzrostu realnego PKB na 2010 r. został przesunięty znacznie w górę, głównie w związku z silniejszym niż oczekiwano odbiciem wzrostu w II kw. oraz zapowiadającą się większą poprawą sytuacji w późniejszych miesiącach. Przedział wartości na rok 2011 skorygowano nieznacznie w górę, głównie w związku z efektem przeniesienia wynikającym z przewidywanego szybszego wzrostu pod koniec 2010 r.

W porównaniu z projekcjami z czerwca 2010 r. przedział wartości inflacji HICP na 2010 r. został minimalnie skorygowany w górę, a jeśli chodzi o przedział na 2011 r., nieznacznie w górę przesunięto jego dolną granicę.

Tabela B Porównanie z projekcjami z czerwca 2010 r.

(średnioroczne zmiany w procentach)

	2009	2010	2011
Realny PKB – czerwiec 2010	-4,1	0,7–1,3	0,2–2,2
Realny PKB – wrzesień 2010	-4,0	1,4–1,8	0,5–2,3
HICP – czerwiec 2010	0,3	1,4–1,6	1,0–2,2
HICP – wrzesień 2010	0,3	1,5–1,7	1,2–2,2

### Porównanie z prognozami innych instytucji

Wiele instytucji – zarówno organizacji międzynarodowych, jak i podmiotów prywatnych – opracowuje prognozy dla strefy euro. 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 (czasem 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 podejścia do korygowania danych o liczbę dni roboczych (zob. tabela poniżej).

Aktualnie dostępne prognozy innych organizacji i instytucji przewidują, że w 2010 r. wzrost realnego PKB strefy euro wyniesie 0,9%–1,2%. Wartości te są poniżej przedziału podanego w projekcjach ekspertów EBC; najprawdopodobniej wynika to z faktu, że prognozy te zostały sporządzone przed pojawieniem się danych świadczących o silnym wzroście w II kw. br. Przedział wartości z prognoz na 2011 r. wynosi 1,3%–1,8% i mieści się całkowicie w przedziale podanym w projekcjach ekspertów EBC. W kwestii inflacji dostępne prognozy przewidują, że średnioroczna inflacja HICP wyniesie w 2010 r. 1,1%–1,5%, czyli nieznacznie poniżej przedziału podanego w projekcjach ekspertów EBC. Prognozowane wartości inflacji HICP na 2011 r. wynoszą 1,0%–1,7%; wszystkie z wyjątkiem prognozy OECD mieszczą się w przedziale podanym w projekcjach 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	
		2010	2011	2010	2011
OECD	maj 2010	1,2	1,8	1,4	1,0
Komisja Europejska	maj 2010	0,9	1,5	1,5	1,7
MFW	lipiec 2010	1,0	1,3	1,1	1,3
Survey of Professional Forecasters	lipiec 2010	1,1	1,4	1,4	1,5
Consensus Economics Forecasts	sierpień 2010	1,2	1,4	1,5	1,6
Projekcje ekspertów EBC	wrzesień 2010	1,4–1,8	0,5–2,3	1,5–1,7	1,2–2,2

Źródła: European Commission Forecast – Spring 2010, maj 2010; prognoza dotycząca inflacji – IMF World Economic Outlook, kwiecień 2010, prognoza dotycząca wzrostu PKB – World Economic Outlook Update, lipiec 2010; OECD Economic Outlook, maj 2010; Consensus Economics Forecasts oraz ECB Survey of Professional Forecasters.

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 swoich prognoz o ten czynnik. W pozostałych prognozach nie podano, czy zawarte w nich dane uwzględniają liczbę dni roboczych w roku.

© Europejski Bank Centralny 2010

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.