



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

## Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu dla obszaru euro

*Eksperci Eurosystemu opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w obszarze euro na podstawie informacji dostępnych na dzień 20 listopada 2004 r.<sup>1</sup> Szacuje się, że w 2004 r. średnioroczna dynamika realnego PKB wyniesie od 1,6% do 2,0%. Zgodnie z projekcją, w 2005 r. PKB wzrośnie od 1,4% do 2,4%, a w 2006 r. od 1,7% do 2,7%. Szacuje się, że w 2004 r. średni wzrost zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych (HICP) ogółem wyniesie między 2,1% a 2,3%. Zgodnie z projekcją, w 2005 r. wyniesie on między 1,5% a 2,5%, natomiast w 2006 r. – między 1,0% a 2,2%.*

Projekcje opierają się na szeregu założeń dotyczących poziomu stóp procentowych, kursów walutowych, cen ropy naftowej, handlu światowego poza obszarem euro oraz polityki fiskalnej w poszczególnych krajach. Przyjęto w szczególności założenie techniczne, że w horyzoncie czasowym projekcji krótkoterminowe rynkowe stopy procentowe i kursy walutowe pozostaną niezmiennione. Podstawą założeń technicznych dotyczących długoterminowych stóp procentowych oraz cen – zarówno ropy naftowej, jak i surowców z wyłączeniem nośników energii – są oczekiwania rynkowe<sup>2</sup>. Podstawą założeń dotyczących polityki fiskalnej są natomiast plany budżetowe poszczególnych krajów obszaru euro. Uwzględniają one tylko te posunięcia w zakresie polityki fiskalnej, które zostały już zatwierdzone przez parlamenty lub też zostały sprecyzowane, a ich akceptacja w procesie legislacyjnym jest prawdopodobna.

W celu uwzględnienia niepewności, jaką obarczone są projekcje, wartości wszystkich zmiennych przedstawiane są w postaci przedziałów. Przedziały te określono w oparciu o różnice między projekcjami opracowywanymi przez banki centralne obszaru euro w poprzednich latach a rzeczywistymi wynikami. Rozpiętość przedziałów stanowi dwukrotność średniej wartości bezwzględnej tych różnic.

---

<sup>1</sup> Projekcje ekspertów Eurosystemu są opracowywane co pół roku przez specjalistów z EBC i z krajowych banków centralnych obszaru euro. Projekcje stanowią wkład do oceny kształtowania się sytuacji ekonomicznej oraz zagrożeń dla stabilności cen formułowanej przez Radę Prezesów. Więcej informacji o zastosowanych procedurach i metodach można znaleźć w dokumencie „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercise”, EBC, czerwiec 2001 r.

<sup>2</sup> Przyjęto, że w horyzoncie czasowym projekcji krótkoterminowe stopy procentowe (mierzone 3-miesięczną stopą EURIBOR) pozostaną na stałym poziomie 2,16%. Z technicznego założenia niezmienności kursów walutowych wynika, że w analizowanym okresie kurs euro do dolara pozostanie na poziomie 1,29, a efektywny kurs wymiany euro będzie o 6,1% wyższy niż średnia dla roku 2003. Oczekiwania rynku w zakresie nominalnej rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych obszaru euro zakładają niewielką zwyżkę z poziomu średnio 4,2% w 2004 r. do średnio 4,5% w 2006 r. Zakłada się, że średnioroczne ceny surowców z wyłączeniem nośników energii liczone w dolarach amerykańskich wzrosną o 18% w 2004 r., by pozostać na zasadniczo niezmiennym poziomie w 2005 r., a następnie znowu wzrosnąć o 5% w 2006 r. Biorąc pod uwagę tendencję obserwowaną na rynkach terminowych przyjęto założenie, że średnioroczne ceny ropy naftowej wzrosną z poziomu 39,0 USD za baryłkę w 2004 r. do 44,4 USD za baryłkę w 2005 r., a następnie spadną do 40,8 USD w 2006 r.

## Otoczenie międzynarodowe

Wydaje się, że w 2004 r. cykl koniunkturalny na świecie osiągnął punkt szczytowy, a ceny ropy naftowej wzrosły; obecnie można się spodziewać stopniowego powrotu do bardziej neutralnego nastawienia w polityce gospodarczej. Przewiduje się zatem, że choć wzrost gospodarczy na świecie w analizowanym okresie pozostanie ugruntowany, jego tempo na przestrzeni najbliższych dwóch lat nieco spadnie. Jednocześnie wzrost cen ropy naftowej i surowców nieenergetycznych spowoduje wzrost inflacji na świecie.

Oczekuje się, że wzrost realnego PKB w Stanach Zjednoczonych również pozostanie ugruntowany, ale nastąpi jego stopniowe spowolnienie w stosunku do szybkiego tempa odnotowanego w drugiej połowie 2003 i na początku 2004 r. Wzrost PKB w Azji (z wyłączeniem Japonii) powinien utrzymać się znacznie powyżej średniej światowej, pomimo wyższych cen ropy i wzrostu restrykcyjności polityki gospodarczej w Chinach. Oczekuje się, że tempo wzrostu innych znaczących gospodarczo obszarów pozostanie wysokie. Ponadto przewiduje się, że kraje, które przystąpiły do UE z dniem 1 maja 2004 r. będą nadal rozwijać się w stosunkowo szybkim tempie.

Szacuje się, że średnioroczna dynamika *realnego PKB na świecie poza obszarem euro* w 2004 r. wyniesie około 5,5%. Projekcje przewidują, że w latach 2005-2006 wartość ta spadnie do około 4,5%. Szacunkowa dynamika wzrostu gospodarczego w krajach będących *rynkami eksportowymi obszaru euro* w 2004 r. wyniesie około 8,7%; projekcje przewidują jej spadek do około 8,0% w 2005 r. i 7,5% w 2006 r.

## Projekcje wzrostu realnego PKB

Zgodnie ze wstępnymi szacunkami Eurostatu, w trzecim kwartale bieżącego roku dynamika realnego PKB obszaru euro w ujęciu kwartalnym wyniosła 0,3%, w porównaniu z 0,7% i 0,5% odpowiednio w pierwszym i drugim kwartale. Oczekuje się, że w analizowanym okresie stopa wzrostu PKB w ujęciu kwartalnym powróci do poziomu bliskiego 0,5%. W rezultacie szacuje się, że w 2004 r. średnioroczna dynamika realnego PKB będzie się mieścić w przedziale od 1,6% do 2,0%. Projekcja przewiduje, że w 2005 r. wzrost ten wyniesie między 1,4% a 2,4%, zaś w 2006 r. między 1,7% a 2,7%. Oczekuje się, że w analizowanym okresie wzrost eksportu będzie nadal sprzyjać aktywności gospodarczej (co wynika z zakładanego wysokiego popytu zewnętrznego), a popyt wewnętrzny powinien stabilnie rosnąć.

Przewiduje się, że w horyzoncie czasowym projekcji poziom *zatrudnienia ogółem* nieco wzrośnie. Oczekuje się zwiększenia podaży siły roboczej w związku z poprawą perspektyw zatrudnienia i reformami strukturalnymi rynków pracy w niektórych krajach obszaru euro, co doprowadzi do wzrostu współczynnika aktywności zawodowej. Projekcje dotyczące podaży siły roboczej i poziomu zatrudnienia wskazują na spadek stopy bezrobocia w drugiej połowie 2005 r.

W odniesieniu do wydatków wewnętrznych będących składnikiem PKB szacuje się, że w 2004 r. średnioroczny wzrost *spożycia prywatnego* będzie się mieścić w przedziale od 0,9% do 1,3%, ponieważ ograniczone tempo wzrostu dochodów z wynagrodzeń oraz znaczny wzrost cen energii negatywnie wpłyną na siłę nabywczą gospodarstw domowych. Projekcje przewidują, że w 2005 r. wzrost spożycia wyniesie między 1,1% a 2,1%, zaś w 2006 r. między 1,2% a 2,8%. Poziom realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych będzie

odzwierciedlać szybszy wzrost zatrudnienia, wyższe (wskutek niższej inflacji) płace realne oraz dodatni wpływ pozostałych składników dochodu. Oczekuje się, że w analizowanym okresie stopa oszczędności gospodarstw domowych pozostanie ogólnie niezmienną. Choć w związku z niewielką poprawą warunków na rynku pracy zaufanie konsumentów powinno rosnąć, oczekuje się, że poziom oszczędności pozostanie stosunkowo wysoki z uwagi na obawy związane z sytuacją w finansach publicznych, a zwłaszcza długookresowymi perspektywami systemów publicznej ochrony zdrowia i zabezpieczenia emerytalnego. Na podstawie bieżących planów budżetowych zakłada się również, że w przyjętym horyzoncie czasowym udział *spożycia publicznego* we wzroście realnego PKB nieco spadnie.

Szacuje się, że *nakłady na środki trwałe ogółem* nieco wzrosną w drugiej połowie 2004 r., wskutek czego ich średnioroczna dynamika w całym 2004 r. ukształtuje się na poziomie między 1,2% a 2,2%. Projekcje przewidują, że w 2005 r. wzrost ten wyniesie między 1,7% a 4,7%, zaś w 2006 r. między 2,1% a 5,3%. Ożywienie dynamiki inwestycji ogółem wynikać będzie głównie z *inwestycji przedsiębiorstw*, którym powinny sprzyjać korzystne warunki kredytowania i lepsze wyniki finansowe przedsiębiorstw, a także poprawa perspektyw popytowych. Przewiduje się, że w horyzoncie czasowym projekcji umiarkowany wzrost odnotują *prywatne inwestycje mieszkaniowe*.

Szacuje się, że w 2004 r. średnioroczna dynamika eksportu ogółem wyniesie pomiędzy 4,5% a 7,3%. Projekcje przewidują, że w 2005 r. wzrost ten wyniesie między 4,6% a 7,8%, zaś w 2006 r. między 4,8% a 8,0%.<sup>3</sup> Projekcja zakłada, że w analizowanym horyzoncie czasowym udziały w rynkach eksportowych poza obszarem euro pozostaną w przybliżeniu stałe, po znaczącym spadku w 2003 r. spowodowanym głównie aprecjacją euro. Oczekuje się, że dynamika importu ogółem będzie zasadniczo zgodna z dynamiką eksportu. Projekcja dotycząca importu odzwierciedla strukturę łącznych wydatków na dobra finalne w obszarze euro, ale również opóźniony wpływ aprecjacji euro w przeszłości. W ostatecznym rozrachunku nie oczekuje się, by wynik wymiany handlowej netto miał znaczący udział we wzroście PKB w horyzoncie czasowym projekcji, ponieważ eksport i import będą się mniej więcej równoważyć.

### **Projekcje kształtowania się cen i kosztów**

Szacuje się, że w 2004 r. średnia dynamika wskaźnika HICP ogółem wyniesie między 2,1% a 2,3%. Projekcje zakładają, że w 2005 r. wzrost ten wyniesie między 1,5% a 2,5%, zaś w 2006 r. między 1,0% a 2,2%. Na podstawie założeń dotyczących cen ropy naftowej można wnioskować, że ceny energii będą miały znaczący dodatni udział w inflacji HICP w 2005 r., natomiast w 2006 r. ich udział będzie nieznacznie ujemny. Przewiduje się, że w 2005 r. stopa wzrostu składników wskaźnika HICP innych niż ceny energii nieznacznie spadnie w wyniku ograniczonego wzrostu cen importu i ciągłej presji na powstrzymanie wzrostu kosztów w obszarze euro. Ponadto założenia fiskalne na lata 2005-2006 przewidują mniejszy udział podwyżek podatków pośrednich i cen kontrolowanych w porównaniu ze znaczącym wpływem działań w tym zakresie podjętych w 2004 r.

---

<sup>3</sup> Projekcje dotyczące wymiany handlowej są zgodne z danymi na temat rachunków narodowych, a zatem uwzględniają wymianę pomiędzy krajami obszaru euro.

Pomimo ostatnich podwyżek cen ropy naftowej szacuje się, że przeciętna dynamika cen importu w 2004 r. była stosunkowo ograniczona z uwagi na opóźnione skutki aprecjacji euro. Z założeń dotyczących cen surowców i kursów walutowych wynika, że w horyzoncie czasowym projekcji ceny importu odnotują umiarkowany wzrost.

Zakłada się, że w analizowanym okresie wzrost przeciętnych wynagrodzeń (w ujęciu nominalnym) pozostanie umiarkowany. Niniejsza projekcja uwzględnia aktualne porozumienia płacowe i przewidywaną nieznaczną poprawę warunków na rynku pracy, a także opinię, że wtórne skutki podwyżek cen ropy dla wynagrodzeń nominalnych pozostaną ograniczone. Z projekcji wzrostu realnego PKB i zatrudnienia wynika, że w horyzoncie czasowym projekcji wzrost produktywności pracy – mimo niewielkiego spadku – pozostanie ugruntowany. Przewiduje się, że w wyniku trendów związanych z płacami i produktywnością pracy wzrost jednostkowych kosztów pracy będzie nadal ograniczony zarówno w 2005 r., jak i w 2006 r.

**Tabela: Projekcje makroekonomiczne**

(średnioroczne zmiany procentowe)<sup>1)</sup>

	2003	2004	2005	2006
HICP	2,1	2,1 – 2,3	1,5 – 2,5	1,0 – 2,2
Realny PKB	0,5	1,6 – 2,0	1,4 – 2,4	1,7 – 2,7
Spożycie prywatne	1,1	0,9 – 1,3	1,1 – 2,1	1,2 – 2,8
Spożycie publiczne	1,6	0,9 – 2,1	0,3 – 1,3	0,7 – 1,7
Nakłady brutto na środki trwałe	-0,6	1,2 – 2,2	1,7 – 4,7	2,1 – 5,3
Eksport (towary i usługi)	0,2	4,5 – 7,3	4,6 – 7,8	4,8 – 8,0
Import (towary i usługi)	2,0	5,0 – 7,6	4,8 – 8,2	4,8 – 8,2

1) *Przedziały wartości poszczególnych zmiennych i horyzontów czasowych wyznaczono na podstawie średniej wartości bezwzględnej różnicy pomiędzy projekcjami opracowywanymi przez banki centralne obszaru euro w poprzednich latach a rzeczywistymi wynikami. 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 obszaru euro.*

#### Ramka A

##### Porównanie z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z września 2004 r.

Założenia techniczne dotyczące cen ropy i kursów walutowych zostały znacząco zmienione w porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z września 2004 r. Ceny ropy są obecnie o 21% wyższe niż zakładano w projekcjach z września, natomiast nominalny efektywny kurs wymiany euro jest wyższy o 4,2%. Korekta założeń technicznych dotyczących stóp procentowych jest niewielka.

Zasadniczą zmianą w stosunku do projekcji makroekonomicznych ekspertów EBC opublikowanych we wrześniowym numerze Biuletynu Miesięcznego jest obniżenie przedziałów wzrostu realnego PKB przyjętych na 2005 r. Zmianę tę wyjaśnia przede wszystkim wspomniane podwyższenie założeń technicznych dotyczących ropy naftowej i efektywnego kursu euro. Ponadto nieco niższy niż wcześniej oczekiwano wynik w zakresie wzrostu realnego PKB w trzecim kwartale bieżącego roku automatycznie obniżył roczną średnią wzrostu PKB na 2005 r.

Przedziały projekcji wskaźnika HICP na rok 2004 pozostały niezmienione, natomiast na rok 2005 nieznacznie przesunęły się w górę w porównaniu z projekcjami z września 2004 r. Zmiana ta była jednak niewielka, ponieważ skutki podwyżek cen ropy łagodzi zmiana założeń dotyczących kursów walutowych. Korekty projekcji jednostkowych kosztów pracy są niewielkie.

### Porównanie projekcji makroekonomicznych

(średnioroczne zmiany procentowe)

	2003	2004	2005
HICP – grudzień 2004 r.	2,1	2,1 – 2,3	1,5 – 2,5
HICP – wrzesień 2004 r.	2,1	2,1 – 2,3	1,3 – 2,3
Realny PKB – grudzień 2004 r.	0,5	1,6 – 2,0	1,4 – 2,4
Realny PKB – wrzesień 2004 r.	0,5	1,6 – 2,2	1,8 – 2,8

### Ramka B

#### Prognozy innych instytucji

Wiele instytucji – zarówno organizacji międzynarodowych, jak i podmiotów prywatnych – sporządza prognozy dla obszaru euro. Prognozy te nie są jednak w pełni porównywalne ani między sobą, ani z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu, ponieważ sporządza się je w różnych okresach i stosując różne metody określania założeń dotyczących zmiennych fiskalnych, finansowych i zewnętrznych, w tym cen ropy naftowej. Prognozy przedstawiane w publikacjach Consensus Economics Forecasts oraz Survey of Professional Forecasters EBC opierają się na szeregu niesprecyzowanych założeń. W przeciwieństwie do projekcji ekspertów Eurosystemu, inne prognozy nie opierają się zazwyczaj na założeniu niezmienności krótkoterminowych stóp procentowych w przyjętym horyzoncie czasowym.

Pomimo różnic w założeniach, dostępne aktualnie prognozy innych instytucji dla obszaru euro są zgodne co do tego, że średnioroczny wzrost PKB wyniesie od 1,9% do 2¼% w 2005 r. i od 2¼% do 2½% w 2006 r. Prognozy na rok 2005 są bardzo podobne, natomiast na rok 2006 prognozy Komisji Europejskiej i Survey of Professional Forecasters przewidują roczny wzrost PKB na poziomie 2,2%, podczas gdy OECD przewiduje stopę wzrostu 2,5%.

Należy pamiętać, że zarówno Komisja Europejska, jak i MFW podają roczne stopy wzrostu nieskorygowane o liczbę dni roboczych w roku. Ze względu na wyższą liczbę dni roboczych w 2004 r. średnioroczna dynamika PKB w tym roku nieskorygowana o liczbę dni roboczych jest wyższa o około ¼ punktu procentowego niż skorygowana. Zarówno zatem MFW, jak i Komisja Europejska zakładają w swych prognozach (po uwzględnieniu liczby dni roboczych w roku), że w 2005 r. tempo wzrostu PKB obszaru euro zwiększy się. Projekcje ekspertów Eurosystemu i prognozy OECD podają roczne stopy wzrostu skorygowane o liczbę dni roboczych, natomiast w pozostałych prognozach nie określono, czy przedstawione dane są skorygowane o liczbę dni roboczych, czy nie.

**Tabela A: Porównanie prognoz wzrostu realnego PKB dla obszaru euro**

(procentowe zmiany roczne)

	Data publikacji	2004	2005	2006
Komisja Europejska	październik 2004 r.	2,1	2,0	2,2
MFW	wrzesień 2004 r.	2,2	2,2	brak danych
OECD	listopad 2004 r.	1,8	1,9	2,5
Consensus Economics Forecasts	listopad 2004 r.	1,9	1,9	brak danych
Survey of Professional Forecasters	listopad 2004 r.	1,9	2,0	2,2

*Źródła: European Commission Economic Forecasts Autumn 2004; IMF World Economic Outlook September 2004; OECD Economic Outlook No. 76; Consensus Economics Forecasts oraz Survey of Professional Forecasters EBC. Prognozy Komisji Europejskiej i IMF World Economic Outlook podają stopy wzrostu nieskorygowane o liczbę dni roboczych.*

Z wyjątkiem prognozy OECD, która przewiduje średnioroczną inflację HICP w 2005 r. na poziomie 2,0%, pozostałe prognozy przewidują spadek tego wskaźnika do poziomu od 1,8% do 1,9%. Na 2006 r. zarówno Komisja Europejska, jak OECD przewidują spadek inflacji HICP do poziomu 1,7%, natomiast według Survey of Professional Forecasters inflacja HICP wyniesie 1,9%.

**Tabela B: Porównanie prognoz inflacji HICP ogółem w obszarze euro**

(procentowe zmiany roczne)

	Data publikacji	2004	2005	2006
Komisja Europejska	październik 2004 r.	2,1	1,9	1,7
MFW	wrzesień 2004 r.	2,1	1,9	brak danych
OECD	listopad 2004 r.	2,1	2,0	1,7
Consensus Economics Forecasts	listopad 2004 r.	2,2	1,9	brak danych
Survey of Professional Forecasters	listopad 2004 r.	2,1	1,9	1,9

*Źródła: European Commission Economic Forecasts Autumn 2004; IMF World Economic Outlook September 2004; OECD Economic Outlook No. 76; Consensus Economics Forecasts oraz Survey of Professional Forecasters EBC.*