



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EUROSYSTEMU DLA STREFY EURO

Na podstawie informacji dostępnych na dzień 24 maja 2011 r. eksperci Eurosystemu opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w strefie euro¹. Projekcje przewidują, że średnioroczna dynamika realnego PKB wyniesie w 2011 r. 1,5–2,3%, a w 2012 r. 0,6–2,8%, do czego przyczynią się: stabilny popyt światowy, umocnienie się inwestycji, działania na rzecz przywrócenia prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego i nadal akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej. Zgodnie z projekcjami ogólna inflacja HICP do końca 2011 r. utrzyma się powyżej 2%, głównie z powodu niedawnych silnych wzrostów cen ropy naftowej. Następnie zakłada się, że dynamika cen surowców zwolni, a gdy wygaśnie bezpośredni wpływ wcześniejszych wzrostów, średnioroczna inflacja ogólna powinna się obniżyć. Natomiast wewnętrzna presja cenowa prawdopodobnie nasili się wskutek wyższego wykorzystania mocy produkcyjnych i zacieśnienia rynku pracy, a także stopniowego, częściowego przekładania się wcześniejszych wzrostów cen surowców. Przewiduje się, że ogólna inflacja HICP w 2011 r. wyniesie średnio 2,5–2,7%, a w 2012 r. 1,1–2,3%.

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 18 maja 2011¹. 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 na poziomie 1,6% w 2011 r. i 2,3% w 2012 r. Oczekiwania rynku co do nominalnej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych wyemitowanych w strefie euro wskazują, że w 2011 r. wyniesie ona średnio 4,5%, a w 2012 r. 4,8%. W odniesieniu do warunków finansowania scenariusz bazowy uwzględnia założenie, że w horyzoncie projekcji, w związku ze stopniowym przekładaniem się wyższych rynkowych stawek kontraktów forward oraz zmniejszaniem ryzyka niewykonania zobowiązań przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe, zwązą się spready między oprocentowaniem kredytów bankowych a krótkoterminowymi stopami procentowymi. Z kolei spready wobec stóp długoterminowych – po wyraźnym spadku w ostatnim kwartale 2010 r. – powinny w horyzoncie projekcji stopniowo rosnąć i na koniec okresu powrócić do poziomu zbliżonego do średniej historycznej. Podaż kredytów w strefie euro jako całości powinna się dalej normalizować, ale w horyzoncie projekcji będzie prawdopodobnie nadal osłabiać aktywność gospodarczą. 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 za baryłkę wyniesie w 2011 r. średnio 111,1 USD/b, a w 2012 r. 108,0 USD/b. Założono także, że ceny surowców nieenergetycznych w dolarach amerykańskich wzrosną w 2011 r. o 20,4%, a w 2012 r. o 1,2%.

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

¹ 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 kształtowania się 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. W celu oddania niepewności, 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 2011 r. 1,42, a w 2012 r. 1,43, zaś średni efektywny kurs euro nieznacznie wzrośnie: w 2011 r. o 0,8%, a w 2012 r. o 0,4%.

Założenia dotyczące polityki fiskalnej opierają się na planach budżetowych poszczególnych państw strefy euro według stanu na 24 maja 2011 r. Uwzględniają one wszystkie działania w zakresie polityki, które zostały już zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub też zostały dostatecznie 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 przypadku innych surowców zakłada się, że do drugiego kwartału 2012 r. ich ceny będą zgodne z cenami kontraktów futures, a następnie będą się kształtować zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

OTOCZENIE MIĘDZYNARODOWE

Ożywienie w gospodarce światowej nadal postępuje i jest coraz bardziej samoistne. I choć w gospodarkach rozwiniętych ożywienie to się utrwała, jego siłę będą prawdopodobnie w dalszym ciągu osłabiać pośrednie skutki kryzysu finansowego, co może przekreślić szanse na szybką poprawę na rynku pracy. Zupełnie inaczej jest w gospodarkach wschodzących o szybkim wzroście, gdzie wykorzystanie mocy produkcyjnych jest prawie pełne (a w niektórych nawet powyżej maksimum) i występują oznaki przegrzania. Od ostatnich projekcji z marca 2011 r. nasiliły się zamieszki polityczne na Bliskim Wschodzie i w Afryce Północnej, a Japonia doświadczyła klęski żywiołowej i katastrofy nuklearnej. Choć wydarzenia te zwiększyły niepewność związaną z perspektywami światowymi, nie powinny zahamować globalnego ożywienia. Przewiduje się, że dynamika realnego PKB na świecie z wyłączeniem strefy euro wzrośnie z 4,5% w 2011 r. do 4,7% w 2012 r. Wzrost rynków eksportowych strefy euro szacuje się na 8,3% w 2011 r. i 7,9% w 2012 r.

PROJEKCJE WZROSTU REALNEGO PKB

Po stosunkowo niewielkim wzroście w drugiej połowie 2010 r., w pierwszym kwartale 2011 r. dynamika realnego PKB była wyjątkowo wysoka – wyniosła 0,8% w ujęciu kwartalnym. Z analizy składowych wynika, że w tym okresie do wzrostu dynamiki realnego PKB znacznie przyczynił się popyt wewnętrzny, zwłaszcza inwestycje. W szczególności wydaje się, że nastąpiła poprawa aktywności w budownictwie, którego słabość w czwartym kwartale wynikała z przyczyn pogodowych. Gdy przejściowy dodatni wpływ tej poprawy wygaśnie, dynamika realnego PKB w drugim kwartale prawdopodobnie się obniży. W późniejszym okresie przewiduje się dalsze ożywienie aktywności gospodarczej, pobudzone głównie przez stabilny popyt światowy i umacnianie się inwestycji. Do wzrostu realnego PKB w coraz większym stopniu powinien przyczyniać się również popyt wewnętrzny, natomiast udział salda wymiany handlowej, choć wciąż dodatni, w horyzoncie projekcji ma się zmniejszać. Podsumowując, oczekuje się, że – zgodnie z tendencją zaobserwowaną po wcześniejszych kryzysach finansowych – realny PKB będzie rósł powoli i dopiero w trakcie 2012 r. powinien osiągnąć poziom sprzed kryzysu. Przewiduje się, że dynamika realnego PKB w ujęciu rocznym wyniesie w 2011 r. 1,5–2,3%, a w 2012 r. 0,6–2,8%.

W ujęciu bardziej szczegółowym oczekuje się, że wzrost spożycia prywatnego w 2011 r. będzie niewielki, ze względu na osłabienie dynamiki realnych dochodów do dyspozycji przez rosnące ceny surowców. Następnie, w związku z oczekiwanym słabnięciem presji inflacyjnej oraz wzrostem zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia, przewiduje się zwiększenie dynamiki realnych dochodów do dyspozycji, a zatem również spożycia prywatnego. Zgodnie z przewidywaniami stopa oszczędności powinna w wyniku poprawy zaufania obniżyć się w 2011 r., a potem pozostać na zasadniczo niezmiennym poziomie. Przewiduje się także, że wskutek jedynie stopniowej poprawy zatrudnienia stopa bezrobocia przez większą część 2011 r. nie zmieni się, po czym będzie powoli maleć.

Prywatne inwestycje niemieszkaniowe mają w horyzoncie projekcji stosunkowo szybko rosnąć dzięki bardzo dobremu wskaźnikowi zaufania wśród przedsiębiorców, stopniowemu wzrostowi popytu, występowaniu niedoborów mocy produkcyjnych oraz zmniejszaniu ograniczeń w finansowaniu. Natomiast dynamika inwestycji mieszkaniowych powinna do 2012 r. utrzymać się na raczej niskim poziomie ze względu na trwające dostosowania na rynkach mieszkaniowych w niektórych krajach.

Zakłada się, że inwestycje publiczne w horyzoncie projekcji będą malały, zgodnie z pakietami działań konsolidacyjnych, które zostały ogłoszone w kilku krajach strefy euro.

Przewiduje się, że po silnym wzroście popytu zewnętrznego odnotowanym w 2010 r. tempo wzrostu eksportu w 2011 i 2012 r. osłabnie, choć wciąż będzie stosunkowo wysokie. Podobnie ma się kształtować dynamika importu. Udział salda wymiany handlowej we wzroście PKB w horyzoncie projekcji będzie prawdopodobnie maleć, ale pozostanie dodatni.

Tabela 1 Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro

(średnioroczne zmiany w procentach)^{1) 2)}

	2010	2011	2012
HICP	1,6	2,5–2,7	1,1–2,3
Realny PKB	1,7	1,5–2,3	0,6–2,8
Spożycie prywatne	0,8	0,6–1,2	0,4–2,2
Spożycie publiczne	0,6	-0,4–0,6	-0,5–0,9
Nakłady brutto na środki trwałe	-0,9	2,0–4,2	1,1–5,9
Eksport (towary i usługi)	11,1	5,8–9,6	2,6–10,6
Import (towary i usługi)	9,3	4,3–7,9	2,6–10,0

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 przy hipotetycznym założeniu, że Estonia należała do strefy euro już w 2010 r.

Uważa się, że kryzys osłabił wzrost potencjalny, przy czym dokładna skala jego wpływu nadal jest wysoce niepewna. W związku z tym projekcje wzrostu potencjalnego, a zatem i luki PKB, obciążone są jeszcze większą niepewnością niż zazwyczaj. Niemniej jednak przewiduje się, że w horyzoncie projekcji wzrost potencjalny będzie się nieco zwiększał, choć w tempie znacznie niższym niż przed kryzysem z powodu mniejszego udziału pracy i kapitału. Jednocześnie powinna zmniejszyć się szacunkowa ujemna luka PKB.

PROJEKCJE KSZTAŁTOWANIA SIĘ CEN I KOSZTÓW

Przewiduje się, że ogólna inflacja HICP utrzyma się powyżej 2% do początków 2012 r., głównie wskutek niedawnych silnych wzrostów cen ropy naftowej. Następnie presja ze strony cen surowców ma osłabnąć, a gdy bezpośredni wpływ ich ostatnich wzrostów ustanie, średnioroczna ogólna inflacja HICP powinna się obniżyć. Natomiast wewnętrzna presja cenowa prawdopodobnie się nasili wskutek większego wykorzystania mocy produkcyjnych i zacieśnienia rynku pracy, a także stopniowego, częściowego przekładania się wcześniejszych wzrostów cen surowców. Przewiduje się, że ogólna inflacja HICP w 2011 r. wyniesie średnio 2,5–2,7%, a w 2012 r. 1,1–2,3%. Stopa wzrostu HICP z wyłączeniem energii i żywności powinna stopniowo rosnąć przez cały analizowany okres.

W ujęciu bardziej szczegółowym przewiduje się, że zewnętrzna presja cenowa – po znacznym nasileniu się w pierwszym kwartale 2011 r., spowodowanym głównie wzrostem międzynarodowych cen surowców – przez resztę okresu objętego projekcjami będzie malała. Ma to związek przede wszystkim z oczekiwanym osłabieniem się dynamiki cen surowców i niedawną aprecjacją euro. Natomiast wewnętrzna presja cenowa powinna w horyzoncie projekcji nieco wzrosnąć. Zakłada się, że w tym samym okresie stopniowo zwiększać się będzie dynamika przeciętnego wynagrodzenia nominalnego, co

będzie wynikiem poprawy na rynku pracy oraz, w ograniczonym stopniu, opóźnionych skutków wyższej inflacji cen konsumpcyjnych z 2011 r., związanych m.in. z mechanizmami indeksacji płac istniejącymi w niektórych krajach strefy euro. Ze względu na zróżnicowane terminy wygasania porozumień płacowych (nominalnych) i silne odbicie inflacji cen konsumpcyjnych przewiduje się, że przeciętne wynagrodzenie realne w 2011 r. będzie malało, a w dalszej części analizowanego okresu nieco wzrośnie. Dynamika jednostkowych kosztów pracy, która w 2010 r. spadła, w 2011 r. powinna powrócić do wartości dodatnich, a w 2012 r. wzrosnąć wskutek obniżenia się dynamiki wydajności pracy i stopniowego wzrostu przeciętnego wynagrodzenia nominalnego. Dynamika marż zysku, po zdecydowanym odbiciu w 2010 r., ma w 2011 r. rosnać w wolniejszym tempie, a następnie nieco przyspieszyć. Początkowy spadek tej dynamiki wynika z konieczności częściowego pokrycia wyższych jednostkowych kosztów pracy, natomiast późniejszy wzrost wiąże się z poprawą zagregowanego popytu. Mimo to marże zysku w horyzoncie projekcji powinny utrzymać się poniżej poziomów z 2007 r. Na podstawie zapowiedzianych dotychczas działań założono także, że w 2011 r. podatki pośrednie i podwyżki cen administrowanych będą miały dodatni udział w inflacji HICP.

PORÓWNANIE Z PROJEKCJAMI Z MARCA 2011 R.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z marca 2011 r. przedział dynamiki realnego PKB na 2011 r. został przesunięty w górę, głównie w związku z korzystniejszymi od spodziewanych wynikami PKB w pierwszym kwartale 2011 r. Przedział na 2012 r. zasadniczo się nie zmienił. W odniesieniu do inflacji HICP przedział wartości na 2011 r. został przesunięty w górę, przede wszystkim z powodu wyższych cen energii, natomiast przedział na 2012 r. został nieco zwężony.

Porównanie z projekcjami z marca 2011 r.

(średnioroczne zmiany w procentach)

	2011	2012
Realny PKB – marzec 2011	1,3–2,1	0,8–2,8
Realny PKB – czerwiec 2011	1,5–2,3	0,6–2,8
HICP – marzec 2011	2,0–2,6	1,0–2,4
HICP – czerwiec 2011	2,5–2,7	1,1–2,3

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 liczbie dni roboczych (zob. tabela poniżej).

Aktualnie dostępne prognozy innych instytucji przewidują wzrost realnego PKB strefy euro o 1,6–2,0% w 2011 r. i o 1,7–2,0% w 2012 r. Wszystkie prognozy mieszczą się w przedziałach podanych w projekcjach ekspertów Eurosystemu.

W kwestii inflacji prognozy innych instytucji podają, że średnioroczna inflacja HICP w 2011 r. wyniesie 2,3–2,6%, a w 2012 r. 1,6–1,9%. Z wyjątkiem projekcji inflacji HICP na 2011 r. przygotowanych przez MFW, w których przyjęto inne założenia odnośnie do cen surowców, wszystkie prognozy mieszczą się w przedziałach podanych w projekcjach 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	2011	2012
MFW	kwiecień 2011	1,6	1,8	2,3	1,7
Survey of Professional Forecasters	maj 2011	1,7	1,7	2,5	1,9
Consensus Economics Forecasts	maj 2011	1,7	1,7	2,5	1,9
OECD	maj 2011	2,0	2,0	2,6	1,6
Komisja Europejska	maj 2011	1,6	1,8	2,6	1,8
Projekcje ekspertów Eurosystemu	czerwiec 2011	1,5–2,3	0,6–2,8	2,5–2,7	1,1–2,3

Źródła: European Commission Economic Forecasts, wiosna 2011; IMF World Economic Outlook, kwiecień 2011; OECD Economic Outlook, maj 2011; Consensus Economics Forecasts; 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 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.