



**EUROPEJSKI BANK CENTRALNY**

## **Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu dla obszaru euro**

*W oparciu o informacje dostępne na dzień 17 maja 2004 r. eksperci Eurosystemu opracowali projekcje kształtowania się sytuacji makroekonomicznej obszaru euro<sup>1</sup>. Przewidują one, że średnioroczna dynamika realnego PKB wyniesie od 1,4% do 2,0% w 2004 r. oraz od 1,7% do 2,7% w 2005 r. Średnia stopa wzrostu zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych (HICP) ogółem przewidywana jest na poziomie od 1,9% do 2,3% w 2004 r. oraz od 1,1% do 2,3% w 2005 r.*

Projekcje opierają się na szeregu założeń dotyczących wysokości stóp procentowych, kursów walutowych, cen ropy naftowej, handlu światowego poza obszarem euro oraz polityki fiskalnej w różnych krajach. Przyjęto w szczególności techniczne założenie, że w horyzoncie czasowym projekcji krótkoterminowe rynkowe stopy procentowe i kursy walut 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 zostały konkretnie sprecyzowane i ich akceptacja w procesie legislacyjnym jest prawdopodobna.

W celu uwzględnienia niepewności, jaką obciążone są projekcje, wyniki dla każdej zmiennej przedstawiane są w postaci przedziału. Przedziały te określono w oparciu o różnice pomiędzy wcześniejszymi projekcjami formułowanymi przez banki centralne obszaru euro przez szereg lat a ich realizacją. Rozpiętość przedziału odpowiada dwukrotności średniej wartości bezwzględnej tych różnic.

---

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

<sup>2</sup> Przyjęto, że krótkoterminowe stopy procentowe (mierzone 3-miesięczną stopą Euribor) w horyzoncie czasowym projekcji pozostaną na stałym poziomie nieco powyżej 2,0%. Z założenia technicznego niezmienności kursów walutowych wynika, że w horyzoncie czasowym projekcji kurs euro do dolara amerykańskiego pozostanie na poziomie 1,19, a efektywny kurs walutowy euro będzie o 0,9% wyższy niż średnia dla roku 2003. Oczekiwania rynku w zakresie nominalnej rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych obszaru euro zakładają niewielką zwyżkę, z poziomu średnio 4,3% w 2004 r. do średnio 4,4% w 2005 r. W oparciu o tendencję rysującą się na rynkach terminowych przyjęto założenie, że średnioroczne ceny ropy naftowej w 2005 r. spadną do 31,8 USD za baryłkę z poziomu 34,6 USD za baryłkę w 2004 r. W przypadku cen surowców (z wyłączeniem nośników energii) liczonych w USD przewidywany jest ich wzrost o 18% w 2004 r. i utrzymanie się na zasadniczo niezmiennym poziomie w 2005 r.

## **Środowisko międzynarodowe**

Od jesieni 2003 r. symptomy ożywienia gospodarczego na świecie umocniły się i poszerzyły zasięg, po części dzięki ekspansywnej polityce gospodarczej i korzystnym warunkom finansowania, ale również dzięki poprawie finansów przedsiębiorstw. Przy założeniu stopniowego spadku cen ropy naftowej oraz umiarkowanych premii za ryzyko na rynkach finansowych wpisanych we wspomniane założenia, oczekuje się, że w horyzoncie czasowym projekcji ożywienie pozostanie ugruntowane.

Oczekuje się, że do wzrostu gospodarczego na świecie przyczynią się głównie Stany Zjednoczone i Azja (bez Japonii). W Stanach Zjednoczonych oczekiwanym motorem wzrostu ma być ożywienie inwestycji, któremu w sytuacji dalszej poprawy na rynku pracy sprzyjać będzie ugruntowana konsumpcja prywatna. Oczekuje się, że tempo wzrostu PKB w krajach Azji (bez Japonii) pozostanie wysokie, odzwierciedlając dynamikę wzrostu rynków wewnętrznych. Dla innych regionów rysuje się bardziej zróżnicowany obraz, choć silny popyt ze strony Stanów Zjednoczonych i krajów azjatyckich (bez Japonii) powinien w większości regionów stanowić impuls do zwiększonej aktywności. Oczekuje się, że gospodarka Japonii będzie nadal podążać obecną ścieżką ożywienia, a popyt wewnętrzny odczuje pozytywne skutki wdrażanych reform strukturalnych oraz zmniejszenia presji deflacyjnej. Oczekuje się, że w horyzoncie czasowym projekcji utrzyma się tempo wzrostu realnego PKB w Wielkiej Brytanii. Ponadto przewiduje się, że kraje, które przystąpiły do UE z dniem 1 maja 2004 r. oraz gospodarki w okresie transformacji będą nadal rozwijać się w stosunkowo szybkim tempie. Ogółem *dynamika realnego PKB w gospodarce światowej poza obszarem euro* powinna wzrosnąć z poziomu 4,5% w 2003 r. do około 5,0% zarówno w 2004 r., jak i w 2005 r.

Zakłada się, że dynamika handlu światowego będzie się kształtować zgodnie z tendencjami wzrostu realnego PKB na świecie. Oczekuje się, że dynamika *zewnętrznych rynków eksportowych obszaru euro* wzrośnie do około 8% zarówno w 2004, jak i w 2005 roku, z poziomu nieco poniżej 6% w 2003 r.

## **Projekcje wzrostu realnego PKB**

Przewiduje się, że po odnotowaniu wzrostu w pierwszym kwartale bieżącego roku, stopa wzrostu realnego PKB obszaru euro w ujęciu kwartał do kwartału w horyzoncie czasowym projekcji pozostanie stosunkowo wysoka, przy czym możliwe są wahania kwartalnych stóp wzrostu w ciągu roku 2004. Przewiduje się, że średnioroczna dynamika realnego PKB wzrośnie do poziomu pomiędzy 1,4% a 2,0% w 2004 r., a w 2005 r. wyniesie od 1,7% do 2,7%. Zakładane zwiększenie popytu zewnętrznego powinno doprowadzić do ożywienia dynamiki eksportu z obszaru euro, mimo pewnego spadku udziału w rynku ze względu na aprecjację euro w przeszłości. Ponadto oczekuje się, że w horyzoncie czasowym projekcji ożywienie gospodarcze w obszarze euro dotknie różnych składowych PKB, przy bardziej dynamicznym wzroście zarówno inwestycji, jak i konsumpcji prywatnej. Zgodnie z projekcjami przyrost zapasów i eksport netto nie przyczynią się w znaczący sposób do wzrostu realnego PKB.

Zgodnie z normalnym przebiegiem cyklu koniunkturalnego przewiduje się, że *łączny poziom zatrudnienia* w 2004 r. będzie rósł powoli, zanim przyspieszy w 2005 r. Oczekuje się, że podaż siły roboczej będzie rosła w miarę jak poprawa perspektyw zatrudnienia doprowadzi do wzrostu współczynnika aktywności zawodowej. Z

projekcji co do podaży siły roboczej oraz stopy zatrudnienia wynika, że stopa bezrobocia zacznie się obniżać pod koniec horyzontu czasowego projekcji.

Wśród składników PKB z kategorii wydatków wewnętrznych, przewiduje się, że średnioroczny wzrost *konsumpcji prywatnej* wyniesie od 1,0% do 1,4% w 2004 r., po okresie stagnacji przez znaczną część 2003 r. W 2005 r. przewiduje się wzrost konsumpcji prywatnej do poziomu od 1,4% do 2,6%. Zgodnie z projekcjami, wydatki konsumpcyjne będą się kształtować zasadniczo zgodnie z dynamiką realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Oczekuje się, że w okresie analizowanych dwóch lat stopa oszczędności gospodarstw domowych utrzyma się na podobnym poziomie. Obawy związane z rozwojem sytuacji finansów publicznych, a zwłaszcza długookresowymi perspektywami systemów publicznej opieki zdrowotnej i zabezpieczenia emerytalnego prawdopodobnie nadal będą hamować spadek stopy oszczędności w horyzoncie czasowym projekcji. Niemniej jednak oczekuje się stopniowego wzrostu zaufania konsumentów w miarę postępującego ożywienia gospodarczego i poprawy warunków na rynku pracy, co powinno ograniczyć zapobiegawcze gromadzenie oszczędności. Przewiduje się, że w 2004 r. realny wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych pozostanie stosunkowo ograniczony ze względu na słabą dynamikę zatrudnienia; w 2005 r. powinien mu sprzyjać wyższy wzrost zatrudnienia i wyższe – na skutek niższej inflacji – płace realne. Pozytywny wpływ cięć podatków dochodowych i składek na ubezpieczenia społeczne na realne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych w 2004 r. zrównoważy w dużym stopniu wyższe podatki pośrednie i ceny kontrolowane (w tym opłaty za usługi zdrowotne). Na koniec, biorąc pod uwagę aktualne plany budżetowe, zakłada się, że w horyzoncie czasowym projekcji udział *konsumpcji zbiorowej* w wzroście realnego PKB będzie się obniżał.

Od czwartego kwartału 2003 r. dynamika *nakładów inwestycyjnych* w ujęciu kwartał do (poprzedniego) kwartału jest znów dodatnia i przewiduje się, że przyczyniać się będzie do ożywienia popytu wewnętrznego w obszarze euro w horyzoncie czasowym projekcji. Przewiduje się, że średnioroczna dynamika wzrośnie do poziomu od 0,7% do 2,9% w 2004 r., zaś w 2005 r. wyniesie od 1,9% do 5,1%. Ożywienie inwestycji razem ma wynikać głównie z *inwestycji przedsiębiorstw*, którym sprzyjają poprawa światowego środowiska gospodarczego oraz niski poziom realnych stóp procentowych. Przewiduje się, że po kilku latach spadków *prywatne inwestycje mieszkaniowe* odnotują umiarkowane dodatnią stopę wzrostu w horyzoncie czasowym projekcji.

Przechodząc do handlu zagranicznego, przewiduje się wzrost średniorocznej dynamiki eksportu do poziomu od 3,2% do 6,0% w 2004 r. oraz od 5,0% do 8,2% w 2005 r.<sup>3</sup> Dynamika eksportu poza obszar euro początkowo pozostanie nieco niższa niż dynamika eksportu na rynki wewnętrzne obszaru euro, po części wskutek aprecjacji euro w przeszłości. Średnioroczny wzrost importu wyniesie według projekcji od 2,8% do 6,2% w 2004 r. oraz od 5,0% do 8,4% w 2005 r. Projekcja dynamiki importu ogółem odzwierciedla głównie strukturę łącznych wydatków obszaru euro na dobra finalne, ale również opóźniony wpływ aprecjacji euro w przeszłości na wzrost tego wskaźnika.

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

---

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

Szacuje się, że przeciętny wzrost ogólnego *zharmonizowanego wskaźnika cen konsumpcyjnych (HICP)* wyniesie od 1,9% do 2,3% w 2004 r. oraz od 1,1% do 2,3% w 2005 r. W oparciu o wymienione wcześniej założenia odnośnie cen ropy, przewiduje się, że ceny energii będą miały znaczący udział w inflacji mierzonej wskaźnikiem HICP w 2004 r., natomiast w 2005 r. ich wpływ będzie neutralny. Wprowadzone w początkach 2004 r. podwyżki podatków pośrednich oraz cen kontrolowanych spowodują w bieżącym roku znaczący wzrost innych niż ceny energii składowych wskaźnika HICP. W 2005 r. przewiduje się wyhamowanie wzrostu składowych wskaźnika innych niż ceny energii, odzwierciedlające zmniejszenie wewnętrznej presji na koszty oraz ograniczony wzrost cen importu. Ponadto założenia fiskalne uwzględniają jedynie umiarkowany wpływ podwyżek podatków pośrednich i cen kontrolowanych w 2005 r. na poziom wskaźnika HICP.

W 2003 r. ceny importowe nadal spadały wskutek aprecjacji euro trwającej od wiosny 2002 r. oraz słabej presji inflacyjnej z zewnątrz. Oczekuje się, że ich dynamika w 2004 r. pozostanie ograniczona, ze względu na to, że wyższe ceny ropy naftowej równoważą opóźnione skutki aprecjacji euro w przeszłości. Projekcja przewiduje nieznaczny wzrost cen importowych dopiero w 2005 r.

Biorąc pod uwagę aktualne porozumienia płacowe i niewielką poprawę warunków na rynku pracy, przyjmuje się, że wzrost przeciętnych wynagrodzeń (w ujęciu nominalnym) pozostanie zasadniczo niezmienny w przyjętym horyzoncie czasowym. Z projekcji tempa wzrostu realnego PKB oraz zatrudnienia wynika, że w horyzoncie czasowym projekcji nastąpi wzrost wydajności pracy, którego tempo zbliży się w początkach 2005 r. do swej długoterminowej średniej. W związku z tym przewiduje się, że w 2004 i 2005 r. dynamika *jednostkowych kosztów pracy* obniży się. Spadkowi temu towarzyszyć będzie umiarkowane poszerzenie *marży zysku*, co z kolei powinno sprzyjać inwestycjom.

**Tabela: Projekcje makroekonomiczne**

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

	2003	2004	2005
HICP	2,1	1,9 – 2,3	1,1 – 2,3
PKB (w ujęciu realnym)	0,5	1,4 – 2,0	1,7 – 2,7
Konsumpcja zbiorowa	1,0	1,0 – 1,4	1,4 – 2,6
Konsumpcja publiczna	2,0	0,9 – 1,9	0,4 – 1,4
Nakłady brutto na środki trwałe	-0,8	0,7 – 2,9	1,9 – 5,1
Eksport (towary i usługi)	-0,2	3,2 – 6,0	5,0 – 8,2
Import (towary i usługi)	1,7	2,8 – 6,2	5,0 – 8,4

- 1) Dla każdej zmiennej i dla każdego horyzontu czasowego przedziały wyznaczone są na podstawie średniej wartości bezwzględnej różnicy pomiędzy wcześniejszymi projekcjami banków centralnych obszaru euro a ich realizacją. Projekcje realnego PKB i jego składowych podawane są w ujęciu skorygowanym o liczbę dni roboczych w roku. Projekcje wysokości eksportu i importu uwzględniają wymianę handlową pomiędzy krajami obszaru euro.

## Ramka A

### Porównanie z projekcjami z grudnia 2003 r.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym w grudniu 2003 r., projekcje wzrostu PKB dla obszaru euro pozostały niemal niezmienione. Niewielka korekta w dół w 2005 r. jest wynikiem zmian projekcji kształtowania się kwartalnych stóp wzrostu dla roku 2004, które automatycznie zmniejszają średnioroczną stopę wzrostu dla 2005 r.

Dolną granicę przedziału przewidywanej rocznej stopy wzrostu wskaźnika HICP ogółem dla 2004 r. skorygowano w górę. Zmianę tę można w znacznym stopniu wyjaśnić korektą w górę założeń technicznych odnośnie cen ropy naftowej, wyższych zarówno dla 2004, jak i 2005 roku (odpowiednio o 30% i 20%). Wpływ cen ropy na projekcje inflacji HICP obszaru euro ograniczają jednak różne czynniki. Po pierwsze, projekcje składowej cen żywności wskaźnika HICP zostały skorygowane w dół w porównaniu z projekcjami z grudnia 2003 r., ze względu na to, że wpływ podwyżek żywności w 2003 r. związanych z warunkami agrometeorologicznymi ustąpił wcześniej niż oczekiwano. Po drugie, podwyżki opodatkowania wyrobów tytoniowych wprowadzone w początkach 2004 r. okazały się nieco niższe niż przewidywano w założeniach fiskalnych będących podstawą projekcji z grudnia 2003 r. Po trzecie, założenia odnośnie wzrostu przeciętnych wynagrodzeń (w ujęciu nominalnym) w horyzoncie czasowym projekcji zostały nieznacznie zrewidowane w dół w porównaniu z projekcjami z grudnia 2003 r. Spowodowało to również niewielką rewizję w dół stopy wzrostu jednostkowych kosztów pracy w 2004 r.

### Porównanie projekcji makroekonomicznych

*(zmiany średnioroczne w procentach)*

	2003	2004	2005
HICP – czerwiec 2004 r.	2,1	1,9 – 2,3	1,1 – 2,3
HICP – grudzień 2003 r.	2,0 - 2,2	1,3 - 2,3	1,0 – 2,2
PKB (w ujęciu realnym) – czerwiec 2004 r.	0,5	1,4 – 2,0	1,7 – 2,7
PKB (w ujęciu realnym) – grudzień 2003 r.	0,2 – 0,6	1,1 – 2,1	1,9 – 2,9

## Ramka B

### Prognozy innych instytucji

Wiele instytucji - zarówno organizacji międzynarodowych, jak i podmiotów prywatnych - sporządza prognozy dla obszaru euro. Jednakże prognozy te nie są do końca porównywalne między sobą ani też z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu, ponieważ są finalizowane w różnych terminach i stosują odmienne metody określania założeń dla zmiennych fiskalnych, finansowych i zewnętrznych. Prognozy ujęte w publikacjach „Consensus Economics Forecasts” oraz „ECB Survey of Professional Forecasters” stosują całą gamę niesprecyzowanych założeń. W przeciwieństwie do projekcji ekspertów Eurosystemu, inne prognozy nie są zazwyczaj uwarunkowane założeniem niezmienności krótkoterminowych stóp procentowych w przyjętym horyzoncie czasowym.

Mimo odmiennych założeń, obecnie dostępne prognozy innych instytucji są jednak zgodne co do tego, że nastąpi stopniowy wzrost aktywności gospodarcza obszaru euro, wskutek czego średnioroczna stopa wzrostu PKB wyniesie nieco ponad 1½% w 2004 r. oraz od 2% do 2½% w 2005 r. Prognozy te są bardzo podobne dla roku 2004, natomiast różnią się dla 2005 r. Prognozy Komisji Europejskiej, OECD oraz MFW przewidują roczny wzrost PKB w 2005 r. na poziomie 2,3% lub 2,4%, podczas gdy prognozy „Consensus Economic Forecasts” oraz „Survey of Professional Forecasters” zapowiadają roczny wzrost PKB na poziomie odpowiednio 2,0% i 2,1%.

**Tabela 1: Porównanie prognoz dynamiki realnego PKB obszaru euro**

(roczne zmiany w procentach)

	Data publikacji	2003	2004	2005
Komisja Europejska	kwiecień 2004	0,4	1,7	2,3
MFW	kwiecień 2004	0,4	1,7	2,3
OECD	kwiecień 2004	0,5	1,6	2,4
Consensus Economics Forecasts	kwiecień 2004	0,4	1,6	2,0
Survey of Professional Forecasters	kwiecień 2004	0,5	1,6	2,1

Źródła: European Commission Economic Forecasts Spring 2004; IMF World Economic Outlook April 2004; OECD Economic Outlook No. 75; Consensus Economics Forecasts oraz ECB's Survey of Professional Forecasters.

Uwaga: prognozy Komisji Europejskiej podają roczne stopy wzrostu nie skorygowane ze względu na liczbę dni wolnych od pracy w danym roku, przez co stopy te dla 2004 r. są wyższe o około ¼ punktu procentowego od wielkości uwzględniających liczbę dni roboczych, użytych w projekcjach Eurosystemu, ze względu na wyższą liczbę dni roboczych w bieżącym roku. OECD podaje w swych prognozach roczne stopy wzrostu uwzględniające liczbę dni roboczych w roku, natomiast pozostałe prognozy nie podają, czy zawarte w nich dane zostały skorygowane o ten czynnik.

Prognozy przewidują spadek średniorocznej inflacji HICP do poziomu 1,7%-1,8% w 2004 r. Prognozy dla roku 2005 r. przewidują inflację HICP na poziomie 1,6%, z wyjątkiem „Survey of Professional Forecasters” oraz prognoz OECD, według których wyniesie ona odpowiednio 1,8% i 1,4%.

**Tabela 2: Porównanie prognoz całkowitej inflacji HICP w obszarze euro**

(roczne zmiany w procentach)

	Data publikacji	2003	2004	2005
Komisja Europejska	kwiecień 2004	2,1	1,8	1,6
MFW	kwiecień 2004	2,1	1,7	1,6
OECD	kwiecień 2004	2,1	1,7	1,4
Consensus Economics Forecasts	kwiecień 2004	2,1	1,7	1,6
Survey of Professional Forecasters	kwiecień 2004	2,1	1,8	1,8

Źródła: European Commission Economic Forecasts Spring 2004; IMF World Economic Outlook April 2004; OECD Economic Outlook No. 75; Consensus Economics Forecasts oraz ECB's Survey of Professional Forecasters.