



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Ramka

PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EBC DLA STREFY EURO

Na podstawie informacji dostępnych na 23 lutego 2012 r. eksperci EBC opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w strefie euro¹. Przewiduje się w nich, że średnioroczna dynamika realnego PKB w 2012 r. wyniesie -0,5–0,3%, a w 2013 r. 0,0–2,2%. Inflacja ma według przewidywań wynieść w 2012 r. 2,1–2,7%, zaś w 2013 r. 0,9–2,3%.

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 16 lutego 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 średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych w latach 2012 i 2013 w wysokości 0,9%. Oczekiwania rynku co do nominalnej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych wyemitowanych w strefie euro wskazują, że w 2012 r. wyniesie ona średnio 4,6%, a w 2013 r. 5,0%. Oczekuje się, że krótko- i długoterminowe stopy kredytów bankowych dla niefinansowego sektora prywatnego strefy euro w nadchodzących kwartałach będą się obniżać, zgodnie z kształtowaniem się rynkowych stawek kontraktów forward i stopniowym przekładaniem się zmian stóp rynkowych na oprocentowanie kredytów; stopy długoterminowe najniższy punkt osiągną w połowie 2012 r., a krótkoterminowe – pod koniec 2012 r. Oczekuje się, że choć środki polityki pieniężnej zastosowane przez Eurosystem powinny korzystnie wpływać na warunki kredytowania w strefie euro jako całości, to i tak warunki te mają pozostać stosunkowo trudne.

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 wyniesie w 2012 r. średnio 115,1 USD/b, zaś w 2013 r. 110,2 USD/b. Założono także, że ceny surowców nieenergetycznych w dolarach amerykańskich² w 2012 r. spadną o 3,1%, po czym w 2013 r. wzrosną o 3,8%. Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w okresie objętym projekcjami utrzymają się na poziomie równym średniej wartości z dwóch tygodni przed datą graniczną 16 lutego 2012 r. Oznacza to kurs EUR/USD równy w 2012 r. 1,31, zaś w 2013 r. 1,32. Efektywny kurs euro według założeń ma w 2012 r. spaść o 4,0%, a w 2013 r. pozostać bez zmian. Założenia dotyczące polityki fiskalnej opierają się na planach budżetowych poszczególnych państw strefy euro według stanu na 22 lutego 2012 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 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. 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.

² 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 pierwszego kwartału 2013 r. ich ceny będą kształtować się zgodnie z cenami kontraktów futures, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

Założenia dotyczące otoczenia międzynarodowego

Przewiduje się, że dynamika realnego PKB na świecie z wyłączeniem strefy euro, która w 2011 r. wyniosła według szacunków 4,1%, w 2012 r. spadnie do 3,8%, po czym w 2013 r. wzrośnie do 4,3%. W drugim półroczu 2011 r. nastąpiło globalne spowolnienie, które wiązało się głównie z obniżeniem dynamiki dochodów realnych, spowodowanym przez wzrost cen surowców, oraz z wyższym poziomem niepewności i zwiększoną awersją do ryzyka, które doprowadziły do napięć na światowych rynkach finansowych. Natomiast najnowsze dane – zwłaszcza dotyczące USA – wydają się świadczyć o tym, że na przełomie roku nastąpiła pewna stabilizacja cyklu koniunkturalnego. Wskazują na to zwłaszcza wstępne oznaki stabilizacji wskaźników zaufania wśród konsumentów i przedsiębiorców oraz lekkie uspokojenie sytuacji na światowych rynkach finansowych. Jednak średniookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego są nadal słabe, zwłaszcza w gospodarkach rozwiniętych, przede wszystkim w związku z koniecznością dalszej naprawy bilansów, która stanowi przeszkodę dla wzrostu. Należy tu wspomnieć, że – pomimo postępów redukcji zadłużenia sektora prywatnego – w wielu gospodarkach rozwiniętych zadłużenie gospodarstw domowych jest nadal wysokie. W dodatku redukcja wydatków publicznych, mająca przywrócić stabilność finansów publicznych, w wielu gospodarkach rozwiniętych ogranicza popyt wewnętrzny. Natomiast gospodarki wschodzące powinny w okresie objętym projekcjami nadal rosnąć znacznie szybciej niż rozwinięte. Niemniej przewiduje się, że wzrost w gospodarkach wschodzących lekko zwolni, co złagodzi ryzyko przegrzania zaobserwowane wcześniej w głównych państwach z tej grupy (np. w Chinach). W sumie przewiduje się, że wschodzące gospodarki azjatyckie będą nadal zmierzać do „miękkiego lądowania”, zaś tempo wzrostu w krajach Europy Środkowo-Wschodniej powinno się obniżyć. Szacuje się, że w wyniku globalnego ożywienia stopa wzrostu popytu zewnętrznego strefy euro w 2012 r. wyniesie 4,3%, zaś w 2013 r. 6,5%.

Projekcje wzrostu realnego PKB

Tempo wzrostu realnego PKB w strefie euro w ciągu 2011 r. malało, aż w czwartym kwartale nastąpił spadek aktywności. Niższa aktywność w 2011 r. wynikała m.in. ze spowolnienia globalnego, wysokich cen surowców oraz niekorzystnego wpływu kryzysu zadłużeniowego w strefie euro na nastroje konsumentów i przedsiębiorców, a także z pogorszenia się warunków kredytowania i dalszego zaostrzenia polityki fiskalnej w niektórych krajach strefy euro. Przewiduje się, że czynniki te będą nadal ograniczać aktywność w pierwszym półroczu 2012 r., ale ich wpływ powinien być w coraz większym stopniu niwelowany przez korzystne oddziaływanie rosnącego popytu zewnętrznego, niższego efektywnego kursu walutowego oraz standardowych i niestandardowych środków polityki pieniężnej. Jeśli chodzi o dalsze perspektywy, to przy założeniu, że nie nastąpi ponowne nasilenie kryzysu finansowego, dynamika realnego PKB ma według oczekiwań lekko wzrosnąć w drugim półroczu 2012 r. i jeszcze nieco się poprawić w 2013 r., co będzie wynikać ze stopniowego wzrostu popytu wewnętrznego oraz korzystnego salda wymiany handlowej, związanego ze wzrostem popytu zewnętrznego i słabszym kursem walutowym. Ożywieniu popytu wewnętrznego powinien sprzyjać spadek inflacji cen energii i żywności, oddziałujący pozytywnie na realne dochody do dyspozycji, oraz korzystny wpływ bardzo niskich krótkoterminowych stóp procentowych i środków zastosowanych w celu wsparcia funkcjonowania systemu finansowego. Oczekuje się jednak, że tempo ożywienia będzie słabe w związku z trwającą konsolidacją fiskalną, stopniowym tylko złagodzeniem trudnych warunków kredytowania oraz prowadzoną w wielu sektorach restrukturyzacją bilansów. Przewiduje się, że dynamika realnego PKB na koniec okresu objętego projekcjami przekroczy wzrost potencjalny, wskutek czego zweźi się ujemna luka PKB. Ogólnie oczekuje się, że ożywienie będzie powolne. Dynamika realnego PKB w ujęciu rocznym ma wynieść w 2012 r. -0,5–0,3%, a w 2013 r. 0,0–2,2%.

Na poziomie poszczególnych składowych popytu przewiduje się, że dynamika eksportu poza strefę euro w 2012 r. będzie rosła, a w 2013 r. jeszcze nabierze tempa, co będzie wynikać głównie z rozwoju popytu zewnętrznego w strefie euro i poprawy konkurencyjności związanej z osłabieniem efektywnego kursu

euro. Inwestycje przedsiębiorstw w najbliższym okresie według oczekiwań mają się obniżyć, po czym w ciągu 2013 r. stopniowo rosnać, do czego przyczyni się przyspieszenie eksportu, wzrost popytu wewnętrznego, niskie stopy procentowe i relatywnie stabilną zyskowość. Inwestycje mieszkaniowe według przewidywań przez 2012 r. pozostaną na bardzo niskim poziomie, po czym w 2013 r. zaczną stopniowo rosnać. W niektórych krajach trwająca korekta na rynku mieszkaniowym nadal osłabia tempo ożywienia, ale w innych atrakcyjność inwestycji mieszkaniowych w porównaniu z innymi formami inwestowania najwyraźniej się poprawiła, co wiąże się z postrzeganiem tych ostatnich jako bardziej ryzykownych. Inwestycje publiczne mają w 2012 r. spaść, po czym w 2013 r. ich poziom powinien się ustabilizować, zgodnie z założeniami pakietów działań na rzecz konsolidacji fiskalnej, które zostały ogłoszone w niektórych krajach strefy euro.

Spożycie prywatne w czwartym kwartale 2011 r. według szacunków spadło. Przewiduje się, że w ciągu 2012 r. pozostanie raczej niskie, a następnie zacznie stopniowo rosnać. Dynamikę nominalnych dochodów do dyspozycji według przewidywań początkowo będzie osłabiać spadek zatrudnienia, a potem jego jedynie umiarkowany wzrost. Ponadto oczekuje się, że tempo wzrostu płac i dochodów z transferów socjalnych będzie ograniczone, m.in. wskutek zaostrzenia polityki fiskalnej w niektórych krajach strefy euro. Natomiast dynamika realnych dochodów do dyspozycji ma się z czasem poprawiać, w związku z oczekiwanym ustępowaniem niekorzystnego wpływu wcześniejszych podwyżek cen surowców. Stopa oszczędności w okresie objętym projekcjami powinna się nieco obniżyć. Wiąże się to z oczekiwaniami, że – pomimo mało optymistycznych nastrojów, sprzyjających gromadzeniu oszczędności – w związku z niekorzystnym rozwojem dochodów realnych nastąpi pewne wyrównanie poziomu spożycia, które doprowadzi do obniżenia się dynamiki oszczędności w latach 2012–2013. Do spadku stopy oszczędności ma przyczynić się także niski poziom stóp procentowych. Spożycie publiczne w ujęciu realnym w okresie objętym projekcjami ma być niskie, co będzie skutkiem pakietów działań na rzecz konsolidacji fiskalnej, które zostały ogłoszone w kilku krajach strefy euro.

Przewiduje się, że tempo wzrostu importu spoza strefy euro będzie w okresie objętym projekcjami stopniowo rosnać, i to szybciej niż całkowity popyt, zgodnie z tendencją obserwowaną w danych historycznych. W związku z nieco silniejszym wzrostem eksportu oczekuje się, że udział salda wymiany handlowej we wzroście realnego PKB w okresie objętymi projekcjami będzie dodatni, choć coraz mniejszy.

Tabela A Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro

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

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

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. Średnioroczną zmianę procentową HICP za 2011 r. obliczono tak, jakby Estonia należała do strefy euro już w 2010 r.

Projekcje cen i kosztów

Według wstępnych szacunków Eurostatu w lutym 2012 r. ogólna inflacja HICP w strefie euro wyniosła 2,7%, tyle samo co średnia za 2011 r. Na nadchodzące kwartały przewiduje się spadek tempa inflacji. Według przewidywań ogólna inflacja HICP w 2012 r. wyniesie średnio 2,1–2,7%, a w 2013 r. 0,9–2,3%. To obniżenie będzie wynikać w znacznym stopniu z malejącego udziału cen energii: założono że w okresie objętym projekcjami ceny ropy naftowej będą stopniowo spadać, a wpływ ich wcześniejszych wzrostów – ustępować. Również dynamika cen żywności jako składowej HICP ma w latach 2012 i 2013 według przewidywań się obniżyć. Wynika to z założenia, że przez kilka najbliższych kwartałów ceny surowców żywnościowych powinny być stabilne. I wreszcie inflacja HICP z wyłączeniem żywności i energii w okresie objętym projekcjami powinna pozostać ogólnie stabilna. Przewiduje się wprawdzie, że w związku ze słabą dynamiką popytu wewnętrznego i jedynie niewielkim wzrostem kosztów pracy obniży się związana z nimi wewnętrzna presja cenowa, jednak zostanie to zneutralizowane przez dodatni wpływ planowanych podwyżek podatków pośrednich i cen administrowanych.

W ujęciu bardziej szczegółowym zewnętrzna presja cenowa w ostatnich miesiącach nieco wzrosła, głównie wskutek deprecjacji euro, która doprowadziła m.in. do wzrostu cen surowców w przeliczeniu na euro. Oczekuje się, że w najbliższych kwartałach czynnik ten będzie wywierać dodatni wpływ na deflator importu. Jednak wpływ ten zostanie z nadwyżką wyrównany przez ujemny efekt bazy, wynikający głównie z podwyżek cen surowców w 2011 r. W związku z tym oczekuje się, że roczna dynamika deflatora importu na początku 2012 r. spadnie, a w 2013 r. jeszcze nieco się obniży. Jeśli chodzi o wewnętrzną presję cenową, dynamika przeciętnego wynagrodzenia ma w 2012 r. zwołać pod wpływem pogarszania się sytuacji na rynku pracy. Następnie przewiduje się jej stopniowy wzrost w ujęciu rocznym, w miarę poprawy aktywności gospodarczej. Oczekuje się, że roczna dynamika jednostkowych kosztów pracy latach 2012 i 2013 pozostanie zasadniczo stabilna. Tempo wzrostu marż zysku w 2012 r. powinno być umiarkowane, co będzie wynikać z niskiego zagregowanego popytu. Na rok 2013 przewiduje się, że marże zysku będą rosły nieco szybciej, wraz z poprawą perspektyw aktywności gospodarczej. Znaczny udział w inflacji HICP w całym okresie objętym projekcjami będą według oczekiwań miały podwyżki cen administrowanych, w związku z konsolidacją fiskalną trwającą w niektórych krajach strefy euro. Również wpływ podatków pośrednich w latach 2012 i 2013 ma być duży.

Porównanie z projekcjami z grudnia 2011 r.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z grudnia 2011 r. przedziały dynamiki realnego PKB strefy euro na lata 2012 i 2013 przesunięto nieco w dół. Zmiana ta wynika przede wszystkim z wpływu niższego popytu zewnętrznego, wyższych cen ropy, dalszej konsolidacji fiskalnej oraz niewielkiego zacieśnienia warunków kredytowania, pomimo niższego poziomu krótko- i długoterminowych stóp procentowych i wzrostu cen na rynkach akcji. W odniesieniu do inflacji HICP przedziały wartości na lata 2012 i 2013 są nieco wyższe niż w projekcjach z grudnia 2011 r., głównie z powodu wyższych cen energii i słabszego kursu euro, ale po części także wyższych cen żywności i podatków pośrednich.

Tabela B Porównanie z projekcjami z grudnia 2011 r.

(średnioroczne zmiany w procentach)

	2012	2013
Realny PKB – grudzień 2011	-0,4–1,0	0,3–2,3
Realny PKB – marzec 2012	-0,5–0,3	0,0–2,2
HICP – grudzień 2011	1,5–2,5	0,8–2,2
HICP – marzec 2012	2,1–2,7	0,9–2,3

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 liczbę dni roboczych.

Dostępne aktualnie prognozy innych organizacji i podmiotów przewidują wzrost realnego PKB strefy euro o -0,5–0,2% w 2012 r. oraz o 0,8–1,4% w 2013 r.; wartości te mieszczą się w przedziałach podanych w projekcjach ekspertów EBC. W kwestii inflacji dostępne prognozy przewidują, że w 2012 r. średnioroczna inflacja HICP wyniesie 1,5–2,1%, czyli sytuują się w dolnej części lub poniżej przedziału podanego w projekcjach ekspertów EBC. Dostępne prognozy inflacji HICP na 2013 r. wynoszą 1,2–1,7%, czyli mieszczą się w przedziale 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	
		2012	2013	2012	2013
OECD	listopad 2011	0,2	1,4	1,6	1,2
Komisja Europejska	luty 2012/ listopad 2011	-0,3	1,3	2,1	1,6
	styczeń 2012/ wrzesień 2011	-0,5	0,8	1,5	
Survey of Professional Forecasters	luty 2012	-0,1	1,1	1,9	1,7
Consensus Economics Forecasts	luty 2012	-0,3	0,9	2,0	1,7
Projekcje ekspertów EBC	marzec 2012	-0,5–0,3	0,0–2,2	2,1–2,7	0,9–2,3

Źródła: prognozy na rok 2012 – European Commission Interim Forecast, luty 2012, prognozy na rok 2013 – European Commission Economic Forecast, jesień 2011; prognozy dotyczące wzrostu PKB – IMF World Economic Outlook Update, styczeń 2012, prognozy dotyczące inflacji – World Economic Outlook, wrzesień 2011; OECD Economic Outlook, listopad 2011; Consensus Economics Forecasts; Survey of Professional Forecasters, EBC.

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 2012

Adres: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt nad Menem, Niemcy
Adres korespondencyjny: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Germany
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.