



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Ramka

PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EBC DLA STREFY EURO

Na podstawie informacji dostępnych do 23 sierpnia 2013 r. eksperci EBC opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w strefie euro¹. Według projekcji realny PKB w 2013 r. obniży się o 0,4%, a w 2014 r. wzrośnie o 1,0%. Inflacja HICP ma wynieść w 2013 r. 1,5%, zaś w 2014 r. 1,3%.

Założenia techniczne dotyczące stóp procentowych, kursów walutowych, cen surowców i polityki fiskalnej

Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe; datą graniczną (*cut-off date*) jest 15 sierpnia 2013 r.

Założenie co do krótkoterminowych stóp procentowych ma charakter czysto techniczny. Stopy te mierzy się 3-miesięczną stopą EURIBOR, a oczekiwania rynkowe wyprowadza ze stóp terminowych. Z metodologii tej wynika średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych w 2013 r. równy 0,2%, a w 2014 r. równy 0,5%. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych wyemitowanych w strefie euro według oczekiwań rynkowych w 2013 r. wyniesie średnio 3,0%, zaś w 2014 r. 3,5%. W związku z kształtowaniem się stóp procentowych na rynku terminowym i stopniowym przekładaniem zmian stóp rynkowych na oprocentowanie kredytów oczekuje się, że łączne oprocentowanie kredytów bankowych dla niefinansowego sektora prywatnego strefy euro osiągnie minimum w drugim półroczu 2013 r., a następnie będzie stopniowo rosnąć. Wpływ warunków określających podaż kredytów na wzrost gospodarczy w strefie euro w 2013 r. ma być ujemny, a w 2014 r. – bardziej 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 2013 r. średnio 107,8 USD/b, zaś w 2014 r. 102,8 USD/b. Założono także, że ceny surowców nieenergetycznych wyrażone w dolarach amerykańskich² w 2013 r. spadną o 5,4%, a w 2014 r. o 0,1%.

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 1,32 w 2013 r. oraz 1,33 w 2014 r. – wyższy od poziomu 1,29 z 2012 r. Efektywny średnioroczny kurs euro ma według założeń wzrosnąć w 2013 r. o 3,6%, zaś w 2014 r. o 0,7%.

Podstawą założeń dotyczących polityki fiskalnej są plany budżetowe poszczególnych krajów strefy euro według stanu na 23 sierpnia 2013 r. Uwzględniają one wszystkie działania, które są już zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub też zostały 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. Przedziały wokół projekcji wyznaczono na podstawie różnic pomiędzy rzeczywistymi wynikami a wcześniejszymi projekcjami z wielu lat. Rozpiętość przedziałów stanowi dwukrotność średniej wartości bezwzględnej tych różnic. Zastosowaną metodę, w tym korektę 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 terminowych do końca okresu objętego projekcjami. W odniesieniu do innych surowców zakłada się, że do drugiego kwartału 2014 r. ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami terminowymi, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

Projekcje dotyczące otoczenia międzynarodowego

Dynamika realnego PKB na świecie (z wyłączeniem strefy euro) ma w horyzoncie projekcji stopniowo rosnać: z 3,4% w 2013 r. do 4,0% w 2014 r. W większości zgodnie z projekcjami opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z czerwca 2013 r. wzrost gospodarczy w krajach rozwiniętych w pierwszym półroczu 2013 r. nieco przyspieszył. Natomiast na rynkach wschodzących tempo wzrostu nieco zmalało, gdyż osłabił popyt wewnętrzny, a spadek cen surowców (dotykający eksporterów surowców) i słaby popyt zewnętrzny niekorzystnie wpływały na działalność eksportową. W krótkim okresie ze wskaźników nastrojów wynika, że aktywność na świecie w dalszym ciągu będzie niewielka. Na krótkoterminowych perspektywach wzrostu gospodarczego, zwłaszcza w niektórych gospodarkach wschodzących, niekorzystnie odbija się także pewne zaostrzenie warunków finansowania odnotowane od opracowania poprzednich projekcji, a związane m.in. z korektą oceny przez rynki skali przyszłych bodźców monetarnych w USA. W późniejszym okresie ożywienie ma według oczekiwań postępować stopniowo. W gospodarkach rozwiniętych czynnikami hamującymi wzrost będą przywracanie równowagi w sektorze prywatnym – które postępuje, ale jeszcze się nie zakończyło – oraz konsolidacja fiskalna. Również na niektórych wielkich rynkach wschodzących, zwłaszcza chińskim, oczekiwane ożywienie ma być stłumione, gdyż aktywność gospodarczą będą ograniczać czynniki strukturalne. Ponieważ popyt ze strony głównych partnerów handlowych strefy euro będzie rósł wolniej niż w reszcie świata, popyt zewnętrzny w tej strefie ma być nieco słabszy; przewiduje się, że w 2013 r. wzrośnie o 2,9%, po czym w 2014 r. przyspieszy do 5,0%.

Projekcje dynamiki realnego PKB

W II kw. 2013 r. realny PKB wzrósł o 0,3%, po sześciu z rzędu kwartałach spadków. Popyt wewnętrzny i saldo wymiany handlowej miały w tym kwartale dodatni udział we wzroście realnego PKB, natomiast udział zmiany stanu zapasów był nieco poniżej zera. Częściowym wyjaśnieniem stosunkowo dużego wzrostu aktywności w II kw. są efekty przejściowe, głównie związane z pogodą.

Oczekuje się, że po ustąpieniu tych czynników przejściowych dynamika realnego PKB w III kw. 2013 r. będzie niższa, ale pozostanie dodatnia. Poza wpływem tych czynników, aktywności gospodarczej w całym horyzoncie projekcji będzie sprzyjać korzystny wpływ stopniowego umacniania się popytu zewnętrznego na eksport. Popytowi wewnętrznemu w krótszym okresie będzie sprzyjać spadek inflacji cen surowców, który powinien poprawić poziom dochodów realnych. Ponadto do umocnienia się popytu wewnętrznego powinno się przyczynić akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej, wzmocnione dodatkowo przez niedawną zapowiedź Rady Prezesów EBC w sprawie przyszłego poziomu stóp, oraz postępująca poprawa zaufania powiązana ze spadkiem niepewności. Wybiegając poza krótki okres, korzystny wpływ na popyt wewnętrzny powinno także wywierać mniej restrykcyjne nastawienie polityki fiskalnej oraz zmniejszanie się ograniczeń w podaży kredytów. Oczekuje się jednak, że niekorzystny wpływ, jaki na popyt wewnętrzny wywiera słaba sytuacja na rynkach pracy i potrzeba dalszego delewarowania w niektórych krajach, będzie w horyzoncie projekcji malał jedynie stopniowo. W sumie przewidywane ożywienie będzie nadal słabe na tle wyników historycznych, przez co luka PKB pozostanie ujemna. W ujęciu średniorocznym realny PKB w 2013 r. ma według oczekiwań spaść o 0,4%, w dużej mierze wskutek ujemnego efektu przeniesienia, po czym w 2014 r. wzrosnąć o 1,0%. Taka ścieżka wzrostu gospodarczego odzwierciedla stabilnie rosnący udział popytu wewnętrznego połączony z dodatnim, ale malejącym udziałem salda wymiany handlowej.

Na poziomie poszczególnych składowych popytu przewiduje się, że eksport poza strefę euro przez pozostałą część 2013 r. będzie niewielki, po czym w 2014 r. nabierze nieco tempa, głównie w związku z dość stopniowym umacnianiem się popytu zewnętrznego. Inwestycje przedsiębiorstw od ostatniej części 2013 r. mają według przewidywań rosnać. Korzystny wpływ na inwestycje te ma wywierać oczekiwane stopniowe umacnianie się popytu wewnętrznego i zewnętrznego, bardzo niski poziom stóp

procentowych, konieczność stopniowej wymiany majątku produkcyjnego po latach niskich inwestycji, mniej niekorzystne oddziaływanie podaży kredytów oraz poprawa marż zysku związana z ożywieniem aktywności gospodarczej. Jednak połączony niekorzystny wpływ niewielkiego wykorzystania mocy produkcyjnych, potrzeby dalszej restrukturyzacji bilansów przedsiębiorstw i niekorzystnych warunków finansowania w niektórych krajach i sektorach strefy euro będzie zmniejszać się jedynie stopniowo. Inwestycje mieszkaniowe w roku bieżącym i następnym mają być nadal niewielkie, głównie w związku z potrzebą dalszej korekty na rynkach mieszkaniowych w niektórych krajach, słabą dynamiką dochodów do dyspozycji i oczekiwaniem dalszego spadku cen nieruchomości mieszkaniowych. Niekorzystny wpływ tych czynników prawdopodobnie przeważa nad wpływem względnej atrakcyjności inwestycji mieszkaniowych w innych krajach, gdzie inwestycjom tym sprzyja rekordowo niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych i wzrost cen nieruchomości. Inwestycje publiczne w horyzoncie projekcji mają według przewidywań pozostać słabe z powodu oczekiwanych środków w zakresie konsolidacji fiskalnej w części krajów strefy euro.

Oczekuje się, że spożycie prywatne przez pozostałą część roku pozostanie umiarkowane, w wyniku zbieżnego płaskiego przebiegu realnych dochodów do dyspozycji i ogólnie niezmiennionej stopy oszczędności. W 2014 r. dynamika spożycia prywatnego powinna nieco wzrosnąć pod wpływem osłabienia się niekorzystnego oddziaływania konsolidacji fiskalnej i wzrostu dochodów z pracy, wraz z poprawą warunków na rynkach pracy, pomimo niewielkiego wzrostu stopy oszczędności. Przewiduje się, że w horyzoncie projekcji udział gospodarstw domowych, których stopa oszczędności powinna wzrosnąć w związku ze wzrostem dochodów do dyspozycji i potrzebą delewarowania, będzie wyższy niż udział gospodarstw, w których stopa oszczędności będzie nadal niższa w warunkach spadku dochodów do dyspozycji i niskiej rentowności oszczędności. Spożycie publiczne ma według przewidywań w 2013 r. generalnie stać w miejscu z powodu działań w dziedzinie konsolidacji fiskalnej, a w 2014 r. – nieznacznie wzrosnąć.

Import spoza strefy euro powinien w horyzoncie projekcji ożywić się, choć nadal będzie ograniczany przez wciąż słaby popyt ogólny. Nadwyżka na rachunku bieżącym ma według oczekiwań wzrosnąć zarówno w 2013 r., jak i w 2014 r.

Tabela A Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro

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

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

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

2) Projekcje na 2014 r. uwzględniają Łotwę. Średnioroczne zmiany procentowe na 2014 r. obliczono tak, jakby Łotwa należała do strefy euro już w 2013 r.

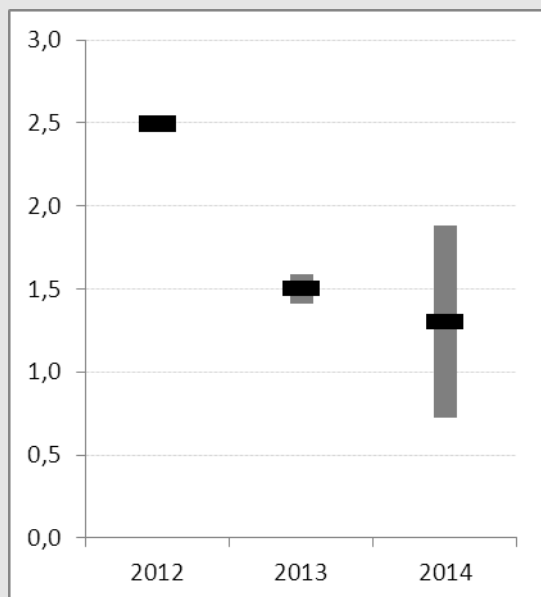
Projekcje cen i kosztów

Oczekuje się, że inflacja ogólna HICP, która w sierpniu 2013 r. według szybkich szacunków Eurostatu wyniosła 1,3%, w 2013 r. wyniesie średnio 1,5%, zaś w 2014 r. średnio 1,3%. W pierwszym półroczu 2013 r. inflacja HICP wyraźnie się obniżyła, co wynikało z dużego spadku inflacji cen energii z wysokiego poziomu notowanego w 2012 r. Spadek ten wynikał z kolei z obniżenia się cen ropy naftowej oraz z aprecjacji euro w ciągu ubiegłego roku, a także z ujemnego efektu bazy związanego z ustępowaniem wpływu wcześniejszych wzrostów cen ropy. Na przyszłość oczekuje się, że w horyzoncie projekcji ceny energii nieco się obniżą, zgodnie z zakładaną ścieżką cen ropy. Przewidywany udział energii w inflacji ogólnej HICP w horyzoncie projekcji ma być nieistotny, a tym samym znacznie niższy od średniej historycznej, co jest w pewnym stopniu wytłumaczeniem niewielkich zmian inflacji ogólnej. Inflacja cen żywności w pierwszym półroczu 2013 r. pozostała zasadniczo niezmienną, pomimo nietypowych nagłych skoków cen żywności nieprzetworzonej. Na nadchodzący okres przewiduje się, że inflacja cen żywności nieco osłabnie z powodu ujemnego efektu bazy oraz oczekiwanego najpierw spadku międzynarodowych i europejskich cen surowców żywnościowych. Inflacja HICP z wyłączeniem żywności i energii w pierwszym półroczu 2013 r. osłabła w związku z niską dynamiką aktywności gospodarczej. Oczekuje się, że w 2014 r. nieco wzrośnie wraz z niewielkim ożywieniem aktywności i nasilaniem się zewnętrznej presji cenowej.

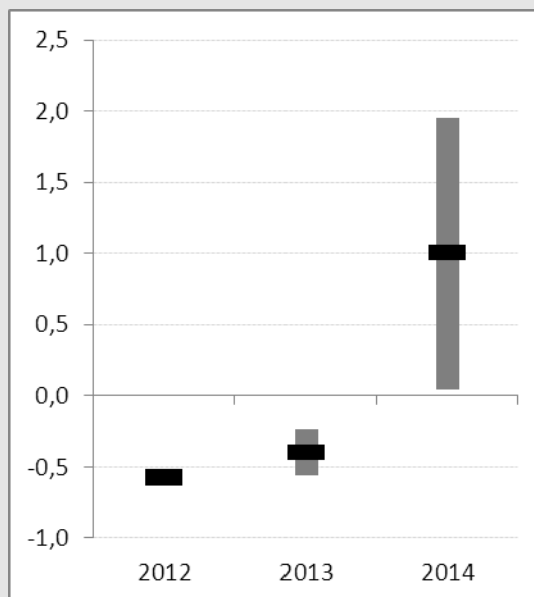
Projekcje makroekonomiczne

(średnioroczne zmiany w procentach)

a) Inflacja HICP w strefie euro



b) Realny PKB strefy euro¹



1) Projekcje realnego PKB dotyczą danych skorygowanych o liczbę dni roboczych.

Na poziomie bardziej szczegółowym zewnętrzna presja cenowa w pierwszym półroczu 2013 r. osłabła się pod wpływem efektywnej aprecjacji euro oraz spadków cen ropy naftowej i innych surowców, które spowodowały obniżenie się deflatora importu. Jednak w 2014 r. deflator ten powinien stopniowo rosnąć w miarę ustępowania ujemnego wpływu wcześniejszej aprecjacji euro, zakładanego wzrostu cen surowców nieenergetycznych i przyspieszania popytu na import. W kwestii wewnętrznej presji cenowej oczekuje się, że roczna dynamika przeciętnego wynagrodzenia w 2013 i 2014 r. pozostanie ograniczona w związku ze słabą sytuacją na rynku pracy. Z uwagi na prognozowany gwałtowny spadek inflacji cen

konsumpcyjnych w roku bieżącym oczekuje się, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia realnego, po spadkach z 2011 i 2012 r., w 2013 r. wzrośnie i potem w horyzoncie projekcji będzie się nadal poprawiać w umiarkowanym tempie. W 2014 r. roczna dynamika przeciętnego wynagrodzenia realnego prawdopodobnie będzie znacznie niższa niż roczna dynamika wydajności, w związku ze słabością rynku pracy. Dynamika jednostkowych kosztów pracy ma według przewidywań obniżyć się w 2013 i 2014 r., gdyż związany z cyklem koniunkturalnym wzrost dynamiki wydajności przeważa nad niewielkim wzrostem dynamiki przeciętnego wynagrodzenia. Wskaźnik marż zysku (obliczany jako stosunek deflatora PKB w cenach bazowych do jednostkowych kosztów pracy) po silnym spadku z 2012 r. ma w 2013 r. pozostać bez zmian, w związku ze słabością wewnętrznej aktywności gospodarczej. Potem niższa dynamika jednostkowych kosztów pracy i stopniowa poprawa warunków gospodarczych powinna się przyczynić do odbicia tych marż. Oczekuje się, że udział podwyżek cen administrowanych i podatków pośrednich przewidzianych w planach konsolidacji fiskalnej w inflacji HICP w 2013 i 2014 r. będzie duży, choć nieco mniejszy niż w 2012 r.

Porównanie z projekcjami ekspertów Eurosystemu z czerwca 2013 r.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z czerwca 2013 r. projekcja dynamiki realnego PKB na 2013 r. została skorygowana w górę o 0,2 pkt proc., głównie na podstawie napływających danych. Projekcję na 2014 r. skorygowano w dół o 0,1 pkt proc., w celu uwzględnienia wpływu niższego popytu zewnętrznego, umocnienia się efektywnego kursu walutowego euro oraz wyższych stóp procentowych. Projekcja inflacji ogólnej HICP na 2013 r. została skorygowana w górę o 0,1 pkt proc. w związku z wyższymi niż wcześniej oczekiwano cenami żywności i wyższymi założeniami dotyczącymi cen ropy. Projekcja inflacji na 2014 r. pozostaje bez zmian.

Tabela B Porównanie z projekcjami z czerwca 2013 r.

(średnioroczne zmiany w procentach)

	2013	2014
Realny PKB – czerwiec 2013	-0,6 [-1,0 – -0,2]	1,1 [0,0 – 2,2]
Realny PKB – wrzesień 2013	-0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]
HICP – czerwiec 2013	1,4 [1,3 – 1,5]	1,3 [0,7 – 1,9]
HICP – wrzesień 2013	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]

Porównanie z prognozami innych instytucji

Wiele instytucji – zarówno organizacji międzynarodowych, jak i podmiotów sektora prywatnego – przedstawia 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 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 podejścia do korygowania danych o liczbę dni roboczych.

W odniesieniu do dynamiki realnego PKB strefy euro przedziały dostępnych aktualnie prognoz innych organizacji i instytucji zarówno na 2013 r., jak i na 2014 r. mieszczą się w przedziałach niepewności projekcji ekspertów EBC i są bliskie ich wartości środkowych. Jeśli chodzi o inflację, przedział prognoz inflacji HICP na 2013 r. podanych przez inne organizacje i instytucje jest nieco wyższy niż przedział niepewności projekcji ekspertów EBC i wyższy od jego wartości środkowej. Przedział prognoz inflacji HICP na 2014 r. podanych przez inne instytucje mieści się w przedziale projekcji ekspertów EBC i jest bliski jego wartości środkowej.

Tabela C Zestawienie prognoz dynamiki realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro

(średnioroczne zmiany w procentach)

	Data publikacji	Dynamika PKB		Inflacja HICP	
		2013	2014	2013	2014
OECD	maj 2013	-0,6	1,1	1,5	1,2
Komisja Europejska	maj 2013	-0,4	1,2	1,6	1,5
MFW	lipiec 2013	-0,6	0,9	1,7	1,5
Survey of Professional Forecasters	sierpień 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Consensus Economics Forecasts	sierpień 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Euro Zone Barometer	sierpień 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Projekcje ekspertów EBC	wrzesień 2013	-0,4	1,0	1,5	1,3
		[-0,6 – -0,2] [0,0 – 2,0] [1,4 – 1,6] [0,7 – 1,9]			

Źródła: Prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej – wiosna 2013; *World Economic Outlook Update*, MFW, lipiec 2013 (dynamika realnego PKB) oraz *World Economic Outlook*, MFW, kwiecień 2013 (inflacja); *OECD Economic Outlook*, maj 2013; prognozy Consensus Economics; MJEconomics; *Survey of Professional Forecasters*, EBC.

Uwagi: 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 2013

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: www.ecb.europa.eu

Wszelkie prawa zastrzeżone.
 Zezwala się na wykorzystywanie do celów edukacyjnych i niekomercyjnych pod warunkiem podania źródła.