



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EUROSYSTEMU DLA STREFY EURO

Na podstawie informacji dostępnych na dzień 22 maja 2009 r. eksperci Eurosystemu opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w strefie euro¹. W związku ze słabymi perspektywami zarówno światowego wzrostu, jak i popytu wewnętrznego przewiduje się, że średnioroczny wzrost realnego PKB wyniesie w 2009 r. między -5,1% a -4,1%, a w 2010 r., gdy poprawią się warunki na świecie i w strefie euro, wyniesie między -1,0% a 0,4%. Spowolnienie aktywności gospodarczej, a w najbliższym okresie także efekt bazy związany z cenami surowców będą hamować wzrost inflacji. Średnia stopa wzrostu wskaźnika HICP ogółem ma wynieść między 0,1% a 0,5% w 2009 r. oraz między 0,6% a 1,4% w 2010 r.

Ramka A

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 13 maja 2009 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*. Według tej metodologii między drugim i ostatnim kwartałem br. ogólny poziom krótkoterminowych stóp procentowych powinien być stabilny i wynosić około 1,2%. Na rok 2010 przewiduje się ich wzrost do średnio 1,6%. Oczekiwania rynku co do nominalnej rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych w strefie euro wskazują na niewielki wzrost: ze średnio 4,2% w 2009 r. do 4,6% w 2010. W podstawowym scenariuszu uwzględniono bieżące zacieśnienie warunków finansowania, ale także założenie, że w analizowanym okresie zmniejszy się różnica między powyższymi stopami a oprocentowaniem kredytów bankowych. Zakłada się również, że w analizowanym okresie trudne obecnie warunki kredytowe ulegną stopniowej poprawie. W kwestii surowców, biorąc pod uwagę trend obserwowany na rynkach terminowych w okresie dwóch tygodni przed datą graniczną, przyjęto założenie, że średnioroczne ceny ropy naftowej wyniosą 54,5 USD za baryłkę w roku 2009 i 65,6 USD za baryłkę w 2010. Zakłada się, że międzynarodowe ceny żywności obniżą się w roku 2009 o 10,9%, a w 2010 ponownie wzrosną. Oczekuje się także znacznego spadku cen pozostałych surowców (tj. nieenergetycznych i nieżywnościowych) w dolarach amerykańskich (o 24,7%) w roku 2009 oraz ich wzrostu o 9,2% w 2010.

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 do drugiego kwartału 2010 roku ich ceny będą zgodne z cenami kontraktów *futures*, a następnie będą się kształtować zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

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 obciążone 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. 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. Wskutek utrzymującej się wyjątkowej sytuacji gospodarczej i finansowej niepewność związana z projekcjami jest większa niż zwykle.

Przyjęto założenie techniczne, że w okresie objętym projekcją dwustronne kursy walutowe utrzymają się na średnim poziomie z okresu dwóch tygodni przed datą graniczną. Z takiego założenia wynika, że w roku 2009 kurs EUR/USD będzie wynosił 1,33, zaś w 2010 osiągnie 1,34, natomiast efektywny kurs euro w 2009 r. będzie przeciętnie o 0,6% niższy niż średnia za rok 2008, a w 2010 r. o 0,1% wyższy niż średnia za rok 2009.

Założenia dotyczące polityki fiskalnej opierają się na planach budżetowych poszczególnych państw strefy euro dostępnych na dzień 13 maja 2009 r. Uwzględniają one wszystkie posunięcia w zakresie polityki, które zostały zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub też zostały sprecyzowane przez rządy, a ich przyjęcie w procesie legislacyjnym jest prawdopodobne.

OTOCZENIE MIĘDZYNARODOWE

Kryzys finansowy nadal odbija się na światowych perspektywach gospodarczych. Pod koniec roku 2008 i na początku 2009 nastąpiło powszechne załamanie światowej wymiany handlowej na niespotykaną wcześniej skalę. Załamanie to wzmogło jeszcze niekorzystne skutki zaburzeń finansowych i doprowadziło do dekonjunkury praktycznie równocześnie we wszystkich krajach. Wydaje się jednak, że wskaźniki krótkoterminowe osiągnęły w ostatnich miesiącach najniższy możliwy poziom i należy oczekiwać, że pod koniec 2009 r. aktywność gospodarcza zacznie rosnąć. Tym niemniej ze względu na powszechną potrzebę uzdrowienia bilansów przewiduje się, że w analizowanym okresie światowy wzrost gospodarczy będzie słaby. Ogólnie przyjęto, że realny PKB na świecie w wyłączeniu strefy euro w 2009 r. obniży się o średnio 1,6%, ale w 2010 r. wzrośnie o 2,1%. W rezultacie należy oczekiwać, że rynki eksportowe strefy euro w 2009 r. odnotują spadek tempa wzrostu o 13,0%, po czym w 2010 nastąpi odbicie do 1,0%.

PROJEKCJE WZROSTU REALNEGO PKB

Gospodarka strefy euro ucierpiała wskutek złego stanu gospodarki światowej, spadku zaufania i trudnych warunków finansowania. Według wstępnych szacunków Eurostatu w pierwszym kwartale 2009 r. realny PKB w strefie euro obniżył się o 2,5%. Wynik ten, w połączeniu z ujemną stopą wzrostu w ostatnich trzech kwartałach 2008 r., przekłada się automatycznie na znaczne (aż o -4 punkty procentowe) obniżenie rocznego PKB za 2009 r. Spadek PKB w strefie euro wynika z nagłego obciążenia zamówień eksportowych spowodowanego załamaniem światowej wymiany handlowej. Ostry spadek eksportu w połączeniu z niskim poziomem zaufania i utrudnionym dostępem do finansowania doprowadził do znacznego spadku nakładów inwestycyjnych, a obniżanie poziomu zapasów przyczyniło się do obniżenia wzrostu gospodarczego. Ponieważ jednak wskaźniki z badań ankietowych ostatnio się ustabilizowały, co może świadczyć o tym, że na początku 2009 r. kwartalna stopa wzrostu osiągnęła najniższy punkt, przewiduje się, że przez pozostałą część roku aktywność gospodarcza będzie kurczyć się znacznie wolniej niż w ostatnim okresie. Po okresie stabilizacji kwartalna dynamika PKB powinna najpóźniej w połowie 2010 r. zacząć wykazywać wartości dodatnie. Taki przebieg odzwierciedla przewidywania ciągłej poprawy warunków zewnętrznych i wewnętrznych w miarę normalizacji sytuacji na rynkach finansowych i odbudowy zaufania, co będzie po części skutkiem sprzyjającej polityki makroekonomicznej. Przewiduje się, że w 2009 r. średnioroczna dynamika realnego PKB wyniesie między -5,1% a -4,1%, zaś w 2010 r. podskoczy do poziomu między -1,0% a 0,4%.

Na poziomie bardziej szczegółowym, jeśli chodzi o wewnętrzne składniki PKB przewiduje się spadek inwestycji ogółem, przy czym korekta w dół nastąpi przede wszystkim w 2009 r., zaś w roku następnym stopy wzrostu będą jeszcze ujemne, ale coraz wyższe. Należy też oczekiwać skurczenia się prywatnych inwestycji niemieszkaniowych, co będzie się wiązać zwłaszcza z niskim popytem zewnętrznym, wyjątkowo słabym wykorzystaniem mocy produkcyjnych i spadkiem zysków. Projekcje inwestycji mieszkaniowych uwzględniają ponadto trwającą obecnie w niektórych krajach korektę cen nieruchomości. Zapowiedziane w kilku krajach strefy euro wdrożenie pakietów fiskalnych powinno

doprowadzić w 2009 r. do znacznego realnego wzrostu inwestycji publicznych; w następnym roku tempo ich wzrostu spadnie.

Na nadchodzący okres przewiduje się także, że tempo wzrostu spożycia prywatnego będzie niewielkie, ale nie tak niskie jak innych komponentów popytu. Trend ten jest zasadniczo zgodny z przewidywanym przebiegiem wzrostu realnych dochodów do dyspozycji. Dochody realne powinny w analizowanym okresie utrzymać się na poziomie ogólnie stabilnym. Do czynników wpływających na ich obniżenie zalicza się oczekiwany w całym okresie, a zwłaszcza w 2009 r., spadek zatrudnienia, zaś po stronie pozytywnej należy wymienić niski poziom inflacji oraz wdrażane w niektórych krajach strefy euro pakiety rozwiązań fiskalnych, które powinny spowodować wzrost transferów i obniżenie podatków. Przewiduje się, że w całym analizowanym okresie spożycie prywatne będzie rosnąć nieco wolniej niż dochody realne, co będzie spowodowane zapobiegawczym gromadzeniem oszczędności, prowadzonym nadal na dużą skalę w warunkach wysokiej niepewności gospodarczej, rosnącego bezrobocia oraz spadku poziomu bogactwa gospodarstw domowych, związanego w znacznej mierze z obniżaniem się cen nieruchomości.

Tabela 1 Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro

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

	2008	2009	2010
HICP	3,3	0,1 – 0,5	0,6 – 1,4
Realny PKB	0,6	-5,1 – 4,1	-1,0 – 0,4
Spożycie prywatne	0,3	-1,3 – -0,5	-1,1 – 0,3
Spożycie publiczne	2,0	1,4 – 2,0	0,9 – 1,7
Nakłady brutto na środki trwałe	-0,3	-12,3 – -10,1	-6,1 – -2,1
Eksport (towary i usługi)	0,8	-16,6 – -14,0	-2,0 – 1,0
Import (towary i usługi)	0,9	-13,8 – -11,2	-3,0 – 1,4

1) Projekcje realnego PKB i jego składników podawane są w ujęciu skorygowanym o liczbę dni roboczych. Projekcje eksportu i importu uwzględniają wymianę handlową pomiędzy krajami strefy euro.

2) Podane liczby uwzględniają Słowację od roku 2008 włącznie, wyjąwszy dane HICP, które obejmują Słowację dopiero od 2009 r. Średnioroczne zmiany w procentach na 2009 r. obliczono dla strefy euro obejmującej Słowację już w 2008 r.

Na pierwsze półrocze 2009 r. przewiduje się znaczne obniżenie eksportu strefy euro, spowodowane trwającym spadkiem popytu zagranicznego. Następnie należy oczekiwać stopniowego powrotu dynamiki eksportu do wartości dodatnich dzięki przewidywanemu odbiciu popytu światowego. Również import strefy euro ma w 2009 r. spadać, nawet szybciej niż popyt wewnętrzny, ale na rok 2010 przewiduje się jego poprawę w związku ze wzrostem popytu finalnego. Ponieważ eksport ma spaść bardziej niż import, saldo wymiany handlowej w 2009 r. znacznie przyczyni się do obniżenia PKB. W roku 2010 wpływ tego salda będzie ogólnie neutralny.

Z projekcji dotyczących aktywności gospodarczej wynika, że łączna liczba przepracowanych godzin w strefie euro będzie maleć w całym analizowanym okresie. Początkowo ma to wynikać głównie ze spadku liczby godzin na osobę, ale z czasem zacznie się coraz silniej przekładać na liczbę zatrudnionych. Przewiduje się także obniżenie popytu na pracę wskutek lekkości płac występującej typowo w sytuacji załamania aktywności gospodarczej. Projekcje zatrudnienia pozwalają zakładać, że w analizowanym okresie wzrośnie stopa bezrobocia.

PROJEKCJE KSZTAŁTOWANIA SIĘ CEN I KOSZTÓW

Stopy inflacji HICP, które od połowy 2008 r. znacznie poszły w dół, powinny nadal obniżać się do połowy 2009 r., a w lecie i na jesieni br. spaść nawet przejściowo poniżej zera. Na następny okres przewiduje się ich ponowny wzrost. Trend krótkookresowy wynika głównie z silnego efektu bazy oraz spadku cen surowców w poprzednim okresie. Przewiduje się, że średnioroczna stopa inflacji wyniesie w 2009 r. między 0,1% a 0,5%, po czym w 2010 r. odbije do poziomu między 0,6% a 1,4%. Natomiast inflacja HICP z wyłączeniem energii powinna wykazywać trend spadkowy do 2010 r., co będzie spowodowane osłabieniem zagregowanego popytu.

Na poziomie bardziej szczegółowym przewiduje się, że w 2009 r. zmaleją zewnętrzne presje cenowe, przede wszystkim wskutek dotychczasowych i oczekiwanych zmian cen surowców. Następnie należy oczekiwać umiarkowanego odbicia cen importu, wynikającego z nieznacznego wzrostu zarówno cen surowców, jak i cen konkurencji na całym świecie.

W dziedzinie wewnętrznych presji cenowych oczekuje się, że w 2009 r. tempo wzrostu przeciętnego wynagrodzenia znacznie się obniży, co będzie związane z pogarszaniem się warunków na rynku pracy, spadkiem inflacji oraz niższą liczbą przepracowanych godzin w przeliczeniu na jednego zatrudnionego. Szczególnie silnego spadku płac należy się spodziewać w sektorze prywatnym; wynagrodzenia w sektorze publicznym powinny reagować znacznie słabiej. Zgodnie z projekcjami w 2009 r. bardzo się zwiększy tempo wzrostu rocznych jednostkowych kosztów pracy, co będzie się wiązać z lepkością płac (wynikającą m.in. ze stosowania dwuletnich umów) oraz powolną korektą stanu zatrudnienia wobec gwałtownego spadku PKB; w rezultacie wzrost wydajności będzie ujemny. Ponieważ jednak w 2010 r. ma nastąpić poprawa koniunktury, wydajność ponownie wzrośnie, w związku z czym przewiduje się, że jednostkowe koszty pracy będą relatywnie stabilne. Gwałtowny wzrost jednostkowych kosztów pracy w 2009 zostanie prawdopodobnie zamortyzowany przez marżę zysku. Następnie, w miarę stopniowej odbudowy aktywności gospodarczej, marżę zysku powinny ponownie pójść w górę, gdyż firmy będą dążyły do odrobienia wcześniejszych spadków.

PORÓWNANIE Z PROJEKCJAMI Z MARCA 2009 R.

Przedziały dynamiki realnego PKB prognozowane obecnie na 2009 r. zostały obniżone względem przedziałów wskazanych w projekcjach opublikowanych w Biuletynie Miesięcznym z marca 2009 r. Korekta ta wynika prawie wyłącznie ze znacznie niższego niż wcześniej oczekiwano wzrostu w pierwszym kwartale 2009 r., związanego z niższą aktywnością na całym świecie prowadzącą do znacznego spadku eksportu, a także popytu wewnętrznego. Przedziały wartości prognozowane na rok 2010 obniżono jedynie nieznacznie, by uwzględnić opóźnione oddziaływanie spowolnienia gospodarczego w 2009 r.

Przedziały wartości inflacji HICP prognozowane na rok 2009 są tylko nieco niższe od przyjętych w marcu 2009 r., zaś na rok 2010 pozostały zasadniczo niezmiennione. Brak większych zmian wynika z faktu, że wpływ słabszej niż wówczas oczekiwano aktywności został ogólnie zrównoważony przez zakładany wzrost cen surowców, a szczególnie ropy naftowej.

Tabela 2 Porównanie z projekcjami z marca 2009 r.

(średnioroczne zmiany w procentach)

	2009	2010
Realny PKB – marzec 2009	-3,2 – -2,2	-0,7 – 0,7
Realny PKB – czerwiec 2009	-5,1 – -4,1	-1,0 – 0,4
HICP – marzec 2009	0,1 – 0,7	0,6 – 1,4
HICP – czerwiec 2009	0,1 – 0,5	0,6 – 1,4

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 między 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).

W dostępnych obecnie prognozach innych instytucji przewiduje się, że w 2009 r. spadek realnego PKB strefy euro wyniesie między 3,4% a 4,2%. Na rok 2010 przewiduje się wzrost w przedziale -0,4% i 0,3%. Większość prognoz mieści się w przedziałach przedstawionych przez ekspertów Eurosystemu, ale niektóre wykraczają poza górne wartości przyjęte na rok 2009. Prawdopodobnie wynika to m.in. z faktu, że prognozy te sporządzono przed ogłoszeniem wstępnych szacunków wzrostu realnego PKB za pierwszy kwartał 2009 r. Wszystkie prognozy na rok 2010 mieszczą się w przedziałach podanych w projekcjach ekspertów Eurosystemu.

W kwestii inflacji dostępne prognozy przewidują, że średnioroczny wskaźnik HICP w 2009 r. wyniesie między 0,4% a 0,6%, zaś w 2010 między 0,6% a 1,3%. W związku z tym większość dostępnych prognoz inflacji pokrywa się zasadniczo z przedziałami podanymi w projekcjach ekspertów Eurosystemu.

Zestawienie prognoz wzrostu realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro

(średnioroczne zmiany w procentach)

	Data publikacji	Wzrost PKB		Inflacja HICP	
		2009	2010	2009	2010
MFW	16 kwietnia 2009	-4,2	-0,4	0,4	0,6
Komisja Europejska	3 maja 2009	-4,0	-0,1	0,4	1,2
Survey of Professional Forecasters	14 maja 2009	-3,4	0,2	0,5	1,3
Consensus Economics Forecasts	15 maja 2009	-3,7	0,3	0,4	1,2
OECD	31 marca 2009	-4,1	-0,3	0,6	0,7
Projekcje ekspertów Eurosystemu	4 czerwca 2009	-5,1 – -4,1	-1,0 – 0,4	0,1 – 0,5	0,6 – 1,4

Źródła: European Commission Economic Forecasts, wiosna 2009; IMF World Economic Outlook, kwiecień 2009; OECD Interim Economic Outlook, marzec 2009; Consensus Economics Forecasts; oraz Survey of Professional Forecasters EBC.

Uwaga: W projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu oraz w prognozach OECD podaje się 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 2009

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.