



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Ramka

PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EBC DLA STREFY EURO

Na podstawie informacji dostępnych na dzień 18 lutego 2011 r. eksperci EBC opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w strefie euro¹. Przewiduje się w nich, że średnioroczna stopa wzrostu realnego PKB w 2011 r. wyniesie 1,3–2,1%, a w 2012 r. 0,8–2,8%. Inflacja ma według przewidywań wynieść w 2011 r. 2,0–2,6%, zaś w 2012 r. 1,0–2,4%.

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 10 lutego 2011 r.² 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 w 2011 r. powinien wynieść 1,5%, a w 2012 r. 2,4%. 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 w 2011 r. wyniesie 4,5%, zaś w 2012 r. 4,9%³. W odniesieniu do warunków finansowania scenariusz bazowy uwzględnia założenie, że w horyzoncie projekcji nieco zmniejszą się spready między oprocentowaniem kredytów bankowych a krótkoterminowymi stopami procentowymi. Spready wobec stóp długoterminowych – po wyraźnym spadku w ostatnim kwartale 2010 r. – mają stopniowo rosnąć i na koniec okresu projekcji powrócić do poziomu średniej historycznej. Podaż kredytów powinna dalej się normalizować, ale w horyzoncie projekcji będzie nadal nieco osłabiać aktywność gospodarczą. W kwestii cen surowców, na podstawie tendencji obserwowanej na rynkach terminowych w okresie dwóch tygodni przed datą graniczną, przyjęto założenie, że ceny ropy Brent wyniosą w 2011 r. średnio 101,3 USD/b, zaś w 2012 r. 102,4 USD/b. Założono także bardzo duży wzrost cen surowców nieenergetycznych w dolarach amerykańskich: o 27,5% w 2011 r. i o 1,0% w 2012 r.

Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji pozostaną na średnim poziomie z okresu dwóch tygodni przed datą graniczną. Wynika stąd, że kurs USD/EUR w horyzoncie projekcji będzie wynosił 1,37, a średni efektywny kurs euro w 2011 r. obniży się o 1,1%, zaś w 2012 r. wzrośnie o 0,1%.

Założenia dotyczące polityki fiskalnej opierają się na planach budżetowych poszczególnych państw strefy euro według stanu na dzień 11 lutego 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 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 oddania niepewności, jaką obciążone są projekcje, wszystkie zmienne przedstawiono w postaci przedziałów. Przedziały te określono na podstawie różnic pomiędzy rzeczywistymi wynikami a projekcjami 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 „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges”, EBC, grudzień 2009, również dostępnej w serwisie internetowym EBC.

² 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 pierwszego kwartału 2012 r. ich ceny będą zgodne z cenami kontraktów *futures*, a następnie będą się kształtować zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

³ 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. Uzyskaną 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

Na przełomie roku światowy wzrost gospodarczy nieco przyspieszył, do czego przyczyniła się ogólna poprawa sytuacji finansowej na świecie. Ponadto na perspektywy aktywności gospodarczej w nadchodzącym okresie korzystnie wpływają nowe bodźce fiskalne wprowadzone w Stanach Zjednoczonych. Niemniej jednak nie wszystkie kraje znajdują się w tej samej fazie cyklu koniunkturalnego. W największych gospodarkach rozwiniętych średniookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego są dość słabe, zwłaszcza tam, gdzie konieczna jest dalsza naprawa bilansów. Oczekuje się ponadto, że powszechna słabość rynków nieruchomości mieszkaniowych oraz uporczywie wysokie stopy bezrobocia będą w tych gospodarkach niekorzystnie wpływać na perspektywy spożycia prywatnego w średnim okresie. Natomiast w niektórych gospodarkach wschodzących wystąpi silny wzrost gospodarczy i rosnąca presja inflacyjna. Przyjmuje się, że realny PKB na świecie z wyłączeniem strefy euro wzrośnie średnio o 4,7% w 2011 r. i 4,6% w 2012 r. Zakłada się też, że w wyniku znacznej poprawy handlu światowego stopa wzrostu popytu zewnętrznego w strefie euro w 2011 r. wyniesie 7,9%, zaś w 2012 r. 7,6%. Wartości te są nieco wyższe od średnich stóp wzrostu notowanych przez dziesięć lat przed kryzysem finansowym.

Projekcje wzrostu realnego PKB

W czwartym kwartale 2010 r. realny PKB strefy euro wzrósł o 0,3% – czyli o tyle samo, co w kwartale poprzednim. Na nadchodzący okres przewiduje się dalsze ożywienie gospodarcze, przy czym rolę czynnika napędzającego będzie w coraz większym stopniu odgrywać popyt wewnętrzny, a w mniejszym – eksport. To przesunięcie jest wynikiem wcześniejszych działań w dziedzinie polityki pieniężnej, a także znacznych wysiłków podjętych w celu przywrócenia prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego. Natomiast czynnikami potencjalnie osłabiającymi wzrost w strefie euro będą konieczność naprawy bilansów w różnych sektorach oraz uwzględnione w projekcjach dostosowania fiskalne mające na celu przywrócenie zaufania do średniookresowej trwałości finansów publicznych. Przewiduje się, że dynamika realnego PKB w ujęciu rocznym, która w 2010 r. wyniosła 1,7%, w 2011 r. wyniesie 1,3–2,1%, a w 2012 r. 0,8–2,8%. Ze względu na to, że przewidywany roczny wzrost potencjalny ma być znacznie niższy niż przed kryzysem, oczekuje się, że w horyzoncie projekcji zmniejszać się będzie luka PKB.

Tabela A Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro

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

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

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.

Projekcje kształtowania się cen i kosztów

Według wstępnych szacunków Eurostatu, w lutym 2011 r. roczna inflacja HICP w strefie euro wyniosła 2,4%. Oczekuje się, że do końca 2011 r. inflacja HICP ogółem utrzyma się powyżej 2%, głównie w wyniku niedawnych znacznych podwyżek cen energii i żywności. Na podstawie aktualnych cen kontraktów *futures* na surowce przewiduje się, że w następnym okresie wzrost cen importu zwolni. Natomiast w związku ze stopniową poprawą aktywności i wyższym wzrostem wynagrodzeń prawdopodobnie nasili się nieco wewnętrzna presja cenowa, co będzie prowadzić do stopniowego wzrostu inflacji HICP z wyłączeniem żywności i energii w horyzoncie projekcji. W sumie przewiduje się, że średnioroczna inflacja ogółem w 2011 r. wyniesie 2,0–2,6%, zaś w 2012 r. 1,0–2,4%. Według projekcji dynamika przeciętnego wynagrodzenia w strefie euro przez następne dwa lata będzie rosła, wraz ze stopniową poprawą sytuacji na rynkach pracy. Niemniej jednak oczekuje się, że w 2011 r. dynamika przeciętnego wynagrodzenia realnego nieco się obniży, z powodu wzrostu inflacji, a w 2012 r. wzrośnie nieco powyżej zera. W związku z zakładanym spowolnieniem wzrostu wydajności przez najbliższe dwa lata, jednostkowe koszty pracy, które w 2010 r. wykazały cykliczny spadek, w 2011 r. powinny według oczekiwań odbić, a w 2012 r. ich wzrost powinien przyspieszyć. Skutkiem tego będzie osłabienie wzrostu marż zysku, które w 2010 r. poszły znacznie w górę.

Porównanie z projekcjami z grudnia 2010 r.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z grudnia 2010 r., dolne granice przedziałów dynamiki realnego PKB na 2011 i 2012 r. przesunięto w górę w związku z wyższym wzrostem gospodarczym na świecie oraz przewidywanym wzrostem eksportu strefy euro, a także lepszymi perspektywami popytu wewnętrznego, o których świadczą wyższe wskaźniki zaufania. W odniesieniu do inflacji HICP przedziały wartości na 2011 i 2012 r. przesunięto w górę w porównaniu z projekcjami z grudnia 2010 r., głównie z powodu większych niż oczekiwano podwyżek cen energii i żywności.

Tabela B Porównanie z projekcjami z grudnia 2010 r.

(średnioroczne zmiany w procentach)

	2010	2011	2012
Realny PKB – grudzień 2010	1,6–1,8	0,7–2,1	0,6–2,8
Realny PKB – marzec 2011	1,7	1,3–2,1	0,8–2,8
HICP – grudzień 2010	1,5–1,7	1,3–2,3	0,7–2,3
HICP – marzec 2011	1,6	2,0–2,6	1,0–2,4

Porównanie z prognozami innych instytucji

Wiele instytucji – zarówno organizacji międzynarodowych, jak i podmiotów prywatnych – opracowuje prognozy dla strefy euro (zob. tabela C). 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 (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.

Aktualnie dostępne prognozy innych instytucji przewidują wzrost realnego PKB strefy euro o 1,5–1,7% w 2011 r. oraz o 1,7–2,0% w 2012; wartości te swobodnie mieszczą się w przedziałach podanych w projekcjach ekspertów EBC. W kwestii inflacji dostępne prognozy przewidują, że średnioroczna inflacja HICP w 2011 r. wyniesie 1,3–2,2%. Większość tych prognoz znajduje się poniżej przedziałów wartości podanych w projekcjach ekspertów EBC, co prawdopodobnie wynika z tego, że nie uwzględniają jeszcze ostatnich wzrostów cen surowców. Prognozy inflacji HICP na 2012 r. wynoszą 1,2–1,8%, czyli 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	
		2011	2012	2011	2012
OECD	listopad 2010	1,7	2,0	1,3	1,2
Komisja Europejska	luty 2011	1,6	1,8	2,2	1,7
MFW	styczeń 2011	1,5	1,7	1,5	1,5
Survey of Professional Forecasters	luty 2011	1,6	1,7	1,9	1,8
Consensus Economics Forecasts	luty 2011	1,6	1,7	2,0	1,8
Projekcje ekspertów EBC	marzec 2011	1,3–2,1	0,8–2,8	2,0–2,6	1,0–2,4

Źródła: European Commission Interim Forecast, luty 2011 (prognozy na rok 2011) oraz European Economic Forecast, jesień 2010 (prognozy na rok 2012); IMF World Economic Outlook, październik 2010 (prognozy inflacji) oraz World Economic Outlook Update, styczeń 2011 (prognozy wzrostu PKB); OECD Economic Outlook, listopad 2010; Consensus Economics Forecasts oraz ECB's 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 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.