



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM



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

**BIULETYN MIESIĘCZNY
STRESZCZENIE**

GRUDZIEŃ 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 4 grudnia 2013 r.

ISSN 1830 009X (internet)



ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 5 grudnia Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Nowe informacje i analizy potwierdziły ocenę Rady i jej decyzje w sprawie polityki pieniężnej z ubiegłego miesiąca. Przewiduje się, że presja cenowa w strefie euro w średnim okresie pozostanie pod względem tendencji ograniczona. Spójna z tym obrazem jest nadal niewielka dynamika podaży pieniądza i akcji kredytowej. Jednocześnie oczekiwania dotyczące inflacji w strefie euro w okresie średnim do długiego są wciąż mocno zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, by utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2%. Te okoliczności wskazują, że inflacja w strefie euro będzie przez dłuższy czas niska, a dopiero potem zacznie stopniowo rosnąć, aż dojdzie do poziomu nieznacznie poniżej 2%. Nastawienie polityki pieniężnej pozostanie akomodacyjne tak długo, jak długo będzie to potrzebne, i w ten sposób będzie nadal podtrzymywać stopniowe ożywienie gospodarcze. W tej sytuacji Rada Prezesów potwierdziła swoją zapowiedź dotyczącą przyszłego nastawienia polityki pieniężnej – nadal oczekuje utrzymania podstawowych stóp procentowych EBC na poziomie obecnym lub niższym przez dłuższy czas. Przesłanką do tego w dalszym ciągu są umiarkowane ogólne perspektywy inflacji w horyzoncie średniookresowym, przy powszechnej słabości gospodarki i niewielkiej dynamice podaży pieniądza. Jeśli chodzi o warunki panujące na rynku pieniężnym i ich potencjalny wpływ na nastawienie polityki pieniężnej, Rada Prezesów uważnie obserwuje rozwój sytuacji i jest gotowa rozważyć zastosowanie wszystkich dostępnych instrumentów.

W dziedzinie analizy ekonomicznej realny PKB strefy euro, po wzroście o 0,3% w II kw. 2013 r., w III kw. zwiększył się w ujęciu kwartalnym o 0,1%. Ankietowe wskaźniki zaufania w okresie do listo-

pada wskazują na dodatnią dynamikę także w IV kw. W latach 2014 i 2015 produkcja powinna się powoli ożywiać, przede wszystkim dzięki pewnej poprawie popytu wewnętrznego, której sprzyja akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej. Aktywności gospodarczej w strefie euro powinno także sprzyjać stopniowe umacnianie się popytu eksportowego. Ponadto w gospodarce realnej coraz bardziej zauważalna wydaje się również obserwowana od ostatniego roku ogólna poprawa sytuacji na rynkach finansowych; powinny też dać się odczuć postępy konsolidacji fiskalnej. Oprócz tego w ostatnim okresie niższa dynamika cen energii wywiera korzystny wpływ na dochody realne. Jednocześnie bezrobocie w strefie euro ciągle jest wysokie, a aktywność gospodarczą będą nadal hamować konieczne dostosowania bilansowe w sektorze publicznym i prywatnym.

Podobna ocena zawarta jest w projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z grudnia 2013 r., w których przewiduje się spadek realnego PKB w ujęciu rocznym o 0,4% w 2013 r., a następnie jego wzrost o 1,1% w 2014 r. i o 1,5% w 2015 r. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z września 2013 r. projekcja dynamiki realnego PKB na 2013 r. pozostała niezmienną, a wartość na 2014 r. skorygowano o 0,1 pkt proc. w górę.

Ocenia się, że wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro przeważają czynniki spadkowe. Niekorzystny wpływ na warunki gospodarcze może wywierać sytuacja na światowych rynkach pieniężnych i finansowych oraz związana z nią niepewność. Do czynników spadkowych należą też wyższe ceny surowców, słabszy od oczekiwanego popyt wewnętrzny i eksport oraz powolna lub niewystarczająca realizacja reform strukturalnych w krajach strefy euro.

Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w listopadzie 2013 r. wyniosła 0,9%, wobec 0,7% w październiku. Wzrost ten był ogólnie zgodny z oczekiwaniami, a wiązał się zwłaszcza ze wzrostowym efektem bazy w cenach energii oraz wyższą dynamiką cen usług. Na podstawie aktualnych cen terminowych energii oczekuje się, że w najbliższych miesiącach roczna inflacja utrzyma się na poziomie zbliżonym do obecnego. W średnim okresie presja cenowa w strefie euro powinna pod względem tendencji pozostać ograniczona. Jednocześnie oczekiwania dotyczące inflacji w strefie euro są w okresie średnim do długiego wciąż mocno zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, by utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2%.

Podobna ocena zawarta jest w projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z grudnia 2013 r., w których przewiduje się, że roczna inflacja HICP w 2013 r. wyniesie 1,4%, w 2014 r. 1,1%, zaś w 2015 r. 1,3%. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z września 2013 r. projekcje inflacji na 2013 i 2014 r. skorygowano w dół o odpowiednio 0,1 i 0,2 pkt proc.

Czynniki ryzyka mogące wpłynąć na kształtowanie się cen w średnim okresie zasadniczo się równoważą. W kierunku wzrostu inflacji mogą oddziaływać wyższe ceny surowców i większe od oczekiwanych podwyżki cen administrowanych i podatków pośrednich, natomiast w kierunku jej spadku – słabsza niż się obecnie przewiduje aktywność gospodarcza.

Rada Prezesów postanowiła od grudnia 2013 publikować więcej szczegółowych informacji dotyczących projekcji makroekonomicznych opracowywanych przez ekspertów.

W dziedzinie analizy monetarnej dane za październik potwierdzają ocenę, że dynamika podaży szerokiego pieniądza (M3)

i akcji kredytowej jest pod względem tendencji niewielka. Roczna dynamika M3 spadła z 2,0% we wrześniu do 1,4% w październiku. Spowolnienie to częściowo wiąże się z efektem bazy. Roczna dynamika M1 nadal była silna – 6,6%, co wynika stąd, że inwestorzy preferują instrumenty płynne; nieco się jednak obniżyła w porównaniu z maksimum 8,7% zanotowanym w kwietniu. Głównym czynnikiem podtrzymującym roczną dynamikę M3 w dalszym ciągu było dodatnie saldo przepływu kapitału do strefy euro, natomiast roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego wciąż była słaba. Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) utrzymała się w październiku na poziomie 0,3%, zasadniczo niezmiennym od początku roku. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) wyniosła w październiku -2,9%, po -2,8% we wrześniu i -2,9 w sierpniu. Niska dynamika kredytów dla przedsiębiorstw nadal wynika z opóźnionej reakcji na zmiany cyklu koniunkturalnego oraz z ryzyka kredytowego i trwałego dostosowania bilansów w sektorze finansowym i niefinansowym.

Od lata 2012 r. dokonał się znaczny postęp w uzdrawianiu sytuacji banków w zakresie finansowania. Aby osiągnąć właściwe przełożenie polityki pieniężnej na warunki finansowania w krajach strefy euro, powinna jeszcze zmniejszyć się segmentacja rynków kredytowych w tej strefie oraz – jeśli istnieje taka potrzeba – zostać wzmocniona odporność banków. Ponadto korzystny wpływ na proces odbudowy zaufania będzie miała kompleksowa ocena sytuacji banków, jaką przeprowadzi EBC przed podjęciem swojej roli nadzorczej w ramach jednolitego mechanizmu nadzorczego. Ocena ta poprawi jakość dostępnych informacji o sytuacji banków oraz pozwoli określić i wdrożyć potrzebne działania naprawcze. W przywracaniu zaufania do systemu finansowego pomogą dalsze zdecydowane działania na rzecz utworzenia unii bankowej.

Podsumowując, analiza ekonomiczna wskazuje, że inflacja w strefie euro będzie przez dłuższy czas niska, a dopiero później zacznie stopniowo rosnąć, aż dojdzie do poziomu nieznacznie poniżej 2%. Ocenę tę potwierdza porównanie z sygnałami płynącymi z analizy monetarnej.

W dziedzinie polityki fiskalnej Rada Prezesów przyjmuje z zadowoleniem dokonaną przez Komisję Europejską ocenę projektów planów budżetowych na 2014 r., przedstawionych po raz pierwszy w październiku na mocy rozporządzeń będących częścią tzw. dwupaku. Ta nowa procedura nadzoru powinna zostać odpowiednio wdrożona. Aby sprowadzić wysokie wskaźniki długu publicznego na ścieżkę spadkową, rządy nie mogą zaprzepaścić dotychczasowych

starń o zmniejszenie deficytów i kontynuować dostosowanie fiskalne w średnim okresie. Środki w zakresie konsolidacji fiskalnej powinny przede wszystkim sprzyjać wzrostowi gospodarczemu i mieć perspektywę średniookresową, tak aby polepszyć usługi publiczne, a jednocześnie zminimalizować zniekształcający wpływ podatków. Jednocześnie należy kontynuować reformy rynków produktów i pracy, aby poprawić konkurencyjność, zwiększyć potencjał wzrostowy, stworzyć nowe możliwości zatrudnienia i podnieść zdolności dostosowawcze krajów strefy euro.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera jeden artykuł, zatytułowany „Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu dla strefy euro – grudzień 2013”.

STRESZCZENIA ROZDZIAŁÓW Z BIULETYNU MIESIĘCZNEGO EBC, GRUDZIEŃ 2013

SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA

I ŚRODOWISKO ZEWNĘTRZNE STREFY EURO

Ożywienie gospodarcze na świecie nadal jest niewielkie i zróżnicowane regionalnie, przy czym jego dynamika stopniowo staje się bardziej korzystna w gospodarkach rozwiniętych. Najnowsze wskaźniki ankietowe wskazują na dalszy wzrost światowej aktywności gospodarczej, do którego przyczynia się m.in. stabilizacja globalnych warunków finansowych. Oczekuje się, że w średnim okresie perspektywy gospodarcze poprawią się w krajach rozwiniętych, natomiast na rynkach wschodzących nadal będą raczej słabe na tle trendów historycznych. Szereg czynników koniunkturalnych i strukturalnych w dalszym ciągu hamuje wzrost na świecie; bilans ryzyka dotyczącego perspektyw aktywności gospodarczej wciąż przechyla się na stronę spadkową. Jednocześnie handel światowy stopniowo się wzmacnia, choć tempo jego wzrostu pozostaje znacznie niższe niż przed światowym kryzysem finansowym. Inflacja cen konsumpcyjnych w większości gospodarek rozwiniętych i wschodzących od lipca maleje pod wpływem niższych cen energii i żywności. Na przyszłość przewiduje się, że presja inflacyjna pozostanie umiarkowana, gdyż w skali globalnej ciągle występują znaczne wolne moce produkcyjne.

2 SYTUACJA MONETARNA I FINANSOWA

2.1 PIENIĄDZ I KREDYTY MIF

Roczna dynamika szerokiego pieniądza w III kw. i październiku 2013 r. jeszcze się obniżyła w związku z naprawdą słabą kreacją pieniądza w strefie euro. Jednocześnie nadal malała akcja kredytowa dla prywatnego sektora niefinansowego, choć tempo spadku nieco się ustabilizowało. Głównym sprzyjającym czynnikiem kreacji pieniądza nadal są stałe napływy kapitału do strefy euro, widoczne w dalszym wzroście aktywów zagranicznych netto w MIF. Napływy te, odnotowane zarówno w krajach będących w trudnej sytuacji, jak i pozostałych, przyczyniły się także do dalszego zmniejszenia segmentacji rynków finansowych i umożliwiły przedsiębiorstwom stałe zwiększanie buforów gotówkowych. W sumie dynamika zarówno podaży pieniądza, jak i akcji kredytowej nadal jest niewielka.

2.2 INWESTYCJE FINANSOWE SEKTORÓW NIEFINANSOWYCH I INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH

Roczna dynamika inwestycji finansowych dokonywanych przez sektory niefinansowe w II kw. 2013 r. zmalała do 1,9% w związku z utrzymującą się słabością otoczenia gospodarczego i mniejszymi możliwościami uzyskania dochodu. Roczna dynamika inwestycji finansowych zakładów ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych wyniosła w tym kwartale 3,0%. Fundusze inwestycyjne odnotowały natomiast w III kw. dalszy napływ środków – taki sam jak kwartał wcześniej – pochodzących przede wszystkim od funduszy akcji i funduszy mieszanych; wiązało się to z poszukiwaniem przez inwestorów jak najwyższej rentowności i ich mniejszą niechęcią do podejmowania ryzyka.

2.3 STOPY RYNKU PIENIĘŻNEGO

Między wrześniem a połową listopada 2013 r. stopy rynku pieniężnego były ogólnie stabilne. Natomiast od połowy listopada EONIA zaczęła rosnąć, gdyż wraz ze zbliżaniem się końca roku i zmniejszaniem nadwyżek płynności zwiększyło się zapotrzebowanie

na zapobiegawcze bufory płynnościowe. W następstwie decyzji z 7 listopada 2013 r. o obniżeniu stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących EBC zmalały nieco poziom i zmienność stóp terminowych rynku pieniężnego (np. kontraktów futures na EURIBOR).

2.4 RYNKI OBLIGACJI

Między końcem sierpnia a 4 grudnia rentowność długoterminowych obligacji skarbowych o ratingu AAA w strefie euro spadła o ok. 10 pkt bazowych – do 2%, natomiast rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w USA pozostała ogólnie niezmienną. Głównymi czynnikami wpływającymi w tym okresie na rynki obligacji po obu stronach Atlantyku były informacje z USA, a zwłaszcza niepewność, czy Fed spowolni tempo miesięcznych zakupów aktywów przed zaplanowaną na 18 września decyzją Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) oraz niepewność związana z październikową debatą o pułapie długu publicznego. Podczas gdy we wrześniu i październiku rentowności długoterminowych obligacji skarbowych w obu regionach kształtowały się dość podobnie, to w listopadzie pojawiły się różnice: w USA rentowność ta nieco wzrosła, natomiast w strefie euro ustabilizowała się. Zarówno w strefie euro, jak i w USA jeszcze zmalała niepewność (mierzona zmiennością implikowaną) co do dalszego rozwoju sytuacji na rynkach obligacji. W obrębie strefy euro rozpiętość rentowności obligacji skarbowych w wypadku większości krajów nadal malała. Wskaźniki finansowe długookresowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro zasadniczo się nie zmieniły i pozostają całkowicie spójne z definicją stabilności cen.

2.5 RYNKI AKCJI

Między końcem sierpnia a 4 grudnia 2013 r. ceny akcji w strefie euro wzrosły o ok. 9%, a w USA o ok. 10%. We wrześniu na rynki akcji po obu stronach Atlantyku korzystnie wpływały pozytywne dane gospodarcze oraz oczekiwania rynków, że ograniczenie ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej przez Fed zostanie prawdopodobnie odroczone. Jednak w październiku zwyczki cen akcji częściowo się odwróciły z powodu impasu w negocjacjach dotyczących pułapu długu publicznego w USA, przy częściowym unieruchomieniu administracji publicznej; po osiągnięciu porozumienia w tej sprawie ceny akcji znów poszły w górę. Na rynki akcji w strefie euro na początku analizowanego okresu korzystnie wpływały nieco lepsze od oczekiwanych informacje makroekonomiczne, które jednak w listopadzie nie były już jednoznacznie pozytywne. Niepewność na rynku akcji w strefie euro, mierzona zmiennością implikowaną, w analizowanym okresie zmalała.

2.6 PRZEPIŁYWY FINANSOWE I SYTUACJA FINANSOWA PRZEDSIĘBIORSTW

Między lipcem i październikiem 2013 r. realny koszt finansowania przedsiębiorstw w strefie euro obniżył się o 6 pkt bazowych. Wynikało to stąd, że spadł koszt kapitału i koszt długu rynkowego, wzrósł natomiast realny koszt kredytów bankowych. Co do przepływów finansowych, roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw w III kw. 2013 r. nadal się obniżała. Ograniczenie akcji kredytowej jest przede wszystkim odzwierciedleniem słabej aktywności gospodarczej w kontekście trudnych warunków kredytowania w niektórych częściach strefy euro. Roczna dynamika emisji dłużnych papierów korporacyjnych, choć nadal wysoka, osiągnęła najniższy poziom od czerwca 2012 r.

2.7 PRZEPIŁYWY FINANSOWE I SYTUACJA FINANSOWA SEKTORA GOSPODARSTW DOMOWYCH

Jeśli chodzi o warunki finansowania gospodarstw domowych w strefie euro, w III kw. 2013 r., oprocentowanie kredytów bankowych było ogólnie stabilne, przy czym nadal utrzymywały się znaczne różnice między krajami i między różnymi instrumentami. Roczna dynamika kredytów MIF dla gospodarstw domowych w strefie euro (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) od początku roku ustabilizowała się na poziomie minimalnie powyżej zera; w październiku 2013 r. wyniosła 0,3%. Najnowsze dane w dalszym ciągu wskazują na niewielką dynamikę kredytów zaciąganych przez gospodarstwa domowe, co wiąże się głównie ze słabością rynków mieszkaniowych, niepewnymi perspektywami gospodarczymi, wysokim bezrobociem oraz – w perspektywie średniookresowej – z koniecznością korekty wcześniejszej nadmiernej akumulacji długu (zwłaszcza w niektórych krajach strefy euro). Jednocześnie miesięczne przepływy kredytów MIF do gospodarstw domowych były w III kw. nieco większe niż w pierwszym półroczu. Ponadto badanie ankietowe akcji kredytowej banków z października 2013 r. wskazuje, że na IV kw. banki przewidują dalszy wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe. Szacuje się, że stosunek zadłużenia gospodarstw domowych do dochodów rozporządzalnych brutto w III kw. utrzymał się na poziomie zbliżonym do notowanego od połowy 2010 r. Także obciążenie gospodarstw domowych z tytułu płatności odsetkowych w tym kwartale pozostało według szacunków zasadniczo niezmiennione.

3 CENY I KOSZTY

Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w listopadzie 2013 r. wyniosła 0,9%, wobec 0,7% w październiku. Wzrost ten był ogólnie zgodny z oczekiwaniami, a wiązał się zwłaszcza ze wzrostowym efektem bazy w cenach energii oraz wyższą dynamiką cen usług. Na podstawie aktualnych cen terminowych energii oczekuje się, że w najbliższych miesiącach roczna inflacja utrzyma się na poziomie zbliżonym do obecnego. W średnim okresie presja cenowa w strefie euro powinna pod względem tendencji pozostać ograniczona. Jednocześnie oczekiwania dotyczące inflacji w strefie euro są w okresie średnim do długiego wciąż mocno zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, by utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2%.

Podobna ocena zawarta jest w projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z grudnia 2013 r., w których przewiduje się, że roczna inflacja HICP w 2013 r. wyniesie 1,4%, w 2014 r. 1,1%, zaś w 2015 r. 1,3%. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z września 2013 r. projekcje inflacji na 2013 i 2014 r. skorygowano w dół o odpowiednio 0,1 i 0,2 pkt proc. Czynniki ryzyka mogące wpłynąć na kształtowanie się cen w średnim okresie zasadniczo się równoważą.

4 PRODUKCJA, POPYT I RYNEK PRACY

Realny PKB strefy euro, po wzroście o 0,3% w II kw. 2013 r., w III kw. zwiększył się w ujęciu kwartalnym o 0,1%. Ankietowe wskaźniki zaufania w okresie do listopada wskazują na dodatnią dynamikę także w IV kw. W latach 2014 i 2015 produkcja powinna się powoli ożywiać, przede wszystkim dzięki pewnej poprawie popytu wewnętrznego, której sprzyja akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej. Aktywności gospodarczej w strefie

euro powinno także sprzyjać stopniowe umacnianie się popytu eksportowego. Ponadto w gospodarce realnej coraz bardziej zauważalna wydaje się również obserwowana od ostatniego roku ogólna poprawa sytuacji na rynkach finansowych; powinny też dać się odczuć postępy konsolidacji fiskalnej. Oprócz tego w ostatnim okresie niższa dynamika cen energii wywiera korzystny wpływ na dochody realne. Jednocześnie bezrobocie w strefie euro ciągle jest wysokie, a aktywność gospodarczą będą nadal hamować konieczne dostosowania bilansowe w sektorze publicznym i prywatnym.

Podobna ocena zawarta jest w projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z grudnia 2013 r., w których przewiduje się spadek realnego PKB w ujęciu rocznym o 0,4% w 2013 r., a następnie jego wzrost o 1,1% w 2014 r. i o 1,5% w 2015 r. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z września 2013 r. projekcja dynamiki realnego PKB na 2013 r. pozostała niezmienną, a wartość na 2014 r. skorygowano o 0,1 pkt proc. w górę. Ocenia się, że wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro przeważają czynniki spadkowe.

5 SYTUACJA FINANSÓW PUBLICZNYCH

Według tegorocznej jesiennej prognozy ekonomicznej Komisji Europejskiej konsolidacja fiskalna w strefie euro posuwa się naprzód. Szacuje się, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych spadł z 3,7% PKB w 2012 r. do 3,1% PKB w 2013 r. Z kolei wskaźnik zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro ma w 2014 r. według projekcji osiągnąć rekordowo wysoką wartość ok. 96% PKB, a następnie się obniżyć, po raz pierwszy od wybuchu kryzysu finansowego. Projekty planów budżetów krajowych, które kraje strefy euro przedstawiły po raz pierwszy w połowie października 2013 r. na podstawie nowych rozporządzeń będących częścią tzw. dwupaku, wskazują na znaczne spowolnienie działań konsolidacyjnych. Według Komisji Europejskiej łączny wynik działań strukturalnych uwzględnionych w tych planach wyniesie w 2014 r. tylko 0,25% PKB. W połowie listopada Komisja wezwała kilka państw strefy euro, by przed ukończeniem budżetów na rok 2014 uchwałyły dodatkowe środki w celu zapewnienia zgodności z unijnymi przepisami fiskalnymi. Środki te powinny zostać tak zaprojektowane, by sprzyjać wzrostowi – koncentrować się na redukcji nieproduktywnych wydatków publicznych, a jednocześnie chronić inwestycje publiczne i w miarę możliwości nie wymagać kolejnych podwyżek podatków.

PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EUROSYSTEMU DLA STREFY EURO¹

Według projekcji realny PKB od IV kw. 2013 r. zacznie nabierać tempa, a pod koniec 2014 r. jeszcze nieco przyspieszy. Oczekuje się, że motorem przewidywanego trwałego wzrostu aktywności będzie stopniowa poprawa popytu wewnętrznego i zewnętrznego. Na popyt wewnętrzny będą korzystnie wpływać spadek niepewności, akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej (jeszcze wzmocnione przez ostatnią obniżkę głównej stopy procentowej i zapowiedź dotyczącą przyszłego nastawienia tej polityki), mniejszy hamulec fiskalny oraz spadek cen surowców, który powinien pozytywnie oddziaływać na realne dochody do dyspozycji. Z czasem korzystny wpływ będzie wywierać także zmniejszenie się ograniczeń w podaży kredytów. Ponadto aktywności gospodarczej w horyzoncie projekcji będzie sprzyjać korzystne oddziaływanie na eksport stopniowo umacniającego się popytu zewnętrznego. Jednak na perspektywach średniookresowych będą się odbijać potrzeba dalszej korekty bilansów w sektorze prywatnym i publicznym oraz wysokie bezrobocie, pomimo pewnych postępów w przywracaniu równowagi, które zaowocowały poprawą warunków do wzrostu w krajach będących w trudnej sytuacji. Według projekcji w 2013 r. realny PKB obniży się o 0,4%, po czym w 2014 i 2015 r. wzrośnie o odpowiednio 1,1% i 1,5%. Do końca okresu objętego projekcjami w gospodarce będzie występować znaczne niewykorzystanie mocy produkcyjnych.

Inflacja HICP w strefie euro ma według projekcji wynieść 1,4% w 2013 r., 1,1% w 2014 r. i 1,3% w 2015 r. Te umiarkowane perspektywy częściowo wynikają stąd, że na inflację cen energii spadkowy wpływ będą mieć obniżenie się cen kontraktów terminowych na ropę naftową, aprecjacja euro w poprzednim okresie i utrzymujące się niepełne wykorzystanie mocy produkcyjnych w gospodarce. Przewiduje się także znaczny spadek inflacji cen żywności, spowodowany obniżeniem się międzynarodowych cen żywności w poprzednim okresie i ich zakładanym niewielkim wzrostem w horyzoncie projekcji. Inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności ma wzrosnąć jedynie nieznacznie: z 1,1% w 2013 r. do 1,3% w 2014 r. i 1,4% w 2015 r., w związku z niewielką wewnętrzną presją kosztową w kontekście umiarkowanej poprawy aktywności.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z września 2013 r. projekcja dynamiki realnego PKB na 2013 r. pozostała niezmienną, a wartość na 2014 r. – skorygowana o 0,1 pkt proc. w górę. Projekcje inflacji ogólnej HICP na 2013 i 2014 r. zostały skorygowane w dół, o odpowiednio 0,1 i 0,2 pkt proc.

OTOCZENIE MIĘDZYNARODOWE

Dynamika realnego PKB na świecie (z wyłączeniem strefy euro) ma w horyzoncie projekcji stopniowo rosnąć: z 3,3% w 2013 r. do 3,9% w 2014 r. i 4,1% w 2015 r. W gospodarkach rozwiniętych wzrost w ciągu 2013 r. nieco przyspieszył, natomiast na rynkach wschodzących osłabł wskutek zmniejszenia się popytu wewnętrznego i ograniczonych możliwości dalszego prowadzenia krajowej polityki pro wzrostowej. Jeśli chodzi o perspektywy krótkookresowe, wskaźniki nastrojów na świecie wskazują na poprawę warunków gospodarczych, co pokrywa się z aktualnym wzrostem aktywności globalnej. Po decyzji Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC), by odroczyć ograniczenie skupu aktywów, warunki finansowe ostatnio się ustabilizowały, co powinno ogólnie korzystnie wpłynąć na światowe ożywienie gospodarcze. Oczekuje się jednak, że ożywienie to nadal postępować będzie stopniowo. W gospodarkach rozwiniętych wzrost hamować będą – choć w mniejszym stopniu niż wcześniej – przywracanie równowagi w sektorze prywatnym (które postę-

¹ Na podstawie informacji dostępnych do 22 listopada 2013 r. eksperci Eurosystemu opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w strefie euro. Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu są sporządzane co pół roku przez specjalistów z EBC i krajowych banków centralnych strefy euro. Stanowią one wkład do formułowanej przez Radę Prezesów oceny sytuacji gospodarczej oraz zagrożeń dla stabilności cen. Więcej informacji o zastosowanych procedurach i technikach można znaleźć we wskazówkach metodologicznych *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, EBC, czerwiec 2001, dostępnych w serwisie internetowym EBC.

Tabela I Otoczenie międzynarodowe

(roczne zmiany w procentach)							
	2012	Grudzień 2013			Korekty od września 2013		
		2013	2014	2015	2012	2013	2014
Realny PKB na świecie (bez strefy euro)	3,8	3,3	3,9	4,1	0,0	-0,1	-0,1
Handel światowy (bez strefy euro) ¹⁾	4,5	3,9	5,6	6,4	0,2	-0,3	-0,1
Popyt zewnętrzny strefy euro ²⁾	4,0	3,0	5,0	5,7	0,3	0,1	-0,1

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

puje, ale jeszcze się nie zakończyło) oraz konsolidacja fiskalna. Na rynkach wschodzących ożywienie gospodarcze prawdopodobnie będzie przytłumione, gdyż wzrost osłabiać będą czynniki strukturalne, w tym przeszkody infrastrukturalne i ograniczenia dotyczące mocy produkcyjnych.

Handel światowy od początku 2013 r. rośnie wraz z nieznacznym odbiciem aktywności gospodarczej. Z dostępnych wskaźników wynika jednak, że jego dynamika w krótkim okresie powinna być stosunkowo słaba. W dłuższej perspektywie przewiduje się, że dynamika handlu światowego do końca analizowanego okresu będzie stopniowo rosła, choć pozostanie niższa niż przed kryzysem. Handel światowy (z wyłączeniem strefy euro) ma zgodnie z projekcjami wzrosnąć o 3,9% w 2013 r., 5,6% w 2014 r. i 6,4% w 2015 r. Ponieważ popyt ze strony głównych partnerów handlowych strefy euro będzie rósł wolniej niż popyt ze strony reszty świata, popyt zewnętrzny tej strefy ma być nieco słabszy niż handel światowy; przewiduje się, że w 2013 r. wzrośnie o 3,0%, po czym w 2014 r. przyspieszy do 5,0%, a w 2015 r. do 5,7%.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z września 2013 r. perspektywy światowego wzrostu zostały skorygowane minimalnie w dół, jako że niewielka korekta w górę dotycząca wzrostu w gospodarkach rozwiniętych została zrównoważona przez korekty w dół dotyczące aktywności na rynkach wschodzących. Perspektywy popytu zewnętrznego strefy euro pozostały ogólnie niezmienione na cały analizowany okres.

Ramka I

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 14 listopada 2013 r. Założenie co do krótkoterminowych stóp procentowych ma charakter czysto techniczny. Stopy te mierzy się 3-miesięczną stopą EURIBOR, a oczekiwania rynkowe wyprowadza ze stóp terminowych. Z metodologii tej wynika średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych równy 0,2% w 2013 r., 0,3% w 2014 r. i 0,5% w 2015 r. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro według oczekiwań rynkowych wynosi średnio 2,9% w 2013 r., 3,1% w 2014 r. i 3,6% w 2015 r.¹

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.

Założenia techniczne

	Grudzień 2013				Korekty od września 2013 ^{1),2)}	
	2012	2013	2014	2015	2013	2014
3-miesięczna stopa EURIBOR (w procentach rocznie)	0,6	0,2	0,3	0,5	0,0	-0,2
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (w procentach rocznie)	3,8	2,9	3,1	3,6	-0,1	-0,4
Cena ropy naftowej (USD/b)	112,0	108,2	103,9	99,2	0,4	1,1
Ceny surowców nieenergetycznych (w USD) (roczna zmiana w procentach)	-7,2	-5,4	-2,6	3,7	0,0	-2,5
Kurs USD/EUR	1,29	1,33	1,34	1,34	0,5	1,2
Nominalny efektywny kurs euro (roczna zmiana w procentach)	-5,3	3,7	0,8	0,0	0,1	0,1

1) Korekty 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.

2) Korekty wyliczono na podstawie liczb niezaokrąglonych.

Na podstawie kształtowania się stóp procentowych na rynku terminowym i stopniowego przekładania zmian stóp rynkowych na oprocentowanie kredytów oczekuje się, że łączne oprocentowanie kredytów bankowych dla niefinansowego sektora prywatnego strefy euro osiągnie minimum pod koniec 2013 r. i na początku 2014 r., a następnie będzie stopniowo rosnąć. W kwestii cen surowców, na podstawie tendencji obserwowanej na rynkach terminowych w okresie dwóch tygodni przed datą graniczną, przyjęto założenie, że cena ropy Brent spadnie ze 112,0 USD/b w 2012 r. do 108,2 USD/b w 2013 r., 103,9 USD/b w 2014 r. i 99,2 USD/b w 2015 r. Założono także, że ceny surowców nieenergetycznych w dolarach amerykańskich w 2013 r. spadną o 5,4%, w 2014 r. o 2,6%, a w 2015 r. wzrosną o 3,7%².

Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na niezmiennym poziomie równym średniej z dwóch tygodni przed datą graniczną. Oznacza to kurs USD do EUR równy 1,33 w 2013 r. oraz 1,34 w 2014 i 2015 r. – o 4,6% wyższy niż w 2012 r. Efektywny kurs euro ma według założeń wzrosnąć o 3,7% w 2013 r. i o 0,8% w 2014 r., zaś w 2015 r. utrzymać się na tym samym poziomie.

Podstawą założeń dotyczących polityki fiskalnej są plany budżetowe poszczególnych krajów strefy euro według stanu na 22 listopada 2013 r. Uwzględniają one wszystkie działania w zakresie polityki, które są już zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub też zostały dostatecznie szczegółowo sprecyzowane przez rządy, a ich przyjęcie w procesie legislacyjnym jest prawdopodobne.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z września 2013 r. zmiany w założeniach technicznych są stosunkowo niewielkie i obejmują wyższe ceny ropy wyrażone w dolarach amerykańskich, niewielką aprecjację kursu euro i niższe stopy procentowe w strefie euro.

2) Założenia dotyczące cen ropy naftowej i surowców żywnościowych opierają się na cenach terminowych do końca okresu objętego projekcjami. W odniesieniu do innych nieenergetycznych surowców mineralnych zakłada się, że do IV kw. 2014 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 konsumpcyjnych cen żywności, są prognozowane na podstawie modelu ekonometrycznego, który uwzględnia kształtowanie się międzynarodowych cen surowców żywnościowych.

PROJEKCJE DYNAMIKI REALNEGO PKB

Realny PKB, po wzroście o 0,3% w II kw. 2013 r., w III kw. zwiększył się o 0,1% (zob. wykres). Najnowsze dane ankietowe wskazują na umiarkowane wzmocnienie się aktywności w IV kw. 2013 r. W ciągu 2014 i 2015 r. tempo wzrostu ma się nieco zwiększyć. Oczekuje się, że w horyzoncie projekcji głównym motorem odbicia aktywności będzie stopniowe ożywienie popytu wewnętrznego. Na popyt ten będą korzystnie wpływać poprawa zaufania w warunkach malejącej niepewności, akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej (jeszcze wzmocnione przez ostatnią obniżkę głównej stopy procentowej i zapowiedź dotyczącą przyszłego nastawienia tej polityki), mniej restrykcyjne nastawienie polityki fiskalnej i spadek inflacji cen surowców, który powinien pozytywnie oddziaływać na realne dochody do dyspozycji. Z czasem korzystny wpływ na popyt wewnętrzny powinno także wywierać zmniejszanie się ograniczeń w podaży kredytów. Ponadto aktywności gospodarczej w horyzoncie projekcji będzie coraz bardziej sprzyjać korzystne oddziaływanie na eksport stopniowo umacniającego się popytu zewnętrznego. Choć jednak w niektórych krajach strefy euro będących w trudnej sytuacji poczyniono pewne postępy w przywracaniu równowagi, co zaowocowało poprawą warunków do wzrostu napędzanego przez eksport, to oczekuje się, że perspektywy wzrostu w horyzoncie projekcji będą nadal osłabiane przez potrzebę dokończenia korekty bilansów w sektorze prywatnym i publicznym oraz wysokie bezrobocie.

W sumie przewiduje się, że ożywienie będzie nadal słabe na tle wyników historycznych, a realny PKB strefy euro osiągnie poziom sprzed kryzysu (tj. z I kw. 2008 r.) dopiero pod koniec 2015 r. W ujęciu średniorocznym oczekuje się, że realny PKB w 2013 r. spadnie o 0,4%, głównie wskutek ujemnego efektu przeniesienia wynikającego z kształtowania się aktywności w 2012 r., a następnie wzrośnie: o 1,1% w 2014 r. i 1,5% w 2015 r. Taka ścieżka wzrostu odzwierciedla stabilnie rosnący udział popytu wewnętrznego w połączeniu z coraz silniejszym bodźcem ze strony eksportu.

Na poziomie poszczególnych składowych wzrostu gospodarczego przewiduje się, że eksport poza strefę euro w IV kw. 2013 r. ożywi się, a w 2014 i 2015 r. nabierze tempa, w związku z umacnianiem się popytu zewnętrznego strefy euro. Eksport w obrębie strefy euro ma według przewidywań rosnać wolniej niż eksport poza strefę z powodu relatywnie słabego popytu wewnętrznego.

Inwestycje przedsiębiorstw mają według projekcji w IV kw. 2013 r. wzrosnąć, a w ciągu 2014 r. jeszcze nieco przyspieszyć. Korzystny wpływ na ich dynamikę w horyzoncie projekcji ma wywierać kilka czynników: oczekiwane stopniowe umacnianie się popytu wewnętrznego i zewnętrznego, bardzo niskie stopy procentowe, mniejsza niepewność, potrzeba modernizacji majątku produkcyjnego po latach niskich inwestycji, zmniejszenie się niekorzystnego oddziaływania podaży kredytów oraz pewna poprawa marż zysku w miarę ożywiania się aktywności gospodarczej. Przewiduje się jednak, że na przedstawionych perspektywach będzie nadal odbijać się połączony niekorzystny wpływ niewielkiego wykorzystania mocy produkcyjnych, potrzeby dalszej restrukturyzacji bilansów przedsiębiorstw, niekorzystnych warunków finansowania i stosunkowo wysokiej niepewności w niektórych krajach i sektorach strefy euro. Inwestycje mieszkaniowe mają według przewidywań w najbliższej przyszłości nieznacznie wzrosnąć, a następnie od połowy 2014 r. ich wzrost powinien przyspieszyć. Jego tempo powinno jednak pozostać niewysokie w związku z potrzebą dalszej korekty na niektórych rynkach mieszkaniowych, słabą dynamiką realnych dochodów do dyspozycji i powszechnym oczekiwaniem dalszego spadku cen nieruchomości mieszkaniowych w niektórych krajach. Ponadto wpływ względnej atrakcyjności inwestycji mieszkaniowych w pewnych krajach, której sprzyja rekordowo niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych i wzrost cen nieruchomości, może przejawiać się jedynie stopniowo, gdyż sektor budowlany w tych krajach zbliżył się już do granicy swoich mocy produkcyjnych. Inwestycje publiczne mają w horyzoncie projekcji według

Tabela 2 Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro

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

	Grudzień 2013				Korekty od września 2013		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
Realny PKB ³⁾	-0,6	-0,4	1,1	1,5	-0,1	0,0	0,1
		[-0,5 – -0,3]	[0,4 – 1,8]	[0,4 – 2,6]			
Spożycie prywatne	-1,4	-0,6	0,7	1,2	0,0	0,0	0,0
Spożycie publiczne	-0,6	0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,3
Nakłady brutto na środki trwałe	-3,9	-3,0	1,6	2,8	0,1	0,6	-0,1
Eksport ⁴⁾	2,7	1,1	3,7	4,8	0,0	0,2	0,0
Import ⁴⁾	-0,8	-0,1	3,5	4,7	0,1	0,4	-0,3
Zatrudnienie	-0,6	-0,8	0,2	0,4	0,0	0,2	0,2
Stopa bezrobocia (jako procent siły roboczej)	11,4	12,1	12,0	11,8	0,0	-0,1	-0,2
HICP	2,5	1,4	1,1	1,3	0,0	-0,1	-0,2
		[1,4 – 1,4]	[0,6 – 1,6]	[0,5 – 2,1]			
HICP z wyłączeniem energii	1,9	1,5	1,3	1,5	0,0	-0,1	-0,2
HICP z wyłączeniem energii i żywności	1,5	1,1	1,3	1,4	0,0	0,0	-0,1
HICP z wyłączeniem energii, żywności i zmian podatków pośrednich ⁵⁾	1,3	1,0	1,1	1,4	0,0	0,0	-0,1
Jednostkowe koszty pracy	1,8	1,4	0,9	1,0	0,1	0,1	0,1
Przeciętne wynagrodzenie	1,8	1,8	1,8	2,1	0,1	0,0	0,0
Wydajność pracy	0,0	0,4	0,9	1,1	0,0	-0,1	-0,1
Saldo budżetu sektora instytucji rządowych i samorządowych (jako procent PKB)	-3,7	-3,2	-2,6	-2,4	0,0	0,0	0,2
Saldo strukturalne budżetu (jako procent PKB) ⁶⁾	-3,1	-2,5	-2,2	-2,1	0,1	0,0	0,1
Dług publiczny brutto (jako procent PKB)	90,6	93,2	93,6	93,1	0,2	0,2	-0,2
Saldo na rachunku bieżącym (jako procent PKB)	1,4	2,0	2,2	2,6	0,0	-0,6	-0,7

1) Projekcje na 2014 i 2015 r. uwzględniają Łotwę. Średnioroczne zmiany procentowe na 2014 r. obliczono tak, jakby Łotwa należała do strefy euro już w 2013 r.

2) Przedziały wokół projekcji wyznaczono na podstawie różnic pomiędzy rzeczywistymi wynikami a wcześniejszymi projekcjami z wielu lat. Rozpiętość przedziałów stanowi dwukrotność 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, również dostępnej w serwisie internetowym EBC.

3) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych.

4) Z uwzględnieniem wymiany handlowej w obrębie strefy euro.

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

6) Obliczone jako saldo 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).

przewidywać pozostać słabe z powodu środków w zakresie konsolidacji fiskalnej zaplanowanych w części krajów strefy euro.

Liczba zatrudnionych w najbliższych kwartałach prawdopodobnie się nie zmieni, a od połowy 2014 r. będzie nieznacznie rosła. Poprawa zatrudnienia ma być niewielka z powodu nieznacznego tylko wzrostu aktywności i typowej opóźnionej reakcji zatrudnienia na zmiany produkcji; opóźnienie to wynika stąd, że najpierw wzrasta liczba przepracowanych godzin na pracownika, a dopiero potem zwiększa się zatrudnienie. Jednak dzięki reformom rynku pracy w niektórych krajach będących w trudnej sytuacji próg dynamiki produkcji potrzebny do tworzenia miejsc pracy mógł

się obniżyć. Wielkość siły roboczej w 2013 r. nie zmieni się, po czym będzie powoli rosła wraz ze stopniowym powrotem na rynek pracy niektórych grup ludności. To powinno pomóc w osłabieniu dynamiki płac i korzystnie wpłynąć na wzrost potencjalny. Stopa bezrobocia ma w horyzoncie projekcji nieznacznie spaść. Wydajność pracy (liczona jako produkcja na pracownika) w ciągu 2013 r. wzrosła; przewiduje się, że przez resztę horyzontu projekcji jej wzrost będzie się umacniać w wyniku oczekiwanego przyspieszenia aktywności gospodarczej i opóźnionej reakcji zatrudnienia.

Spożycie prywatne pod koniec 2013 r. ma nieco wzrosnąć w związku ze spadkiem stopy oszczędności w warunkach malejących realnych dochodów do dyspozycji. Na początku 2014 r. – mimo niewielkiego zwiększenia się stopy oszczędności – wzrost spożycia prywatnego powinien nabrać tempa dzięki przyspieszeniu dynamiki realnych dochodów do dyspozycji wynikającemu ze stopniowej poprawy sytuacji na rynku pracy i niskiej inflacji. Spożycie publiczne w horyzoncie projekcji powinno umiarkowanie rosnąć.

Import spoza strefy euro powinien w horyzoncie projekcji nieznacznie przyspieszyć, choć nadal będzie ograniczany przez słaby popyt ogólny. Udział salda wymiany handlowej w dynamice realnego PKB w horyzoncie projekcji ma być jedynie minimalny. Nadwyżka na rachunku bieżącym powinna się zwiększyć w horyzoncie projekcji i w 2015 r. osiągnąć 2,6% PKB.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z września 2013 r. projekcja dynamiki realnego PKB na 2013 r. pozostała niezmienną, a wartość na 2014 r. skorygowano o 0,1 pkt proc. w górę, głównie z powodu wyższego dodatniego efektu przeniesienia wynikającego z niedużej korekty w górę perspektyw pod koniec 2013 r.

PROJEKCJE CEN I KOSZTÓW

Ogólna inflacja HICP wyniosła w listopadzie 2013 r. 0,9%, wobec 2,5% w 2012 r. Spadek inflacji w ciągu 2013 r. wynika w dużej mierze z mniejszego udziału cen energii i żywności oraz ograniczonego trendu cen usług i cen towarów przemysłowych z wyłączeniem energii (zob. rozdział 3 w pełnej wersji grudniowego *Biuletynu Miesięcznego*, niedostępnej w języku polskim).

W przyszłości inflacja HICP powinna pozostać na niskim poziomie; pod koniec 2014 r. ma się nieznacznie podnieść, a w 2015 r. dalej rosnąć pod wpływem stopniowego ożywienia aktywności. Roczna stopa inflacji ma według projekcji wynieść 1,4% w 2013 r., 1,1% w 2014 r. i 1,3% 2015 r.

Umiarkowane perspektywy inflacji wynikają ze spadkowego wpływu cen energii związanego z obniżeniem się cen kontraktów terminowych na ropę naftową, aprecjacją euro w poprzednim okresie i utrzymującym się niepełnym wykorzystaniem mocy produkcyjnych w gospodarce. W ujęciu bardziej szczegółowym oczekuje się, że w 2014 i 2015 r. ceny energii jeszcze spadną, zgodnie z zakładaną ścieżką cen ropy. Zatem udział energii w ogólnej inflacji HICP ma być w 2014 r. nieistotny, a w 2015 r. nieco poniżej zera, czyli być znacznie niższy od średnich historycznych. Inflacja cen żywności powinna przez pierwsze trzy kwartały 2014 r. maleć z powodu spadkowego efektu bazy i oczekiwanego obniżenia się międzynarodowych i europejskich cen surowców żywnościowych, a następnie w 2015 r. nieco wzrosnąć, gdyż zakłada się ponowny wzrost cen tych surowców (zob. wykres). Oczekuje się, że inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności w ciągu 2014 r. umiarkowanie wzrośnie, a w 2015 r. jej roczna stopa wyniesie 1,4%. W związku z założeniem, że wzrostowy wpływ wprowadzonych w poprzednim okresie podwyżek podatków pośrednich w 2014 i 2015 r. się obniży, inflacja liczona jako HICP z wyłączeniem energii, żywności i zmian podatków pośrednich ma w horyzoncie projekcji wzrosnąć nieco silniej (por. ramka 5 w pełnej wersji grudniowego *Biuletynu Miesięcznego*, niedostępnej w języku polskim).

Projekcje makroekonomiczne

(dane kwartalne)

a) Inflacja HICP w strefie euro
(zmiany procentowe rok do roku)



b) Realny PKB strefy euro¹
(zmiany procentowe kwartał do kwartału)



1) Przedziały wokół projekcji centralnej wyznaczono na podstawie różnic pomiędzy rzeczywistymi wynikami a wcześniejszymi projekcjami z wielu lat. Rozpiętość przedziałów stanowi dwukrotność średniej wartości bezwzględnej tych różnic. Zastosowaną metodę wyznaczania przedziałów, w tym korektę 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) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych.

Zewnętrzna presja cenowa w pierwszych trzech kwartałach 2013 r. osłabiła się pod wpływem niewielkiego popytu światowego, aprecjacji efektywnego kursu euro oraz spadków cen ropy naftowej i innych surowców. Szacuje się zatem, że deflator importu w tym okresie spadł w ujęciu rok do roku. W nadchodzących kwartałach czynniki te spowodują jego dalszy spadek, natomiast od połowy 2014 r. deflator powinien nieznacznie odbić, w związku z ustępowaniem spadkowego wpływu aprecjacji euro z poprzedniego okresu, wzrostem cen surowców nieenergetycznych i przyspieszaniem popytu na import, które pozwoli na zwiększenie marż.

W kwestii wewnętrznej presji cenowej oczekuje się, że roczna stopa wzrostu przeciętnego wynagrodzenia w 2013 i 2014 r. utrzyma się na niezmiennym poziomie 1,8%, po czym w 2015 r. wzrośnie do 2,1%. Dynamika jednostkowych kosztów pracy ma według projekcji obniżyć się z 1,8% w 2012 do 1,4% w 2013 r. i 0,9% w 2014 r. w wyniku cyklicznego wzrostu dynamiki wydajności, wynikającego z opóźnionej reakcji zatrudnienia na odbicie aktywności, w połączeniu z zasadniczo niezmienną dynamiką przeciętnego wynagrodzenia. Przewiduje się, że w 2015 r. wzrost dynamiki przeciętnego wynagrodzenia nieco przewyższający wzrost dynamiki wydajności pracy doprowadzi do niewielkiego odbicia dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

Wskaźnik marż zysku (liczony jako różnica między deflatorem PKB w cenach czynników produkcji a dynamiką jednostkowych kosztów pracy) po silnym spadku z 2012 r. powinien w 2013 r. się ustabilizować, dzięki stopniowej, choć niewielkiej, poprawie aktywności w ciągu roku. Potem marże te powinny nieznacznie się ożywić pod wpływem stopniowej poprawy warunków gospodarczych.

Oczekuje się, że podwyżki cen administrowanych i podatków pośrednich zawarte w planach konsolidacji fiskalnej będą miały w 2013 i 2014 r. znaczący wzrostowy udział w inflacji HICP. W 2015 r. ich udział w scenariuszu bazowym powinien być mniejszy, co jednak wynika częściowo z braku szczegółowych informacji o środkach fiskalnych na ten rok.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z września 2013 r. projekcja inflacji ogólnej HICP na 2013 r. została skorygowana o 0,1 pkt proc. w dół, ponieważ najnowsze wyniki okazały się niższe od oczekiwanych. Projekcja inflacji na 2014 r. została skorygowana o 0,2 pkt proc. w dół, m.in. w związku z niższymi cenami surowców.

PERSPEKTYWY FISKALNE

Na podstawie założeń opisanych powyżej w ramce 1 oczekuje się, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro spadnie z 3,7% PKB w 2012 r. do 3,2% PKB w 2013 r., a następnie do 2,6% PKB w 2014 r. i 2,4% PKB w 2015 r. Spadek deficytu przewidywany na 2013 r. wynika z konsolidacji fiskalnej w wielu krajach strefy euro i częściowego wycofania pomocy państwowej dla sektora finansowego, a jego spadek przewidywany na 2014 i 2015 r. jest związany z korzystnym wpływem składnika cyklicznego i dalszą poprawą składnika strukturalnego. Składnik strukturalny będzie jednak według projekcji poprawiał się wolniej niż w 2013 r., a na jego poziom będzie wpływał głównie dalszy umiarkowany wzrost wydatków publicznych. W związku z tym przewiduje się, że saldo strukturalne budżetu (tj. saldo skorygowane o zmiany cykliczne, z wyłączeniem wszystkich środków tymczasowych) powinno w 2013 r. zauważalnie się poprawić, a potem przez resztę okresu objętego projekcjami dalej się polepszać, choć w mniejszym stopniu. Wskaźnik długu publicznego brutto do PKB w strefie euro ma w 2014 r. osiągnąć najwyższy poziom – 93,6%, po czym w 2015 r. spaść do 93,1%.

Ramka 2

ANALIZA WRAŻLIWOŚCI W ZAKRESIE POLITYKI FISKALNEJ

Analizę wrażliwości stosuje się zazwyczaj do określenia, jak duże ryzyko dla scenariusza bazowego projekcji wynika z innego możliwego rozwoju założeń podstawowych. W niniejszej ramce przedstawiono, jakie byłyby wyniki, gdyby dla osiągnięcia celów fiskalnych wprowadzono dodatkowe środki w zakresie konsolidacji fiskalnej.

Jak wspomniano w ramce 1, założenia dotyczące polityki fiskalnej uwzględniają wszystkie działania w zakresie polityki, które są już zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub też zostały dostatecznie szczegółowo sprecyzowane przez rządy, a ich przyjęcie w procesie legislacyjnym jest prawdopodobne. W przypadku większości krajów środki uwzględnione w projekcji bazowej nie wystarczają do spełnienia wymogów dotyczących konsolidacji fiskalnej określonych w częściach prewencyjnej i naprawczej Paktu na rzecz stabilności i wzrostu. Dążenie do spełnienia tych wymogów jest ogólnie ujęte w celach fiskalnych określonych przez rządy w zaktualizowanych programach stabilności na 2013 r., dokumentach dotyczących programów UE-MFW oraz, w pewnym stopniu, w przedstawionych ostatnio projektach planów budżetowych na 2014 r. Często jednak środki mające prowadzić do osiągnięcia tych celów albo nie są w ogóle wskazane, albo nie zostały określone wystarczająco szczegółowo, przez co nie uwzględniono ich w projekcji bazowej, zwłaszcza na rok 2015, który w większości krajów nie jest przedmiotem obecnej rundy budżetowej. Dlatego uchwalenie przez rządy dodatkowych środków w zakresie konsolidacji fiskalnej do 2015 r. (poza uwzględnionymi już w projekcji bazowej) jest nie tylko konieczne, ale i prawdopodobne. Wpływ takich środków na dynamikę realnego PKB i inflację HICP można zmierzyć za pomocą analizy wrażliwości w zakresie polityki fiskalnej. Przeprowadzenie takiej analizy jest zatem ważne dla oceny ryzyka związanego z projekcją bazową.

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

Założenia (jako proc. PKB)	2013	2014	2015
Cele budżetowe rządów ¹⁾	-3,1	-2,4	-1,6
Fiskalne projekcje bazowe	-3,2	-2,6	-2,4
Dodatkowa konsolidacja fiskalna (skumulowana) ²⁾	0,0	0,2	0,8
Skutki dodatkowej konsolidacji fiskalnej (pkt proc.) ³⁾			
Dynamika realnego PKB	0,0	-0,1	-0,3
Inflacja HICP	0,0	0,0	0,2

¹⁾ Cele nominalne są zawarte w najnowszych dokumentach dotyczących programów UE-MFW dla odpowiednich krajów, najnowszych zaleceniach w ramach procedury nadmiernego deficytu dla krajów objętych tą procedurą oraz w projektach planów budżetowych na 2014 r. i zaktualizowanych programach stabilności na 2013 r. dla krajów nieobjętych procedurą nadmiernego deficytu.

²⁾ Analiza wrażliwości na podstawie ocen ekspertów Eurosystemu.

³⁾ Odchylenie dynamiki realnego PKB i inflacji HICP od scenariusza bazowego, w punktach procentowych (w obu przypadkach w ujęciu rocznym). Skutki makroekonomiczne symulowane na podstawie tzw. nowego modelu EBC dla całej strefy euro.

Założenia przyjęte w analizie wrażliwości w zakresie polityki fiskalnej

Punktem wyjściowym analizy wrażliwości w zakresie polityki fiskalnej jest różnica między celami budżetowymi rządów a bazowymi projekcjami budżetowymi. Przy szacowaniu prawdopodobnej dodatkowej konsolidacji fiskalnej uwzględniono uwarunkowania krajowe oraz informacje o wielkości i strukturze tej konsolidacji. Informacje dotyczące poszczególnych krajów powinny zwłaszcza ujmować poziom niepewności celów fiskalnych oraz prawdopodobieństwo zastosowania dodatkowych środków konsolidacyjnych i ich skutki makroekonomiczne.

Przy takim podejściu szacunkowa dodatkowa konsolidacja dla strefy euro na 2013 r. wynosi zero, a na 2014 r. ok. 0,2% PKB, natomiast w 2015 r. skala dodatkowych środków będzie prawdopodobnie większa (ok. 0,6% PKB, czyli skumulowana wartość dodatkowej konsolidacji na koniec 2015 r. wynosi ok. 0,8% PKB). Jeśli chodzi o strukturę środków fiskalnych, w analizie wrażliwości uwzględnia się parametry krajowe i czasowe najbardziej prawdopodobnych działań dodatkowych. Według niniejszej analizy na poziomie strefy euro jako całości w konsolidacji fiskalnej nieznacznie przeważają środki budżetowe dotyczące wydatków, ale obejmuje ona także podwyżki podatków pośrednich i bezpośrednich oraz składki na ubezpieczenie społeczne.

Wpływ makroekonomiczny dodatkowej konsolidacji fiskalnej

W poniższej tabeli podsumowano wyniki symulacji wpływu na dynamikę realnego PKB i inflację HICP strefy euro na podstawie analizy wrażliwości z wykorzystaniem tzw. nowego modelu EBC dla całej strefy euro¹.

Skutki makroekonomiczne dodatkowej konsolidacji fiskalnej w 2013 i 2014 r. są ograniczone. Wpływ na dynamikę realnego PKB w 2015 r. szacuje się na ok. -0,3 pkt proc., natomiast wpływ na inflację HICP na ok. 0,2 pkt proc. Analiza wskazuje zatem, że mogą wystąpić pewne czynniki oddziałujące w kierunku obniżenia dynamiki realnego PKB, zwłaszcza w 2015 r., gdyż w scenariuszu bazowym nie uwzględniono jeszcze wszystkich zamierzonych środków konsolidacji fiskalnej. Jednocześnie istnieją także czynniki mogące oddziaływać w kierunku zwiększenia się inflacji, jako że częściowo źródłem dodatkowej konsolidacji mają być zgodnie z oceną podwyżki podatków pośrednich.

1 Opis tzw. nowego modelu dla całej strefy euro – 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, 2008.

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 dłuższym mają one pozytywne skutki dla aktywności, które jednak nie uwidaczniają się w horyzoncie przyjętym w niniejszej analizie².

Na koniec trzeba podkreślić, że wyników niniejszej analizy nie należy interpretować jako próby zakwestionowania potrzeby podejmowania dodatkowych działań konsolidacyjnych w horyzoncie projekcji. Bez wątpienia działania te są konieczne, by przywrócić stabilność finansów publicznych w strefie euro. Brak konsolidacji mógłby negatywnie wpłynąć na ceny długu państwowego, a ponadto osłabić zaufanie, hamując tym samym ożywienie gospodarcze.

2 Szczegółowa analiza skutków makroekonomicznych konsolidacji fiskalnej znajduje się w ramce zatytułowanej „The role of fiscal multipliers in the current consolidation debate”, *Biuletyn Miesięczny*, EBC, grudzień 2012.

Ramka 3

PROGNOZY INNYCH INSTYTUCJI

Wiele instytucji – zarówno organizacji międzynarodowych, jak i podmiotów sektora prywatnego – sporządza prognozy dla strefy euro. Jednakże prognozy te nie są w pełni porównywalne ani między sobą, ani z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu, 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 podejścia do korygowania danych o liczbę dni roboczych (zob. tabela poniżej).

Zestawienie prognoz wzrostu realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro

(roczne zmiany w procentach)

	Data publikacji	Dynamika PKB			Inflacja HICP		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015
Projekcje ekspertów Eurosystemu	gru. 2013	-0,4 [-0,5 – -0,3]	1,1 [0,4 – 1,8]	1,5 [0,4 – 2,6]	1,4 [1,4 – 1,4]	1,1 [0,6 – 1,6]	1,3 [0,5 – 2,1]
Komisja Europejska	list. 2013	-0,4	1,1	1,7	1,5	1,5	1,4
OECD	list. 2013	-0,4	1,0	1,6	1,4	1,2	1,2
Euro Zone Barometer	list. 2013	-0,4	1,1	1,5	1,5	1,4	1,6
Consensus Economics Forecasts	list. 2013	-0,4	0,9	1,3	1,4	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters	list. 2013	-0,4	1,0	1,5	1,4	1,5	1,6
MFW	paź. 2013	-0,4	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4

Źródła: European Commission Economic Forecasts, jesień 2013; IMF *World Economic Outlook*, październik 2013; OECD *Economic Outlook*, listopad 2013; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; *Survey of Professional Forecasters*, EBC.

Uwagi: Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu 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.

Dostępne aktualnie prognozy innych instytucji przewidują, że realny PKB strefy euro w 2013 r. spadnie o 0,4% – dokładnie o tyle samo co w projekcji ekspertów Eurosystemu. Na 2014 r. przewiduje się stopniowy wzrost dynamiki realnego PKB do między 0,9% a 1,1%, a na 2015 r. do między 1,3% a 1,7%; pokrywa się to ze ścieżką z projekcji ekspertów Eurosystemu.

W kwestii inflacji prognozy innych instytucji przewidują, że w 2013 r. średnioroczna inflacja HICP wyniesie między 1,4% a 1,5%, czyli są zbliżone do projekcji ekspertów Eurosystemu. Inflacja HICP w 2014 r. ma według dostępnych prognoz wynieść średnio między 1,2% a 1,6%, a w 2015 r. między 1,2% a 1,6%.