



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

## PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EUROSYSTEMU DLA STREFY EURO

Na podstawie informacji dostępnych na dzień 20 maja 2008 r. eksperci Eurosystemu opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w strefie euro<sup>1</sup>. Szacuje się, że średnioroczna dynamika realnego PKB wyniesie między 1,5% a 2,1% w 2008 r. oraz między 1,0% a 2,0% w 2009 r. Średnia stopa wzrostu wskaźnika HICP ogółem przewidywana jest na poziomie między 3,2% a 3,6% w 2008 r. oraz między 1,8% a 3,0% w 2009 r.

### Ramka 1

#### ZAŁOŻENIA TECHNICZNE

Projekcje ekspertów Eurosystemu opierają się na szeregu założeń dotyczących stóp procentowych, kursów walutowych, cen ropy naftowej i innych surowców oraz polityki fiskalnej.

Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych oraz cen surowców są oczekiwania rynkowe. W projekcjach uwzględniono dane za okres kończący się datą graniczną 14 maja 2008 r.<sup>2</sup> Podstawą założeń co do krótkoterminowych stóp procentowych, mierzonych trzymiesięczną stopą EURIBOR, są stopy terminowe *forward* odzwierciedlające oczekiwania rynku i stanowiące migawkowe ujęcie krzywej dochodowości w dacie granicznej. Na tej podstawie można oczekiwać stóp na poziomie średnio 4,9% w 2008 r. i 4,3% w 2009 r.<sup>3</sup> Oczekiwania rynku co do nominalnej rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych strefy euro zakładają stopniowąwyżkę z poziomu średnio 4,4% w 2008 r. do 4,6% w 2009 r. W podstawowym scenariuszu uwzględniono również założenie, że marże kredytów bankowych utrzymają się na obecnym poziomie, odzwierciedlając wyższą świadomość ryzyka na rynkach finansowych. Biorąc pod uwagę tendencję obserwowaną na rynkach terminowych w okresie dwóch tygodni przed datą graniczną, przyjęto założenie, że średnioroczne ceny ropy naftowej wyniosą 113,3 USD za baryłkę w 2008 r. i 117,7 USD za baryłkę w 2009 r. Zakłada się, że średnioroczny wzrost cen surowców nieenergetycznych (z wyłączeniem żywności) liczony w dolarach amerykańskich wyniesie 13,8% w 2008 r. i 6,2% w 2009 r. W przypadku światowych cen żywności przewidywany jest ich wzrost o 44,0% w 2008 r. i 6,1% w 2009 r.

Przyjęto założenie techniczne, że w analizowanym okresie dwustronne kursy walutowe pozostaną na średnim poziomie z okresu dwóch tygodni przed datą graniczną. Z takiego założenia wynika, że kurs EUR/USD wyniesie 1,54, natomiast efektywny kurs euro w 2008 r. będzie przeciętnie o 6,4% wyższy niż średnia za rok 2007, zaś w 2009 r. – o 0,4% wyższy niż średnia za rok 2008.

Założenia dotyczące polityki fiskalnej opierają się na planach budżetowych poszczególnych państw strefy euro. 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.

- 1 Projekcje ekspertów Eurosystemu są opracowywane co pół roku 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 pt. „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises”, EBC, czerwiec 2001 r. W celu uwzględnienia niepewności, jaką obarczone są projekcje, wartości wszystkich zmiennych przedstawiono w postaci przedziałów. Przedziały te określono na podstawie różnic pomiędzy rzeczywistymi wynikami a projekcjami opracowywanymi w poprzednich latach. Rozpiętość przedziałów stanowi dwukrotność średniej wartości bezwzględnej tych różnic. W tym momencie, ze względu na sytuację na rynkach finansowych oraz z uwagi na zmiany cen surowców, niepewność związana z projekcjami jest przypuszczalnie większa niż zwykle.
- 2 Założenia dotyczące cen ropy naftowej i żywności są oparte na cenach kontraktów typu futures do końca 2009 r. W przypadku innych surowców zakłada się, że ich ceny będą zgodne z cenami kontraktów futures do połowy roku 2009, a następnie będą się kształtować zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.
- 3 Oczekiwania rynkowe mierzone stopami terminowymi *forward* mogą różnić się nieznacznie od oprocentowania kontraktów futures na stopę EURIBOR. Zob. uwaga metodologiczna w ramce zatytułowanej „Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC dla strefy euro” w wydaniu Biuletynu Miesięcznego z marca 2007 r.

## OTOCZENIE MIĘDZYNARODOWE

Przewiduje się, że w 2008 r. tempo wzrostu gospodarczego na świecie (z wyłączeniem strefy euro) ulegnie spowolnieniu, a następnie stopniowo przyspieszy na przestrzeni 2009 r. Obniżenie tempa wzrostu przewidywane na 2008 r. wynika głównie ze spowolnienia w Stanach Zjednoczonych i kilku innych gospodarkach rozwiniętych dotkniętych skutkami obecnych zawirowań na rynkach finansowych. Oczekuje się, że po słabych wynikach w pierwszej połowie 2008 r. aktywność gospodarcza w USA stopniowo się poprawi, do czego przyczyni się łagodna polityka pieniężna oraz – przejściowo – pakiet rozwiązań o charakterze fiskalnym mających na celu pobudzenie gospodarki, jak również utrzymujący się silny eksport netto. Choć spowolnienie w Stanach Zjednoczonych odbije się najprawdopodobniej na innych gospodarkach, w szczególności na najbliższych partnerach handlowych USA, przewiduje się, że skala tego zjawiska będzie stosunkowo ograniczona w przypadku gospodarek wschodzących oraz krajów produkujących surowce.

Ogólnie szacuje się, że roczna dynamika realnego PKB na świecie z wyłączeniem strefy euro wyniesie średnio około 4,0% w 2008 i 2009 roku. Projekcje przewidują, że stopa wzrostu zewnętrznych rynków eksportu strefy euro wyniesie około 5,6% w 2008 r. i 5,8% w 2009 r.

## PROJEKCJE WZROSTU REALNEGO PKB

Począwszy od 2006 r. tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro ulegało stopniowemu spowolnieniu, co potwierdzają również najnowsze wskaźniki. Przyczynami tego procesu są rosnące ceny surowców, aprecjacja kursu walutowego oraz spowolnienie gospodarki światowej. Zgodnie z pierwszymi szacunkami Eurostatu kwartalna dynamika realnego PKB w strefie euro w pierwszym kwartale 2008 r. wyniosła 0,8% (w czwartym kwartale 2007 r. 0,3%). Ponieważ ten bardzo korzystny wynik uwarunkowany jest po części czynnikami przejściowymi, w nadchodzących kwartałach spodziewane jest wystąpienie pewnej zmienności dynamiki kwartalnej, jak również spowolnienie aktywności gospodarczej w strefie euro. Przewiduje się, że wskutek poprawy sytuacji w gospodarce światowej tempo wzrostu aktywności gospodarczej znacznie przyspieszać w 2009 r., a pod koniec okresu objętego projekcjami osiągnie 0,5% w ujęciu kwartalnym. Na tej podstawie szacuje się, że średnioroczna dynamika realnego PKB w 2008 r. wyniesie między 1,5% a 2,1%, do czego przyczyni się tak zwany efekt przeniesienia wynikający z wysokiego wzrostu w końcu 2007 r. (*carry-over effect*) szacowany na 0,7 punktu procentowego. Projekcje przewidują, że w 2009 r. dynamika realnego PKB wyniesie między 1,0% a 2,0%.

Tabela 1 Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro

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

	2007	2008	2009
HICP	2,1	3,2-3,6	1,8-3,0
Realny PKB	2,7	1,5-2,1	1,0-2,0
Spożycie indywidualne	1,6	1,1-1,5	0,9-2,1
Spożycie publiczne	2,1	1,3-2,3	1,2-2,2
Nakłady brutto na środki trwałe	4,7	1,3-3,5	-0,4-2,8
Eksport (towary i usługi)	5,7	3,5-6,3	2,4-5,6
Import (towary i usługi)	5,2	2,9-6,3	2,2-5,6

1) Projekcje realnego PKB i jego składników podawane są w ujęciu skorygowanym o liczbę dni roboczych. Projekcje wysokości eksportu i importu uwzględniają wymianę handlową pomiędzy krajami strefy euro.

2) Podane liczby uwzględniają Cypr i Maltę od roku 2007 włącznie, wyjąwszy dane HICP, które obejmują Cypr i Maltę dopiero od 2008 r. Udział Cypru i Malty w PKB strefy euro wynosi odpowiednio około 0,2% i 0,1%.

Jeśli chodzi o składniki PKB po stronie wydatków wewnętrznych, przewiduje się, że w 2008 r. dynamika spożycia indywidualnego ulegnie spowolnieniu, głównie z uwagi na niższy poziom dochodów realnych wynikający z wyższych cen surowców. W 2009 r. z kolei zakłada się spadek inflacji, stopniowy wzrost dochodów realnych oraz ponowny wzrost dynamiki spożycia indywidualnego. Oczekuje się również, że w okresie objętym projekcjami spożycie publiczne będzie rosło w umiarkowanym tempie.

Ze względu na cykliczne spowolnienie oraz gorsze warunki finansowania należy spodziewać się spowolnienia tempa wzrostu inwestycji przedsiębiorstw. Oczekuje się jednak, że w dalszym ciągu tempo to będzie wysokie, do czego przyczyni się wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych oraz zgłaszane niedobory urządzeń produkcyjnych. W odniesieniu do prywatnych inwestycji mieszkaniowych projekcje przewidują spadek będący odzwierciedleniem – obok cyklu koniunkturalnego – dokonującej się obecnie korekty na rynku mieszkaniowym oraz zaostrzenia zasad udzielania pożyczek. Ponadto, po spadku przewidywanym na 2008 r., oczekuje się, że publiczne wydatki inwestycyjne odnotują znaczny wzrost w 2009 r. Ogólnie szacuje się, że średnioroczna stopa wzrostu całkowitych nakładów na środki trwałe wyniesie między 1,3% a 3,5% w 2008 r. i między -0,4% a 2,8% w 2009 r.

W okresie objętym projekcjami spowolnienie gospodarki światowej odbije się niekorzystnie na dynamice eksportu. Co więcej, z uwagi na zwiększoną konkurencję ze strony gospodarek wschodzących oraz spadek konkurencyjności cenowej strefy euro przewiduje się, że jej udziały w rynkach eksportu poza strefą euro spadną. Przewiduje się, że średnia stopa wzrostu w przypadku importu ogółem będzie nieco niższa niż w przypadku eksportu ogółem, przekładając się zasadniczo na niewielki dodatni wpływ salda obrotów handlowych na wzrost realnego PKB w okresie objętym projekcjami.

Poziom zatrudnienia powinien nadal rosnąć – choć w bardziej umiarkowanym tempie – odzwierciedlając przebieg kształtowania się aktywności gospodarczej, a jednocześnie niekorzystny wpływ przewidywanego silniejszego wzrostu płac realnych na popyt na pracę. W porównaniu z poprzednimi latami zakłada się również niższe tempo wzrostu siły roboczej, co wynika z prognozowanej niższej stopy wzrostu liczby osób w wieku produkcyjnym oraz mniejszej dynamiki współczynnika aktywności zawodowej uwarunkowanej po części mniej korzystnymi warunkami popytu na pracę i słabnącym wpływem reform na rynkach pracy. W tej sytuacji przewiduje się, że w okresie objętym projekcjami stopa bezrobocia utrzyma się na niemal niezmiennym poziomie.

## PROJEKCJE KSZTAŁTOWANIA SIĘ CEN I KOSZTÓW

Wzrost inflacji HICP od końca 2007 r. w dużej mierze wytłumaczyć można zmianami cen energii i żywności. Na podstawie aktualnych cen kontraktów terminowych na ropę naftową i surowce żywnościowe oczekuje się, że w 2009 r. oddziaływanie zewnętrznych presji cenowych się zmniejszy, częściowo w wyniku dotychczasowej aprecjacji kursu euro.

Jeśli chodzi o wewnętrzne presje cenowe, przewiduje się, że w okresie objętym projekcjami wskaźnik wynagrodzenia na pracownika w całej gospodarce wykaże większy wzrost niż w poprzednich latach, na co wskazują dostępne dane dotyczące porozumień płacowych oraz oznaki zacieśniania się rynków pracy. Na 2008 r. przewiduje się spadek tempa wzrostu wydajności pracy na skutek wahań koniunkturalnych oraz znaczny wzrost jednostkowych kosztów pracy, którego wpływ na inflację powinien jednak zostać złagodzony przez słabnący wzrost marż zysków w obliczu spowolnienia gospodarczego. Oczekuje się, że w 2009 r. większy wzrost wydajności pracy oraz mniejszy wzrost płac przyczynią się do osłabienia wewnętrznej presji na wzrost kosztów, przy czym dynamika marż zysków ponownie wzrośnie. Ponadto zakłada się, że do wzrostu inflacji HICP przyczynią się ceny kontrolowane oraz podatki pośrednie.

## PORÓWNANIE Z PROJEKCJAMI Z MARCA 2008 R.

Przedział dynamiki realnego PKB prognozowany obecnie na 2008 r. mieści się w górnej części przedziału wskazanego w projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC opublikowanych w Biuletynie Miesięcznym z marca 2008 r. Wynika to przede wszystkim z dobrych wyników za pierwszy kwartał bieżącego roku. Przedział dynamiki realnego PKB na 2009 r. przesunięto w dół, zgodnie z oczekiwaniami nieco wyższych cen energii oraz silniejszego niż wcześniej zakładano kursu euro. Przedziały wartości inflacji HICP przewidywanej na 2008 i 2009 rok przesunięto w górę, co wynikało głównie z założenia wyższych cen energii i żywności niż w projekcjach z marca.

**Tabela 2 Porównanie z projekcjami z marca 2008 r.**

(średnie roczne zmiany w procentach)

	2008	2009
Realny PKB – marzec 2008	1,3-2,1	1,3-2,3
Realny PKB – czerwiec 2008	1,5-2,1	1,0-2,0
HICP – marzec 2008	2,6-3,2	1,5-2,7
HICP – czerwiec 2008	3,2-3,6	1,8-3,0

## 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 datach, przez co są częściowo nieaktualne. Ponadto stosuje się w nich różne (czasem niesprecyzowane) metody określania założeń dla zmiennych fiskalnych, finansowych i zewnętrznych, w tym cen ropy naftowej i innych surowców. W poszczególnych prognozach stosuje się przy tym różne podejścia do korygowania danych o liczbę dni roboczych (zob. tabela poniżej).

Według aktualnie dostępnych prognoz innych instytucji wzrost realnego PKB w strefie euro wyniesie między 1,4% a 1,7% w 2008 r. oraz między 1,2% a 1,6% w 2009 r. Wszystkie dostępne prognozy dotyczące wzrostu mieszczą się w przedziałach podanych w projekcjach ekspertów Eurosystemu. Ponadto prognozy innych instytucji przewidują, że średnioroczna inflacja HICP w 2008 r. wyniesie między 2,8% a 3,4%, co oznacza, że w wielu przypadkach prognozowane wartości znajdują się poniżej przedziałów podanych w prognozach Eurosystemu. Wynikać to może z wykorzystania wcześniejszych założeń co do kształtowania się cen surowców. Prognozy na 2009 r. mieszczą się w przedziałach podanych w projekcjach ekspertów Eurosystemu.

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

(średnie roczne zmiany w procentach)

	Data publikacji	Wzrost PKB		Inflacja HICP	
		2008	2009	2008	2009
MFW	kwiecień 2008	1,4	1,2	2,8	1,9
Komisja Europejska	kwiecień 2008	1,7	1,5	3,2	2,2
Survey of Professional Forecasters	kwiecień 2008	1,6	1,6	3,0	2,2
Consensus Economics Forecasts	maj 2008	1,5	1,6	3,1	2,1
OECD	czerwiec 2008	1,7	1,4	3,4	2,4
Projekcje ekspertów Eurosystemu:	czerwiec 2008	1,5-2,1	1,0-2,0	3,2-3,6	1,8-3,0

Źródła: European Commission Economic Forecasts, wiosna 2008; IMF World Economic Outlook, kwiecień 2008; OECD Economic Outlook No. 83, czerwiec 2008, wydanie wstępne; Consensus Economics Forecasts oraz ECB's Survey of Professional Forecasters. 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 swoich prognoz o ten czynnik. Pozostałe prognozy nie podają, czy zawarte w nich dane uwzględniają liczbę dni roboczych w roku.

© Europejski Bank Centralny, 2008  
Adres: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Niemcy  
Adres do korespondencji: 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.