

**PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EBC DLA STREFY EURO**

Na podstawie informacji dostępnych na dzień 22 sierpnia 2008 r. eksperci EBC opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w strefie euro¹. Szacuje się, że średnioroczna dynamika realnego PKB wyniesie między 1,1% a 1,7% w 2008 r. oraz między 0,6% a 1,8% w 2009 r. Średnia stopa wzrostu wskaźnika HICP ogółem przewidywana jest na poziomie między 3,4% a 3,6% w 2008 r. oraz między 2,3% a 2,9% w 2009 r.

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

Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych oraz cen surowców – zarówno ropy naftowej, jak i surowców nieenergetycznych – są kontrakty *futures* z datą graniczną 14 sierpnia 2008 r.² Założenia co do krótkoterminowych stóp procentowych mają charakter czysto techniczny. Stopy te są mierzone trzymiesięczną stopą EURIBOR, a oczekiwania rynku ustala się w oparciu o kursy kontraktów *futures*³. Z metodologii tej wynika, że ogólny średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych wyniesie 4,8% w 2008 r. i 4,5% w 2009 r. Oczekiwania rynku co do nominalnej rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych strefy euro wskazują na to, że w 2008 r. wyniesie ona 4,8%, zaś w 2009 r. – 4,5%. W podstawowym scenariuszu uwzględniono również założenie, że w okresie objętym projekcjami marże na pożyczki nakładane przez banki pozostaną wysokie, odzwierciedlając obserwowaną ostatnio 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 115,1 USD za baryłkę w 2008 r. i 120,8 USD za baryłkę w 2009 r. Zakłada się, że wzrost światowych cen żywności liczony w dolarach amerykańskich wyniesie 42,8% w 2008 r. i 6,9% w 2009 r. Oczekuje się ponadto, że ceny innych surowców (nieenergetycznych i z wyłączeniem żywności) w 2008 r. wzrosną o 10,6%, a w 2009 r. spadną o 1,8%.

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 1,53 w 2008 r. i 1,52 w 2009 r., natomiast efektywny kurs euro w 2008 r. będzie przeciętnie o 6,1% wyższy niż średnia za rok 2007, a w 2009 r. – o 0,2% niższy niż średnia za rok 2008.

Założenia dotyczące polityki fiskalnej opierają się na planach budżetowych poszczególnych państw strefy euro dostępnych na dzień 21 sierpnia 2008 r. Uwzględniają one wszystkie te działania w zakresie polityki fiskalnej, które zostały zatwierdzone przez parlamenty lub też zostały precyzyjnie określone, a ich przyjęcie w procesie legislacyjnym jest bardzo 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 użyto w projekcjach ekspertów Eurosystemu, opisanymi we wskazówkach metodycznych „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. Począwszy od niniejszej edycji projekcji przedziały dla każdej zmiennej i każdego okresu czasu odpowiadają 75-procentowemu przedziałowi prawdopodobieństwa wyznaczonemu z zastosowaniem odpowiednich modeli. Nową technikę przygotowywania projekcji przedstawiono w publikacji zatytułowanej „New procedure for constructing ECB staff projection ranges” zamieszczonej w serwisie internetowym EBC.

² Założenia dotyczące cen ropy naftowej i żywności opierają się na cenach kontraktów *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 Począwszy od niniejszej edycji projekcji oczekiwania rynku opierają się na oprocentowaniu kontraktów *futures* na stopę EURIBOR. Poprzednia metoda – oparta na potencjalnym oprocentowaniu kontraktów *forward* – od początku zawirowań na rynkach finansowych w sierpniu 2007 r. powodowała coraz większe rozbieżności w stosunku do kontraktów *futures* na stopę EURIBOR w krótkich okresach i w związku z tym uznana została za mniej reprezentatywną dla oczekiwań rynku co do przyszłych poziomów trzymiesięcznych stóp EURIBOR. Różnice pomiędzy poprzednią a nową metodą opisano w uwagach metodologicznych w ramce zatytułowanej „Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC dla strefy euro” w wydaniu Biuletynu Miesięcznego z marca 2007 r.

Założenia dotyczące otoczenia międzynarodowego

Przewiduje się, że dynamika aktywności gospodarczej na świecie, która w pierwszym półroczu wykazywała względną odporność, w drugiej połowie roku ulegnie osłabieniu, odzwierciedlając w dużym stopniu opóźniony wpływ wysokich cen surowców oraz oczekiwane osłabienie wzrostu w Stanach Zjednoczonych, które wpłynie na sytuację w innych krajach, szczególnie w gospodarkach rozwiniętych. Z drugiej strony jednak oczekuje się, że silny popyt wewnętrzny w dalszym ciągu sprzyjać będzie wzrostowi na rynkach wschodzących. Od początku 2009 r. zarówno wzrost gospodarczy na świecie, jak i popyt zewnętrzny strefy euro powinny ulegać stopniowej poprawie. Ogólnie szacuje się, że – osiągnąwszy poziom 5,1% w 2007 r. – średnia roczna dynamika realnego PKB na świecie z wyłączeniem strefy euro obniży się do 4,1% w 2008 r., a następnie do 3,7% w 2009 r. Projekcje przewidują, że stopa wzrostu zewnętrznych rynków zbytu strefy euro ulegnie spowolnieniu z 6,4% w 2007 r. do 5,2% w 2008 r., a w 2009 r. przyspieszy ponownie do 5,7%.

Projekcje wzrostu realnego PKB

Po dwóch latach wzrostu powyżej szacowanego wzrostu potencjalnego oczekuje się, że w obliczu słabnącej aktywności gospodarczej poza strefą euro, silnego euro i wciąż wysokich cen surowców roczna dynamika realnego PKB strefy euro obniży się w 2008 r.. Wobec tego przewiduje się, że po osiągnięciu wartości 2,6% w 2007 r. średnioroczna dynamika realnego PKB wyniesie między 1,1% a 1,7% w 2008 r. oraz między 0,6% a 1,8% w 2009 r. Przewidywane osłabienie wzrostu PKB w okresie objętym projekcjami odzwierciedla słabszą dynamikę eksportu i ograniczony popyt wewnętrzny. Ponadto na spożycie prywatne niekorzystnie wpłynie stagnacja na rynku pracy, wyższe ceny surowców, a także ceny akcji i nieruchomości mieszkaniowych. Oczekuje się również, że wyższe koszty finansowania, presja na ograniczenie marż zysku, niższy popyt i niekorzystna sytuacja na rynku mieszkaniowym w niektórych krajach istotnie ograniczą wzrost inwestycji. Przyspieszenie wzrostu PKB przewidywane na 2009 r. będzie wynikać z zakładanego mniejszego wzrostu cen surowców oraz z poprawy sytuacji zewnętrznej.

Tabela A Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro

(średnie roczne zmiany w procentach)^{1), 2)}

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

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) W projekcjach uwzględniono Słowację jako część strefy euro w przedziałach na rok 2009. Średnie roczne zmiany w procentach dla 2009 r. obliczono dla strefy euro obejmującej Słowację już w 2008 r.

Projekcje kształtowania się cen i kosztów

W pierwszym półroczu 2008 r. inflacja HICP w ujęciu rocznym wykazała dalszy wzrost i w lipcu 2008 r. wyniosła 4,0%, zaś w sierpniu – zgodnie ze wstępnymi szacunkami Eurostatu – obniżyła się do 3,8%. Przewiduje się, że tempo wzrostu inflacji HICP będzie ulegać powolnemu osłabieniu i w 2008 r. wyniesie średnio między 3,4% a 3,6%. Na podstawie cen kontraktów terminowych oczekuje się stopniowego słabnięcia presji na ogólną inflację wywieranej przez zakładane ceny ropy naftowej i innych surowców, a także przez ich przełożenie na ceny konsumpcyjne. Jeśli

chodzi o wewnętrzne presje cenowe, przewiduje się, że wzrost wynagrodzeń – charakteryzujący się wysoką dynamiką od połowy 2007 r. – w ciągu roku osiągnie jeszcze wyższy poziom, co wiąże się z zawartymi porozumieniami płacowymi zapewniającymi wyższe wynagrodzenia zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym. Doprowadzi to do wzrostu jednostkowych kosztów pracy w 2008 r., do czego dodatkowo przyczyni się obniżenie wydajności pracy uwarunkowane koniunkturalnie. Jednocześnie jednak oczekuje się, że presje te zrekomensowane zostaną w 2008 r. zmianą marż zysków zgodnie ze scenariuszem osłabienia aktywności gospodarczej. Szacuje się, że w 2009 r. inflacja wyniesie między 2,3% a 2,9%. U podstaw tej projekcji leży założenie, że dynamika jednostkowych kosztów pracy ulegnie osłabieniu ze względu na nieznaczne obniżenie tempa wzrostu płac w 2009 r., które stanowić będzie opóźnioną reakcję na spowolnienie działalności gospodarczej. Jednocześnie wydajność pracy stopniowo wzrośnie, zgodnie z cyklem koniunkturalnym.

Porównanie z projekcjami z czerwca 2008 r.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z czerwca 2008 r. przedziały dynamiki realnego PKB na lata 2008-2009 przesunięto w dół, uwzględniając najnowsze informacje dotyczące pogarszających się perspektyw rozwoju sytuacji gospodarczej w krótkim terminie, które odbijają się zwłaszcza na popycie wewnętrznym.

Przedziały wartości rocznej stopy wzrostu HICP ogółem przewidywanej na lata 2008 i 2008 znajdują się obecnie w górnej części wcześniej zakładanych przedziałów, co wiąże się głównie z cenami energii i – w mniejszym stopniu – z cenami żywności i usług wyższymi niż zakładano w projekcjach z czerwca 2008 r.

Tabela B Porównanie z projekcjami z czerwca 2008 r.

(średnie roczne zmiany w procentach)

	2007	2008	2009
Realny PKB – czerwiec 2008	2,7	1,5-2,1	1,0-2,0
Realny PKB – wrzesień 2008	2,6	1,1-1,7	0,6-1,8
HICP – czerwiec 2008	2,1	3,2-3,6	1,8-3,0
HICP – wrzesień 2008	2,1	3,4-3,6	2,3-2,9

© 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.