



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EUROSYSTEMU DLA STREFY EURO

Na podstawie informacji dostępnych na 23 listopada 2012 r. eksperci Eurosystemu opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w strefie euro¹. Przewiduje się, że po niewielkim spadku aktywności gospodarczej odnotowanym w III kw. 2012 r. realny PKB w najbliższym okresie jeszcze nieco się obniży. Takie perspektywy krótkookresowe wynikają ze słabości popytu zewnętrznego oraz niekorzystnego wpływu, jaki na popyt wewnętrzny wywierają będą łącznie: słabe nastroje związane z napięciami na rynkach finansowych strefy euro, konsolidacja fiskalna, wysokie ceny surowców i proces delewarowania w sektorze prywatnym. Przy założeniu, że napięcia na rynkach finansowych już bardziej się nie nasilą, dynamika realnego PKB powinna nieznacznie się ożywić w 2013 r., do czego przyczynią się: korzystny wpływ na eksport odbicia popytu zewnętrznego i poprawy konkurencyjności kosztowej, pozytywne oddziaływanie akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej na wewnętrzny popyt prywatny oraz dodatni wpływ spadku inflacji – wynikającego głównie z obniżenia się cen żywności i surowców – na realne dochody do dyspozycji. W projekcjach przewiduje się, że średnioroczna dynamika realnego PKB wyniesie w 2012 r. między -0,6% a -0,4%, w 2013 r. między -0,9% a 0,3%, zaś w 2014 r. między 0,2% a 2,2%.

Inflacja HICP w strefie euro w horyzoncie projekcji powinna spadać. Według przewidywań średnia stopa ogólnej inflacji HICP w 2012 r. wyniesie ok. 2,5%, w 2013 r. między 1,1% a 2,1%, zaś w 2014 r. między 0,6% a 2,2%. Spadek inflacji będzie prawdopodobnie wynikał z obniżenia się dynamiki cen żywności i energii, związanego ze spadkiem cen surowców. Inflacja HICP z wyłączeniem żywności i energii w okresie objętym projekcjami powinna pozostać ogólnie stabilna.

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 15 listopada 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 wyniesie w 2012 r. 0,6%, w 2013 r. 0,2%, zaś w 2014 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 3,8%, w 2013 r. 3,6%, zaś w 2014 r. 4,0%. W związku z kształtowaniem się stóp rynkowych według kontraktów forward i stopniowym przekładaniem się zmian stóp rynkowych na oprocentowanie kredytów oczekuje się, że zarówno krótko-, jak i długoterminowe oprocentowanie kredytów bankowych osiągnie minimum w 2013 r., a następnie będzie stopniowo rosła. Wpływ warunków kredytowych na aktywność gospodarczą w strefie euro w 2012 i 2013 r. powinien być ujemny, a w 2014 r. – relatywnie neutralny. W kwestii cen surowców, na podstawie tendencji obserwowanej na rynkach terminowych w okresie dwóch tygodni przed datą graniczną, przyjęto założenie, że cena ropy Brent wyniesie w 2012 r. średnio 111,7 USD/b, w 2013 r. 105,0 USD/b, zaś w 2014 r. 100,5 USD/b. Założono także, że ceny surowców nieenergetycznych

¹ Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu są opracowywane co pół roku przez specjalistów z EBC i 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.

w dolarach amerykańskich w 2012 i 2013 r. spadną odpowiednio o 7,5% i 1,5%, zaś w 2014 r. wzrosną o 3,3%¹.

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 1,28 przez cały okres objęty projekcjami. Efektywny kurs euro według założeń ma ulec deprecjacji średnio o 5,5% w 2012 r. i o 0,9% w 2013 r.

Podstawą założeń dotyczących polityki fiskalnej są plany budżetowe poszczególnych krajów strefy euro według stanu na 23 listopada 2012 r. Uwzględniają one wszystkie działania, które zostały już zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub też 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 IV kw. 2013 r. ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami futures, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

OTOCZENIE MIĘDZYNARODOWE

Przewiduje się, że dynamika realnego PKB na świecie z wyłączeniem strefy euro będzie stopniowo rosła: z 3,7% w 2012 r. do 3,8% w 2013 r. i 4,5% w 2014 r. Po spadku tempa wzrostu w II kw. 2012 r. najnowsze dane dotyczące PKB w niektórych regionach wskazują na nieznaczny wzrost aktywności gospodarczej na świecie pod koniec roku. Oczekuje się, że w średnim okresie tempo wzrostu gospodarki światowej będzie osłabiane przez ograniczone postępy w przywracaniu równowagi sektorowej w gospodarkach rozwiniętych i występującą również w tych gospodarkach konieczność dalszej naprawy bilansów w sektorze publicznym i prywatnym. Pomimo poprawy w niektórych dziedzinach, zwłaszcza na amerykańskim rynku mieszkaniowym, w wielu dużych gospodarkach rozwiniętych poziom zadłużenia nadal jest wysoki. W gospodarkach wschodzących wzrost nieco zwolnił w związku z osłabieniem się popytu zewnętrznego oraz skutkami zacieśnienia polityki we wcześniejszym okresie. Oczekuje się, że poluzowanie polityki pieniężnej w ostatnich miesiącach w połączeniu z pakietami fiskalnymi wprowadzonymi w niektórych krajach i poprawą warunków finansowych przyczynią się do stopniowego ożywienia wzrostu w tych gospodarkach. W kwestii handlu światowego zakłada się, że w krótkim okresie pozostanie on słaby, a w ciągu przyszłego roku będzie się stopniowo ożywiać. Roczna stopa wzrostu popytu zewnętrznego strefy euro ma według szacunków wynieść w 2012 r. 3,4%, w 2013 r. 3,7%, zaś w 2014 r. 6,8%.

PROJEKCJE DYNAMIKI REALNEGO PKB

Realny PKB strefy euro w III kw. 2012 r. obniżył się o 0,1%, po spadku o 0,2% w II kw. i zerowej dynamice w I kw. Popyt wewnętrzny malał przez trzy pierwsze kwartały 2012 r. Spożycie prywatne było przytłumione z powodu niskich realnych dochodów do dyspozycji. Wydaje się ponadto, że niepewne nastroje konsumentów, w kontekście napięć na rynkach finansowych strefy euro i rosnącego bezrobocia, uniemożliwiły bardziej intensywne wyrównywanie poziomu spożycia. Inwestycje przedsiębiorstw zostały stłumione przez spadek i tak już niskiego wykorzystania mocy produkcyjnych, pogarszające się perspektywy popytu, podwyższoną niepewność oraz występujące w niektórych krajach trudne warunki kredytowe. Eksport netto w trzech pierwszych kwartałach 2012 r. miał dodatni udział we wzroście gospodarczym, choć wynikało to głównie ze słabej dynamiki importu. Ze względu na utrzymujący się niekorzystny wpływ powyższych czynników oczekuje się, że realny PKB w najbliższej przyszłości będzie dalej malał.

W dalszej perspektywie – przy założeniu, że napięcia na rynkach finansowych już bardziej się nie nasilą – oczekuje się, że realny PKB strefy euro ustabilizuje się w pierwszym półroczu przyszłego roku, a następnie będzie stopniowo rósł. W 2013 r. stopniowe odbicie dynamiki eksportu, do którego przyczyni się poprawa popytu zewnętrznego i konkurencyjności, prawdopodobnie będzie miało dodatni udział w dynamice realnego PKB, gdyż import pozostanie ograniczony w związku ze słabym popytem ogólnym.

Ożywieniu powinien także sprzyjać korzystny wpływ akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej na wewnętrzny popyt prywatny i korzystny wpływ spadku inflacji – wynikającego z niższych cen żywności i surowców – na realne dochody do dyspozycji. Oczekuje się jednak, że niekorzystny wpływ, jaki na popyt wewnętrzny wywierają podwyższona niepewność, konsolidacja fiskalna i potrzeba dalszego delewarowania w niektórych krajach, będzie w horyzoncie projekcji mała jedynie stopniowo. W sumie przewiduje się, że ożywienie w perspektywie historycznej pozostanie słabe. Dynamika realnego PKB strefy euro w średnim ujęciu rocznym powinna według przewidywań wynieść w 2012 r. między -0,6% a -0,4%, w 2013 r. między -0,9% a 0,3%, zaś w 2014 r. między 0,2% a 2,2%.

Na poziomie bardziej szczegółowym dynamika eksportu poza strefę euro w II półroczu 2012 r. prawdopodobnie będzie słaba, a potem się umocni, dzięki stopniowej poprawie popytu zewnętrznego. Oczekuje się, że udziały strefy euro w rynkach eksportowych – po niedawnym wzroście – w 2013 i 2014 r. nieco spadną i powrócą na długookresową ścieżkę spadkową. Eksport w obrębie strefy euro ma według przewidywań rosnać znacznie wolniej niż eksport poza tę strefę w związku z relatywnie słabym popytem wewnętrznym.

Prywatne inwestycje niemieszkaniowe w strefie euro powinny w najbliższym okresie znacznie spaść, co będzie wynikać z podwyższonej niepewności, słabych nastrojów w firmach, niskiego wykorzystania mocy produkcyjnych, niekorzystnych perspektyw popytu i trudnych warunków kredytowych w niektórych krajach. Inwestycje te mają wzrosnąć w dalszej części okresu objętego projekcjami pod wpływem umacniania się popytu wewnętrznego i zewnętrznego, bardzo niskiego poziomu stóp procentowych i poprawy marż zysku. Przewidywane ożywienie inwestycji przedsiębiorstw w horyzoncie projekcji będzie prawdopodobnie nadal osłabiane przez trwającą restrukturyzację bilansów, niepewność związaną z napięciami na rynkach finansowych strefy euro oraz niekorzystne warunki finansowe w niektórych krajach tej strefy. Inwestycje mieszkaniowe mają maleć w całym horyzoncie projekcji, co będzie związane ze słabą dynamiką dochodów na dyspozycji, niepewnymi nastrojami konsumentów oraz potencjalnymi dalszymi dostosowaniami na rynkach mieszkaniowych w części krajów. Niekorzystny wpływ tych czynników powinien z nadwyżką zrównoważyć względną atrakcyjność inwestycji mieszkaniowych w innych krajach, w których inwestycjom tym sprzyja rekordowo niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych. Inwestycje publiczne mają według przewidywań maleć do końca 2014 r., co będzie wynikać z programów konsolidacji fiskalnej w kilku krajach strefy euro.

Tabela 1 Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro

(średnioroczne zmiany w procentach)¹

	2011	2012	2013	2014
HICP ²	2,7	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2
Realny PKB	1,5	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2
Spożycie prywatne	0,1	-1,2 – -1,0	-1,1 – -0,1	-0,4 – 1,4
Spożycie publiczne	-0,2	-0,6 – 0,2	-1,2 – 0,0	-0,4 – 1,2
Nakłady brutto na środki trwałe	1,6	-4,2 – -3,4	-4,2 – -1,0	-1,0 – 3,6
Eksport (towary i usługi)	6,5	2,1 – 3,7	-0,4 – 5,0	2,0 – 8,6
Import (towary i usługi)	4,3	-1,1 – 0,3	-1,7 – 3,7	1,7 – 7,7

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

2) Zerowy przedział na 2012 r. wynika z zaokrąglenia.

Spożycie prywatne zgodnie z projekcjami powinno w najbliższym okresie dalej maleć. Wynika to z gwałtownego spadku realnych dochodów do dyspozycji, który został tylko częściowo zrównoważony

przez przejściowy ostry spadek stopy oszczędności, związany z dążeniem gospodarstw domowych do wyrównania poziomu spożycia w czasie. Niski poziom realnych dochodów do dyspozycji wynika z ostrego spadku zatrudnienia, z faktu, że ceny konsumpcyjne rosną szybciej niż przeciętne wynagrodzenie nominalne, oraz z działań w zakresie konsolidacji fiskalnej podjętych w niektórych krajach strefy euro i niskiego poziomu dochodów innych niż dochody z pracy. Oczekuje się, że w ciągu 2013 r. spożycie prywatne ustabilizuje się w związku z umiarkowaną poprawą realnych dochodów do dyspozycji, w miarę jak będą stopniowo ustępować niekorzystnie skutki konsolidacji fiskalnej i redukcji zatrudnienia, a słabnięcie presji na ceny surowców będzie korzystnie wpływać na dochody realne. W 2014 r. dynamika spożycia prywatnego nieco się ożywi pod wpływem wzrostu dochodów z pracy w związku z poprawą sytuacji na rynkach pracy. Oczekuje się jednak, że ożywienie to zostanie osłabione przez stopniowy wzrost stopy oszczędności, który zacznie się na początku 2013 r. i będzie wynikać ze słabej sytuacji na rynkach pracy oraz tego, że w gospodarstwach domowych skończy się wyrównywanie poziomu spożycia. Spożycie publiczne w 2012 i 2013 r. powinno spaść wskutek działań w dziedzinie konsolidacji fiskalnej, a w 2014 r. nieznacznie wzrosnąć.

Import spoza strefy euro w drugim półroczu br. prawdopodobnie się osłabił, a na 2013 r. przewiduje się jego ożywienie, choć nadal ograniczane przez słaby popyt ogólny. W związku z silniejszym wzrostem eksportu w połączeniu ze słabą dynamiką importu oczekuje się, że w całym horyzoncie projekcji udział salda wymiany handlowej w dynamice PKB będzie dodatni.

Szacuje się, że słaba dynamika aktywności w ostatnich latach niekorzystnie odbiła się na wzroście potencjalnym, przy czym dokładna skala tego wpływu nadal jest wysoce niepewna. Prawdopodobnie dynamikę produktu potencjalnego nadal będzie spowalniać utrzymujący się niski poziom zatrudnienia i inwestycji. W związku ze słabymi perspektywami dynamiki realnego PKB przewiduje się, że ujemna luka PKB w 2012 i 2013 r. wzrośnie, po czym w 2014 r. nieco się zmniejszy.

PROJEKCJE CEN I KOSZTÓW

W projekcjach przewiduje się, że średnia stopa ogólnej inflacji HICP spadnie z ok. 2,5% w 2012 r. do 1,1–2,1% w 2013 r. i 0,6–2,2% w 2014 r. Obniżenie się inflacji w 2013 r. ma wynikać przede wszystkim z przewidywanego silnego spadku inflacji cen energii oraz, w mniejszym stopniu, inflacji cen żywności. Spadek inflacji cen energii jest związany głównie z tym, że oczekuje się ustąpienia wpływu wcześniejszych wzrostów cen ropy naftowej i zakłada stopniowy spadek cen tego surowca w horyzoncie projekcji. Podobnie jest w przypadku inflacji cen żywności, której przewidywany spadek wynika z założenia, że ceny surowców żywnościowych w Europie i na świecie w okresie objętym projekcjami nieco się obniżą, a wpływ ich niedawnych wzrostów będzie wygasać. Natomiast inflacja HICP z wyłączeniem żywności i energii ma według projekcji pozostać ogólnie stabilna. Brak wyraźnych cech koniunkturalnych w kształtowaniu się tej miary inflacji wynika z niejednakowych zmian w determinujących ją czynnikach. Przewiduje się, że w 2012 i 2013 r. podwyżki podatków pośrednich i cen administrowanych będą oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji bazowej i zrównoważą presję na jej spadek wynikającą z niskiego popytu wewnętrznego. Na 2014 r. zakłada się, że wpływ podwyżek podatków będzie mały – co wiąże się częściowo z niewielką ilością informacji dostępnych obecnie na ten rok – natomiast stopniowe zmniejszanie się luki PKB wynikające z ożywienia aktywności gospodarczej powinno w mniejszym stopniu ograniczać podwyżki cen.

Zewnętrzna presja cenowa w ostatnich miesiącach nieco się nasiliła w następstwie wzrostu cen ropy i surowców żywnościowych. Ponieważ zakłada się, że w horyzoncie projekcji ceny surowców będą malały, średnia roczna stopa zmian deflatora importu powinna znacznie spaść w 2013 r. i ponownie w 2014 r. W kwestii wewnętrznej presji cenowej oczekuje się, że roczna stopa wzrostu przeciętnego wynagrodzenia w 2013 i 2014 r. będzie ogólnie stabilna. Dynamika jednostkowych kosztów pracy ma w bieżącym roku wzrosnąć i w 2013 r. pozostać wysoka – gdyż płace rosną bardziej niż wydajność – natomiast w 2014 r. powinna spaść z powodu cyklicznego wzrostu wydajności. Oczekuje się, że marże zysku spadną w 2012 r. i ponownie w 2013 r., amortyzując silniejszy wzrost jednostkowych kosztów pracy w warunkach słabego popytu. Potem marże te powinny odbić pod wpływem spadku jednostkowych kosztów pracy i poprawy warunków gospodarczych.

PORÓWNANIE Z PROJEKCJAMI Z WRZEŚNIA 2012 R.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z września 2012 r. górną granicę przedziału dynamiki realnego PKB na 2012 r. przesunięto w dół, aby oddać pogorszenie się perspektyw krótkookresowych. Przedział dynamiki realnego PKB na 2013 r. został także przesunięty w dół dla uwzględnienia wpływu dodatkowych działań konsolidacyjnych w niektórych krajach strefy euro na popyt wewnętrzny oraz niekorzystnego oddziaływania niższego popytu zewnętrznego na dynamikę eksportu. Dodatkowo w bieżących projekcjach zawarto bardziej niekorzystną ocenę wpływu, jaki podwyższona niepewność związana z napięciami na rynkach finansowych strefy euro będzie wywierać na popyt wewnętrzny, a zwłaszcza na nakłady na środki trwałe. W odniesieniu do inflacji HICP przedział wartości na 2012 r. został zwężony, a przedział na 2013 r. – przesunięty w dół, w związku z aprecjacją euro w poprzednim okresie i niższymi cenami ropy naftowej w USD.

Tabela 2 Porównanie z projekcjami z września 2012 r.

(średnioroczne zmiany w procentach)

	2012	2013
Realny PKB – wrzesień 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
Realny PKB – grudzień 2012	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3
HICP – wrzesień 2012	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5
HICP – grudzień 2012	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1

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 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 (zob. tabela poniżej).

Dostępne aktualnie prognozy innych instytucji przewidują, że realny PKB strefy euro w 2012 r. spadnie o 0,4–0,5%; wartości te mieszczą się w przedziale z projekcji ekspertów Eurosystemu. Prognozy dynamiki realnego PKB na 2013 r. wynoszą między -0,1% a +0,3%, czyli zawierają się w górnej połowie przedziału ekspertów Eurosystemu. Na 2014 r. przewiduje się, że realny PKB wzrośnie o 1,2–1,4%; również te wartości mieszczą się w przedziale ekspertów Eurosystemu.

W kwestii inflacji prognozy innych instytucji przewidują, że w 2012 r. średnioroczna inflacja HICP wyniesie między 2,3% a 2,5%, czyli znajdują się nieco poniżej projekcji ekspertów Eurosystemu. W 2013 i 2014 r. inflacja HICP ma wynieść odpowiednio między 1,6% a 1,9% oraz między 1,2% a 1,9%, co oznacza, że prognozy na oba lata mieszczą się w przedziałach ekspertów Eurosystemu.

Zestawienie prognoz wzrostu realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro

(średnioroczne zmiany w procentach)

	Data publikacji	Dynamika PKB			Inflacja HICP		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014
MFW	paż. 2012	-0,4	0,2	1,2	2,3	1,6	1,4
Survey of Professional Forecasters	lis. 2012	-0,5	0,3	1,3	2,5	1,9	1,9
Consensus Economics Forecasts	lis. 2012	-0,5	0,0	1,2	2,5	1,9	1,7
Euro Zone Barometer	lis. 2012	-0,5	0,1	1,3	2,5	1,9	1,9
OECD	lis. 2012	-0,4	-0,1	1,3	2,4	1,6	1,2
Komisja Europejska	lis. 2012	-0,4	0,1	1,4	2,5	1,8	1,6
Projekcje ekspertów Eurosystemu	gru. 2012	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2

Źródła: European Commission Economic Forecasts, jesień 2012; IMF World Economic Outlook, październik 2012; OECD Economic Outlook, listopad 2012; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; Survey of Professional Forecasters, EBC.

Uwagi: 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 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.