



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY  
EUROSYSTEM

Ramka

## PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EBC DLA STREFY EURO

Na podstawie informacji dostępnych na 22 lutego 2013 r. eksperci EBC opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w strefie euro<sup>1</sup>. Przewiduje się w nich, że średnioroczna dynamika realnego PKB w 2013 r. wyniesie między -0,9% a -0,1%, zaś w 2014 r. między 0,0% a 2,0%. Inflacja ma według przewidywań wynieść w 2013 r. między 1,2% a 2,0%, zaś w 2014 r. między 0,6% a 2,0%.

### 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 jest 14 lutego 2013 r.

Założenie co do krótkoterminowych stóp procentowych ma charakter czysto techniczny. Stopy te mierzy się 3-miesięczną stopą EURIBOR, a oczekiwania rynku wyprowadza ze stóp terminowych. Z metodologii tej wynika, że średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych wyniesie w 2013 r. 0,3%, a w 2014 r. 0,5%. Według oczekiwań rynku nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych wyemitowanych w strefie euro w 2013 r. wyniesie średnio 3,2%, a w 2014 r. 3,6%. W związku z kształtowaniem się stóp procentowych na rynku terminowym i stopniowym przekładaniem się zmian stóp rynkowych na oprocentowanie kredytów oczekuje się, że łączne oprocentowanie kredytów bankowych dla niefinansowego sektora prywatnego strefy euro osiągnie minimum w pierwszym półroczu 2013 r., a następnie będzie stopniowo rosła. Wpływ warunków kredytowych na aktywność gospodarczą w strefie euro w ujęciu średnim powinien być w 2013 r. nadal ujemny, ale w 2014 r. już 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 114,1 USD/b, zaś w 2014 r. 106,8 USD/b. Założono także, że ceny surowców nieenergetycznych w dolarach amerykańskich<sup>2</sup> w 2013 r. wzrosną o 1,2%, a w 2014 r. o 2,3%.

Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na niezmiennym poziomie równym średniej z dwóch tygodni przed datą graniczną (14 lutego 2013 r.). Oznacza to kurs USD do EUR równy 1,35 w 2013 i 2014 r., a więc wzrost w porównaniu z 1,29 w 2012 r. Efektywny kurs euro według założeń ma wzrosnąć o 4,2% w 2013 r. i o 0,1% w 2014 r.

Podstawą założeń dotyczących polityki fiskalnej są działania, które zostały już zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub też zostały dostatecznie szczegółowo sprecyzowane przez rządy, a ich przyjęcie w procesie legislacyjnym jest prawdopodobne. Podczas gdy już wdrożono lub zaplanowano na 2013 r. znaczne działania konsolidacyjne, w tym podwyżki podatków i cięcia wydatków, założenia na 2014 r. uwzględniają na razie jedynie bardzo ograniczone środki konsolidacji fiskalnej.

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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 I kw. 2014 r. ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami terminowymi, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

## Otoczenie międzynarodowe

Przewiduje się, że dynamika realnego PKB na świecie z wyłączeniem strefy euro będzie w horyzoncie projekcji stopniowo rosła: najpierw nieznacznie, z 3,7% w 2012 r. do 3,8% w 2013 r., a następnie bardziej, do 4,4% w 2014 r. To oczekiwanie stopniowego wzrostu znajduje potwierdzenie we wskaźnikach menedżerów logistyki PMI (poza strefą euro), które w ostatnich miesiącach wzrosły i zbliżyły się do swoich średnich długookresowych, co wskazuje na poprawę nastrojów wśród przedsiębiorców. Ponadto warunki na światowych rynkach finansowych dalej się poprawiały, o czym świadczy wzrost cen na rynkach akcji oraz spadek zmienności i mniejsze główne spready na rynkach finansowych. Niemniej jednak średniookresowe perspektywy najważniejszych gospodarek rozwiniętych są nadal ograniczone. Pomimo postępów w zmniejszaniu długu sektora prywatnego poziom zadłużenia gospodarstw domowych w gospodarkach rozwiniętych jest nadal wysoki, a konieczność zacieśnienia polityki fiskalnej powinna w nadchodzących latach osłabiać perspektywy wzrostu. Jednocześnie przewiduje się, że wzrost w gospodarkach wschodzących pozostanie wysoki. Zasadniczo zgodnie z perspektywami wzrostu na świecie będzie kształtować się dynamika popytu zewnętrznego strefy euro, która według przewidywań w 2013 r. ma wynieść 3,5%, a w 2014 r. 6,3%, wobec 3,2% w 2012 r.

## Projekcje dynamiki realnego PKB

Realny PKB strefy euro w IV kw. 2012 r. obniżył się o 0,6%, po spadku o 0,1% w III kw. i o 0,2% w II kw. Popyt wewnętrzny strefy euro w IV kw. 2012 r. znacznie zmalał – spadło zarówno spożycie prywatne, jak i inwestycje. Obniżył się również eksport wskutek osłabienia handlu pod koniec roku.

Na przyszłość oczekuje się, że dynamika realnego PKB w pierwszej połowie roku ustabilizuje się, a od drugiego półrocza będzie się stopniowo ożywiać. W 2013 r. stopniowe odbicie dynamiki eksportu – do którego przyczyni się poprawa popytu zewnętrznego, jedynie częściowo zrównoważona przez spadek konkurencyjności związany z umocnieniem się euro – będzie prawdopodobnie pobudzać wzrost. Ożywieniu powinien także sprzyjać korzystny wpływ akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej na wewnętrzny popyt prywatny oraz pozytywne oddziaływanie spadku inflacji – wynikającego częściowo z aprecjacji euro, a częściowo z założonego osłabienia cen surowców – na realne dochody do dyspozycji. Oczekuje się jednak, że słabość popytu wewnętrznego, wynikająca z wciąż ogólnie słabych nastrojów oraz potrzeby dalszego delewarowania i konsolidacji fiskalnej w niektórych krajach, nadal będzie się utrzymywać i w horyzoncie projekcji popyt ten będzie się poprawiał jedynie stopniowo. W ujęciu historycznym przewidywane ożywienie pozostaje w sumie słabe, czego wynikiem jest ujemna luka PKB prognozowana na cały okres objęty projekcjami. Dynamika realnego PKB w ujęciu rocznym ma wynieść w 2013 r. między -0,9% a -0,1%, zaś w 2014 r. między 0,0% a 2,0%.

Na poziomie bardziej szczegółowym dynamika eksportu poza strefę euro ma w 2013 r. i przez resztę analizowanego okresu nabierać tempa. Będzie temu sprzyjać stopniowa poprawa popytu zewnętrznego strefy euro, choć ma ją częściowo ograniczać spadek konkurencyjności wynikający z umocnienia się euro. Inwestycje przedsiębiorstw, które w IV kw. 2012 r. prawdopodobnie spadły, w pierwszej połowie 2013 r. powinny jeszcze nieco się osłabić wskutek nadal relatywnie słabych nastrojów, niewielkiego wykorzystania mocy produkcyjnych, kruchych perspektyw popytu i niekorzystnych warunków kredytowych w niektórych krajach. Po osiągnięciu bardzo niskiego poziomu (w ujęciu historycznym) udział inwestycji przedsiębiorstw w PKB powinien od drugiej połowy 2013 r. rosnąć, do czego przyczyni się stopniowe umacnianie się popytu wewnętrznego i zewnętrznego oraz bardzo niski poziom stóp procentowych. Inwestycje mieszkaniowe w nadchodzących kwartałach mają dalej maleć wskutek słabego wzrostu dochodów do dyspozycji, dalszej kruchości nastrojów konsumentów i niepewności ich poprawy oraz potrzeby dalszych dostosowań na rynkach mieszkaniowych w niektórych krajach. Niekorzystny wpływ tych czynników powinien z nadwyżką zrównoważyć skutki względnej atrakcyjności inwestycji mieszkaniowych w innych krajach, w których inwestycjom tym sprzyja rekordowo niskie

oprocentowanie kredytów hipotecznych. Inwestycje publiczne mają według przewidywań maleć w całym horyzoncie projekcji, co będzie wynikać z przewidywanej konsolidacji fiskalnej w części krajów strefy euro.

Spożycie prywatne w IV kw. 2012 r. spadło. Wynikało to prawdopodobnie z gwałtownego spadku realnych dochodów do dyspozycji, który został tylko częściowo zrównoważony przez spadek stopy oszczędności, związany z dążeniem gospodarstw domowych do wyrównania poziomu spożycia w czasie. Oczekuje się, że w pierwszej połowie 2013 r. spożycie prywatne jeszcze spadnie, a w drugim półroczu lekko się poprawi; podobnie będzie się kształtować dynamika realnych dochodów do dyspozycji. W 2014 r. dynamika spożycia prywatnego powinna nabrać tempa dzięki wzrostowi dochodów z pracy w związku z poprawą sytuacji na rynkach pracy i ustępowaniem niekorzystnego wpływu środków zastosowanych w ramach konsolidacji fiskalnej. Mimo to oczekuje się, że wzrost stopy oszczędności – wynikający z niezmiennie wysokiej stopy bezrobocia i konieczności redukcji zadłużenia gospodarstw domowych – będzie osłabiać ożywienie spożycia prywatnego w 2014 r. Spożycie publiczne w 2013 r. powinno spaść wskutek działań w dziedzinie konsolidacji fiskalnej, a w 2014 r. – nieznacznie wzrosnąć.

Import spoza strefy euro, który ostatnio jest słaby, w 2013 r. i przez resztę analizowanego okresu powinien rosnąć wraz ze stopniową poprawą ogólnego popytu. Ponieważ eksport ma rosnąć szybciej niż import, udział salda wymiany handlowej w dynamice PKB ma w całym horyzoncie projekcji być dodatni, chociaż niższy niż w 2012 r. W związku ze wzrostem nadwyżki handlowej w horyzoncie projekcji powinna się zwiększyć nadwyżka na rachunku bieżącym.

**Tabela A Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro**

(średnioroczne zmiany w procentach)<sup>1</sup>

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

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

### Projekcje cen i kosztów

Oczekuje się, że ogólna inflacja HICP, która według szybkich szacunków Eurostatu wyniosła w lutym 2013 r. 1,8%, w ciągu 2013 r. jeszcze się obniży w następstwie przewidywanego silnego spadku rocznej stopy inflacji cen energii oraz, w mniejszym stopniu, inflacji cen żywności, z podwyższonych poziomów odnotowanych w 2012 r. Przewidywany spadek inflacji cen energii wynika częściowo z ujemnego efektu bazy związanego z oczekiwanym ustępowaniem wpływu wcześniejszych wzrostów cen ropy naftowej oraz z zakładanego stopniowego spadku tych cen w horyzoncie projekcji. Podobnie jest z inflacją cen żywności: jej przewidywany spadek również wynika z ujemnego efektu bazy, w związku z ustępowaniem skutków wcześniejszych podwyżek, oraz z założenia, że ceny surowców żywnościowych na świecie i w Europie w okresie objętym projekcjami nieco się obniżą. Inflacja HICP z wyłączeniem żywności i energii powinna w 2013 r. minimalnie spaść, w związku z aprecjacją euro i słabą sytuacją gospodarczą. W 2014 r. wskaźnik ten ma według projekcji wzrosnąć jedynie nieznacznie, pod wpływem niewielkiego

ożywienia aktywności gospodarczej. Średnioroczna inflacja HICP powinna według przewidywań spaść z 2,5% w 2012 r. do między 1,2% a 2,0% w 2013 r., a następnie do między 0,6% a 2,0% w 2014 r.

Na poziomie bardziej szczegółowym zewnętrzna presja cenowa osłabiła się w ostatnich miesiącach w wyniku aprecjacji euro. Roczna stopa wzrostu deflatora importu powinna spaść w 2013 r., a następnie w 2014 r. nieco się ustabilizować, jako że ujemny wpływ silniejszego kursu euro ma ustępować. W kwestii wewnętrznej presji cenowej oczekuje się, że roczna stopa wzrostu przeciętnego wynagrodzenia w 2013 i 2014 r. pozostanie ograniczona w związku ze słabą sytuacją na rynku pracy. Biorąc pod uwagę przewidywany spadek inflacji cen konsumpcyjnych, oczekuje się, że przeciętne wynagrodzenie realne, po spadkach w 2011 i 2012 r., w horyzoncie projekcji będzie stopniowo rosło. Dynamika jednostkowych kosztów pracy ma w 2013 r. pozostać relatywnie wysoka, gdyż wydajność będzie rosła znacznie wolniej niż płace. W 2014 r. dynamika jednostkowych kosztów pracy ma się obniżyć w związku ze spodziewanym wzrostem dynamiki wydajności, wynikającym z tego, że aktywność będzie się ożywiać szybciej niż zatrudnienie. Wskaźnik marż zysku, obliczany jako iloraz deflatora PKB w cenach bazowych i jednostkowych kosztów pracy, po silniejszym spadku w 2012 r. ma jeszcze nieco spaść w 2013 r., kompensując relatywnie silny wzrost jednostkowych kosztów pracy. Potem marże te powinny odbić pod wpływem niższej dynamiki jednostkowych kosztów pracy i stopniowej poprawy warunków gospodarczych. Oczekuje się także, że wprowadzane w ramach planów konsolidacji fiskalnej podwyżki cen administrowanych i podatków pośrednich będą miały stosunkowo duży udział w inflacji HICP w 2013 i 2014 r., nawet jeśli konsolidacja będzie nieco mniejsza niż w 2012 r.

#### Porównanie z projekcjami ekspertów z grudnia 2012 r.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z grudnia 2012 r. górna granica przedziału dynamiki realnego PKB strefy euro na 2013 r. została przesunięta w dół. Korekta ta odzwierciedla głównie słaby wynik realnego PKB w IV kw. 2012 r., który oznacza automatycznie większy ujemny efekt przeniesienia w średniorocznej stopie wzrostu na 2013 r. Mimo to przewidywana ścieżka kwartalnego wzrostu w 2013 r. pozostała zasadniczo niezmienną. Przedział średniorocznej dynamiki realnego PKB w 2014 r. został przesunięty nieco w dół. Przedział inflacji HICP na 2013 r. został nieznacznie zwężony. Górna granica przedziału na 2014 r. jest nieco niższa niż w projekcjach z grudnia 2012 r., co wynika głównie z mocniejszego kursu euro.

Tabela B Porównanie z projekcjami z grudnia 2012 r.

(średnioroczne zmiany w procentach)

	2013	2014
Realny PKB – grudzień 2012	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2
Realny PKB – marzec 2013	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0
HICP – grudzień 2012	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2
HICP – marzec 2013	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0

#### Porównanie z prognozami innych instytucji

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

Dostępne aktualnie prognozy innych instytucji przewidują, że dynamika realnego PKB strefy euro wyniesie w 2013 r. między -0,3% a 0,0%; wartości te są zbliżone do górnej granicy przedziału z projekcji ekspertów EBC. Dostępne prognozy na 2014 r. wynoszą między 1,0% a 1,4%, czyli mieszczą się w przedziale ekspertów EBC. W kwestii inflacji dostępne prognozy przewidują, że w 2013 r. średnioroczna inflacja HICP wyniesie między 1,6% a 1,9%, zaś w 2014 r. między 1,2% a 1,8%; wartości na oba lata mieszczą się w przedziałach z projekcji ekspertów EBC.

**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	list. 2012	-0,1	1,3	1,6	1,2
Komisja Europejska	luty 2013	-0,3	1,4	1,8	1,5
MFW	sty. 2013	-0,2	1,0	1,6	1,4
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	luty 2013	0,0	1,1	1,8	1,8
Consensus Economics	luty 2013	-0,2	1,0	1,8	1,7
<i>Euro Zone Barometer</i>	luty 2013	-0,1	1,2	1,9	1,8
Projekcje ekspertów EBC	marz. 2013	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0

Źródła: Prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej – zima 2013; MFW: *World Economic Outlook Update* ze stycznia 2013 dla prognoz dynamiki realnego PKB oraz *World Economic Outlook* z października 2012 dla prognoz inflacji; *OECD Economic Outlook* z listopada 2012; 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 am Main, 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](http://www.ecb.europa.eu)

Wszelkie prawa zastrzeżone.

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