



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM



W 2013 roku
wszystkie
publikacje EBC
będą zawierały
motyw pochodzący
z banknotu
5 euro.

BIULETYN MIESIĘCZNY STRESZCZENIE

MARZEC 2013

© Europejski Bank Centralny 2013

Adres

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt nad Menem, Niemcy

Adres do korespondencji

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main, Niemcy

Telefon

+49 69 1344 0

Fax

+49 69 1344 6000

Internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Biuletyn został przygotowany pod kontrolą Zarządu EBC.

Od września 2012 r. Narodowy Bank Polski zaprzestaje tłumaczenia kwartalnych wersji „Biuletynu Miesięcznego” EBC.

NBP będzie publikował – tak jak inne banki centralne spoza strefy euro – streszczenia „Biuletynu Miesięcznego” EBC, które zawierają „Artykuł wstępny”, „Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu dla strefy euro” oraz streszczenia poszczególnych rozdziałów.

Wszelkie prawa zastrzeżone. Zezwala się na wykorzystywanie materiałów zawartych w Biuletynie do celów edukacyjnych i niekomercyjnych pod warunkiem podania źródła.

Dane statystyczne zamieszczone w Biuletynie – stan na dzień 6 marca 2013 r.

ISSN 1830 009X (internet)



ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 7 marca Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Tak jak oczekiwano, stopa inflacji HICP nadal się obniżała i w lutym spadła poniżej 2%. W horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej presja cenowa powinna pozostać ograniczona. Tempo wzrostu podaży pieniądza jest, co do tendencji, nadal niewielkie. Oczekiwania inflacyjne dotyczące strefy euro pozostają mocno zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, jakim jest utrzymanie inflacji w średnim okresie poniżej, ale blisko 2%. Powyższa sytuacja pozwala zatem na utrzymanie akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej. Dostępne dane nadal wskazują, że osłabienie gospodarcze trwało jeszcze na początku roku, ale potwierdzają też, że wiele wskaźników się stabilizuje, choć na niskich poziomach. Jednocześnie na aktywności gospodarczej będzie się nadal odbijać proces koniecznych dostosowań bilansowych w sektorze publicznym i prywatnym. Później w 2013 r. aktywność gospodarcza powinna się stopniowo ożywiać, do czego przyczyni się umocnienie popytu światowego i akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej. W celu podtrzymania zaufania rządu powinny koniecznie w dalszym ciągu realizować reformy strukturalne, kontynuować konsolidację fiskalną, wykorzystując osiągnięte już postępy, oraz nadal prowadzić restrukturyzację sektora finansowego.

Jeśli chodzi o sytuację płynnościową banków, dotychczas kontrahenci spłacili 224,8 mld EUR z kwoty 1018,7 mld EUR uzyskanej z dwóch trzyletnich dłuższych operacji refinansujących, rozstrzygniętych w grudniu 2011 r. i marcu 2012 r. W ujęciu netto wynika stąd, że z kwoty ok. 500 mld EUR, o jaką wzrosły środki uzyskane przez banki w ramach refinansowania w operacjach polityki pieniężnej EBC między połową grudnia 2011 r. i początkiem marca 2012 r., ok. 200 mld EUR już zwrócono. Spłaty te są odzwierciedleniem poprawy zaufania na rynkach finansowych w ostatnich miesiącach oraz ustępowania segmentacji rynków finansowych. Rada Prezesów uważnie monitoruje warunki panujące na rynku pieniężnym

i ich potencjalny wpływ na nastawienie polityki pieniężnej oraz funkcjonowanie transmisji impulsów tej polityki do gospodarki. Nastawienie polityki pieniężnej pozostanie akomodacyjne, z zasilaniem w płynność w trybie przetargów z pełnym przydziałem.

W dziedzinie analizy ekonomicznej wyniki PKB za IV kw. 2012 r. były słabe – druga tura szacunków Eurostatu wskazuje na spadek PKB o 0,6% kwartał do kwartału. Spadek ten był spowodowany głównie obniżeniem się popytu wewnętrznego, ale wiązał się także ze słabym eksportem. Jeśli chodzi o rok 2013, z najnowszych danych i wskaźników wynika, że w pierwszej części roku aktywność gospodarcza powinna zacząć się stabilizować. W drugiej części roku powinno się rozpocząć stopniowe ożywienie: coraz silniejszy popyt światowy powinien pozytywnie oddziaływać na wzrost eksportu, a akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej – korzystnie wpływać na popyt wewnętrzny. Ponadto poprawa sytuacji na rynkach finansowych trwająca od lipca ubiegłego roku oraz dalsza realizacja reform strukturalnych powinny być coraz bardziej odczuwalne w gospodarce. Jednocześnie na aktywności gospodarczej będzie się nadal negatywnie odbijać proces koniecznych dostosowań bilansowych w sektorze publicznym i prywatnym oraz związane z tym trudne warunki kredytowe.

Podobną ocenę przedstawiają projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC dla strefy euro z marca 2013 r., zgodnie z którymi średnioroczna dynamika realnego PKB w 2013 r. ma wynieść między -0,9% a -0,1%, zaś w 2014 r. między 0,0% a 2,0%. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z grudnia 2012 r. przedziały wartości zostały nieco przesunięte w dół. Korekta projekcji na 2013 r. odzwierciedla głównie bardziej negatywny efekt przeniesienia wynikający z wyniku realnego PKB za IV kw. 2012 r., natomiast prognozowana ścieżka ożywienia pozostała ogólnie niezmienną.

Rada Prezesów nadal dostrzega ujemne czynniki ryzyka związane z perspektywami gospo-

darczymi strefy euro, w tym możliwość, że popyt wewnętrzny i eksport okażą się słabsze niż oczekiwano, oraz że realizacja reform strukturalnych w strefie euro będzie powolna lub niewystarczająca. Czynniki te mogą osłabić poprawę zaufania, a tym samym opóźnić proces ożywienia.

Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w lutym 2013 r. wyniosła 1,8%, wobec 2,0% w styczniu. Obecny spadek rocznej stopy inflacji wynika przede wszystkim z dwóch komponentów indeksu cen: energii i żywności. Jeśli chodzi o dalsze perspektywy, w ujęciu miesięcznym inflacja ogólna może wprawdzie wykazywać pewną zmienność, ale co do tendencji – w warunkach słabej aktywności gospodarczej w strefie euro – presja cenowa powinna pozostać ograniczona. Oczekiwania inflacyjne są mocno zakotwiczone i zgodne z definicją stabilności cen w średnim okresie.

Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC dla strefy euro z marca 2013 r. przewidują, że roczna inflacja HICP wyniesie w 2013 r. między 1,2% a 2,0%, zaś w 2014 r. między 0,6% a 2,0%. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z grudnia 2012 r. przedziały wartości zasadniczo się nie zmieniły.

W ocenie Rady Prezesów czynniki ryzyka wpływające na kształtowanie się cen w średnim okresie nadal zasadniczo się równoważą; w kierunku wzrostu inflacji mogą oddziaływać większe od oczekiwanych podwyżki cen administrowanych i podatków pośrednich oraz wyższe ceny ropy, a w kierunku jej spadku – słabsza aktywność gospodarcza.

W dziedzinie analizy monetarnej dane za styczeń 2013 r. potwierdzają ocenę Rady Prezesów, że podaż pieniądza jest pod względem tendencji wciąż niewielka. Roczna dynamika agregatu M3, która w grudniu 2012 r. wyniosła 3,4%, w styczniu pozostała na zasadniczo niemienionym poziomie 3,5%. Roczna dynamika wąskiego agregatu M1 wzrosła do 6,7%, z 6,3%

w grudniu. W wielu krajach będących w trudnej sytuacji baza depozytowa MIF w styczniu ponownie się umocniła.

Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację kredytów) w styczniu wyniosła -1,5%, wobec -1,3% w grudniu 2012 r. Roczna dynamika kredytów MIF dla gospodarstw domowych nieco osłabła i wyniosła 0,5%, wobec 0,7% w grudniu. Słabość akcji kredytowej wynika w znacznej mierze z obecnej fazy cyklu koniunkturalnego, podwyższonego ryzyka kredytowego oraz trwającego dostosowania bilansów w sektorze finansowym i niefinansowym. Jednocześnie aktualne informacje o dostępie przedsiębiorstw do finansowania wskazują, że warunki kredytowe dla małych i średnich przedsiębiorstw są trudne.

Aby zapewnić właściwe przekładanie się impulsów polityki pieniężnej na warunki finansowania w krajach strefy euro, należy koniecznie nadal zmniejszać segmentację rynków kredytowych w tej strefie oraz – tam, gdzie istnieje taka potrzeba – wzmacniać odporność banków. W osiągnięciu tego celu pomogą zdecydowane działania na rzecz ustanowienia zintegrowanych ram finansowych. Jednym z głównych elementów tych ram będzie jednolity mechanizm nadzoru (Single Supervisory Mechanism, SSM) wraz z jednolitym mechanizmem restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (Single Resolution Mechanism, SRM). Oba mechanizmy są kluczowe dla reintegracji systemu bankowego.

Podsumowując, z analizy ekonomicznej wynika, że sytuacja cenowa powinna pozostać zgodna z definicją stabilności cen w średnim okresie. Ocenę tę potwierdza porównanie z sygnałami płynącymi z analizy monetarnej.

Akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej będzie nadal sprzyjać ożywieniu gospodarczemu w strefie euro, ale konieczne jest, by także polityka fiskalna i strukturalna przyczyniała się do poprawy perspektyw wzrostu gospodarczego w średnim okresie. W dziedzi-

nie polityki fiskalnej zimowa prognoza Komisji Europejskiej 2013 uwzględnia postępy w zmniejszaniu nierównowagi fiskalnej w strefie euro. Oczekuje się, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w całej strefie euro spadł z 4,2% PKB w 2011 r. do 3,5% PKB w 2012 r., a na rok bieżący prognozuje się jego dalsze zmniejszenie do 2,8% PKB. Rządy powinny wykorzystać tę poprawę, by odbudowywać zaufanie do stabilności finansów publicznych. Konsolidacja fiskalna powinna być przy tym częścią kompleksowego programu re-

form strukturalnych, które mają poprawić perspektywy powstawania miejsc pracy, wzrostu gospodarczego i zdolności obsługi zadłużenia. Zdaniem Rady Prezesów w chwili obecnej szczególnie ważne jest zajęcie się problemem obecnego wysokiego bezrobocia długotrwałego oraz bezrobocia wśród młodzieży. Potrzeba do tego dalszych reform rynku produktów i pracy, by tworzyć nowe możliwości zatrudnienia poprzez wspieranie dynamicznego, elastycznego i konkurencyjnego otoczenia gospodarczego.

STRESZCZENIA ROZDZIAŁÓW Z BIULETYNU MIESIĘCZNEGO EBC, MARZEC 2013

I ŚRODOWISKO ZEWNĘTRZNE STREFY EURO

Choć ożywienie gospodarcze na świecie nadal jest stłumione, nierównomierne i kruche, pojawiły się oznaki, że tempo wzrostu przyspiesza. Ciągła poprawa wskaźników ankietowych świadczy o tym, że gospodarka światowa stopniowo się umacnia, przy czym ożywienie prawdopodobnie będzie nadal powolne. W większości dużych gospodarek rozwiniętych spoza strefy euro pojawiły się wstępne oznaki poprawy, lecz istnieją czynniki, które będą w dalszym ciągu osłabiać perspektywy wzrostu w średnim okresie. Na rynkach wschodzących tempo wzrostu, po niewielkim spadku aktywności w 2012 r., obecnie idzie w górę. W związku z tym oczekuje się, że gospodarki te będą mieć znaczny udział w przyspieszeniu światowego wzrostu gospodarczego. Podobnie jak aktywność gospodarcza na świecie, także dynamika handlu światowego wykazuje oznaki stopniowego ożywienia. Jeśli chodzi o ceny konsumpcyjne, ostatnio inflacja w gospodarkach rozwiniętych obniża się, zaś na rynkach wschodzących kształtuje się różnie.

2 SYTUACJA MONETARNA I FINANSOWA

2.1 PIENIĄDZ I KREDYTY MIF

W IV kw. 2012 r. i styczniu 2013 r. dynamika szerokiego pieniądza nieco się umocniła, choć wciąż była niewielka, natomiast dynamika kredytów dla prywatnego sektora niefinansowego była w dalszym ciągu słaba. W związku z tym luka między dynamiką szerokiego pieniądza i dynamiką kredytów dla prywatnego sektora niefinansowego jeszcze się poszerzyła. Jednocześnie ponownie zmalała segmentacja rynku finansowego w strefie euro – proces ten korzystnie wpływa na wzrost podaży pieniądza poprzez poprawę warunków finansowania się banków i napływ kapitału od inwestorów-nierezydentów oraz zmianę rozkładu depozytów w strefie euro. Jednak poprawa sytuacji na rynkach finansowych i w zakresie finansowania się banków nie przełożyła się na zwiększenie napływu kredytów do prywatnego sektora niefinansowego.

2.2 INWESTYCJE FINANSOWE SEKTORÓW NIEFINANSOWYCH I INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH

Roczna dynamika inwestycji finansowych dokonywanych przez sektory niefinansowe w III kw. 2012 r. pozostała na niezmiennym poziomie 2,6% w związku z utrzymującą się słabością otoczenia gospodarczego i ograniczonymi możliwościami inwestycyjnymi. Również roczna dynamika inwestycji finansowych zakładów ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych pozostała ogólnie niezmienną. Natomiast w IV kw. 2012 r. nastąpił wyraźny napływ kapitału do funduszy inwestycyjnych, wynikający głównie z inwestycji w fundusze obligacji, ale także, choć w mniejszym stopniu, w fundusze mieszane i – po dłuższym okresie odpływu kapitału – w fundusze akcji.

2.3 STOPY RYNKU PIENIĘŻNEGO

Między 5 grudnia 2012 r. a 6 marca 2013 r. stopy rynku pieniężnego wykazywały zwiększoną zmienność. Panująca opinia, że obniżka podstawowych stóp procentowych EBC stała się mniej prawdopodobna, w połączeniu z oczekiwaniami dotyczącymi sytuacji płynnościowej wywołały w styczniu przejściowy wzrost stóp rynku pieniężnego. Stopa EONIA w analizowanym okresie minimalnie spadła; jej niski poziom jest odzwierciedleniem rekordowo niskiego poziomu podstawowych stóp procentowych EBC oraz bardzo dużych nadwyżek płynności na rynku pieniężnym overnight.

2.4 RYNKI OBLIGACJI

Między końcem listopada a początkiem marca rentowność długoterminowych obligacji skarbowych o ratingu AAA w strefie euro wzrosła o ok. 6 pkt bazowych i na dzień 6 marca wynosiła ok. 1,8%. W USA rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w tym samym okresie wzrosła o ok. 32 pkt bazowe i 6 marca wynosiła ok. 1,9%. W ocenie rynków ryzyko w strefie euro nadal malało, głównie dzięki dalszym postępom w rozwiązywaniu kryzysu zadłużeniowego oraz panującej opinii, że napięcia w sektorze bankowym słabną, o czym świadczyła m.in. wyższa niż oczekiwano spłata trzyletnich dłuższych operacji refinansujących. Opisana sytuacja utrzymywała się pomimo wystąpienia w niektórych krajach strefy euro niepewności, zwłaszcza pod koniec analizowanego okresu, oraz słabej dynamiki wzrostu gospodarczego w tej strefie, który nadal był niższy, niż oczekiwały rynki. W USA głównym czynnikiem wpływającym na nastroje rynkowe był przebieg negocjacji w sprawie limitu długu publicznego. Na sytuację na rynkach obligacji przedsiębiorstw wpływały też ogólnie pozytywne nastroje na rynkach, o czym świadczą spadki spreadów obligacji korporacyjnych emitentów o ratingu BBB i obligacji wysokodochodowych. Z rynkowych wskaźników długookresowych oczekiwań inflacyjnych wynika, że oczekiwania uczestników rynku co do przyszłej inflacji pozostają całkowicie spójne z definicją stabilności cen.

2.5 RYNKI AKCJI

Między końcem listopada 2012 r. a 6 marca 2013 r. ceny akcji w strefie euro wzrosły o ok. 6%, zaś w USA o ok. 9%. W warunkach słabej dynamiki wzrostu gospodarczego głównym czynnikiem wpływającym na ceny akcji w strefie euro nadal są postępy polityczne w rozwiązywaniu kryzysu zadłużeniowego. W USA największy wpływ na ceny akcji wywarła tymczasowa umowa w sprawie limitu długu publicznego. Poziom niepewności na rynku akcji, mierzony zmiennością implikowaną, pozostał niski z perspektywy historycznej, choć niepewność panująca w niektórych krajach strefy euro, zwłaszcza pod koniec analizowanego okresu, wywołała nieznaczny wzrost zmienności rynku akcji w strefie euro.

2.6 PRZEPIŁYWY FINANSOWE I SYTUACJA FINANSOWA PRZEDSIĘBIORSTW

Między październikiem 2012 r. a styczniem 2013 r. realny koszt finansowania przedsiębiorstw w strefie euro jeszcze się obniżył, głównie w wyniku wyraźnego spadku realnego kosztu finansowania rynkowego. Co do przepływów finansowych, roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw w IV kw. 2012 r. ponownie spadła. Niska dynamika kredytów nadal wynika ze słabego popytu, trudnych warunków kredytowania w niektórych częściach strefy euro oraz przyspieszenia w IV kw. 2012 r. procesu zastępowania kredytów bankowych alternatywnymi źródłami finansowania, takimi jak papiery dłużne.

2.7 PRZEPIŁYWY FINANSOWE I SYTUACJA FINANSOWA SEKTORA GOSPODARSTW DOMOWYCH

W zakresie warunków finansowania gospodarstw w strefie euro w IV kw. 2012 r. oprocentowanie kredytów było zmienne, przy czym występowały znaczne podobieństwa między krajami. Roczna dynamika kredytów MIF dla gospodarstw domowych (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację kredytów) w IV kw. 2012 r. obniżyła się do 0,8%, a potem w styczniu 2013 r. jeszcze do 0,5%. Tym samym najnowsze dane nadal wskazują na brak większych zmian w poziomie kredytów zaciąganych przez gospodarstwa domowe, związany m.in. z koniecznością redukcji ich zadłużenia w niektórych krajach. Szacuje się, że stosunek zadłużenia gospodarstw domowych do dochodów rozporządzalnych brutto w IV kw. jeszcze nieco wzrósł, gdyż dochody nie zmieniły się, a dług nieco się zwiększył. Jednocześnie szacowane obciążenie gospodarstw domowych z tytułu płatności odsetkowych pozostało zasadniczo niezmienione.

3 CENY I KOSZTY

Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w lutym 2013 r. wyniosła 1,8%, wobec 2,0% w styczniu. Obecny spadek rocznej stopy inflacji wynika przede wszystkim z dwóch komponentów indeksu cen: energii i żywności. Jeśli chodzi o dalsze perspektywy, w ujęciu miesięcznym inflacja ogólna może wprawdzie wykazywać pewną zmienność, ale co do tendencji – w warunkach słabej aktywności gospodarczej w strefie euro – presja cenowa powinna pozostać ograniczona. Oczekiwania inflacyjne są mocno zakotwiczone i zgodne z definicją stabilności cen w średnim okresie.

Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC dla strefy euro z marca 2013 r. przewidują, że roczna inflacja HICP wyniesie w 2013 r. między 1,2% a 2,0%, zaś w 2014 r. między 0,6% a 2,0%. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z grudnia 2012 r. przedziały wartości zasadniczo się nie zmieniły. Czynniki ryzyka mogące wpłynąć na kształtowanie się cen w średnim okresie nadal zasadniczo się równoważą.

4 PRODUKCJA, POPYT I RYNEK PRACY

Wyniki PKB za IV kw. 2012 r. były słabe – druga tura szacunków Eurostatu wskazuje na spadek PKB o 0,6% kwartał do kwartału. Spadek ten był spowodowany głównie obniżeniem się popytu wewnętrznego, ale wiązał się także ze słabym eksportem. Jeśli chodzi o rok 2013, z najnowszych danych i wskaźników wynika, że w pierwszej części roku aktywność gospodarcza powinna zacząć się stabilizować. W drugiej części roku powinno się rozpocząć stopniowe ożywienie: coraz silniejszy popyt światowy powinien pozytywnie oddziaływać na wzrost eksportu, a akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej – korzystnie wpływać na popyt wewnętrzny. Ponadto poprawa sytuacji na rynkach finansowych, trwająca od lipca ubiegłego roku, oraz dalsza realizacja reform strukturalnych powinny być coraz bardziej odczuwalne w gospodarce. Jednocześnie na aktywności gospodarczej będzie się nadal negatywnie odbijać proces koniecznych dostosowań bilansowych w sektorze publicznym i prywatnym oraz związane z tym trudne warunki kredytowe.

Podobną ocenę przedstawiają projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC dla strefy euro z marca 2013 r., zgodnie z którymi średnioroczna dynamika realnego PKB w 2013 r. ma wynieść między -0,9% a -0,1%, zaś w 2014 r. między 0,0% a 2,0%. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z grudnia 2012 r. przedziały wartości zostały nieco przesunięte w dół. Wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro nadal przeważają czynniki negatywne.

5 FINANSE PUBLICZNE

Zgodnie z pierwszą pełną zimową prognozą Komisji Europejskiej 2013 konsolidacja fiskalna powinna posuwać się naprzód. Szacuje się, że w 2012 r. deficyt publiczny w strefie euro obniżył się do 3,5% PKB, i prognozuje, że w latach 2013 i 2014 jeszcze spadnie. Jednocześnie zgodnie z prognozą wskaźnik długu do PKB powinien rosnąć, choć coraz wolniej, i w 2014 r. osiągnąć 95,2% PKB. Aby zmniejszyć ryzyko dla stabilności finansów publicznych i umocnić przekonanie o prawidłowym funkcjonowaniu UGW, potrzebne jest dalsze dostosowanie fiskalne. Kraje objęte procedurą nadmiernego deficytu powinny skorygować deficyt zgodnie z postanowieniami paktu stabilności i wzrostu.

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 euro¹. 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 rosnąć. 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 amerykańskich² 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 wdro-

1 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.

2 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.

żono 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.

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 konku-

rencyjności 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 1 Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro

(średnioroczne zmiany w procentach)¹

	2012	2013	2014
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 obniżać 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 niżej niż w projekcjach z grudnia 2012 r., co wynika głównie z mocniejszego kursu euro.

Tabela 2 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.

Zestawienie prognoz wzrostu realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro

(średnioroczne zmiany w procentach)					
	Data publikacji	Dynamika PKB		Inflacja HICP	
		2012	2013	2012	2013
MFW	list. 2012	-0,1	1,3	1,6	1,2
Survey of Professional Forecasters	luty 2013	-0,3	1,4	1,8	1,5
Consensus Economics Forecasts	sty. 2013	-0,2	1,0	1,6	1,4
Euro Zone Barometer	luty 2013	0,0	1,1	1,8	1,8
OECD	luty 2013	-0,2	1,0	1,8	1,7
Komisja Europejska	luty 2013	-0,1	1,2	1,9	1,8
Projekcje ekspertów Eurosystemu	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.