



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

## PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EUROSYSTEMU DLA STREFY EURO

Na podstawie informacji dostępnych na dzień 25 listopada 2011 r. eksperci Eurosystemu opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w strefie euro<sup>1</sup>. W drugiej połowie 2011 r. nastąpiło osłabienie aktywności gospodarczej w strefie euro. Było to wynikiem obniżenia się popytu światowego i znacznego spadku wskaźników zaufania przedsiębiorców i konsumentów w ostatnich miesiącach, w warunkach podwyższonej niepewności wynikającej ze wzmożonych napięć na rynkach finansowych, ze znacznymi spadkami cen akcji i pogarszaniem się warunków finansowania w coraz większej liczbie krajów strefy euro. Przy założeniu, że kryzys finansowy bardziej się już nie pogłębi, wzrost realnego PKB powinien według przewidywań w ciągu 2012 r. odbić, a w 2013 r. jeszcze nieco się poprawić. Oczekuje się jednak, że ożywienie osłabiać będzie trwająca w wielu sektorach restrukturyzacja bilansów i niekorzystne warunki finansowania, które w horyzoncie projekcji utrzymają się w wielu częściach strefy euro. Jednocześnie ożywieniu powinno sprzyjać umacnianie się popytu światowego oraz spadek inflacji cen energii i żywności – który pozytywnie wpłynie na dochody realne – a także korzystne oddziaływanie na popyt wewnętrzny bardzo niskich stóp krótkoterminowych i działań na rzecz przywrócenia prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego. W projekcjach przewiduje się, że średnioroczny wzrost realnego PKB wyniesie w 2011 r. 1,5–1,7%, w 2012 r. -0,4–1,0%, zaś w 2013 r. 0,3–2,3%. Inflacja HICP strefy euro w najbliższym okresie ma pozostać podwyższona, a następnie wyraźnie się obniżyć. Zgodnie z projekcjami ogólna inflacja HICP wyniesie w 2011 r. średnio 2,6–2,8%, w 2012 r. 1,5–2,5%, zaś w 2013 r. 0,8–2,2%. Taki przebieg inflacji wynika przede wszystkim z ujemnego efektu bazy związanego z cenami energii i żywności w 2012 r., a także z założenia, że ceny surowców nie zmienią się bądź spadną. Inflacja HICP z wyłączeniem żywności i energii w horyzoncie projekcji powinna wzrosnąć jedynie nieznacznie w związku z relatywnie niskim popytem wewnętrznym i umiarkowanymi kosztami pracy.

### 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 jest 17 listopada 2011 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 średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych równy w 2011 r. 1,4%, w 2012 r. 1,2%, zaś w 2013 r. 1,4%. Oczekiwania rynku co do nominalnej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych wyemitowanych w strefie euro wskazują, że w 2011 r. wyniesie ona średnio 4,4%, w 2012 r. 5,3%, zaś w 2013 r. 5,6%. W związku z kształtowaniem się rynkowych stawek kontraktów *forward* i stopniowym przekładaniem się zmian stawek rynkowych na stopy pożyczek i kredytów oczekuje się, że krótko- i długoterminowe stopy pożyczek i kredytów bankowych w całym horyzoncie projekcji nadal będą stopniowo rosły. W strefie euro jako całości ogólny wpływ podaży kredytów na aktywność gospodarczą powinien być ujemny. W kwestii cen surowców, na podstawie kształtowania się cen na rynkach kontraktów *futures* w okresie dwóch tygodni przed datą graniczną przyjęto założenie, że cena ropy Brent za baryłkę wyniesie w 2011 r. średnio 111,5

<sup>1</sup> Projekcje ekspertów Eurosystemu są co pół roku opracowywane wspólnie przez specjalistów z EBC i z krajowych banków centralnych 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.

USD, w 2012 r. 109,4 USD, zaś w 2013 r. 104,0 USD. Założono także, że ceny surowców nieenergetycznych w dolarach amerykańskich w 2011 r. wzrosną o 17,8%, w 2012 r. spadną o 7,3%, zaś w 2013 r. wzrosną o 4,3%.

Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na poziomie równym średniej wartości z dwóch tygodni przed datą graniczną. Oznacza to, że kurs EUR/USD wyniesie w 2011 r. 1,40, zaś w 2012 i 2013 r. – 1,36. Średni efektywny kurs euro według założeń w 2011 r. nie zmieni się, a w 2012 r. spadnie o 0,9%.

Założenia dotyczące polityki fiskalnej opierają się na planach budżetowych poszczególnych krajów strefy euro według stanu na dzień 25 listopada 2011 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.

<sup>1</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 czwartego kwartału 2012 r. ich ceny będą podążać za cenami kontraktów *futures*, a następnie będą się kształtować zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

## OTOCZENIE MIĘDZYNARODOWE

W ciągu 2011 r. tempo wzrostu na świecie malało. W drugiej połowie br. pozytywny bodziec, który wynikał z ustępowania zakłóceń w łańcuchach dostaw spowodowanych klęskami żywiołowymi w Japonii, został osłabiony przez ponowne pojawienie się napięć na światowych rynkach finansowych, przede wszystkim w wyniku nasilenia się kryzysu zadłużeniowego w strefie euro i wzrostu obaw o stabilność finansów publicznych w innych dużych gospodarkach rozwiniętych. Sytuacja ta podkopła zaufanie konsumentów i przedsiębiorców na całym świecie. Na przyszłość przewiduje się stopniowe ożywienie, jednak występowanie niesprzyjających czynników, takich jak konieczność dalszej naprawy bilansów oraz słabość rynku nieruchomości mieszkaniowych i rynku pracy w niektórych dużych gospodarkach rozwiniętych, oznacza, że okres powolnego wzrostu się wydłuży, zwłaszcza w gospodarkach rozwiniętych, co z kolei odbije się na tempie ożywienia na świecie. W gospodarkach wschodzących tempo wzrostu jest nadal dość wysokie, ale oczekuje się jego wyhamowania w związku z wcześniejszym zacieśnieniem polityki mającym ograniczyć nierównowagę finansową i presję cenową oraz z oczekiwanym spadkiem popytu zewnętrznego i rozprzestrzenianiem się zawirowań ze światowych rynków finansowych. Przewiduje się, że dynamika realnego PKB na świecie z wyłączeniem strefy euro, która w 2010 r. wyniosła 5,7%, w 2011 r. spadnie do 4,1%, w 2012 r. do 3,9%, po czym w 2013 r. wzrośnie do 4,5%. W odniesieniu do dynamiki popytu zewnętrznego strefy euro przewiduje się spadek z 11,8% w 2010 r. do 6,4% w 2011 r. i do 4,8% w 2012 r., a następnie w 2013 r. wzrost do 6,9%.

## PROJEKCJE WZROSTU REALNEGO PKB

Dynamika realnego PKB strefy euro w trzecim kwartale 2011 r. była niewielka i wyniosła 0,2% w ujęciu kwartalnym, tzn. tyle samo co w drugim kwartale. Podczas gdy w drugim kwartale 2011 r. ujemny wpływ na aktywność gospodarczą miał szereg czynników przejściowych – zarówno wewnętrznych, jak i światowych, to w kilku ostatnich miesiącach słabość tendencji wzrostu w strefie euro w coraz większym stopniu wynikała z kryzysu zadłużeniowego w strefie euro i związanego z nim zacieśnienia polityki fiskalnej w niektórych krajach tej strefy. Jeśli chodzi o czynniki wewnętrzne, niekorzystny wpływ podwyższonej niepewności związanej ze wzmocnionymi napięciami na rynkach finansowych w strefie euro spowodował znaczne obniżenie się wskaźników zaufania przedsiębiorców i konsumentów, gwałtowne przeceny akcji w całej strefie euro i pogorszenie się warunków finansowania dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w wielu krajach. Ponieważ w 2011 r. osłabił się również popyt zewnętrzny, w najbliższym okresie czynniki zewnętrzne prawdopodobnie nie zrównoważą niekorzystnego wpływu wymienionych powyżej czynników wewnętrznych. Na przyszłość, przy założeniu, że kryzys finansowy bardziej się już nie pogłębi, wzrost realnego PKB powinien według przewidywań zacząć rosnąć w ciągu 2012 r., a następnie w 2013 r. jeszcze nieco przyspieszyć. Oczekuje się jednak, że w horyzoncie projekcji

ożywienie osłabiać będzie trwająca w wielu sektorach restrukturyzacja bilansów oraz niekorzystne warunki finansowania, które utrzymają się w wielu częściach strefy euro. Jednocześnie ożywieniu powinno sprzyjać umacnianie się popytu światowego i spadek inflacji cen energii i żywności – który pozytywnie wpłynie na dochody realne – a także korzystne oddziaływanie na popyt wewnętrzny bardzo niskich stóp krótkoterminowych i działań na rzecz przywrócenia prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego. Podsumowując, oczekuje się, że tempo ożywienia będzie powolne. Dynamika realnego PKB w strefie euro w ujęciu rocznym w 2011 r. wyniesie 1,5–1,7%, w 2012 r. -0,4–1,0%, zaś w 2013 r. 0,3–2,3%.

W ujęciu bardziej szczegółowym oczekuje się, że wzrost spożycia prywatnego w strefie euro do połowy 2012 r. będzie stosunkowo niewielki – głównie wskutek słabej dynamiki realnych dochodów do dyspozycji – a następnie nieco wzrośnie. Dynamikę nominalnych dochodów do dyspozycji będzie według przewidywań osłabiać niewielki wzrost zatrudnienia, w połączeniu z umiarkowanym wzrostem płac i dochodów z transferów socjalnych, który będzie ograniczony z powodu zacieśnienia polityki fiskalnej w niektórych krajach strefy euro. Choć dynamika realnych dochodów do dyspozycji osłabła wskutek wzrostów cen surowców we wcześniejszym okresie, oczekuje się, że presja ze strony cen surowców się zmniejszy i tym samym stopniowo będzie oddziaływać w kierunku wzrostu tej dynamiki. Stopa oszczędności w strefie euro według przewidywań zasadniczo się nie zmieni i przez resztę okresu objętego projekcjami pozostanie na obecnym poziomie. Wynika to stąd, że presja na wzrost stopy oszczędności wynikająca z podwyższonej niepewności i osłabionego zaufania zostanie prawdopodobnie zasadniczo zrównoważona przez konieczność redukcji oszczędności w celu wyrównania poziomu spożycia w warunkach słabej dynamiki realnych dochodów do dyspozycji. Przewiduje się także, że wskutek jedynie stopniowego wzrostu zatrudnienia stopa bezrobocia w strefie euro w 2012 r. nieco wzrośnie, a potem jej spadek będzie powolny.

Dynamika prywatnych inwestycji niemieszkańczych w strefie euro według przewidywań powinna być niska wskutek utrzymywania się niekorzystnych warunków finansowania w niektórych krajach strefy euro, przy podwyższonej niepewności. W najbliższym okresie prawdopodobnie dynamika ta się nie zmieni, a następnie przez resztę okresu objętego projekcjami jej ożywienie będzie jedynie stopniowe; korzystnie wpłynąć na nie będzie umocnienie się dynamiki eksportu, umiarkowany wzrost popytu wewnętrznego i stosunkowo stabilne zyski. Wzrost inwestycji mieszkaniowych według oczekiwań będzie jeszcze wolniejszy, z powodu trwających w niektórych krajach dostosowań na rynku nieruchomości mieszkaniowych, przejawiających się również w stosunkowo niewielkich zmianach cen mieszkań. Zakłada się, że inwestycje publiczne w 2011 i 2012 r. znacznie spadną, po czym w 2013 r. ich poziom się ustabilizuje, w związku z pakietami działań na rzecz konsolidacji fiskalnej, które zostały ogłoszone w niektórych krajach strefy euro.

Wzrost eksportu, zgodnie z kształtowaniem się popytu zewnętrznego, powinien w najbliższym okresie zwolnić, a potem w ciągu 2012 r. stopniowo nabrać tempa. Podobnie ma się kształtować dynamika importu. Ogólnie oczekuje się, że w związku z nieco silniejszym wzrostem eksportu od początku 2012 r. udział salda wymiany handlowej w kwartalnym wzroście PKB w horyzoncie projekcji będzie dodatni.

**Tabela 1** Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro

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

	2010	2011	2012	2013
HICP	1,6	2,6–2,8	1,5–2,5	0,8–2,2
Realny PKB	1,8	1,5–1,7	-0,4–1,0	0,3–2,3
Spożycie prywatne	0,8	0,3–0,5	-0,4–0,6	0,0–1,8
Spożycie publiczne	0,5	-0,3–0,5	-0,5–0,7	-0,3–1,3
Nakłady brutto na środki trwałe	-0,6	1,6–2,4	-1,6–1,8	-0,5–4,3
Eksport (towary i usługi)	10,8	5,4–7,2	0,3–6,1	2,1–8,9
Import (towary i usługi)	9,2	4,0–5,4	-0,5–5,1	1,7–8,1

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.

Uważa się, że obecny kryzys osłabił wzrost potencjalny, przy czym dokładna skala jego wpływu nadal jest wysoce niepewna. Prawdopodobnie wzrost potencjalnego PKB jeszcze się zmniejszy wskutek wciąż słabej aktywności gospodarczej. Niemniej jednak, w związku ze słabymi perspektywami wzrostu, ujemna luka PKB w 2012 r. zgodnie z projekcjami powiększy się, a w 2013 r. nieco zmniejszy.

## PROJEKCJE KSZTAŁTOWANIA SIĘ CEN I KOSZTÓW

Przewiduje się, że w związku z podwyżkami cen surowców z wcześniejszego okresu, a także w pewnym stopniu podwyżkami podatków pośrednich, ogólna inflacja HICP w strefie euro w pierwszym kwartale 2012 r. pozostanie powyżej 2%, po czym znacznie się obniży. Taki przebieg inflacji wynika głównie z gwałtownie malejącego udziału cen energii, wynikającego z ustępowania wpływu wcześniejszych wzrostów cen ropy i założenia stopniowego spadku tych cen w horyzoncie projekcji. Inflacja cen żywności według oczekiwań od połowy 2012 r. będzie się obniżać, gdy istniejąca presja cenowa przejdzie już przez cały łańcuch produkcyjny. Inflacja HICP z wyłączeniem żywności i energii powinna według przewidywań wzrosnąć jedynie nieznacznie w związku z relatywnie niskim popytem wewnętrznym i umiarkowanymi kosztami pracy. Zgodnie z projekcjami ogólna inflacja HICP wyniesie w 2011 r. średnio 2,6–2,8%, w 2012 r. 1,5–2,5%, zaś w 2013 r. 0,8–2,2%.

W ujęciu bardziej szczegółowym przewiduje się, że zewnętrzna presja cenowa w horyzoncie projekcji wyraźnie spadnie, głównie w związku ze stabilizacją bądź spadkiem cen surowców. Oczekuje się, że z powodu m.in. wolniejszego tempa wzrostu światowego handlu i niższej inflacji na świecie roczna stopa wzrostu deflatora importu, która na początku 2011 r. osiągnęła najwyższy poziom, w 2012 r. gwałtownie spadnie, a w 2013 r. jeszcze trochę się obniży. W kwestii wewnętrznej presji cenowej, roczna stopa wzrostu przeciętnego wynagrodzenia powinna w pierwszej połowie 2012 r. zwolnić, głównie pod wpływem jednorazowych wypłat w pierwszej połowie 2011 r. Oczekuje się, że w drugiej połowie 2012 r. stopa ta wzrośnie, a następnie się ustabilizuje. Taki przebieg wzrostu przeciętnego wynagrodzenia uwzględni wpływ przeciwstawnych czynników. Z jednej strony, źródłem presji wzrostowej może być wzrost inflacji cen konsumpcyjnych z wcześniejszego okresu. Z drugiej strony, przewiduje się, że presję spadkową na poziom wynagrodzeń może wywierać ogólne spowolnienie aktywności gospodarczej i utrzymywanie się niekorzystnych warunków na rynkach pracy. Oczekuje się, że w związku ze stosunkowo wysoką inflacją cen konsumpcyjnych w tym roku przeciętne wynagrodzenie realne w 2011 i 2012 r. spadnie, a w późniejszym okresie nieco odbije. Stopa wzrostu jednostkowych kosztów pracy powinna nieco wzrosnąć w 2012 r., a następnie się obniżyć. Uwzględniono przy tym cykliczne obniżenie się wzrostu wydajności w 2012 r. – spowodowane znacznym osłabieniem wzrostu aktywności w połączeniu z jedynie częściowym dostosowaniem się poziomu zatrudnienia – oraz wzrost wydajności w 2013 r. Oczekuje się, że w związku z niewielkim popytem zagregowanym i rosnącymi jednostkowymi kosztami pracy wzrost marż zysku przez cały 2011 i 2012 r. pozostanie niski. W 2013 r. pod wpływem wzrostu aktywności marże zysku powinny odbić. Znaczący udział w inflacji HICP w 2011 i 2012 r. będą

według oczekiwań miały podwyżki cen administrowanych i podatków pośrednich, w związku z trwającą konsolidacją fiskalną w niektórych krajach strefy euro. Przewiduje się, że w 2013 r. wpływ tych czynników będzie mniejszy, choć przewidywania te wynikają po części z braku szczegółowych informacji na temat działań fiskalnych na ten rok.

## PORÓWNANIE Z PROJEKCJAMI Z WRZEŚNIA 2011 R.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z września 2011 r. przedział dynamiki realnego PKB na 2011 r. został zwężony, a przedział na 2012 r. przesunięty znacznie w dół. Zmiany te wynikają głównie z wpływu, jaki na popyt wewnętrzny wywiera spadek zaufania i pogarszanie się warunków finansowania, wynikające z podwyższonej niepewności w związku z kryzysem zadłużeniowym, a także z obniżenia projekcji popytu zewnętrznego. Obniżenie średniookresowych perspektyw wzrostu realnego PKB wynika także z większego zacieśnienia polityki fiskalnej i zaostrzenia warunków finansowania w niektórych krajach strefy euro. W odniesieniu do inflacji HICP przedziały wartości na 2011 i 2012 r. przesunięto nieco w górę. Wynika to z dodatniego wpływu wyższych cen ropy wyrażonych w euro oraz wyższego udziału podatków pośrednich. Oczekuje się, że dodatni wpływ tych czynników z naddatkiem skompensuje ujemny wpływ obniżenia projekcji marż zysku i dynamiki wynagrodzeń, związanego z niższymi projekcjami aktywności gospodarczej.

**Tabela 2 Porównanie z projekcjami z września 2011 r.**

(średnioroczne zmiany w procentach)

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

## Ramka 2

### PROGNOZY 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 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).

Aktualnie dostępne prognozy innych instytucji przewidują wzrost realnego PKB strefy euro w 2011 r. między 1,5% a 1,6%, w 2012 r. między 0,2% a 1,1%, zaś w 2013 r. między 1,3% a 1,6%. Wszystkie prognozy mieszczą się w przedziałach podanych w projekcjach ekspertów Eurosystemu lub są do nich bardzo zbliżone.

W kwestii inflacji prognozy innych instytucji przewidują, że średnioroczna inflacja HICP w 2011 r. wyniesie między 2,5% a 2,7%, w 2012 r. między 1,5% a 1,8%, zaś w 2013 r. między 1,2% a 1,8%. Wszystkie prognozy mieszczą się w przedziałach podanych w projekcjach ekspertów Eurosystemu lub są

do nich bardzo zbliżone. Projekcje na 2012 r. zawierają się w dolnej połowie przedziałów z projekcji ekspertów Eurosystemu.

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

(średnioroczne zmiany w procentach)

	Data publikacji	Wzrost PKB			Inflacja HICP		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
MFW	wrzesień 2011	1,6	1,1	1,5	2,5	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	listopad 2011	1,6	0,8	1,6	2,6	1,8	1,8
Consensus Economics Forecasts	listopad 2011	1,6	0,4	1,5	2,7	1,8	1,8
OECD	listopad 2011	1,6	0,2	1,4	2,6	1,6	1,2
Komisja Europejska	listopad 2011	1,5	0,5	1,3	2,6	1,7	1,6
Projekcje ekspertów Eurosystemu	grudzień 2011	1,5–1,7	-0,4–1,0	0,3–2,3	2,6–2,8	1,5–2,5	0,8–2,2

Źródła: European Commission Economic Forecasts, jesień 2011; IMF World Economic Outlook, wrzesień 2011; OECD Economic Outlook, listopad 2011; 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 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.