



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM



BIULETYN MIESIĘCZNY STRESZCZENIE

WRZESIEŃ 2014

W 2014 roku
wszystkie
publikacje EBC
będą zawierały
motyw pochodzący
z banknotu
20 euro.

© Europejski Bank Centralny 2014

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 3 września 2014 r.

ISSN 1830 009X (internet)



ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 4 września 2014 r. Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, obniżyć stopę procentową podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu o 10 punktów bazowych – do 0,05%, stopę kredytu w banku centralnym o 10 punktów bazowych – do 0,30% oraz stopę depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 10 punktów bazowych – do -0,20%. Ponadto Rada Prezesów podjęła decyzję o rozpoczęciu skupu aktywów emitowanych przez podmioty niefinansowe sektora prywatnego. W ramach programu skupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABS) Eurosystem dokona zakupu szerokiej gamy prostych i przejrzystych papierów ABS, których zabezpieczeniem są należności od niefinansowego sektora prywatnego strefy euro. Podjęta decyzja, będąca następstwem czwartej zapowiedzi Rady Prezesów o zintensyfikowaniu prac przygotowawczych w tym zakresie, odzwierciedla znaczenie rynku papierów ABS dla pobudzenia dopływu nowych kredytów do gospodarki. Równolegle w ramach nowego programu skupu obligacji zabezpieczonych Eurosystem dokona zakupu szerokiej gamy denominowanych w euro obligacji zabezpieczonych wyemitowanych przez MIF mające siedzibę w strefie euro. Zakupy interwencyjne w ramach obu programów rozpoczną się w październiku 2014 r. Szczegółowe informacje na ten temat zostaną podane po posiedzeniu Rady Prezesów 2 października 2014 r. Nowo uchwalone środki – wraz z ukierunkowanymi dłuższymi operacjami refinansującymi, które zostaną przeprowadzone wkrótce – będą miały istotny wpływ na bilans Eurosystemu.

Decyzje te stanowią uzupełnienie różnorodnych środków polityki pieniężnej wprowadzonych w ostatnich miesiącach. Będą wspierać zapowiedź Rady Prezesów dotyczącą przyszłego poziomu podstawowych stóp procentowych EBC oraz odzwierciedlać istotne i coraz większe różnice w cyklu polityki pieniężnej między głównymi gospodarkami rozwiniętymi. Środki te umożliwią dalszą poprawę działania mechanizmu transmisji polityki pieniężnej oraz

pobudzą napływ kredytów do całej gospodarki. Analiza przeprowadzona przez Radę Prezesów uwzględnia perspektywę przytłumionej inflacji, spowolnienie tempa wzrostu w strefie euro w ostatnim okresie oraz wciąż niewielką dynamikę podaży pieniądza i akcji kredytowej. Środki uchwalone 4 września 2014 r. – podobnie jak pozostałe już wprowadzone – mają na celu zapewnienie mocnego zakotwiczenia średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych, zgodnie z celem Rady Prezesów, by utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2%. W miarę przekładania się na sytuację gospodarczą środki te będą się przyczyniać do powrotu inflacji do poziomu bliższego 2%. Rada Prezesów jest jednomyślna w swoim postanowieniu, że jeśli zajdzie konieczność dalszego przeciwdziałania groźbie zbyt długiego utrzymywania się inflacji na niskim poziomie, sięgnie (w granicach swoich kompetencji) po dodatkowe narzędzia niekonwencjonalne.

W zakresie analizy ekonomicznej realny PKB strefy euro – po czterech kwartałach umiarkowanego wzrostu – w II kw. br. utrzymał się na tym samym poziomie co w I kw. Wynik ten, będący efektem m.in. czynników jednorazowych, był słabszy od oczekiwanego. Co do III kw., dostępne dane ankietowe za okres do sierpnia wskazują na spowolnienie cyklicznego tempa wzrostu, ale pozostają spójne z umiarkowanym ożywieniem.

Popytowi wewnętrznemu powinny sprzyjać uchwalone środki polityki pieniężnej, trwająca poprawa warunków finansowych, postęp konsolidacji fiskalnej i reform strukturalnych oraz spadek cen energii, korzystnie wpływający na realne dochody do dyspozycji. Z kolei popyt eksportowy powinien być pobudzany przez ożywienie gospodarki światowej. Jednocześnie ożywienie będzie prawdopodobnie nadal osłabiane przez wysokie bezrobocie, duże wolne moce produkcyjne, wciąż ujemną dynamikę kredytów MIF dla sektora prywatnego oraz konieczne dostosowania bilansowe w sektorach publicznym i prywatnym. W nadchodzącym okresie główne czynniki i założenia wpływające na per-

spektywy wzrostu będą wymagały uważnego monitorowania.

Kwestie te znajdują odzwierciedlenie w projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC dla strefy euro z września 2014 r., w których przewiduje się roczny wzrost realnego PKB na poziomie 0,9% w 2014 r., 1,6% w 2015 r. oraz 1,9% w 2016 r. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2014 r. projekcje wzrostu realnego PKB na lata 2014 i 2015 zostały zrewidowane w dół, a na rok 2016 – w górę.

W ocenie Rady Prezesów wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro przeważają czynniki spadkowe. Spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego może osłabić inwestycje prywatne, a wzrost zagrożeń geopolitycznych – jeszcze bardziej osłabić zaufanie przedsiębiorców i konsumentów. Kolejnym spadkowym czynnikiem ryzyka są niewystarczające reformy strukturalne w krajach strefy euro.

Według szybkich szacunków Eurostatu w sierpniu 2014 r. roczna inflacja HICP w strefie euro wyniosła 0,3%, wobec 0,4% w lipcu. Spadek ten wynika przede wszystkim z niższej inflacji cen energii, natomiast pozostałe główne składowe – w ujęciu łącznym – utrzymały się na zasadniczo niezmiennym poziomie. Inflacja pozostaje niska już od dłuższego czasu. Środki uchwalone 4 września – podobnie jak pozostałe już wprowadzone – mają zapewnić mocne zakotwiczenie średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych, zgodnie z celem Rady Prezesów, by utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2%. Na podstawie bieżących informacji oczekuje się, że roczna inflacja HICP w nadchodzących miesiącach utrzyma się na niskim poziomie, po czym w latach 2015 i 2016 będzie stopniowo rosła.

Zgodnie z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC dla strefy euro z września 2014 r. roczna inflacja HICP ma wynieść 0,6% w 2014 r., 1,1% w 2015 r. oraz 1,4% w 2016 r. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2014 r.

projekcja inflacji na rok 2014 została zrewidowana w dół, natomiast projekcje na lata 2015 i 2016 nie uległy zmianie.

Mając na uwadze środki uchwalone 4 września, Rada Prezesów będzie w dalszym ciągu uważnie monitorować czynniki wpływające na perspektywy inflacji w średnim okresie. Będzie przy tym zwracać szczególną uwagę na ewentualne skutki osłabienia dynamiki wzrostu, rozwoju sytuacji geopolitycznej, zmian kursów walutowych oraz przekładania się uchwalonych środków polityki pieniężnej na gospodarkę.

W zakresie analizy monetarnej dane za lipiec 2014 r. nadal wskazują na niewielki pod względem tendencji wzrost podaży szerokiego pieniądza (M3), z roczną dynamiką M3 w lipcu na poziomie 1,8%, wobec 1,6% w czerwcu. Dynamika wąskiego agregatu M1 wzrosła w lipcu do 5,6%, z 5,4% w czerwcu. Ważnym czynnikiem podtrzymującym roczną dynamikę M3 był w dalszym ciągu wzrost aktywów zagranicznych netto w MIF, odzwierciedlający m.in. ciągle zainteresowanie inwestorów międzynarodowych aktywami ze strefy euro.

Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) w lipcu nadal była ujemna – wyniosła -2,2%, tyle samo co w poprzednim miesiącu. Wartość kredytów splanowanych była przy tym w lipcu znów dużo wyższa niż wartość kredytów udzielonych. Na akcję kredytową dla przedsiębiorstw nadal negatywnie wpływają opóźniona reakcja na zmiany cyklu koniunkturalnego, ryzyko kredytowe, czynniki związane z podażą kredytów oraz trwające dostosowanie bilansów w sektorach finansowym i niefinansowym. Roczna stopa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) utrzymała się w lipcu na poziomie 0,5%, zasadniczo niezmiennym od początku 2013 r.

W warunkach słabej akcji kredytowej EBC prowadzi obecnie końcowe prace nad wszechstronną oceną bilansów bankowych, która ma ogromne znaczenie dla przezwyciężenia ograniczeń w podaży kredytów.

Podsumowując, po porównaniu wyników analizy ekonomicznej z sygnałami płynącymi z analizy monetarnej Rada Prezesów podjęła decyzję o zastosowaniu środków mających zwiększyć akomodacyjność polityki pieniężnej i wesprzeć akcję kredytową dla gospodarki realnej.

W zakresie reform strukturalnych niektóre państwa członkowskie podjęły już istotne działania, podczas gdy inne muszą jeszcze uchwalić i wdrożyć odpowiednie przepisy. Prace te bez wątplenia należy teraz zintensyfikować, aby osiągnąć wyższy i trwalszy wzrost gospodarczy oraz zwiększyć poziom zatrudnienia w strefie euro. Konieczne są także intensywne reformy strukturalne na rynku produktów i rynku pracy, jak również działania mające na celu poprawę otoczenia biznesowego. W zakresie polityki fiskalnej szeroko zakrojona konsolidacja fiskalna wypracowana w ostatnich latach przyczyniła się do zmniejszenia nierównowagi budżetowej.

Kraje strefy euro nie mogą zaprzepaścić dotychczasowych postępów w konsolidacji fiskalnej i powinny postępować zgodnie z paktem stabilności i wzrostu. Pakt ten pełni rolę kotwicy zaufania, a mieszcząca się w granicach przepisów elastyczność pozwala na uwzględnienie kosztów budżetowych istotnych reform strukturalnych oraz podtrzymanie popytu. Daje też margines swobody pozwalający kształtować politykę fiskalną w sposób bardziej sprzyjający wzrostowi. Pełne i spójne wdrożenie istniejącego systemu nadzoru fiskalnego i makroekonomicznego strefy euro ma zasadnicze znaczenie dla obniżenia wysokich wskaźników długu publicznego, zwiększenia wzrostu potencjalnego i wzmocnienia odporności strefy euro na szoki gospodarcze.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera jeden artykuł, zatytułowany „Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC dla strefy euro – wrzesień 2014”.

STRESZCZENIA ROZDZIAŁÓW Z BIULETYNU MIESIĘCZNEGO EBC, WRZESIEŃ 2014

SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA

I ŚRODOWISKO ZEWNĘTRZNE STREFY EURO

Sytuacja gospodarcza na świecie systematycznie się poprawia, lecz nadal jest niepewna; wciąż występują różnice w tempie wzrostu między regionami. Po słabym początku roku aktywność gospodarcza na świecie wzrosła w II kw. pod wpływem umacniania się wzrostu w większości gospodarek rozwiniętych, zwłaszcza w USA, oraz odbicia gospodarek wschodzących, napędzanego głównie przez ożywienie gospodarcze w Chinach. Z najnowszych wskaźników nastrojów wynika, że w III kw. dynamika wzrostu nadal jest dodatnia. W średnim okresie wzrost gospodarczy na świecie powinien stopniowo przyspieszać, lecz w związku z ograniczeniami mocy produkcyjnych, nierównowagą makroekonomiczno-finansową, niepewnością co do polityki gospodarczej i zagrożeniami geopolitycznymi nadal będzie dość umiarkowany. Handel światowy ostatnio się osłabił, ale widać oznaki, że w drugiej połowie bieżącego roku powinien już odbić. Inflacja światowa, która w II kw. wzrosła, w lipcu osłabła. Na nadchodzący okres przewiduje się, że przy powolnym domykaniu się światowej luki PKB, względnie stabilnych cenach ropy oraz mocnym zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych presja inflacyjna będzie ograniczona.

2 SYTUACJA MONETARNA I FINANSOWA

2.1 PIENIĄDZ I KREDYTY MIF

W lipcu 2014 r. roczna dynamika M3 jeszcze wzrosła, na co wpłynęły przede wszystkim trzy czynniki: większe zainteresowanie inwestorów płynnymi instrumentami pieniężnymi, wzrost aktywów zagranicznych netto w MIF oraz osłabienie się spadku akcji kredytowej. Niemniej dane dostępne za II kw. i lipiec 2014 r. nadal sygnalizują słaby – co do tendencji – wzrost podaży pieniądza i akcji kredytowej. Akcja kredytowa dla sektora prywatnego pozostaje niewielka: roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych jest słaba, natomiast roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw, choć nadal ujemna, wydaje się nieco stabilizować, mimo odnotowanej w lipcu znaczącej przewagi kredytów splanowanych nad udzielonymi. Głównym źródłem kreacji pieniądza w strefie euro w II kw. i w lipcu była w dalszym ciągu akumulacja aktywów zagranicznych netto w MIF. Ponadto w trzech miesiącach do lipca zatrzymał się spadek głównych aktywów MIF, a w krajach niebędących w trudnej sytuacji aktywa te w II kw. i w lipcu nawet wzrosły.

2.2 INWESTYCJE FINANSOWE SEKTORÓW NIEFINANSOWYCH I INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH

Roczna dynamika inwestycji finansowych dokonywanych przez sektory niefinansowe w I kw. 2014 r. nieco zmalała i zeszła do nienotowanego wcześniej poziomu. Jest to kontynuacja trendu spadkowego trwającego od początku 2011 r., związanego ze słabą sytuacją gospodarczą oraz niewielką dynamiką dochodów do dyspozycji. Roczna dynamika inwestycji finansowych zakładów ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych pozostała stabilna. Fundusze inwestycyjne inne niż fundusze rynku pieniężnego odnotowały w II kw. 2014 r. dalszy znaczący napływ środków, podczas gdy w funduszach rynku pieniężnego znów nastąpił niewielki odpływ.

2.3 STOPY RYNKU PIENIĘŻNEGO

Między końcem maja a początkiem września 2014 r. w następstwie czerwcowych decyzji Rady Prezesów stopy rynku pieniężnego lekko malały, a ich spadek zatrzymywał się jedynie przejściowo z powodu zmienności na przełomie miesiąca. Wzrost nadwyżek płynności po zawieszeniu tygodniowych operacji dostrajających – realizowanych w celu sterylizacji płynności wprowadzonej w ramach programu dotyczącego rynków papierów wartościowych – został częściowo zrównoważony przez niewielkie zainteresowanie operacjami otwartego rynku i trwającą spłatę płynności uzyskanej w trzyletnich dłuższych operacjach refinansujących.

2.4 RYNKI OBLIGACJI

Między końcem maja a początkiem września 2014 r. rentowności obligacji skarbowych w strefie euro i USA malały. Powszechny spadek rentowności obligacji na rynkach światowych odzwierciedlał nasilanie się niepewności geopolitycznej w analizowanym okresie, mimo pewnej rozbieżności publikowanych danych dotyczących obu gospodarek. Ponadto w przypadku strefy euro niższe rentowności były efektem środków polityki pieniężnej ogłoszonych w czerwcu oraz częściowo niejednoznacznych danych gospodarczych, przy czym spadek nabrał tempa w ostatniej części analizowanego okresu. Spready między rentownością obligacji skarbowych państw strefy euro zmniejszyły się wobec niskiej niepewności na rynku obligacji. Finansowe wskaźniki długookresowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro w analizowanym okresie spadły, ale nadal były spójne ze stabilnością cen.

2.5 RYNKI AKCJI

Między końcem maja a początkiem września 2014 r. ceny akcji wykazywały zmienność pod wpływem wzrastających napięć geopolitycznych i niejednoznacznych danych z różnych obszarów gospodarczych. Mimo ożywienia, które rozpoczęło się pod koniec lipca w związku z oczekiwaniem dużych zysków, ceny akcji w strefie euro w analizowanym okresie w ujęciu ogólnym spadły. Natomiast w USA w ostatnich kilku tygodniach analizowanego okresu ceny akcji odbiły, dzięki czemu przyrost ich wartości za cały okres był znaczny; sprzyjało temu oczekiwanie stopniowego ograniczania skupu aktywów przez System Rezerwy Federalnej oraz korzystne dane dotyczące zatrudnienia i wzrostu.

2.6 PRZEPIŁY FINANSOWE I SYTUACJA FINANSOWA PRZEDSIĘBIORSTW

Między kwietniem a lipcem 2014 r. realny koszt finansowania przedsiębiorstw w strefie euro nieco się zmniejszył. Było to wynikiem spadku realnego kosztu długu rynkowego i kredytów bankowych, z nadwyżką kompensującego wzrost realnego kosztu kapitału. Jednocześnie – po raz pierwszy od II kw. 2007 r. – warunki udzielania kredytów dla przedsiębiorstw w II kw. 2014 r. w ujęciu netto zostały złagodzone. Szacuje się, że ogólny napływ finansowania zewnętrznego do przedsiębiorstw w ostatnich miesiącach wzrósł, choć nadal pozostaje słaby. Poprawa ta jest wynikiem zarówno zmniejszenia się przewagi spłaconych kredytów MIF dla przedsiębiorstw nad kredytami udzielonymi, jak i wzrostu emisji netto korporacyjnych papierów wartościowych.

2.7 PRZEPIŁY FINANSOWE I SYTUACJA FINANSOWA SEKTORA GOSPODARSTW DOMOWYCH

Jeśli chodzi o warunki finansowania gospodarstw domowych w strefie euro, w II kw. 2014 r. oprocentowanie kredytów bankowych spadło, przy czym wciąż występowały znaczne różnice między krajami i między instrumentami. Uporczywie słaba dynamika kredytów dla gospodarstw domowych wynika ze splotu kilku czynników, m.in. powolnego wzrostu dochodów do dyspozycji, wysokiego bezrobocia, wysokich podatków, słabości rynków mieszkaniowych, konieczności korekty wcześniejszej nadmiernej akumulacji długu oraz niepewności co do perspektyw gospodarczych. Szacunki za II kw. 2014 r. wskazują, że roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych ogółem zaczęła w tym kwartale ponownie wykazywać wartości dodatnie, zaś relacja zadłużenia gospodarstw domowych do dochodów do dyspozycji brutto minimalnie wzrosła.

3 CENY I KOSZTY

Według szybkich szacunków Eurostatu w sierpniu 2014 r. roczna inflacja HICP w strefie euro wyniosła 0,3%, wobec 0,4% w lipcu. Spadek ten wynika przede wszystkim z niższej inflacji cen energii, natomiast pozostałe główne składowe – w ujęciu łącznym – utrzymały się na zasadniczo

niezmienionym poziomie. Inflacja pozostaje niska już od dłuższego czasu. Decyzje w zakresie polityki pieniężnej z 4 września 2014 r. – wraz z innymi wprowadzonymi środkami – mają zapewnić mocne zakotwiczenie średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych, zgodnie z celem Rady Prezesów, by utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2%. Na podstawie bieżących informacji oczekuje się, że roczna inflacja HICP w nadchodzących miesiącach utrzyma się na niskim poziomie, po czym w latach 2015 i 2016 będzie stopniowo rosła.

Zgodnie z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC dla strefy euro z września 2014 r. roczna inflacja HICP ma wynieść 0,6% w 2014 r., 1,1% w 2015 r. oraz 1,4% w 2016 r. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2014 r. projekcja inflacji na rok 2014 została zrewidowana w dół, natomiast projekcje na lata 2015 i 2016 nie zmieniły się.

Czynniki wpływające na perspektywy inflacji w średnim okresie będą uważnie monitorowane, ze szczególnym uwzględnieniem ewentualnych skutków osłabienia dynamiki wzrostu, rozwoju sytuacji geopolitycznej, zmian kursów walutowych oraz przekładania się uchwalonych środków polityki pieniężnej na gospodarkę.

4 PRODUKCJA, POPYT I RYNEK PRACY

Realny PKB strefy euro – po czterech kwartałach umiarkowanego wzrostu – w II kw. br. utrzymał się na tym samym poziomie co w I kw. Wynik ten, będący efektem m.in. czynników jednorazowych, był słabszy od oczekiwanego. Co do III kw., dostępne dane ankietowe za okres do sierpnia wskazują na spowolnienie cyklicznego tempa wzrostu, ale pozostają spójne z umiarkowanym ożywieniem. Popytowi wewnętrznemu powinny sprzyjać uchwalone środki polityki pieniężnej, trwająca poprawa warunków finansowych, postęp konsolidacji fiskalnej i reform strukturalnych oraz spadek cen energii, korzystnie wpływający na realne dochody do dyspozycji. Z kolei popyt eksportowy powinien być pobudzany przez ożywienie gospodarki światowej. Jednocześnie ożywienie będzie prawdopodobnie nadal osłabiane przez wysokie bezrobocie, duże wolne moce produkcyjne, wciąż ujemną dynamikę kredytów MIF dla sektora prywatnego oraz konieczne dostosowania bilansowe w sektorach publicznym i prywatnym.

Kwestie te znajdują odzwierciedlenie w projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC dla strefy euro z września 2014 r., w których przewiduje się roczny wzrost realnego PKB na poziomie 0,9% w 2014 r., 1,6% w 2015 r. oraz 1,9% w 2016 r. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2014 r. projekcje wzrostu realnego PKB na lata 2014 i 2015 zostały zrewidowane w dół, a na rok 2016 – w górę. Ocenia się, że wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro przeważają czynniki spadkowe.

5 FINANSE PUBLICZNE

Według najnowszych statystyk dotyczących finansów publicznych strefy euro deficyt sektora finansów publicznych w strefie euro w I kw. 2014 r. nadal malał, podczas gdy wskaźnik długu publicznego do PKB jeszcze się zwiększył. Zgodnie z projekcjami makroekonomicznymi EBC z września 2014 r. deficyt sektora finansów publicznych w strefie euro będzie się stopniowo obniżać z 3% PKB w 2013 r. do 1,9% PKB w 2016 r., a wskaźnik długu publicznego osiągnie najwyższy poziom w 2014 r.

PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EBC DLA STREFY EURO¹ – WRZESIEŃ 2014

Najnowsze dane wskazują na pogorszenie się krótkookresowych perspektyw gospodarczych, wobec niskiej dynamiki handlu, napięć geopolitycznych i niepewności związanej z procesem reform w niektórych krajach strefy euro. Niemniej w projekcji bazowej zasadnicze tendencje nadal sprzyjają dalszemu ożywieniu. Popyt wewnętrzny będzie pobudzany przez akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej – dodatkowo wzmocnione przez standardowe i niestandardowe środki uchwalone w czerwcu 2014 r. – oraz korzystniejsze warunki udzielania kredytów. W projekcjach bazowych zakłada się, że nastawienie polityki fiskalnej, po latach jej znacznego zacieśniania, będzie względnie neutralne. Ponadto spożycie prywatne będzie podtrzymywane przez niskie ceny surowców i wzrost dochodów, w miarę stopniowej poprawy sytuacji na rynku pracy. Z kolei inwestycjom – początkowo tłumionym przez duże wolne moce produkcyjne – będą sprzyjać zmniejszenie się potrzeb w zakresie dalszej korekty bilansów oraz efekt nadganiań po latach niewielkiej aktywności. Eksport będzie pobudzany przez stopniowe ożywienie światowe w połączeniu z osłabieniem się efektywnego kursu euro. Według projekcji realny PKB wzrośnie w 2014 r. o 0,9%, w 2015 r. o 1,6%, zaś w 2016 r. o 1,9%. Jako że wartości te są wyższe od szacowanego potencjalnego tempa wzrostu, luka PKB będzie się stopniowo zmniejszać.

Inflacja HICP w strefie euro w najbliższym okresie powinna pozostać niska – w 2014 r. ma wynieść średnio 0,6%. Następnie przewiduje się jej powolny wzrost: do 1,1% w 2015 r. i 1,4% w 2016 r. Przewidywany wzrost inflacji ogółem jest odzwierciedleniem spodziewanego ożywienia aktywności gospodarczej, prowadzącego do wzrostu płac i zysków. Oczekuje się, że presję na wzrost cen będzie także nasilać zakładany wzrost cen surowców nieenergetycznych i ogólnie cen importu strefy euro, związany również ze słabszym kursem euro. Z kolei w kierunku spadku inflacji oddziaływać będą wciąż niewykorzystane moce produkcyjne oraz zakładany spadek cen ropy naftowej, odzwierciedlający schodzącą w dół krzywą terminową.

W porównaniu z projekcjami opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z czerwca 2014 r. projekcja dynamiki realnego PKB na 2014 r. została zrewidowana w dół o 0,2 pkt proc. w związku z uwzględnieniem słabszych, niż oczekiwano, danych za II kw. i niższego eksportu w drugim półroczu. Projekcja na 2015 r. także została zrewidowana w dół, głównie z powodu mniej korzystnego efektu przeniesienia. Natomiast projekcję na 2016 r. zrewidowano w górę – o 0,1 pkt proc. – przede wszystkim w związku z korzystnym wpływem, jaki poprawa warunków finansowania ma wywrzeć na inwestycje prywatne. Projekcja inflacji HICP na 2014 r. została zrewidowana w dół o 0,2 pkt proc. dla uwzględnienia niższych, niż zakładano, danych o inflacji HICP za ostatnie miesiące. Projekcje na lata 2015 i 2016 pozostały niezmienione, gdyż obniżeniu projekcji inflacji HICP z wyłączeniem energii towarzyszyło pewne podwyższenie prognoz cen energii, wynikające z wyższych cen ropy i słabszego kursu walutowego.

Środki uchwalone ostatnio przez EBC są uwzględnione w scenariuszu bazowym jedynie w zakresie, w jakim wpływają na techniczne założenia finansowe (rynkowe stopy procentowe i ceny akcji, w tym kurs walutowy). Jako że dodatkowe kanały transmisji nie zostały wzięte pod uwagę w projekcji bazowej, wpływ uchwalonego pakietu środków został w niej prawdopodobnie zaniżony (zob. ramka 2).

¹ Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC stanowią wkład do formułowanej przez Radę Prezesów oceny sytuacji gospodarczej oraz zagrożeń dla stabilności cen. Informacje o zastosowanych procedurach i technikach można znaleźć we wskazówkach metodycznych *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, EBC, czerwiec 2001, dostępnych w serwisie internetowym EBC. W niniejszych projekcjach uwzględniono informacje dostępne do dnia 21 sierpnia 2014 r. (data graniczna).

Niniejszy artykuł stanowi podsumowanie projekcji makroekonomicznych dla strefy euro na lata 2014–2016. Projekcje o tak długim horyzoncie są obciążone bardzo dużą niepewnością², o czym należy pamiętać przy ich interpretacji.

Po raz pierwszy w projekcjach dla strefy euro jest uwzględniona Litwa.

OTOCZENIE MIĘDZYNARODOWE

Dynamika realnego PKB na świecie (z wyłączeniem strefy euro) ma w horyzoncie projekcji rosnąć: z 3,7% w 2014 r. do 4,2% w 2015 r. i 4,3% w 2016 r. Mimo krótkookresowej zmienności tempo wzrostu w krajach rozwiniętych spoza strefy euro umacnia się. Przyspieszyła także aktywność na rynkach wschodzących – w znacznym stopniu dzięki silnemu przyspieszeniu gospodarki chińskiej. Wskaźniki światowe potwierdzają, że w nadchodzącym okresie wzrost będzie się umacniać. Również w dłuższej perspektywie aktywność na świecie powinna się umocnić. Czynnikiem wspierającym rynki finansowe i ożywienie światowe jest nadal bardzo akomodacyjna polityka pieniężna w gospodarkach rozwiniętych. Gospodarkom rozwiniętym powinno też coraz bardziej sprzyjać wygasanie czynników antywzrostowych, związane z zakończeniem procesu delewarowania w sektorze prywatnym, mniejszą potrzebą konsolidacji fiskalnej i postępującą poprawą sytuacji na rynkach pracy. Natomiast w części gospodarek wschodzących potencjał wzrostowy będzie prawdopodobnie ograniczany przez zatory infrastrukturalne, ograniczenia mocy produkcyjnych i nierównowagę makroekonomiczną; inne gospodarki wschodzące dostosowują się do bardziej restrykcyjnych warunków finansowych i prawdopodobnej normalizacji polityki pieniężnej USA.

Dynamika handlu światowego od końca ubiegłego roku osłabiła się. Oczekuje się, że w nadchodzącym okresie wzrost inwestycji w gospodarkach rozwiniętych spoza strefy euro doprowadzi do stopniowego ożywienia handlu światowego. Zwraca się jednak uwagę na to, że pewną rolę odgrywają także czynniki strukturalne, w tym słabnące tempo integracji w ramach światowych łańcuchów dostaw. W związku z tym w bieżących projekcjach – podobnie jak w ich poprzednich rundach – zakłada się, że elastyczność reakcji handlu światowego na zmiany aktywności będzie niższa niż przed światowym kryzysem finansowym. Handel światowy (z wyłączeniem strefy euro) ma zgodnie z projekcją wzrosnąć o 3,9% w 2014 r., o 5,5% w 2015 r. i o 5,9% w 2016 r. Ponieważ popyt importowy ze strony głównych partnerów handlowych strefy euro powinien rosnąć wolniej niż popyt ze strony reszty świata, dynamika popytu zewnętrznego strefy ma być nieco słabsza od dynamiki handlu światowego (zob. tabela 1).

Tabela 1 Otoczenie międzynarodowe

(zmiany rok do roku w proc.)

	Wrzesień 2014				Czerwiec 2014			Rewizje od czerwca 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Realny PKB na świecie (bez strefy euro)	3,7	3,7	4,2	4,3	3,6	4,0	4,1	0,1	0,2	0,2
Handel światowy (bez strefy euro) ¹⁾	3,4	3,9	5,5	5,9	4,3	5,7	5,9	-0,3	-0,2	0,0
Popyt zewnętrzny strefy euro ²⁾	2,9	3,5	5,0	5,6	3,7	5,2	5,6	-0,3	-0,3	-0,1

Uwaga: Rewizje liczone na podstawie danych niezaokrąglonych.

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

2) Obliczony jako średnia ważona importu partnerów handlowych strefy euro.

2 Por. artykuł „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections” w *Biuletynie Miesięcznym* z maja 2013 r.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z czerwca 2014 r. projekcja światowego wzrostu gospodarczego na 2014 r. została zrewidowana w górę o 0,1 pkt proc., a na lata 2015 i 2016 – o 0,2 pkt proc. Rewizje te mają jednak charakter czysto techniczny i wynikają wyłącznie z aktualizacji wag PKB obliczanych na podstawie parytetu siły nabywczej w celu konstrukcji agregatów aktywności globalnej, w których większe znaczenie mają szybciej rosnące gospodarki wschodzące, nie zaś ze zmienionej oceny sytuacji poszczególnych krajów³. Gdy pominięty zostanie efekt zmiany wag, wzrost światowego PKB jest właściwie niezmienny. Popyt zewnętrzny strefy euro na lata 2014 i 2015 został zrewidowany w dół o 0,3 pkt proc., a na 2016 r. – o 0,1 pkt proc. Rewizje te odzwierciedlają ocenę, że handel światowy prawdopodobnie okaże się słabszy, niż wcześniej oczekiwano, oraz bardziej pesymistyczne perspektywy wymiany handlowej z Rosją i Ukrainą (zob. ramka 4).

- 3 Po publikacji ankiety dotyczącej nowych benchmarków parytetu siły nabywczej, przeprowadzonej w 2011 r. przez Międzynarodowy Program Porównawczy Banku Światowego (International Comparison Program), Międzynarodowy Fundusz Walutowy zaktualizował swoje szacunki PKB według tego parytetu w prognozie *World Economic Outlook* (zob. ramka w zaktualizowanym wydaniu *World Economic Outlook* MFW z lipca 2014 r.).

Ramka 1

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

Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe; datą graniczną jest 13 sierpnia 2014 r. Stopy krótkoterminowe odnoszą się do 3-miesięcznej stopy EURIBOR, a oczekiwania rynkowe wyprowadza się ze stóp terminowych. Z metodyki tej wynika średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych równy 0,2% w 2014 i 2015 r. oraz 0,3% w 2016 r. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro wynikająca z oczekiwań rynkowych wynosi średnio 2,3% w 2014 r., 2,2% w 2015 r. i 2,5% w 2016 roku¹. 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 w roku 2014 i 2015 będzie ogólnie stabilne, a w 2016 r. umiarkowanie wzrośnie.

W kwestii cen surowców, na podstawie tendencji obserwowanej na rynkach terminowych w okresie ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną, przyjęto założenie, że cena ropy Brent spadnie ze 109,8 USD/b w II kw. 2014 r. do 102,7 USD/b w 2016 r. Założono także, że ceny surowców nieenergetycznych w dolarach amerykańskich w 2014 r. znacznie spadną, w 2015 r. zaczęta rosnąć, zaś w 2016 r. ich wzrost nieco przyspieszy².

- 1 Podstawą założenia dotyczącego nominalnej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro jest średnia rentowności 10-letnich obligacji benchmarkowych poszczególnych krajów ważona wartościami rocznego PKB i przedłużona zgodnie ze ścieżką terminową wyprowadzoną z obliczanej przez EBC dziesięcioletniej rentowności parytetowej wszystkich obligacji emitowanych w strefie euro, przy czym początkowa różnica między oboma szeregami w horyzoncie projekcji pozostaje stała. Założono, że spready między rentownością obligacji skarbowych poszczególnych krajów a odpowiadającą im średnią dla strefy euro będą w horyzoncie projekcji stałe.
- 2 Założenia dotyczące cen ropy naftowej i surowców żywnościowych opierają się na cenach kontraktów terminowych do końca horyzontu projekcji. W odniesieniu do innych nieenergetycznych surowców mineralnych zakłada się, że do III kw. 2015 r. ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami terminowymi, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie. Ceny loco gospodarstwo (w euro) w UE, stosowane do projekcji cen konsumpcyjnych żywności, są prognozowane na podstawie modelu ekonometrycznego, który uwzględnia kształtowanie się międzynarodowych cen surowców żywnościowych.

Założenia techniczne

	Wrzesień 2014				Czerwiec 2014			Rewizje od czerwca 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2013	2014	2015
3-miesięczna stopa EURIBOR (w procentach rocznie)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,2
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (w procentach rocznie)	2,9	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	-0,1	-0,4	-0,5
Cena ropy naftowej (USD/b)	108,8	107,4	105,3	102,7	107,2	102,2	98,2	0,2	3,0	4,5
Ceny surowców nieenergetycznych (w USD) (roczna zmiana w procentach)	-5,0	-4,8	0,1	4,4	0,3	1,7	4,6	-5,1	-1,6	-0,2
Kurs USD/EUR	1,33	1,36	1,34	1,34	1,38	1,38	1,38	-1,8	-3,3	-3,3
Nominalny efektywny kurs euro (roczna zmiana w procentach)	3,8	1,4	-0,8	0,0	2,6	0,1	0,0	-1,2	-0,9	0,0

Uwaga: Rewizje liczone na podstawie danych niezaokrąglonych.

1) Rewizje zostały przedstawione w następujący sposób: dla poziomów w procentach, dla stóp wzrostu (dynamiki) jako różnice, a dla stóp procentowych i rentowności obligacji w punktach procentowych.

Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na poziomie równym średniej z dwóch tygodni przed datą graniczną (13 sierpnia 2014 r.). Z założenia tego wynika kurs USD do EUR wynoszący 1,36 w 2014 r. oraz 1,34 w 2015 i 2016 r.

Podstawą założeń fiskalnych są uchwalone ustawy budżetowe i budżety dodatkowe oraz średnio-okresowe plany budżetowe poszczególnych krajów strefy euro, a także konkretne środki fiskalne przedstawione w zaktualizowanych programach stabilności według stanu na 21 sierpnia 2014 r. W założeniach uwzględniono wszystkie działania w zakresie polityki, które są już zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub też zostały dostatecznie szczegółowo określone przez rządy, a ich przyjęcie w procesie legislacyjnym jest prawdopodobne. Ogólnie z założeń tych wynika, że w horyzoncie projekcji wielkość konsolidacji fiskalnej – według planów budżetowych na 2014 r. i ograniczonych dostępnych informacji na lata 2015 i 2016 – będzie przeciętnie niewielka. Założono, że konsolidacja fiskalna w horyzoncie projekcji będzie znacznie niższa od obserwowanej w ubiegłych latach.

Główne zmiany w założeniach technicznych w porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z czerwca 2014 r. to niższe stopy krótko- i długoterminowe w strefie euro oraz słabszy efektywny kurs euro. Ceny ropy w USD są wprawdzie nieco wyższe, niż podano w czerwcu, ale ceny surowców nieenergetycznych są niższe.

PROJEKCJE DYNAMIKI REALNEGO PKB

Ożywienie gospodarcze w strefie euro, po czterech kwartałach niewielkiego wzrostu, w II kw. 2014 r. wyhamowało. Wydaje się, że wynikało to częściowo z niekorzystnego oddziaływania kilku czynników jednorazowych. Po pierwsze, w I kw. poziom aktywności został silnie podwyższony z powodu niewielkiej liczby dni świątecznych (całe ferie wielkanocne wypadły w II kw.) oraz łagodnej zimy, która umożliwiła znaczący wzrost aktywności w budownictwie. Czynniki te nie zostały w wystarczającym stopniu uwzględnione w korektach z tytułu sezonowości oraz dni roboczych. Ponieważ w II kw. czynniki te wygasły, tempo wzrostu osłabło. Po drugie, ujemny efekt kalendarzowy związany z wyższą niż zwykle liczbą dni przypadających między dniem świątecznym a weekendem w wielu krajach strefy euro mógł zmniejszyć efektywną liczbę dni roboczych w maju – efekt ten nie jest w ogóle uwzględniany w korekcie z tytułu dni roboczych.

Jeśli chodzi o drugie półrocze 2014 r., choć wskaźniki zaufania nadal znajdują się na poziomie bliskim średniej długoterminowej, ich niedawne osłabienie wskazuje, że wzrost aktywności w najbliższym okresie będzie dość niewielki. Pogorszenie danych ankietowych należy rozpatrywać na tle niedawnego ponownego nasilenia się napięć geopolitycznych (zob. ramka 4) oraz niepewności co do przebiegu reform gospodarczych w niektórych krajach strefy euro. W sumie ożywienie aktywności w drugim półroczu 2014 r. ma być dość umiarkowane i słabsze, niż wcześniej oczekiwano.

W nieco dalszej perspektywie, przy założeniu braku dalszej eskalacji napięć międzynarodowych, dynamika realnego PKB w horyzoncie projekcji powinna stopniowo rosnąć. Wzrost realnego PKB ma przyspieszyć w latach 2015 i 2016, przy czym różnice w tempie wzrostu między poszczególnymi krajami powinny maleć dzięki postępom w eliminacji fragmentacji rynków finansowych, zmniejszaniu się różnic w nastawieniu polityki fiskalnej poszczególnych krajów oraz pozytywnemu oddziaływaniu na aktywność wcześniejszych reform strukturalnych w części krajów. Do przewidywanego przyspieszenia aktywności będzie przyczyniać się przede wszystkim umacnianie się popytu wewnętrznego wynikające z akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej – dodatkowo wzmocnione przez uchwalone ostatnio środki standardowe i niestandardowe – oraz relatywnie neutralnego nastawienia polityki fiskalnej po latach jej znacznego zacieśniania i powrotu do neutralnych warunków udzielania kredytów. Ponadto czynnikiem pobudzającym spożycie prywatne powinien być wzrost realnych dochodów do dyspozycji, wynikający z niskiej inflacji cen surowców i rosnącej dynamiki wynagrodzeń. Natomiast czynnikami wspierającymi prywatne inwestycje mieszkaniowe i niemieszkaniowe powinny być także: zanikanie niekorzystnego efektu korekty bilansów oraz efekt nadganiania po latach niskich inwestycji. Aktywność będzie też w coraz większym stopniu podtrzymywana przez stopniowe umacnianie się popytu zewnętrznego, nasilone przez niedawną deprecjację efektywnego kursu euro oraz wcześniejszą poprawę konkurencyjności. Występuje jednak szereg czynników, które nadal hamują dynamikę wzrostu gospodarczego. Oczekuje się, że niekorzystny wpływ, jaki na perspektywy spożycia prywatnego wywiera wysokie bezrobocie panujące w niektórych krajach, będzie w horyzoncie projekcji osłabiać się jedynie stopniowo, natomiast wysoki poziom wolnych mocy produkcyjnych w części krajów i potencjalne ograniczenia w podaży siły roboczej w innych krajach będą w dalszym ciągu hamować inwestycje. Dodatkowym czynnikiem pogarszającym krótkookresowe perspektywy inwestycji i eksportu są ponadto istniejące napięcia geopolityczne. Średnioroczna dynamika realnego PKB ma według przewidywań wynieść 0,9% w 2014 r., 1,6% w 2015 r. i 1,9% w 2016 r. Taka ścieżka wzrostu gospodarczego odzwierciedla stabilnie rosnący wkład popytu wewnętrznego połączony z niewielkim dodatnim wkładem eksportu netto.

Na poziomie poszczególnych składowych popytu z projekcji wynika, że dynamika eksportu poza strefę euro pod koniec 2014 r. i w 2015 r. będzie się zwiększać w związku ze stopniowym umacnianiem się popytu zewnętrznego strefy euro i korzystnym oddziaływaniem niedawnej deprecjacji euro. Skutki obecnych napięć między UE a Rosją dla popytu zewnętrznego i eksportu strefy euro są względnie ograniczone, ale dla krajów mających stosunkowo silne powiązania handlowe z Rosją mogą okazać się poważniejsze. Udział strefy euro w rynkach eksportowych ma w horyzoncie projekcji minimalnie zmaleć, choć w poszczególnych krajach strefy będzie kształtować się dość różnie, zależnie od zmian konkurencyjności i profilu wymiany handlowej. Eksport w obrębie strefy euro ma według projekcji rosnać nieco wolniej niż eksport zewnętrzny z powodu wciąż relatywnie słabego popytu wewnętrznego w strefie euro.

Inwestycje przedsiębiorstw mają w horyzoncie projekcji stopniowo rosnąć, do czego będą się przyczyniać: umacnianie się popytu wewnętrznego i zewnętrznego wobec konieczności wymiany majątku produkcyjnego, bardzo niski poziom stóp procentowych, który powinien coraz silniej

przekładać się na oprocentowanie kredytów w niektórych krajach, oraz wzrost zysków i pewna poprawa podaży kredytów. Jednak większemu ożywieniu inwestycji przedsiębiorstw przeszkadzają niekorzystny wpływ osłabienia trendu wzrostowego oraz dalsza restrukturyzacja bilansów przedsiębiorstw w niektórych krajach strefy euro. Przewiduje się, że na koniec analizowanego okresu poziom inwestycji przedsiębiorstw będzie nadal o 6% niższy niż w szczytowym punkcie przed kryzysem, przy znacznych różnicach między poszczególnymi krajami strefy euro.

Tabela 2 Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro¹⁾

(zmiany rok do roku w proc.)

	Wrzesień 2014				Czerwiec 2014			Rewizje od czerwca 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Realny PKB ³⁾	-0,4	0,9	1,6	1,9	1,0	1,7	1,8	-0,2	-0,1	0,1
		[0,7 - 1,1] ⁴⁾	[0,6 - 2,6] ⁴⁾	[0,6 - 3,2] ⁴⁾	[0,6 - 1,4] ⁴⁾	[0,6 - 2,8] ⁴⁾	[0,5 - 3,1] ⁴⁾			
Spożycie prywatne	-0,6	0,7	1,4	1,6	0,7	1,5	1,6	0,0	-0,1	0,0
Spożycie publiczne	0,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0
Nakłady brutto na środki trwałe	-2,6	1,1	3,1	3,9	1,7	3,1	3,5	-0,6	0,0	0,4
Eksport ⁵⁾	1,7	3,1	4,5	5,3	3,6	4,8	5,3	-0,5	-0,3	0,0
Import ⁵⁾	0,7	3,5	4,5	5,3	3,6	4,8	5,5	-0,1	-0,4	-0,2
Zatrudnienie	-0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	0,5	0,7	0,0	0,1	0,0
Stopa bezrobocia (jako procent siły roboczej)	11,9	11,6	11,2	10,8	11,8	11,5	11,0	-0,2	-0,2	-0,3
HICP	1,4	0,6	1,1	1,4	0,7	1,1	1,4	-0,2	0,0	0,0
		[0,5 - 0,7] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,7 - 2,1] ⁴⁾	[0,6 - 0,8] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,6 - 2,2] ⁴⁾			
HICP z wyłączeniem energii	1,4	0,8	1,3	1,6	1,0	1,3	1,6	-0,2	-0,1	0,0
HICP z wyłączeniem energii i żywności	1,1	0,9	1,2	1,5	1,0	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
HICP z wyłączeniem energii, żywności i zmian podatków pośrednich ⁶⁾	1,0	0,8	1,2	1,5	0,9	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
Jednostkowe koszty pracy	1,2	1,0	0,8	1,1	0,9	0,7	1,1	0,1	0,0	0,0
Przeciętne wynagrodzenie	1,6	1,6	1,8	2,2	1,6	1,9	2,2	0,0	-0,1	0,1
Wydajność pracy	0,4	0,6	1,0	1,1	0,7	1,1	1,0	-0,1	-0,1	0,1
Saldo sektora finansów publicznych (jako procent PKB)	-3,0	-2,6	-2,4	-1,9	-2,5	-2,3	-1,9	-0,1	0,0	0,0
Saldo strukturalne budżetu (jako procent PKB) ⁷⁾	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9	0,0	0,0	0,0
Dług SFP brutto (jako procent PKB)	92,7	93,9	93,1	91,5	93,4	92,6	91,1	0,5	0,5	0,4
Saldo na rachunku bieżącym (jako procent PKB)	2,4	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,8	-0,3	-0,3	-0,4

1) Projekcje na 2015 r. uwzględniają Litwę. Średnioroczne zmiany procentowe na 2015 r. obliczono tak, jakby Litwa należała do strefy euro już w 2014 r. Projekcja zmiennych z rachunków narodowych opiera się na standardzie ESA 95.

2) Rewizje obliczono na podstawie liczb niezaokrąglonych.

3) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych w roku.

4) Przedziały wokół projekcji wyznaczono na podstawie różnic między rzeczywistymi wynikami a wcześniejszymi projekcjami z wielu lat. Rozpiętość przedziałów jest równa dwukrotności średniej wartości bezwzględnej tych różnic. Zastosowana metoda wyznaczania przedziałów, uwzględniająca korektę z tytułu zdarzeń nadzwyczajnych, została przedstawiona w publikacji *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, EBC, grudzień 2009, dostępnej w serwisie internetowym EBC.

5) Z uwzględnieniem wymiany handlowej w obrębie strefy euro.

6) Wskaźnik ten opiera się na szacunkach faktycznego wpływu podatków pośrednich. Może różnić się od danych Eurostatu, w których zakłada się pełne i natychmiastowe przełożenie wpływu podatków na HICP.

7) Obliczone jako saldo budżetowe skorygowane o zmiany przejściowe związane z cyklem koniunkturalnym oraz środki tymczasowe zastosowane przez rządy. Obliczenia wzorowane są na podejściu stosowanym przez ESBC do sald budżetu skorygowanych o wahania cykliczne (zob. Bouthevillain, C. et al., „Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach”, *Working Paper Series*, nr 77, EBC, wrzesień 2001) i definicji środków tymczasowych przyjętej przez ESBC (zob. Kremer, J. et al., „A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances”, *Working Paper Series*, nr 579, EBC, styczeń 2007). Projekcja salda strukturalnego nie jest wyprowadzona z łącznej miary luki PKB. Zgodnie z metodyką ESBC składniki cykliczne dla różnych pozycji przychodów i wydatków oblicza się osobno. Więcej informacji, wraz z odniesieniami do metodyki Komisji, przedstawia ramka „Cyclical adjustment of the government budget balance” w *Biuletynie Miesięcznym* z marca 2012 r. oraz ramka „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” w bieżącym wydaniu *Biuletynu Miesięcznego*.

Inwestycje mieszkaniowe mają według projekcji w drugim półroczu 2014 r. rosnąć stopniowo, po czym w 2015 r. jeszcze przyspieszyć, do czego przyczyni się ożywienie aktywności, następujące w warunkach niskiego oprocentowania kredytów hipotecznych i poprawy podaży kredytów, oraz stopniowe wygasanie potrzeby dostosowań. Jednak w niektórych krajach korekta na rynkach mieszkaniowych, której czasami towarzyszy także wciąż słaby wzrost realnych dochodów do dyspozycji, nadal osłabia budownictwo mieszkaniowe. Inwestycje publiczne w horyzoncie projekcji mają pozostać słabe, gdyż trwające w części krajów strefy euro ograniczanie wydatków przeważa nad bardziej ekspansywną polityką w zakresie inwestycji publicznych w innych krajach.

Liczba zatrudnionych w pierwszym półroczu 2014 r. umiarkowanie wzrosła. Na drugie półrocze przewiduje się jednak, że wzrost zatrudnienia pozostanie słaby, po czym w 2015 i 2016 r. nieco przyspieszy. Oczekiwane ożywienie zatrudnienia jest odzwierciedleniem wzrostu aktywności, dodatniego wpływu umiarkowanego kształtowania się płac w poprzednim okresie oraz pozytywnego oddziaływania reform rynku pracy, które zwiększyły jego elastyczność i przyczyniły się do powstania nowych miejsc pracy w sektorze prywatnym, zwłaszcza w niektórych krajach będących w trudnej sytuacji. Jednak dalsze cięcia zatrudnienia w sektorze publicznym w części krajów będą osłabiać łączny wzrost zatrudnienia. Podaż siły roboczej ma w horyzoncie projekcji umiarkowanie wzrosnąć w wyniku imigracji oraz zwiększania się aktywności niektórych grup ludności, pobudzanej przez stopniową poprawę sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach malała, głównie w związku z poprawą zatrudnienia. Według oczekiwań w horyzoncie projekcji jeszcze się obniży, ale pozostanie na poziomie znacznie wyższym niż przed kryzysem. Wydajność pracy (liczona jako produkcja na pracownika) powinna się poprawić w związku z oczekiwanym przyspieszeniem realnego PKB i opóźnioną reakcją zatrudnienia na zmiany aktywności.

Wzrost spożycia prywatnego w horyzoncie projekcji powinien przyspieszać, podążając za wzrostem realnych dochodów do dyspozycji. Wzrost realnych dochodów do dyspozycji ma być wspierany przez wyższą dynamikę dochodów z pracy (związaną ze wzrostem zatrudnienia i przyspieszeniem płac), osłabienie niekorzystnego wpływu konsolidacji fiskalnej, rosnący wkład innych dochodów prywatnych (głównie z tytułu zysków) i niskie ceny surowców. Stopa oszczędności ma pozostać stabilna. Jest to wypadkową dwóch tendencji: w kierunku obniżenia stopy oszczędności oddziałują coraz niższe stopy procentowe i stopniowy spadek bezrobocia, z czym wiąże się mniejsza potrzeba zapobiegawczego gromadzenia oszczędności, a w kierunku jej zwiększenia – zmniejszenie się wymuszonego ograniczenia oszczędności w niektórych krajach w miarę wzrostu dochodów do dyspozycji, który sprzyja spożyciu. Zakłada się, że spożycie publiczne w horyzoncie projekcji będzie umiarkowanie rosnąć.

Również import spoza strefy euro ma się w horyzoncie projekcji umiarkowanie zwiększyć. Nadal ogranicza go słaby wzrost łącznego popytu w strefie euro, a w pewnym stopniu także ujemne oddziaływanie niedawnej deprecjacji euro. Wkład eksportu netto do wzrostu realnego PKB w horyzoncie projekcji ma być umiarkowany. Nadwyżka na rachunku bieżącym powinna być stosunkowo stabilna i w 2016 r. wynieść 2,4% PKB.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z czerwca 2014 r. projekcja dynamiki realnego PKB na 2014 r. została zrewidowana w dół o 0,2 pkt proc., głównie dla uwzględnienia słabszego, niż oczekiwano, wyniku za II kw. Rewizja w dół projekcji aktywności na drugie półrocze 2014 r. wynika ponadto z wpływu nasilonych napięć geopolitycznych, niższego popytu światowego na eksport oraz – w mniejszym stopniu – słabszych inwestycji. Projekcja na 2015 r. została zrewidowana w dół o 0,1 pkt proc., głównie w zwią-

ku z efektem przeniesienia niższego wzrostu w 2014 r. Projekcja na 2016 r. została zrewidowana w górę o 0,1 pkt proc., głównie dla uwzględnienia dodatniego oddziaływania korzystniejszych warunków finansowania (wspieranych przez operacje TLTRO) na inwestycje prywatne.

PROJEKCE CEN I KOSZTÓW

Według szybkich szacunków Eurostatu w sierpniu 2014 r. inflacja HICP ogółem wyniosła 0,3%. Niska stopa inflacji jest odzwierciedleniem spadku cen energii i żywności oraz słabego trendu cen towarów przemysłowych z wyłączeniem energii i usług.

Zgodnie z projekcją inflacja HICP ogółem, która w II kw. 2014 r. wyniosła 0,6%, w III kw. nieco się obniży – do 0,4%, po czym w IV kw. br. wzrośnie do 0,7%. W horyzoncie projekcji inflacja HICP ma stopniowo dalej rosnać, by w IV kw. 2016 r. osiągnąć poziom 1,5%. W kierunku wzrostu inflacji powinno oddziaływać domykanie się ujemnej luki PKB, w warunkach coraz mocniejszego ożywienia, prowadzące do wzrostu płac i zysków. Oczekuje się także, że wzrost cen konsumpcyjnych w strefie euro będzie podtrzymywany przez wzrost cen surowców nieenergetycznych i cen importu strefy euro, wzmocniony deprecjacją euro. Niemniej przewiduje się, że do 2016 r. inflację będzie ograniczać wciąż istniejące niepełne wykorzystanie mocy produkcyjnych – do tego czasu ujemna luka PKB według projekcji zmniejszy się jedynie częściowo, z czego wynika bardzo niewielka dynamika płac i zysków – oraz zakładany spadek cen ropy (według rynków terminowych).

W ujęciu bardziej szczegółowym oczekuje się, że inflacja cen energii w III kw. 2014 r. pozostanie zdecydowanie ujemna, po czym do końca horyzontu projekcji będzie oscylować wokół zera. Wpływ opadającej lekko w dół krzywej terminowej cen ropy na ceny konsumpcyjne energii jest w horyzoncie projekcji częściowo zrównoważony przez dodatnie oddziaływanie takich czynników jak deprecjacja euro i ceny innych nośników energii. W ujęciu łącznym wkład cen energii do inflacji HICP w horyzoncie projekcji ma być zerowy, a zatem dużo niższy od średniego wkładu za lata 1999–2013, wynoszącego 0,5 pkt proc. Kształtowanie się tej składowej HICP w dużej mierze wyjaśnia zatem, dlaczego perspektywy inflacji są w horyzoncie projekcji bardziej umiarkowane niż w ciągu pierwszych 15 lat istnienia unii walutowej.

Inflacja cen żywności zgodnie z projekcją w III kw. br. będzie bliska zera, ale w kolejnych kwartałach – aż do połowy 2015 r. – ma mocno wzrosnąć, po czym efekt silnie niekorzystnego wpływu czynników pogodowych na ceny żywności nieprzetworzonej oraz ujemny efekt bazy powinny zaniknąć. W kolejnych kwartałach inflacja cen żywności ma nadal rosnać, choć nieco wolniej, by na koniec horyzontu projekcji osiągnąć 2,0%. Dalszy wzrost inflacji cen żywności jest odzwierciedleniem zakładanego wzrostu cen loco gospodarstwo w UE wraz ze stopniowym umacnianiem się ożywienia gospodarczego. W ujęciu łącznym wkład cen żywności do inflacji HICP w horyzoncie projekcji ma wynieść 0,2 pkt proc., a zatem być niższy od średniego wkładu za lata 1999–2013, wynoszącego 0,5 pkt proc. – jest to kolejna przesłanka stosunkowo niskiej projekcji inflacji.

Oczekuje się, że inflacja HICP z wyłączeniem cen żywności i energii, która między IV kw. 2013 r. a III kw. 2014 r. utrzymywała się na poziomie 0,8%, nie powinna się dalej obniżyć. W horyzoncie projekcji ma stopniowo rosnać w miarę ożywiania się gospodarki, zwięzania luki PKB oraz umacniania dynamiki płac i zysków. Oczekuje się, że w IV kw. 2016 r. wzrost ten osiągnie 1,5%. Udział inflacji HICP z wyłączeniem cen żywności i energii w inflacji HICP ogółem także jest niższy od średniej – w horyzoncie projekcji wynosi 0,8 pkt proc., podczas gdy średnia długoterminowa to 1,1 pkt proc.

Oczekuje się, że w 2014 r. niewielki dodatni wkład do inflacji HICP (ok. 0,1 pkt proc.) będą miały podwyżki podatków pośrednich przewidziane w planach konsolidacji fiskalnej. Ponieważ nie ma jeszcze informacji o zatwierdzonych środkach fiskalnych na resztę analizowanego okresu, zakłada się obecnie, że w 2015 i 2016 r. wkład podatków pośrednich będzie pomijalny (wobec średniej historycznej 0,2%).

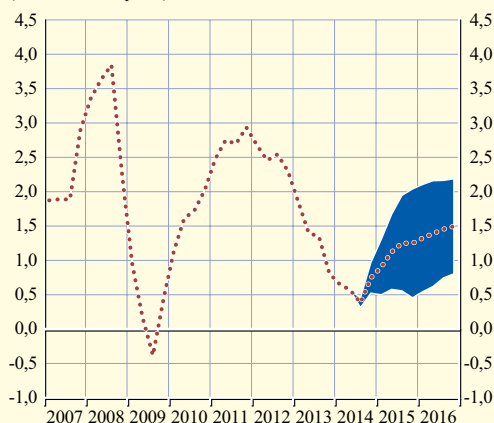
Duży ujemny wpływ na inflację HICP w ostatnim okresie miały zewnętrzne czynniki cenotwórcze. Gwałtownie spadła roczna dynamika deflatora importu: z 2,4% w 2012 r. do -2,0% w I kw. 2014 r. Spadek ten wiązał się z niską dynamiką cen światowych, wynikającą ze słabego wzrostu globalnego, a także z wcześniejszą aprecjacją euro oraz ze spadkami cen ropy naftowej i innych surowców. Oczekuje się, że silna zewnętrzna presja na spadek cen ustanie w drugim półroczu 2014 r., kiedy to ma nastąpić zwrot w rocznej dynamice deflatora importu – według przewidywań będzie ona rosła do początku 2015 r., po czym do końca horyzontu projekcji utrzyma się na zasadniczo stabilnym poziomie ok. 1,4%, bliskim średniej długookresowej. Wzrost dynamiki deflatora importu jest odzwierciedleniem zakładanego wzrostu cen światowych w warunkach poprawy sytuacji gospodarczej na świecie, spodziewanego wzrostu cen surowców nieenergetycznych oraz słabszego kursu euro.

Jeśli chodzi o wewnętrzną presję cenową, oczekuje się, że stopniowa poprawa warunków na rynkach pracy w strefie euro doprowadzi do niewielkiego zwiększenia się dynamiki przeciętnego wynagrodzenia. Dynamika jednostkowych kosztów pracy przez pierwsze dwa lata analizowanego okresu ma maleć: do 1,0% w 2014 r. i 0,8% w 2015 r., po czym w 2016 r. ma nieco wzrosnąć, do 1,1%. Jej spadek w pierwszych dwóch latach wynika z niewielkiej dynamiki przeciętnego wynagrodzenia przy szybszym wzroście wydajności pracy. Na 2016 r. przewiduje się nieznaczne przyspieszenie jednostkowych kosztów pracy, wynikające z wyższej dynamiki przeciętnego wynagrodzenia przy ogólnie niezminionej dynamice wydajności. Taki przebieg tej zmiennej odzwierciedla opóźnioną reakcję dynamiki zarówno płac, jak i zatrudnienia, na ożywienie gospodarcze,

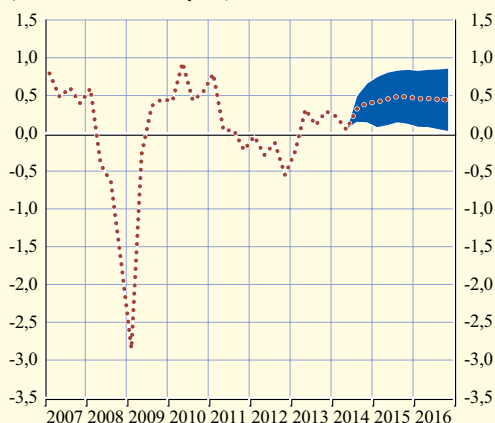
Projekcje makroekonomiczne¹⁾

(dane kwartalne)

Inflacja HICP w strefie euro
(rok do roku w proc.)



Realny PKB strefy euro²⁾
(kwartał do kwartału w proc.)



1) Przedziały wokół projekcji centralnych wyznaczono na podstawie różnic pomiędzy rzeczywistymi wynikami a wcześniejszymi projekcjami z wielu lat. Rozpiętość przedziałów jest równa dwukrotności średniej wartości bezwzględnej tych różnic. Zastosowana metoda wyznaczania przedziałów, w tym korekta z tytułu zdarzeń nadzwyczajnych, została przedstawiona w publikacji *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, EBC, grudzień 2009, dostępnej w serwisie internetowym EBC.

2) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych w roku.

wobec znacznych (i jedynie stopniowo zmniejszających się) niewykorzystanych mocy produkcyjnych na rynkach pracy w strefie euro.

Oczekuje się, że marże zysku (liczone jako różnica między deflatorem PKB w cenach czynników produkcji a dynamiką jednostkowych kosztów pracy) w 2014 r. nieco się obniżą, a potem będą stopniowo rosnąć, czemu ma sprzyjać cykliczne ożywienie gospodarcze.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z czerwca 2014 r. projekcja inflacji HICP ogółem na 2014 r. została zrewidowana w dół o 0,2 pkt proc., głównie dla uwzględnienia niższych, niż oczekiwano, danych o inflacji za ostatnie miesiące. Projekcje inflacji HICP na 2015 i 2016 r. pozostały niezmienione, gdyż rewizji w dół inflacji HICP z wyłączeniem energii towarzyszyła rewizja w górę składowej „energia”. Jeśli chodzi o inflację HICP z wyłączeniem energii, słabsze od oczekiwanych dane za ostatnie miesiące wydają się wskazywać, że obniżenie jej dynamiki okaże się trwalsze, niż wcześniej zakładano. Natomiast rewizję w górę składowej „energia” uzasadniają wyższe ceny ropy i założenie słabszego kursu walutowego.

PERSPEKTYWY FISKALNE

Na podstawie założeń opisanych w ramce 1 projekcja wskazuje, że wskaźnik deficytu sektora finansów publicznych do PKB dla strefy euro będzie się stopniowo obniżać: z 3,0% w 2013 r. do 1,9% w 2016 r. Spadek ten odzwierciedla przede wszystkim poprawę koniunktury. Saldo strukturalne budżetu w analizowanym okresie ma się według projekcji nieco poprawić dzięki działaniom na rzecz konsolidacji fiskalnej w niektórych krajach strefy euro i oczekiwanemu wycofaniu pomocy państwowej dla sektora finansowego. Przewiduje się, że dalszy umiarkowany wzrost wydatków publicznych z nawiązką skompensuje obniżki podatków bezpośrednich wprowadzone w niektórych krajach. Jednak według aktualnych założeń dotyczących polityki fiskalnej poprawa salda strukturalnego będzie postępować znacznie wolniej niż w latach poprzednich. Wskaźnik długu publicznego brutto do PKB w strefie euro ma w 2014 r. osiągnąć najwyższy poziom: 93,9%, a następnie obniżyć się i w 2016 r. wynieść 91,5%.

Ramka 2

SPOSÓB UWZGLĘDNIENIA PAKIETU ŚRODKÓW POLITYKI PIENIĘŻNEJ UCHWALONYCH PRZEZ EBC W CZERWCU 2014 R.

Pakiet ogłoszony 5 czerwca 2014 r. obejmuje różnorodne środki. Niektóre z nich weszły w życie niezwłocznie po ogłoszeniu (obniżenie podstawowych stóp procentowych EBC i przedłużenie stosowania trybu przetargu kwotowego z pełnym przydziałem), inne zostaną uruchomione we wrześniu 2014 r. (ukierunkowane dłuższe operacje refinansujące, TLTRO), a w przypadku jeszcze innych termin wdrożenia nie został podany do daty granicznej niniejszych projekcji (bezwartunkowe zakupy papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami).

W projekcjach przyjęto zatem, że pakiet może oddziaływać na projekcję bazową w takim zakresie, w jakim wpłynął na rynkowe założenia techniczno-finansowe (tj. rynkowe stopy procentowe i ceny akcji, w tym kurs walutowy). Oczekuje się, że zmiany założeń będą przekładać się na zmienne makroekonomiczne zgodnie z regularnością obserwowaną w przeszłości; innymi

słowy – nie dokonano żadnych korekt eksperckich w standardowym modelu wyprowadzania założeń dotyczących oprocentowania i podaży kredytów ani w żadnym innym aspekcie obliczania projekcji bazowej.

W projekcji bazowej nie ujęto wielu dodatkowych potencjalnych dróg oddziaływania pakietu, takich jak przekładanie się niższych kosztów finansowania banków na oprocentowanie kredytów, korzystne warunki udzielania kredytów oraz przeznaczanie przez banki środków uzyskanych w operacjach TLTRO na zakup aktywów. Podsumowując, wpływ uchwalonych środków jest w projekcji bazowej prawdopodobnie zaniżony, co bez wątpienia stanowi czynnik mogący oddziaływać w kierunku wyższych poziomów wzrostu i inflacji.

Ramka 3

ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

Projekcje opierają się w dużym stopniu na założeniach technicznych dotyczących pewnych kluczowych zmiennych. Jako że niektóre z tych zmiennych mogą wywierać duży wpływ na uzyskany scenariusz sytuacji w strefie euro, przeprowadzenie analizy wrażliwości projekcji na zmianę ich przebiegu może pomóc w ocenie niepewności obciążającej projekcję. W niniejszej ramce omówiono niepewność związaną z trzema kluczowymi założeniami oraz wrażliwość projekcji na zmianę tych założeń¹.

1) INNY PRZEBIEG CEN ROPY

W obecnych projekcjach ekspertów EBC założenia dotyczące cen ropy wyprowadza się z oczekiwań rynkowych, mierzonych na podstawie cen kontraktów terminowych na ropę, które wskazują na spadek cen tego surowca w horyzoncie projekcji (por. ramka 1). Jednak taki przebieg cen jest obciążony niepewnością.

Przewidywany spadek cen ropy może być odzwierciedleniem przekonania rynku, że ograniczenie jej produkcji w niektórych krajach OPEC w ostatnim okresie, związane z niestabilnością polityczną lub napięciami geopolitycznymi, częściowo się odwróci lub zostanie skompensowane przez zwiększenie światowego wydobycia oleju łupkowego. Może jednak dojść do wzrostu cen ropy – w krótkim i średnim okresie w razie nieoczekiwanych zdarzeń geopolitycznych w krajach będących jej największymi producentami (np. w Rosji), a w średnim okresie także w razie silniejszego ożywienia globalnego.

Ogólnie rzecz biorąc, w kontekście światowego ożywienia wydaje się możliwe, że ceny ropy okażą się wyższe od przyjętych w projekcji bazowej. Dlatego też w analizie wrażliwości rozważa się wariant z większą rewizją w górę ścieżki cen wynikającej z kontraktów terminowych na ropę². W tym wariantcie zakłada się, że w latach 2014, 2015 i 2016 ceny te będą wyższe

¹ Wszystkie symulacje przeprowadzono przy założeniu braku zmian w polityce i braku zmian innych zmiennych związanych z założeniami technicznymi i otoczeniem międzynarodowym strefy euro.

² Szczegółowy opis modelu zastosowanego do wyprowadzenia tej korekty – zob. Pagano, P. i Pisani, M., „Risk-adjusted forecasts of oil prices”, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 9, Issue 1, Art. 24, 2009.

od cen kontraktów terminowych o odpowiednio 3%, 6% i 10%. Zgodnie z modelami makroekonomicznymi ekspertów EBC wyższe ceny ropy spowodowałyby, że inflacja HICP znalazłaby się o 0,1–0,2 pkt proc. powyżej projekcji bazowej na lata 2015 i 2016. Jednocześnie wzrost cen ropy osłabiłby tempo wzrostu realnego PKB – w latach 2015 i 2016 byłoby ono niższe o 0,1 pkt proc.

2) INNY PRZEBIEG KURSU WALUTOWEGO

W scenariuszu bazowym zakłada się, że efektywny kurs euro nie zmieni się do końca horyzontu projekcji. Euro może się jednak osłabić wskutek pogarszania się oczekiwań dotyczących wzrostu i inflacji w strefie euro w porównaniu z USA oraz przekonania wśród uczestników rynków, że w tych dwóch gospodarkach nastawienie polityki pieniężnej będzie różne, w związku z oczekiwaniami długiego okresu utrzymywania się niskich stóp procentowych w strefie euro i szybszej normalizacji w USA. Alternatywny przebieg kursu euro, zakładający silniejszą deprecjację, wyprowadzono z 25. percentyla rozkładu gęstości kursu EUR/USD wynikającego z kwotowań opcji z 13 sierpnia 2014 r. (przy założeniu neutralności względem ryzyka). Z takiego podejścia wynika stopniowa deprecjacja euro wobec dolara amerykańskiego do 1,24 w 2016 r., czyli 7,4% poniżej wartości przyjętej w scenariuszu bazowym. Spójne z tym podejściem jest założenie dotyczące nominalnego efektywnego kursu euro (odzwierciedlające regularność obserwowaną w przeszłości): zmiany kursu EUR/USD są odzwierciedleniem zmian kursu efektywnego z elastycznością ok. 52%. Prowadzi to do stopniowego oddalania się efektywnego kursu euro od poziomu bazowego – w 2016 r. kurs ten znajduje się 3,9% poniżej tego poziomu.

Zgodnie z modelami makroekonomicznymi ekspertów EBC oznaczałoby to wyższy wzrost realnego PKB (0,1–0,3 pkt proc. w 2015 i 2016 r.) oraz wyższą inflację HICP w 2015 i 2016 r. (0,2–0,3 pkt proc.).

3) DODATKOWA KONSOLIDACJA FISKALNA

Jak podano w ramce 1, w założeniach dotyczących polityki fiskalnej uwzględniono wszystkie działania w zakresie tej polityki, które są już zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub też zostały dostatecznie szczegółowo określone przez rządy, a ich przyjęcie w procesie legislacyjnym jest prawdopodobne. W przypadku większości krajów środki uwzględnione w scenariuszu bazowym nie wystarczają do spełnienia wymogów dotyczących konsolidacji fiskalnej określonych w części naprawczej i prewencyjnej paktu stabilności i wzrostu. Dążenie do spełnienia tych wymogów jest ogólnie ujęte w programach stabilności z 2014 r. oraz w dokumentach dotyczących programów UE-MFW. Często jednak środki mające prowadzić do osiągnięcia tych celów albo nie są w ogóle wskazane, albo nie zostały określone wystarczająco szczegółowo. W związku z tym nie uwzględniono ich w projekcji bazowej, zwłaszcza na lata 2015–2016, których w większości krajów nie obejmuje aktualny budżet. Dlatego uchwalenie przez część rządów dodatkowych środków konsolidacji fiskalnej do 2016 r. (poza uwzględnionymi już w scenariuszu bazowym) jest nie tylko konieczne, lecz także prawdopodobne.

Założenia przyjęte w analizie wrażliwości w zakresie polityki fiskalnej

Punktem wyjścia analizy wrażliwości w zakresie polityki fiskalnej jest „luka fiskalna” – różnica między celami budżetowymi rządów a bazowymi projekcjami budżetowymi. Przy szacowaniu prawdopodobnej dodatkowej konsolidacji fiskalnej wzięto pod uwagę uwarunkowania krajowe i informacje o wielkości i strukturze tej konsolidacji w poszczególnych krajach. Informacje te

pozwołyły zwłaszcza uwzględnić poziom niepewności celów fiskalnych oraz prawdopodobieństwo zastosowania dodatkowych środków konsolidacyjnych – które w przeciwieństwie do innych czynników redukcji deficytu oddziaływałyby na popyt łączny – i ich wzajemnie sprzężone skutki makroekonomiczne.

Przy takim podejściu szacuje się, że dodatkowa konsolidacja w strefie euro w 2014 r. jest bardzo ograniczona (poniżej 0,1% PKB), natomiast kolejne dodatkowe środki zostaną prawdopodobnie zastosowane w 2015 r. (ok. 0,3% PKB) oraz (w nieco mniejszej skali – ok. 0,1% PKB) w 2016 r., co oznacza skumulowaną wartość dodatkowej konsolidacji na koniec 2016 r. na poziomie ok. 0,4% PKB. Jeśli chodzi o strukturę środków fiskalnych, w analizie wrażliwości uwzględnia się przekroje krajowe i czasowe najbardziej prawdopodobnych działań dodatkowych. W niniejszej analizie w konsolidacji fiskalnej na poziomie strefy euro jako całości przeważają środki budżetowe dotyczące wydatków, ale obejmuje ona także podwyżki podatków pośrednich, natomiast na 2016 r. za prawdopodobne uznaje się bodźce fiskalne w postaci cięć podatków bezpośrednich i składek na ubezpieczenie społeczne.

Skutki makroekonomiczne dodatkowej konsolidacji fiskalnej

W poniższej tabeli podsumowano wyniki symulacji wpływu analizy wrażliwości w zakresie polityki fiskalnej na dynamikę realnego PKB i inflację HICP dla strefy euro na podstawie modelu NAWM, opracowanego przez EBC³.

Wpływ dodatkowej konsolidacji fiskalnej na wzrost realnego PKB w 2014 r. jest ograniczony, ale w 2015 i 2016 r. ma wynieść według szacunków ok. -0,2 pkt proc. Wpływ na inflację HICP w 2015 r. szacuje się na ok. 0,1 pkt proc.

Analiza wskazuje zatem, że mogą wystąpić pewne czynniki oddziałujące w kierunku obniżenia się dynamiki realnego PKB w stosunku do scenariusza bazowego, zwłaszcza w latach 2015 i 2016, gdyż w scenariuszu tym nie uwzględniono wszystkich planowanych środków konsolidacji fiskalnej. Jednocześnie występują słabe czynniki mogące oddziaływać w kierunku zwiększe-

Szacowany wpływ makroekonomiczny dodatkowej konsolidacji fiskalnej na dynamikę PKB i inflację HICP w strefie euro

(jako procent PKB)

	2014	2015	2016
Cele budżetowe rządów ¹⁾	-2,4	-1,8	-1,1
Bazowe projekcje fiskalne	-2,6	-2,4	-1,9
Dodatkowa konsolidacja fiskalna (skumulowana) ²⁾	0,0	0,3	0,4
Skutki dodatkowej konsolidacji fiskalnej (pkt proc.) ³⁾			
Dynamika realnego PKB	0	-0,2	-0,2
Inflacja HICP	0	0,1	0

1) Cele nominalne według najnowszych dokumentów dotyczących programów UE-MFW dla krajów objętych tymi programami oraz zakwalifikowanych programów stabilności z 2014 r. dla pozostałych krajów.

2) Analiza wrażliwości na podstawie ocen ekspertów EBC.

3) Odchylenia dynamiki realnego PKB i inflacji HICP od scenariusza bazowego, w punktach procentowych (w obu przypadkach w ujęciu rocznym). Skutki makroekonomiczne symulowane na podstawie modelu NAWM.

3 Opis modelu NAWM – zob. Christoffel, K., Coenen, G. i Warne, A., „The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis”, *Working Paper Series*, nr 944, EBC, październik 2008.

nia się inflacji, gdyż przyjmuje się, że dodatkowa konsolidacja będzie częściowo wynikać z podwyżek podatków pośrednich.

Należy podkreślić, że analiza wrażliwości w zakresie polityki fiskalnej koncentruje się jedynie na potencjalnych krótkoterminowych skutkach prawdopodobnej dodatkowej konsolidacji. Zwykle nawet dobrze zaprojektowane środki konsolidacji fiskalnej wywierają w krótkim okresie niekorzystny wpływ na dynamikę realnego PKB, za to w dłuższej perspektywie – przekraczającej horyzont przyjęty w niniejszej analizie – mają pozytywne skutki dla aktywności gospodarczej⁴. Wyników tej analizy nie należy zatem interpretować jako próby zakwestionowania potrzeby podejmowania dodatkowych działań konsolidacyjnych w horyzoncie projekcji. Bez wątplenia działania te są konieczne, by przywrócić stabilność finansów publicznych w strefie euro. Brak konsolidacji mógłby negatywnie wpłynąć na koszty długu państwowego, a ponadto osłabić zaufanie, hamując tym samym ożywienie gospodarcze.

4 Szczegółową analizę skutków makroekonomicznych konsolidacji fiskalnej przedstawia artykuł zatytułowany „Fiscal multipliers and the timing of consolidation”, *Biuletyn Miesięczny*, EBC, kwiecień 2014.

Ramka 4

KONSEKWENCJE NAPIĘĆ MIĘDZY UE A ROSJĄ DLA PERSPEKTYW WYMIANY HANDLOWEJ STREFY EURO

Nasilanie się napięć geopolitycznych i związany z tym spadek zaufania mogły w ostatnim okresie niekorzystnie wpłynąć na aktywność w strefie euro. W projekcji bazowej założono jednak, że napięcia między UE a Rosją odbiją się na wymianie handlowej strefy euro jedynie w bardzo umiarkowanym stopniu. Przewiduje się, że sytuacja ta będzie wpływać na popyt zewnętrzny i eksport strefy euro dwoma kanałami.

Po pierwsze, pogorszyły się perspektywy gospodarki rosyjskiej, w tym jej popyt krajowy i import w horyzoncie projekcji obniżyły się w porównaniu z projekcjami opublikowanymi w czerwcowym wydaniu *Biuletynu Miesięcznego*, co odbija się na popycie zewnętrznym i eksporcie strefy euro. Coraz bardziej napięta sytuacja na Ukrainie doprowadziła do nałożenia przez UE i USA dodatkowych, głównie finansowych, sankcji na Rosję. W I kw. 2014 r. PKB Rosji zmniejszył się o 0,3% w ujęciu kwartalnym i oczekuje się, że w najbliższych kwartałach aktywność będzie w dalszym ciągu bardzo słaba z powodu niskiego poziomu inwestycji wynikającego m.in. z podwyżek stóp procentowych Banku Rosji, znacznego zaostrzenia się wewnętrznych i zewnętrznych warunków finansowania, odpływu kapitału oraz wysokiej niepewności. Ponadto przewiduje się, że spożycie prywatne będzie tłumione przez niepewność co do perspektyw gospodarczych oraz spadek realnych dochodów do dyspozycji, będący wynikiem wzrostu inflacji, a także deprecjacji rubla. Osłabienie się popytu krajowego w Rosji działa hamująco na dynamikę rosyjskiego PKB i importu w horyzoncie projekcji, co pociąga za sobą zrewidowanie w dół projekcji rosyjskiego importu w porównaniu z poprzednią rundą projekcji. Ponieważ na Rosję przypada ok. 4,5% popytu zewnętrznego strefy euro, spadek rosyjskiego importu skutkuje minimalnym obniżeniem się tego popytu – o ok. 0,1 pkt proc. do końca 2016 r. w porównaniu z poprzednią projekcją.

Po drugie, Rosja nałożyła embargo na import niektórych artykułów żywnościowych z krajów, które wprowadziły sankcje wobec osób i podmiotów pochodzących z Rosji – w tym na import żywności ze strefy euro. Rosyjskie embargo dotyczy ok. 2% łącznego rosyjskiego importu towarów i usług i stanowi kolejny czynnik hamujący dynamikę rosyjskiego importu w horyzoncie projekcji. Aby uwzględnić efekty restrykcji importowych, przyjęto, że około jedna trzecia importu obłożonego embargiem może zostać natychmiast zastąpiona importem od innych zagranicznych dostawców. W przypadku pozostałej części efektem embarga ma być niewielkie obniżenie się dynamiki rosyjskiego importu na przełomie 2014 i 2015 r. Przekłada się to na spadek popytu zewnętrznego strefy euro do początków 2015 r. o mniej niż 0,1 pkt proc. w porównaniu z poprzednią projekcją.

O ile niekorzystny wpływ na popyt zewnętrzny na poziomie całej strefy euro będzie prawdopodobnie niewielki, o tyle w niektórych krajach tej strefy – w zależności od charakteru ich stosunków handlowych z Rosją – skutki mogą być dotkliwsze. Poza tym wydaje się, że niedawne napięcia doprowadziły do spadku zaufania przedsiębiorców w strefie euro.

W odniesieniu do powyższych szacunków należy poczynić pewne zastrzeżenia. Niekorzystny wpływ rosyjskiego embarga na eksport strefy euro może być większy, niż wynikałoby z rewizji projekcji popytu zewnętrznego, gdyż embargo wymierzone jest zwłaszcza w kraje strefy euro i kilka innych krajów OECD, czego nie uwzględniają przyjęte – stałe – wielkości udziałów w handlu. Jest więc bardziej prawdopodobne, że spadek eksportu strefy euro będzie większy, niż wynika z projekcji. Z drugiej strony możliwe jest, że kraje strefy euro zdołają znaleźć zastępcze rynki eksportowe, co pozwoli zamortyzować skutki embarga.

Jednocześnie, jak wspomniano w *Biuletynie Miesięcznym* z czerwca 2014 r. (zob. ramka „Zagrożenia dla strefy euro wynikające z kryzysu na Ukrainie”), dalsze zwiększenie się napięć w regionie może przynieść kolejne sankcje wobec Rosji, a ze strony Rosji – kolejne środki odwetowe wobec UE. Wówczas skutki dla aktywności i inflacji w strefie euro byłyby prawdopodobnie dużo poważniejsze.

Ramka 5

PROGNOZY INNYCH INSTYTUCJI

Wiele instytucji – zarówno organizacji międzynarodowych, jak i podmiotów sektora prywatnego – sporządza prognozy dla strefy euro. Jednak 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 nieokreślone) metody wprowadzania założeń dotyczących zmiennych fiskalnych, finansowych i zewnętrznych, w tym cen ropy naftowej i innych surowców. W poszczególnych prognozach stosuje się także różne podejścia do korygowania danych o liczbie dni roboczych w roku (zob. tabela poniżej).

W aktualnych prognozach innych instytucji dynamika realnego PKB strefy euro w 2014 r. ma być nieco wyższa od wynikającej z projekcji ekspertów EBC. Projekcje dynamiki realnego PKB na lata 2015 i 2016 są podobne do projekcji ekspertów EBC lub nieco niższe. W kwe-

Zestawienie prognoz wzrostu realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro

(zmiany rok do roku w proc.)

	Data publikacji	Dynamika PKB			Inflacja HICP		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Projekcje ekspertów Eurosystemu	wrz. 2014	0,9 [0,7-1,1]	1,6 [0,6-2,6]	1,9 [0,6-3,2]	0,6 [0,5-0,7]	1,1 [0,5-1,7]	1,4 [0,7-2,1]
Komisja Europejska	maj 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OECD	maj 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Euro Zone Barometer	sier. 2014	1,0	1,5	1,7	0,6	1,1	1,5
Consensus Economics Forecasts	sier. 2014	1,0	1,5	1,6	0,6	1,1	1,5
Survey of Professional Forecasters	sier. 2014	1,0	1,5	1,7	0,7	1,2	1,5
MFW	lip. 2014	1,1	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Źródła: Komisja Europejska: *European Economic Forecast*, wiosna 2014; MFW: *World Economic Outlook*, aktualizacja, lipiec 2014 (PKB); MFW: *World Economic Outlook*, kwiecień 2014; OECD: *Economic Outlook*, maj 2014; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; EBC: *Survey of Professional Forecasters*.

Uwaga: W projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC oraz prognozach OECD podaje się 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.

stii inflacji prognozy większości innych instytucji na lata 2014 i 2015 podają średnioroczną inflację HICP na poziomie bliskim projekcjom ekspertów EBC lub nieco wyższym. Inflacja HICP w 2016 r. ma według pozostałych dostępnych prognoz wynieść średnio między 1,3% a 1,5%, wobec 1,4% w projekcji ekspertów EBC. Obecnie wszystkie dostępne prognozy na lata 2015 i 2016 mieszczą się w przedziałach projekcji EBC, podanych w tabeli.