EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EUROSYSTEMU DLA STREFY EURO

Na podstawie informacji dostępnych na dzień 20 listopada 2008 r. eksperci Eurosystemu opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w strefie euro[1]. Szacuje się, że średnioroczna dynamika realnego PKB wyniesie między 0,8% a 1,2% w 2008 r., między -1,0% a 0,0% w 2009 r. oraz między 0,5% a 1,5% w 2010 r. Średnia stopa wzrostu wskaźnika HICP ogółem przewidywana jest na poziomie między 3,2% a 3,4% w 2008 r., między 1,1% a 1,7% w 2009 r. oraz między 1,5% a 2,1% w 2010 r.

Ramka I

ZAŁOŻENIA TECHNICZNE DOTYCZĄCE STÓP PROCENTOWYCH, KURSÓW WALUTOWYCH, CEN SUROWCÓW I POLITYKI FISKALNEJ

Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych oraz cen surowców – zarówno energetycznych, jak i nieenergetycznych – są oczekiwania rynku. W projekcjach uwzględniono dane za okres kończący się datą graniczną 14 listopada 2008 r.[1] Założenia co do krótkoterminowych stóp procentowych mają charakter czysto techniczny. Stopy te mierzy się trzymiesięczną stopą EURIBOR, a oczekiwania rynku ustala na podstawie kursów kontraktów *futures*. Ogólny średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych obliczony przyjętą metodą wyniesie w 2008 r. 4,7%, w 2009 r. spadnie do 2,8%, a w 2010 r. wzrośnie do 3,2%. Oczekiwania rynku co do nominalnej rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych w strefie euro wskazują na niewielki wzrost: z 4,4% w 2008 r. do 4,5% w 2009 r. i 4,7% w 2010 r.[2] W podstawowym scenariuszu uwzględniono również założenie, że marże kredytów bankowych będą nadal rosły, w miarę wzrostu świadomości ryzyka na rynkach finansowych. W przypadku surowców, biorąc pod uwagę tendencję obserwowaną na rynkach terminowych w okresie dwóch tygodni przed datą graniczną, przyjęto założenie, że średnie ceny ropy naftowej wyniosą 99,9 USD za baryłkę w 2008 r., 67,3 USD w 2009 r. i 76,6 USD w 2010 r. Zakłada się, że światowe ceny żywności bardzo wzrosną (28,9%) w 2008 r., obniżą się o 9,7% w 2009 r., a następnie ponownie pójdą w górę o 4,9% w 2010 r. Oczekuje się także, że ceny innych surowców (nieenergetycznych i nieżywnościowych) w dolarach amerykańskich wzrosną w 2008 r. o 3,5%, w 2009 r. znacznie spadną (o 22,9%), a w 2010 r. wzrosną o 5,4%.

Przyjęto założenie techniczne, że w okresie objętym prognozą dwustronne kursy walutowe nie zmienią się i pozostaną na średnim poziomie z okresu dwóch tygodni przed datą graniczną. Z takiego założenia wynika, że kurs EUR/USD wyniesie 1,27, natomiast efektywny kurs euro w 2008 r. będzie przeciętnie o 4,1% wyższy niż średni w 2007 r., zaś w 2009 r. – o 5,5% niższy niż średni w 2008 r.

Założenia dotyczące polityki fiskalnej opierają się na planach budżetowych poszczególnych państw strefy euro dostępnych na dzień 20 listopada 2008 r. Uwzględniają one wszystkie posunięcia 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 Założenia dotyczące cen ropy naftowej i żywności opierają się na cenach kontraktów *futures* do końca 2010 r. W przypadku innych surowców zakłada się, że ich ceny będą zgodne z cenami kontraktów *futures* do końca 2009 roku, a następnie będą się kształtować zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.
2 Zobacz ramka 4 w części 2 Biuletynu Miesięcznego z grudnia 2008 r.

[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., które są dostępne w serwisie internetowym EBC. W celu uwzględnienia niepewności, jaką obarczone są projekcje, wartości wszystkich zmiennych przedstawiono w postaci przedziałów. Przedziały dla każdej zmiennej i każdego okresu odpowiadają 75-procentowemu przedziałowi prawdopodobieństwa wyznaczonemu z zastosowaniem odpowiednich modeli. Nową metodę przygotowania projekcji przedstawiono w publikacji zatytułowanej „New procedure for constructing ECB staff projection ranges" (Nowa procedura określania struktury przedziałów w projekcjach ekspertów EBC), EBC, wrzesień 2008 r., również dostępnej w serwisie internetowym EBC. W obliczu utrzymującej się wyjątkowej sytuacji gospodarczej i finansowej niepewność związana z projekcjami jest większa niż zwykle.

OTOCZENIE MIĘDZYNARODOWE

Załamanie koniunktury, które dosięgło już wszystkich rozwiniętych gospodarek, istotnie osłabiło światowe perspektywy gospodarcze. Nasilenie napięć finansowych, trwająca korekta na rynku mieszkaniowym oraz coraz silniejsze przenoszenie się kryzysu z USA na inne gospodarki doprowadziły do znacznego pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego na całym świecie. Przewiduje się, że w najbliższej przyszłości związana z cyklem gospodarczym dekoniunktura na świecie będzie wynikać przede wszystkim ze słabych perspektyw wzrostu gospodarczego w USA i innych rozwiniętych gospodarkach, ale oczekuje się także spowolnienia aktywności na rynkach wschodzących, związanego ze słabszym popytem zewnętrznym i rozprzestrzenianiem się negatywnych zjawisk finansowych.

Projekcje zakładają, że w pierwszych miesiącach 2009 r. wzrost gospodarczy poza strefą euro będzie słaby, po czym, dzięki akomodacyjnej polityce makroekonomicznej, spodziewanemu stopniowemu łagodzeniu napięć finansowych oraz spadkowi cen surowców, zacznie się poprawiać, ale powoli i stopniowo. W związku z bardzo słabą dynamiką światowej wymiany handlowej przewiduje się, że do połowy przyszłego roku popyt zewnętrzny w strefie euro będzie ograniczony, a potem bardzo powoli zacznie rosnąć. Oczekuje się, że do pobudzenia popytu zewnętrznego w strefie euro będą przyczyniać się gospodarki wschodzące i kraje eksportujące ropę naftową, natomiast udział gospodarek rozwiniętych pozostanie raczej umiarkowany.

Ogólnie szacuje się, że roczna dynamika realnego PKB na świecie z wyłączeniem strefy euro wyniesie średnio 3,9% w roku 2008, 2,4% w 2009 i 3,6% w 2010. Projekcje przewidują, że stopa wzrostu rynków eksportu strefy euro wyniesie 4,7% w roku 2008, 2,5% w 2009 i 5,0% w 2010.

PROJEKCJE WZROSTU REALNEGO PKB

W strefie euro od dłuższego czasu panuje słaba sytuacja gospodarcza i zaostrzone warunki finansowania, w związku z czym oczekuje się, że do połowy 2009 r. kwartalne stopy wzrostu realnego PKB będą ujemne. Następnie sytuacja ma bardzo powoli zacząć się normalizować, do czego przyczyni się stopniowa poprawa warunków zewnętrznych (w szczególności znaczne złagodzenie presji na wzrost cen surowców) oraz przewidywane niskie krótkoterminowe stopy procentowe, a także stopniowe wygasanie negatywnych zjawisk finansowych przeniesionych do strefy euro z USA. Na tej podstawie szacuje się, że średnioroczna dynamika realnego PKB wyniesie między 0,8% a 1,2% w 2008 r., między -1,0% a 0,0% w 2009 r. oraz między 0,5% a 1,5% w 2010 r. Przewidywany trend słabego wzrostu gospodarczego w strefie euro będzie wynikać z jednej strony ze słabej aktywności gospodarczej na świecie, a z drugiej – z bardzo ograniczonego popytu wewnętrznego.

Tabela 1 Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro

(średnioroczne zmiany w procentach)[1), 2)]

	2007	2008	2009	2010
HICP	2,1	3,2-3,4	1,1-1,7	1,5-2,1
Realny PKB	2,6	0,8-1,2	-1,0-0,0	0,5-1,5
Spożycie prywatne	1,6	0,1-0,5	-0,3-0,7	0,6-1,8
Spożycie publiczne	2,3	1,9-2,3	1,3-1,9	1,3-1,9
Nakłady brutto na środki trwałe	4,2	0,2-1,2	-6,0-3,0	-2,4-1,0
Eksport (towary i usługi)	5,9	2,4-3,4	-1,4-1,0	2,3-4,9
Import (towary i usługi)	5,4	2,0-3,0	-1,9-1,1	1,4-5,2

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 na 2009 r. uwzględniono Słowację jako część strefy. Średnioroczne zmiany w procentach na 2009 r. obliczono tak, jakby Słowacja należała do strefy euro już w 2008 r.

Przewiduje się, że spowolnienie światowej gospodarki odbije się zwłaszcza na eksporcie strefy euro, który dodatkowo odczuje opóźnione skutki utraty konkurencyjności cenowej. Oczekiwane ożywienie eksportu w 2009 r. będzie wynikać z przyspieszenia wzrostu popytu zewnętrznego oraz z poprawy konkurencyjności cenowej, głównie dzięki deprecjacji euro w ostatnim okresie.

Jeśli chodzi o wewnętrzne komponenty PKB, przewiduje się, że zaostrzenie warunków finansowania i niska aktywność gospodarki światowej w analizowanym okresie najmocniej odbiją się na inwestycjach ogółem. Na inwestycje prywatnych nierezydentów dodatkowo niekorzystnie wpłynie obniżenie marż zysku, natomiast prognozy inwestycji mieszkaniowych uwzględniają korekty na rynkach mieszkaniowych obserwowane w kilku państwach strefy euro. Z kolei dynamika inwestycji rządowych, która malała przez większą część 2008 r., ma zacząć ponownie rosnąć w 2009 r., z korzyścią dla poziomu inwestycji ogółem. Ogólnie szacuje się, że roczna stopa wzrostu całkowitych nakładów na środki trwałe wyniesie między 0,2% a 1,2% w 2008 r., między -6,0% a -3,0% w 2009 r. i między -2,4% a 1,0% w 2010 r.

Przewiduje się, że również dynamika spożycia prywatnego będzie w nadchodzącym okresie słaba. Przebieg krzywej wzrostu spożycia w znacznej mierze pokrywa się ze zmianami realnych dochodów do dyspozycji, na których poziom będzie z kolei wpływać spadek zatrudnienia. Przewidywany ograniczony wzrost spożycia będzie też wynikać z dalszego zwiększenia w latach 2008-2009 poziomu oszczędności, gromadzonych zapobiegawczo w obliczu dużej niepewności gospodarczej, rosnącego bezrobocia oraz spadków cen akcji i nieruchomości. Oczekuje się, że spożycie publiczne w analizowanym okresie będzie rosło w tempie bardziej zrównoważonym.

Przewiduje się, zgodnie z projekcjami popytu wewnętrznego i eksportu, że stopa wzrostu importu strefy euro będzie spadać zarówno w roku 2008, jak i w 2009. Ponieważ dynamika importu ma być niższa niż eksportu, oczekuje się, że wymiana handlowa netto będzie w analizowanym okresie oddziaływać w kierunku wzrostu realnego PKB.

Wskutek spodziewanej słabej aktywności gospodarczej przewiduje się spadek zatrudnienia w całym analizowanym okresie. W 2009 r. popyt na pracę będzie dodatkowo osłabiony wskutek podwyżek płac realnych, wynikających z podpisanych wcześniej umów. Ponadto niekorzystnie na wzrost zatrudnienia będzie wpływać sytuacja w sektorze budownictwa, na co wskazują prognozy dotyczące inwestycji mieszkaniowych. Zakłada się, że w latach 2009-2010 siła robocza będzie rosnąć znacznie wolniej niż w okresie od 2002 r., głównie w wyniku zniechęcenia poszukiwaniem pracy w okresie cyklicznej dekoniunktury, ale także przewidywanego spadku tempa wzrostu populacji w wieku produkcyjnym. Na podstawie projekcji zatrudnienia i założeń dotyczących siły roboczej należy przewidywać, że w analizowanym okresie nastąpi znaczny wzrost stopy bezrobocia.

PROJEKCJE KSZTAŁTOWANIA SIĘ CEN I KOSZTÓW

Inflacja HICP ogółem w ujęciu rocznym najwyższy poziom (4,0%) osiągnęła w lipcu 2008 r. Przewiduje się, że w wyniku obniżek cen surowców oraz w obliczu pogorszenia perspektyw gospodarczych średnioroczna stopa inflacji HICP zacznie teraz gwałtownie spadać, z poziomu 3,2-3,4% w 2008 r. do 1,1-1,7% w 2009 r., a w 2010 r. wzrośnie do 1,5-2,1%. Przypominający literę U kształt krzywej inflacji odzwierciedla głównie skutki wcześniejszych podwyżek cen surowców (por. ramka 6 w rozdziale 3 Biuletynu Miesięcznego z grudnia 2008 r.). Spadek krzywej HICP z wyłączeniem energii będzie w analizowanym okresie łagodniejszy.

Na poziomie bardziej szczegółowym przewiduje się, że zewnętrzne presje cenowe będą maleć do końca 2009 r., przede wszystkim wskutek dotychczasowych i przewidywanych na przyszłość zmian cen surowców. W późniejszym okresie mocniej zaznaczy się wpływ niedawnej deprecjacji euro na ceny importu, co doprowadzi do ich nieco szybszego wzrostu w 2010 r.

W kwestii wewnętrznych presji cenowych szacuje się, że w 2008 r. wzrost wynagrodzeń na jednego pracownika znacznie przyspieszył w następstwie ustalenia znacznie wyższych płac w umowach zbiorowych zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym. Przewiduje się, że w latach 2009-2010 tempo wzrostu wynagrodzeń nie będzie już tak wysokie, do czego przyczyni się słabość rynku pracy oraz

nasilenie konkurencji międzynarodowej. Na tle przyspieszenia wzrostu płac oraz, w mniejszym stopniu, cyklicznego obniżenia wydajności przewiduje się, że dynamika jednostkowych kosztów pracy znacznie wzrośnie w 2008 r., a następnie, w latach 2009-2010, będzie spadać w miarę spowalniania wzrostu wynagrodzeń i zwiększania wydajności. Oczekuje się, że po kilku latach wyraźnego wzrostu, w miarę nasilania się konkurencji i spowalniania aktywności, marże zysku w latach 2008-2009 obniżą się, absorbując część presji inflacyjnej wynikającej z wyższych jednostkowych kosztów pracy i wzrostu cen importu. Następnie wraz z ożywieniem gospodarki i stopniowym wzrostem realnego PKB marże zysku powinny ponownie wzrosnąć w 2010 r.

PORÓWNANIE Z PROJEKCJAMI Z WRZEŚNIA 2008 R.

Przedziały dynamiki realnego PKB prognozowane obecnie na 2008 i 2009 r. zostały znacznie obniżone względem przedziałów wskazanych w projekcjach opublikowanych w Biuletynie Miesięcznym z września 2008 r. Przesunięcie jest szczególnie duże w przypadku prognoz na 2009 r. Wynika to zarówno ze znacznie gorszych perspektyw gospodarczych w krótkim okresie, jak i wystąpienia w okresie objętym prognozą kolejnych wewnętrznych i zewnętrznych skutków obecnych perturbacji na rynkach finansowych.

Przedziały wartości inflacji HICP przewidywane na 2008 i 2009 r. znajdują się obecnie poniżej przedziałów wskazanych w projekcjach z września 2008 r. (przesunięcie to jest szczególnie duże w przypadku prognoz na 2009 r.). Wynika to głównie ze znacznej korekty w dół przyjętych cen energii i surowców żywnościowych, a ponadto stanowi odzwierciedlenie wpływu niższej aktywności gospodarczej na procesy cenowe i płacowe.

Tabela 2 Porównanie z projekcjami z września 2008 r.

(średnioroczne zmiany w procentach)

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

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 miedzy sobą, ani z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu, ponieważ są finalizowane w różnych datach. Ponadto stosuje się w nich różne (czasem niesprecyzowane) metody określania założeń dotyczących 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).

Dostępne aktualnie prognozy innych instytucji zakładają, że wzrost realnego PKB w strefie euro wyniesie między 1,0% a 1,2% w 2008 r., między -0,6% a 0,3% w 2009 r. i między 0,9% a 1,6% w 2010 r. W związku z tym przedziały projekcji ekspertów Eurosystemu są zasadniczo zgodne z większością dostępnych prognoz wzrostu.

Dostępne prognozy przewidują, że średnioroczna inflacja HICP wyniesie między 3,4% a 3,5% w 2008 r., między 1,4% a 2,2% w 2009 r. oraz między 1,3% a 2,1% w 2010 r. Niektóre prognozy znajdują się poza przedziałem

projekcji ekspertów Eurosystemu na rok 2009. Najprawdopodobniej wynika to z faktu, że prognozy sfinalizowano w okresie wyższych cen ropy naftowej i założono w nich wyższe ceny surowców.

Zestawienie prognoz wzrostu realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro

(średnie roczne zmiany w procentach)

	Data publikacji	Wzrost PKB			Inflacja HICP		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010
MFW	listopad 2008 r.	1,2	-0,5	brak danych	3,5	1,9	brak danych
Komisja Europejska	październik 2008 r.	1,2	0,1	0,9	3,5	2,2	2,1
Survey of Professional Forecasters	październik 2008 r.	1,2	0,3	1,4	3,4	2,2	2,0
Consensus Economics Forecasts	listopad 2008 r.	1,0	-0,2	1,6	3,4	1,8	2,0
OECD	listopad 2008 r.	1,0	-0,6	1,2	3,4	1,4	1,3
Projekcje ekspertów Eurosystemu	grudzień 2008 r.	0,8-1,2	-1,0-0,0	0,5-1,5	3,2-3,4	1,1-1,7	1,5-2,1

Źródła: European Commission Economic Forecasts, jesień 2008; dla PKB: aktualizacja IMF World Economic Outlook, listopad 2008; dla HICP: World Economic Outlook, październik 2008; OECD Economic Outlook No 84, listopad 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 nad Menem, Niemcy
Adres do korespondencji: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt nad Menem, 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.