



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM



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

**BIULETYN MIESIĘCZNY
STRESZCZENIE**

WRZESIEŃ 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 września 2013 r.

ISSN 1830 009X (internet)



ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 5 września Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Nowe informacje i analizy potwierdzają wcześniejszą ocenę Rady. Oczekuje się, że w średnim okresie presja cenowa w strefie euro pozostanie pod względem tendencji ograniczona. Spójna z tym obrazem jest nadal niewielka dynamika podaży pieniądza i – przede wszystkim – akcji kredytowej. Oczekiwania dotyczące inflacji w strefie euro są wciąż mocno zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, by w średnim okresie utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2%. Jednocześnie dynamika realnego PKB w II kw. była dodatnia, po sześciu kwartałach spadków, a wskaźniki zaufania obejmujące okres do sierpnia potwierdzają oczekiwaną stopniową poprawę aktywności gospodarczej, z niskich dotychczas poziomów. Polityka pieniężna jest nadal ukierunkowana na utrzymanie stopnia akomodacyjności odpowiedniego do perspektyw stabilności cen oraz wspieranie stabilnej sytuacji na rynku pieniężnym. W ten sposób polityka ta przyczynia się do stopniowego ożywienia aktywności gospodarczej. W przyszłości nastawienie polityki pieniężnej pozostanie akomodacyjne tak długo, jak długo będzie to potrzebne, zgodnie z zapowiedzią w tej sprawie przedstawioną w lipcu. Rada Prezesów potwierdza, że oczekuje utrzymania podstawowych stóp procentowych EBC na poziomie obecnym lub niższym przez dłuższy czas. Podstawą do tego w dalszym ciągu są wciąż umiarkowane ogólne perspektywy inflacji w horyzoncie średniookresowym, wynikające ze słabości całej gospodarki i niewielkiej dynamiki podaży pieniądza. W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie obserwować wszystkie napływające informacje o rozwoju sytuacji gospodarczej i pieniężnej oraz oceniać ich wpływ na średniookresowe perspektywy stabilności cen. Jeśli chodzi o sytuację na rynku pieniężnym, wpłynęła na nią także stopniowa redukcja nadmiernej płynności. Spłaty środków uzyskanych w ramach trzyletnich dłuższych operacji refinansujących są odzwierciedleniem poprawy zaufania na rynkach finansowych, pewnego zmniejszenia się ich segmentacji

oraz trwającego delewarowania banków w strefie euro. Rada Prezesów będzie szczególnie uważnie oceniać skutki tych procesów z punktu widzenia nastawienia polityki pieniężnej.

W dziedzinie analizy ekonomicznej realny PKB strefy euro, po sześciu kwartałach spadków, w II kw. 2013 r. wzrósł o 0,3% w ujęciu kwartalnym. Jedną z przyczyn tego wzrostu były efekty przejściowe związane z warunkami pogodowymi w pierwszym półroczu br. Od tej pory ankietowe wskaźniki zaufania obejmujące okres do sierpnia jeszcze się poprawiły w porównaniu z wcześniejszym niskim poziomem, co jest ogólnie potwierdzeniem wcześniejszych oczekiwań Rady Prezesów dotyczących stopniowego ożywienia aktywności gospodarczej. Do końca br. i w 2014 r., zgodnie ze scenariuszem bazowym, produkcja powinna powoli się ożywiać, przede wszystkim dzięki stopniowej poprawie popytu wewnętrznego, której sprzyja akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej. Ponadto aktywności gospodarczej w strefie euro powinno sprzyjać stopniowe umacnianie się popytu zewnętrznego na towary eksportowe. W gospodarce realnej coraz bardziej odczuwalna wydaje się również ogólna poprawa sytuacji na rynkach finansowych, obserwowana od ostatniego lata; powinny też dać się odczuć postępy konsolidacji fiskalnej. Oprócz tego w ostatnim okresie ogólnie niższa inflacja korzystnie wpływa na dochody realne. Z drugiej strony w strefie euro bezrobocie ciągle jest wysokie, a aktywność gospodarczą będą nadal hamować konieczne dostosowania bilansowe w sektorze publicznym i prywatnym.

Ocena ta jest także zawarta w projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC dla strefy euro z września 2013 r., w których przewiduje się spadek realnego PKB w ujęciu rocznym o 0,4% w 2013 r. i jego wzrost o 1,0% w 2014 r. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2013 r. wartość na 2013 r. została przesunięta w górę o 0,2 pkt proc., głównie wskutek uwzględnienia napływających danych. Projekcję na 2014 r. skorygowano o 0,1 pkt proc. w dół.

Wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro nadal przeważają czynniki negatywne. Niekorzystny wpływ na sytuację gospodarczą może wywierać aktualna sytuacja na światowych rynkach pieniężnych i finansowych oraz związana z nią niepewność. Do czynników negatywnych należy też wzrost cen surowców związany z powrotem napięć geopolitycznych, słabszy od oczekiwanego popyt światowy oraz powolna lub niewystarczająca realizacja reform strukturalnych w krajach strefy euro.

Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w sierpniu 2013 r. wyniosła zgodnie z oczekiwaniami 1,3%, wobec 1,6% w czerwcu i lipcu. Na podstawie obecnych założeń co do kształtowania się cen energii i kursów walutowych oczekuje się, że roczna stopa inflacji w nadchodzących miesiącach będzie nadal niska, do czego przyczynią się zwłaszcza ceny energii. Natomiast we właściwej, czyli średniookresowej perspektywie presja cenowa ma, według oczekiwań, pozostać – co do tendencji – ograniczona, w związku z ogólną słabością łącznego popytu i niskim tempem ożywienia gospodarczego. Średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne są nadal mocno zakotwiczone na poziomie odpowiadającym stabilności cen.

Ocena ta jest również zawarta w projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC dla strefy euro z września 2013 r., w których przewiduje się, że roczna inflacja HICP w 2013 r. wyniesie 1,5%, zaś w 2014 r. 1,3%. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2013 r. projekcję inflacji na 2013 r. skorygowano w górę o 0,1 pkt proc., natomiast wartość na 2014 r. pozostała niezmienną.

Czynniki ryzyka wpływające na kształtowanie się cen powinny w średnim okresie nadal zasadniczo się równoważyć; w kierunku wzrostu inflacji mogą oddziaływać zwłaszcza wyższe ceny surowców oraz większe od oczekiwanych podwyżki cen administrowanych i podatków pośred-

nich, a w kierunku jej spadku – słabsza od oczekiwanej aktywność gospodarcza.

W dziedzinie analizy monetarnej dane za lipiec potwierdzają, że dynamika podaży szerokiego pieniądza (M3) i – przede wszystkim – akcji kredytowej jest pod względem tendencji nadal niewielka. Roczna dynamika M3 w lipcu jeszcze spadła – wyniosła 2,2%, wobec 2,4% w czerwcu. Roczna dynamika M1 w lipcu nadal była silna, ale zmalała do 7,1%, z poziomu 7,5% w czerwcu. Głównym czynnikiem podtrzymującym dynamikę M3 było w dalszym ciągu dodatnie saldo przepływu kapitału do strefy euro, natomiast roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego ponownie się osłabiła. Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) utrzymała się w lipcu na poziomie 0,3%, zasadniczo niezmiennym od przełomu roku. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) wyniosła w lipcu -2,8%, wobec -2,3% w czerwcu. Słabość akcji kredytowej nadal wynika głównie z obecnej fazy cyklu koniunkturalnego, podwyższonego ryzyka kredytowego oraz trwającego dostosowania bilansów w sektorze finansowym i niefinansowym.

Od lata 2012 r. w szeregu krajów będących w trudnej sytuacji nastąpił znaczny postęp w uzdrawianiu sytuacji banków w zakresie finansowania, a zwłaszcza w umacnianiu krajowej bazy depozytowej. Aby zapewnić właściwe przekładanie się polityki pieniężnej na warunki finansowania w krajach strefy euro, należy koniecznie dalej zmniejszać segmentację rynków kredytowych w tej strefie oraz – jeśli istnieje taka potrzeba – wzmacniać odporność banków. W osiągnięciu powyższego celu pomogą dalsze zdecydowane działania na rzecz utworzenia unii bankowej.

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

Aby nadal zmniejszać nierównowagę oraz wspierać konkurencyjność, wzrost gospodarczy i tworzenie miejsc pracy, kraje strefy euro muszą kontynuować program reform. W dziedzinie polityki fiskalnej rządy nie powinny zaprzestać starań o zmniejszenie deficytów i sprowadzenie wskaźników zadłużenia na ścieżkę spadkową. W konsolidacji fiskalnej główny nacisk należy położyć na środki sprzyjające wzrostowi gospodarczemu, które mają perspektywę średniookresową oraz łączą poprawę jakości i efek-

tywności usług publicznych z minimalizacją zniekształcającego wpływu podatków. W dziedzinie polityki gospodarczej reformy rynku produktów nastawione na zwiększenie konkurencyjności powinny ułatwiać tworzenie nowych firm, wspierać sektor dóbr handlowych i przyczyniać się do powstawania miejsc pracy, natomiast wysokie bezrobocie wymaga przeprowadzenia zdecydowanych reform strukturalnych w celu zmniejszenia sztywności rynku pracy i zwiększenia popytu na pracę.

STRESZCZENIA ROZDZIAŁÓW Z BIULETYNU MIESIĘCZNEGO EBC, WRZESIEŃ 2013

SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA

I ŚRODOWISKO ZEWNĘTRZNE STREFY EURO

Ożywienie gospodarcze jest nadal przytłumione i zróżnicowane regionalnie. Wskaźniki ankietowe najwyraźniej odbiły, choć nastroje są nadal słabe, z czego można wnosić, że ożywienie gospodarki światowej prawdopodobnie będzie powolne. W większości wielkich gospodarek rozwiniętych spoza strefy euro pojawiają się oznaki poprawy perspektyw wzrostu gospodarczego, lecz szereg czynników będzie go w średnim okresie w dalszym ciągu osłabiać. Na rynkach wschodzących tempo wzrostu wydaje się nieco słabnąć, choć i tak w nadchodzącym okresie ma być wyższe niż w gospodarkach rozwiniętych i powinno mieć znaczny udział w światowej aktywności gospodarczej. Tymczasem dynamika handlu światowego jest nadal słaba, a ze wskaźników ankietowych w dalszym ciągu wynika, że ożywienie prawdopodobnie będzie powolne. Jeśli chodzi o ceny konsumpcyjne, w lipcu inflacja w gospodarkach rozwiniętych była ogólnie stabilna, zaś na rynkach wschodzących jej poziom był bardziej zróżnicowany.

2 SYTUACJA MONETARNA I FINANSOWA

2.1 PIENIĄDZ I KREDYTY MIF

Roczna dynamika szerokiego pieniądza w II kw. i lipcu 2013 r. jeszcze się osłabiła, choć częściowo wynikało to z efektu bazy. Jednocześnie w strefie euro były oznaki, że segmentacja rynków finansowych, choć nadal znaczna, ustępuje. Czynnikiem, które przyczyniały się do zmniejszenia segmentacji i umożliwiły znaczną redukcję nadmiaru płynności z banków centralnych, były poprawa warunków finansowania się banków, dalszy napływ kapitału od inwestorów nierezydentów oraz przenoszenie środków z zagranicy do krajów będących w trudnej sytuacji w obrębie strefy euro. Jednocześnie jednak poprawa sytuacji na rynkach finansowych i warunków finansowania banków jeszcze nie zaowocowała większym napływem kredytów do prywatnego sektora niefinansowego. W szczególności w II kw. i lipcu 2013 r. znów znacznie spadły kredyty dla przedsiębiorstw, podczas gdy kredyty dla gospodarstw domowych w II kw. zasadniczo się ustabilizowały.

2.2 INWESTYCJE FINANSOWE SEKTORÓW NIEFINANSOWYCH I INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH

Roczna dynamika inwestycji finansowych dokonywanych przez sektory niefinansowe w I kw. 2013 r. umiarkowanie spadła – do 2,3%, w wyniku utrzymującej się słabości otoczenia gospodarczego i mniejszych możliwości uzyskania dochodu. Podobnie kształtowała się roczna dynamika inwestycji finansowych zakładów ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych, która także spadła i w I kw. wyniosła 3,3%. Z kolei fundusze inwestycyjne odnotowały w II kw. 2013 r. dalszy napływ środków. Był on jednak mniejszy niż w dwóch poprzednich kwartałach, głównie w związku z miesięcznym odpływem środków w czerwcu (związany z odnotowanym w tym miesiącu przejściowym wzrostem zmienności rynków finansowych).

2.3 STOPY RYNKU PIENIĘŻNEGO

Między czerwcem i początkiem września 2013 r. stopy rynku pieniężnego nieco wzrosły. Jednocześnie w tym okresie przedstawiona przez EBC zapowiedź przyszłego poziomu stóp wywarła pewną presję zniżkową na oczekiwania dotyczące poziomu stóp procentowych rynku pieniężnego (np. stopy terminowej EURIBOR) i ich zmienności. Stopa EONIA, poza niewielkim przejściowym skokiem pod koniec lipca, utrzymywała się na stabilnym

niskim poziomie, co jest odzwierciedleniem rekordowo niskiego poziomu podstawowych stóp procentowych EBC i tego, że na rynku pieniężnym overnight nadal obserwowano duże nadwyżki płynności.

2.4 RYNKI OBLIGACJI

Między końcem maja a 4 września 2013 r. rentowność długoterminowych obligacji skarbowych o ratingu AAA w strefie euro wzrosła łącznie o ok. 40 pkt bazowych do 2,1%. Ten ogólny wzrost wiązał się z przenoszeniem się zjawisk zachodzących w USA oraz pozytywnymi danymi o gospodarce strefy euro. W USA rentowność długoterminowych obligacji skarbowych wzrosła o ok. 80 pkt bazowych i na dzień 4 września wynosiła 2,9%, do czego przyczyniły się publikacja pozytywnych danych gospodarczych oraz wzmożone oczekiwania ograniczenia zakupów obligacji w ramach programu Fed ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej. W strefie euro różnice w rentowności w stosunku do obligacji niemieckich w większości nieco zmalały. Niepewność co do rozwoju sytuacji na rynkach obligacji w strefie euro, mierzona zmiennością implikowaną, nieco wzrosła. Rynkowe wskaźniki długookresowych oczekiwań inflacyjnych pozostają całkowicie spójne ze stabilnością cen.

2.5 RYNKI AKCJI

Między końcem maja a 4 września 2013 r. ceny akcji w strefie euro i w USA wzrosły o ok. 1%. Na rynki akcji po obu stronach Atlantyku korzystnie wpływały pozytywne dane gospodarcze. Wpływ tych danych został jednak częściowo zniwelowany przez oczekiwania mniej akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej, zwłaszcza w USA. W czerwcu ceny akcji w obu gospodarkach obniżyły się w wyniku niepewności obserwowanej na rynkach finansowych, związanej z oczekiwaniami natychmiastowego ograniczenia skupu obligacji przez Fed. W lipcu po zapowiedzi Rady Prezesów dotyczącej przyszłego poziomu stóp oraz pewnych wyjaśnieniach Fed ceny akcji w obu gospodarkach wzrosły. Przez większość sierpnia w strefie euro ceny te nadal rosły wraz z ukazywaniem się pozytywnych danych gospodarczych. Niepewność na rynku akcji w strefie euro, mierzona zmiennością implikowaną, w analizowanym okresie nieco się zwiększyła.

2.6 PRZEPIŁY FINANSOWE I SYTUACJA FINANSOWA PRZEDSIĘBIORSTW

Między kwietniem i lipcem 2013 r. realny koszt finansowania przedsiębiorstw w strefie euro był nadal stabilny, gdyż obniżenie kosztu kapitału i kredytów długoterminowych zostało skompensowane przez wzrost kosztu długu rynkowego i kredytów krótkoterminowych. Co do przepływów finansowych, roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw w II kw. 2013 r. wciąż się obniżała. Zmniejszenie się akcji kredytowej jest przede wszystkim odzwierciedleniem słabej aktywności gospodarczej w powiązaniu z trudnymi warunkami kredytowania w niektórych częściach strefy euro. Emisja korporacyjnych papierów dłużnych była w dalszym ciągu mocna, ale od początku roku jej dynamika znacznie się obniżyła.

2.7 PRZEPIŁY FINANSOWE I SYTUACJA FINANSOWA SEKTORA GOSPODARSTW DOMOWYCH

W II kw. 2013 r. sytuację gospodarstw domowych w strefie euro w zakresie finansowania cechował niewielki spadek oprocentowania kredytów, zwłaszcza średnio- i długoterminowych, oraz utrzymujące się znaczne różnice między krajami. Roczna dynamika kredytów MIF dla gospodarstw domowych w strefie euro (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) od przełomu utrzymuje się na stabilnym poziomie minimalnie powyżej zera; w lipcu 2013 r. wyniosła 0,3%. Najnowsze dane nadal wskazują zatem na brak większych

zmian w poziomie kredytów zaciąganych przez gospodarstwa domowe, co wiąże się m.in. z koniecznością redukcji ich zadłużenia w wielu krajach. Niemniej szacuje się, że stosunek zadłużenia gospodarstw domowych do dochodów do dyspozycji brutto w II kw. jeszcze nieco wzrósł, gdyż uzyskiwane przez gospodarstwa dochody nie zmieniły się, a ich zadłużenie nieco się zwiększyło. Jednocześnie obciążenie gospodarstw domowych z tytułu płatności odsetkowych pozostało zasadniczo niezmienione.

3 CENY I KOSZTY

Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w sierpniu 2013 r. wyniosła 1,3%, wobec 1,6% w lipcu. Na podstawie obecnych założeń co do kształtowania się cen energii i kursów walutowych oczekuje się, że roczna stopa inflacji w nadchodzących miesiącach będzie nadal niska, do czego przyczynią się zwłaszcza ceny energii. Natomiast we właściwej, czyli średniookresowej perspektywie presja cenowa ma, według oczekiwań, pozostać – co do tendencji – ograniczona, w związku z ogólną słabością łącznego popytu i niewielkim tempem ożywienia gospodarczego. Średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne są nadal mocno zakotwiczone na poziomie odpowiadającym stabilności cen.

Ocena ta jest również zawarta w projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC dla strefy euro z września 2013 r., w których przewiduje się, że roczna inflacja HICP w 2013 r. wyniesie 1,5%, zaś w 2014 r. 1,3%. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2013 r. projekcję inflacji na 2013 r. skorygowano w górę o 0,1 pkt proc., natomiast wartość na 2014 r. pozostała niezmieniona. Czynniki ryzyka mogące wpłynąć na kształtowanie się cen powinny w średnim okresie nadal zasadniczo się równoważyć.

4 PRODUKCJA, POPYT I RYNEK PRACY

Realny PKB strefy euro, po sześciu kwartałach spadków, w II kw. 2013 r. wzrósł w ujęciu kwartalnym o 0,3%. Jedną z przyczyn tego wzrostu były efekty przejściowe związane z warunkami pogodowymi w pierwszym półroczu br. Od tej pory ankietowe wskaźniki zaufania obejmujące okres do sierpnia jeszcze się poprawiły w porównaniu z dotychczasowym niskim poziomem, co jest ogólnie potwierdzeniem wcześniejszych oczekiwań dotyczących stopniowego ożywienia aktywności gospodarczej. Do końca br. i w 2014 r., zgodnie ze scenariuszem bazowym, produkcja powinna powoli się ożywiać, przede wszystkim dzięki stopniowej poprawie popytu wewnętrznego, której sprzyja akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej. Ponadto aktywności gospodarczej w strefie euro powinno sprzyjać stopniowe umacnianie się popytu zewnętrznego na towary eksportowe. W gospodarce realnej coraz bardziej odczuwalna wydaje się również ogólna poprawa sytuacji na rynkach finansowych, obserwowana od ostatniego lata; powinny też dać się odczuć postępy konsolidacji fiskalnej. Oprócz tego w ostatnim okresie ogólnie niższa inflacja korzystnie wpływa na dochody realne. Z drugiej strony w strefie euro bezrobocie ciągle jest wysokie, a aktywność gospodarczą będą nadal hamować konieczne dostosowania bilansowe w sektorze publicznym i prywatnym.

Ocena ta jest także zawarta w projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC dla strefy euro z września 2013 r., w których przewiduje się spadek realnego PKB w ujęciu rocznym o 0,4% w 2013 r. i jego wzrost o 1,0% w 2014 r. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2013 r. wartość na 2013 r. została przesunięta w górę o 0,2 pkt proc., głównie wskutek uwzględnienia napływających danych. Projekcję na 2014 r. skorygowano o 0,1 pkt proc. w dół. Wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro nadal przeważają czynniki negatywne.

5 FINANSE PUBLICZNE

Według najnowszych statystyk dotyczących finansów publicznych strefy euro obserwowany od połowy 2010 r. trend spadkowy wskaźnika deficytu finansów publicznych do PKB strefy euro zatrzymał się w I kw. 2013 r., nieco zwiększyło się natomiast tempo wzrostu wskaźnika długu publicznego do PKB. W czerwcu 2013 r. Rada ECOFIN postanowiła przedłużyć terminy korekty nadmiernego deficytu w kilku krajach, w większości przypadków o więcej niż rok. Przywrócenie stabilności finansów publicznych wymaga konsekwentnych działań w dziedzinie konsolidacji fiskalnej. Wdrożenie przepisów „dwupaku”, zgodnie z którymi Komisja Europejska ma opiniować projekty budżetów krajowych, będzie ważnym narzędziem służącym do dalszego wzmocnienia nadzoru nad finansami publicznymi.

PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EBC DLA STREFY EURO

Na podstawie informacji dostępnych do 23 sierpnia 2013 r. eksperci EBC opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w strefie euro¹. Według projekcji realny PKB w 2013 r. obniży się o 0,4%, a w 2014 r. wzrośnie o 1,0%. Inflacja HICP ma wynieść w 2013 r. 1,5%, zaś w 2014 r. 1,3%.

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 (*cut-off date*) jest 15 sierpnia 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 w 2013 r. równy 0,2%, a w 2014 r. równy 0,5%. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych wyemitowanych w strefie euro według oczekiwań rynkowych w 2013 r. wyniesie średnio 3,0%, zaś w 2014 r. 3,5%. W związku z kształtowaniem się stóp procentowych na rynku terminowym i stopniowym przekładaniem zmian stóp rynkowych na oprocentowanie kredytów oczekuje się, że łączne oprocentowanie kredytów bankowych dla niefinansowego sektora prywatnego strefy euro osiągnie minimum w drugim półroczu 2013 r., a następnie będzie stopniowo rosła. Wpływ warunków określających podaż kredytów na wzrost gospodarczy w strefie euro w 2013 r. ma być ujemny, a w 2014 r. – bardziej neutralny.

W kwestii cen surowców, na podstawie tendencji obserwowanej na rynkach terminowych w okresie dwóch tygodni przed datą graniczną, przyjęto założenie, że cena ropy Brent wyniesie w 2013 r. średnio 107,8 USD/b, zaś w 2014 r. 102,8 USD/b. Założono także, że ceny surowców nieenergetycznych wyrażone w dolarach amerykańskich² w 2013 r. spadną o 5,4%, a w 2014 r. o 0,1%.

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 1,32 w 2013 r. oraz 1,33 w 2014 r. – wyższy od poziomu 1,29 z 2012 r. Efektywny średnioroczny kurs euro ma według założeń wzrosnąć w 2013 r. o 3,6%, zaś w 2014 r. o 0,7%.

1 Projekcje ekspertów EBC stanowią uzupełnienie projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu, opracowywanych co pół roku przez specjalistów z EBC i krajowych banków centralnych strefy euro. Zastosowane metody są zgodne z tymi, których używa się w projekcjach ekspertów Eurosystemu, opisanymi we wskazówkach metodycznych *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, EBC, czerwiec 2001, dostępnych w serwisie internetowym EBC. 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. Zastosowaną metodę, 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 Założenia dotyczące cen ropy naftowej i żywności opierają się na cenach terminowych do końca okresu objętego projekcjami. W odniesieniu do innych surowców zakłada się, że do drugiego kwartału 2014 r. ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami terminowymi, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

Podstawą założeń dotyczących polityki fiskalnej są plany budżetowe poszczególnych krajów strefy euro według stanu na 23 sierpnia 2013 r. Uwzględniają one wszystkie działania, które są już zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub też zostały szczegółowo sprecyzowane przez rządy, a ich przyjęcie w procesie legislacyjnym jest prawdopodobne.

Projekcje dotyczące otoczenia międzynarodowego

Dynamika realnego PKB na świecie (z wyłączeniem strefy euro) ma w horyzoncie projekcji stopniowo rosnąć: z 3,4% w 2013 r. do 4,0% w 2014 r. W większości zgodnie z projekcjami opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z czerwca 2013 r. wzrost gospodarczy w krajach rozwiniętych w pierwszym półroczu 2013 r. nieco przyspieszył. Natomiast na rynkach wschodzących tempo wzrostu nieco zmalało, gdyż osłabił popyt wewnętrzny, a spadek cen surowców (dotykający eksporterów surowców) i słaby popyt zewnętrzny niekorzystnie wpływały na działalność eksportową. W krótkim okresie ze wskaźników nastrojów wynika, że aktywność na świecie w dalszym ciągu będzie niewielka. Na krótkoterminowych perspektywach wzrostu gospodarczego, zwłaszcza w niektórych gospodarkach wschodzących, niekorzystnie odbija się także pewne zaostrzenie warunków finansowania odnotowane od opracowania poprzednich projekcji, a związane m.in. z korektą oceny przez rynki skali przyszłych bodźców monetarnych w USA. W późniejszym okresie ożywienie ma według oczekiwań postępować stopniowo. W gospodarkach rozwiniętych czynnikami hamującymi wzrost będą przywracanie równowagi w sektorze prywatnym – które postępuje, ale jeszcze się nie zakończyło – oraz konsolidacja fiskalna. Również na niektórych wielkich rynkach wschodzących, zwłaszcza chińskim, oczekiwane ożywienie ma być stłumione, gdyż aktywność gospodarczą będą ograniczać czynniki strukturalne. Ponieważ popyt ze strony głównych partnerów handlowych strefy euro będzie rósł wolniej niż w reszcie świata, popyt zewnętrzny w tej strefie ma być nieco słabszy; przewiduje się, że w 2013 r. wzrośnie o 2,9%, po czym w 2014 r. przyspieszy do 5,0%.

Projekcje dynamiki realnego PKB

W II kw. 2013 r. realny PKB wzrósł o 0,3%, po sześciu z rzędu kwartałach spadków. Popyt wewnętrzny i saldo wymiany handlowej miały w tym kwartale dodatni udział we wzroście realnego PKB, natomiast udział zmiany stanu zapasów był nieco poniżej zera. Częściowym wyjaśnieniem stosunkowo dużego wzrostu aktywności w II kw. są efekty przejściowe, głównie związane z pogodą.

Oczekuje się, że po ustąpieniu tych czynników przejściowych dynamika realnego PKB w III kw. 2013 r. będzie niższa, ale pozostanie dodatnia. Poza wpływem tych czynników, aktywności gospodarczej w całym horyzoncie projekcji będzie sprzyjać korzystny wpływ stopniowego umacniania się popytu zewnętrznego na eksport. Popytowi wewnętrznemu w krótszym okresie będzie sprzyjać spadek inflacji cen surowców, który powinien poprawić poziom dochodów realnych. Ponadto do umocnienia się popytu wewnętrznego powinno się przyczyniać akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej, wzmocnione dodatkowo przez niedawną zapowiedź Rady Prezesów EBC w sprawie przyszłego poziomu stóp, oraz postępująca poprawa zaufania powiązana ze spadkiem niepewności.

Wybiegając poza krótki okres, można oczekiwać, że korzystny wpływ na popyt wewnętrzny powinny także wywierać mniej restrykcyjne nastawienie polityki fiskalnej oraz zmniejszanie się ograniczeń w podaży kredytów. Oczekuje się jednak, że niekorzystny wpływ, jaki na popyt wewnętrzny wywiera słaba sytuacja na rynkach pracy i potrzeba dalszego delewarowania w niektórych krajach, będzie w horyzoncie projekcji mała jedynie stopniowo. W sumie przewidywane ożywienie będzie nadal słabe na tle wyników historycznych, przez co luka PKB pozostanie ujemna. W ujęciu średniorocznym realny PKB w 2013 r. ma według oczekiwań spaść o 0,4%, w dużej mierze wskutek ujemnego efektu przeniesienia, po czym w 2014 r. wzrosnąć o 1,0%. Taka ścieżka wzrostu gospodarczego odzwierciedla stabilnie rosnący udział popytu wewnętrznego połączony z dodatnim, ale malejącym udziałem salda wymiany handlowej.

Na poziomie poszczególnych składowych popytu przewiduje się, że eksport poza strefę euro przez pozostałą część 2013 r. będzie niewielki, po czym w 2014 r. nabierze nieco tempa, głównie w związku z dość stopniowym umacnianiem się popytu zewnętrznego. Inwestycje przedsiębiorstw od ostatniej części 2013 r. mają według przewidywań rosnąć. Korzystny wpływ na inwestycje te ma wywierać oczekiwane stopniowe umacnianie się popytu wewnętrznego i zewnętrznego, bardzo niski poziom stóp procentowych, konieczność stopniowej wymiany majątku produkcyjnego po latach niskich inwestycji, mniej niekorzystne oddziaływanie podaży kredytów oraz poprawa marż zysku związana z ożywieniem aktywności gospodarczej. Jednak połączony niekorzystny wpływ niewielkiego wykorzystania mocy produkcyjnych, potrzeby dalszej restrukturyzacji bilansów przedsiębiorstw i niekorzystnych warunków finansowania w niektórych krajach i sektorach strefy euro będzie zmniejszać się jedynie stopniowo. Inwestycje mieszkaniowe w roku bieżącym i następnym mają być nadal niewielkie, głównie w związku z potrzebą dalszej korekty na rynkach mieszkaniowych w niektórych krajach, słabą dynamiką dochodów do dyspozycji i oczekiwaniem dalszego spadku cen nieruchomości mieszkaniowych. Niekorzystny wpływ tych czynników prawdopodobnie przeważa nad wpływem względnej atrakcyjności inwestycji mieszkaniowych w innych krajach, gdzie inwestycjom tym sprzyja rekordowo niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych i wzrost cen nieruchomości.

Tabela A Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro

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

	2012	2013	2014
HICP	2,5	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]
Realny PKB	-0,6	-0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]
Spożycie prywatne	-1,4	-0,7 [-0,9 – -0,5]	0,7 [-0,2 – 1,6]
Spożycie publiczne	-0,5	-0,1 [-0,6 – 0,4]	0,6 [0,0 – 1,2]
Nakłady brutto na środki trwałe	-4,0	-3,6 [-4,4 – -2,8]	1,8 [-0,7 – 4,3]
Eksport (towary i usługi)	2,7	0,9 [-0,4 – 2,2]	3,6 [0,1 – 7,1]
Import (towary i usługi)	-0,9	-0,6 [-1,9 – 0,7]	3,8 [0,3 – 7,3]

1) Projekcje realnego PKB i jego składowych dotyczą danych skorygowanych o liczbę dni roboczych. Projekcje importu i eksportu uwzględniają wymianę handlową w obrębie strefy euro.

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

Inwestycje publiczne w horyzoncie projekcji mają według przewidywań pozostać słabe z powodu oczekiwanych środków w zakresie konsolidacji fiskalnej w części krajów strefy euro.

Oczekuje się, że spożycie prywatne przez pozostałą część roku pozostanie umiarkowane, w wyniku zbieżnego płaskiego przebiegu realnych dochodów do dyspozycji i ogólnie niezmięnionej stopy oszczędności. W 2014 r. dynamika spożycia prywatnego powinna nieco wzrosnąć pod wpływem osłabienia się niekorzystnego oddziaływania konsolidacji fiskalnej i wzrostu dochodów z pracy, wraz z poprawą warunków na rynkach pracy, pomimo niewielkiego wzrostu stopy oszczędności. Przewiduje się, że w horyzoncie projekcji udział gospodarstw domowych, których stopa oszczędności powinna wzrosnąć w związku ze wzrostem dochodów do dyspozycji i potrzebą delewarowania, będzie wyższy niż udział gospodarstw, w których stopa oszczędności będzie nadal niższa w warunkach spadku dochodów do dyspozycji i niskiej rentowności oszczędności. Spożycie publiczne ma według przewidywań w 2013 r. generalnie stać w miejscu z powodu działań w dziedzinie konsolidacji fiskalnej, a w 2014 r. – nieznacznie wzrosnąć.

Import spoza strefy euro powinien w horyzoncie projekcji ożywić się, choć nadal będzie ograniczany przez wciąż słaby popyt ogólny. Nadwyżka na rachunku bieżącym ma według oczekiwań wzrosnąć zarówno w 2013 r., jak i w 2014 r.

Projekcje cen i kosztów

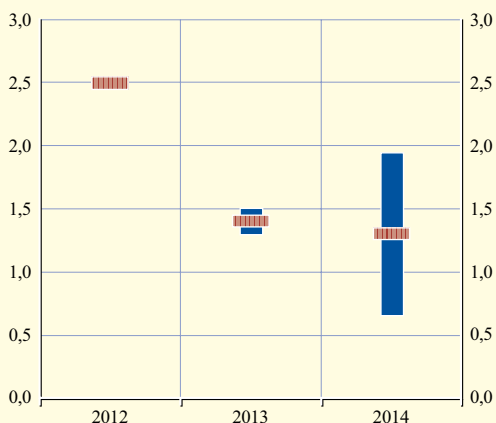
Oczekuje się, że inflacja ogólna HICP, która w sierpniu 2013 r. według szybkich szacunków Eurostatu wyniosła 1,3%, w 2013 r. wyniesie średnio 1,5%, zaś w 2014 r. średnio 1,3%. W pierwszym półroczu 2013 r. inflacja HICP wyraźnie się obniżyła, co wynikało z dużego spadku inflacji cen energii z wysokiego poziomu notowanego w 2012 r. Spadek ten wynikał z kolei z obniżenia się cen ropy naftowej oraz z aprecjacji euro w ciągu ubiegłego roku, a także z ujemnego efektu bazy związanego z ustępowaniem wpływu wcześniejszych wzrostów cen ropy. Na przyszłość oczekuje się, że w horyzoncie projekcji ceny energii nieco się obniżą, zgodnie z zakładaną ścieżką cen ropy. Przewidywany udział energii w inflacji ogólnej HICP w horyzoncie projekcji ma być nieistotny, a tym samym znacznie niższy od średniej historycznej, co jest w pewnym stopniu wytłumaczeniem niewielkich zmian inflacji ogólnej. Inflacja cen żywności w pierwszym półroczu 2013 r. pozostała zasadniczo niezmięciona, pomimo nietypowych nagłych skoków cen żywności nieprzetworzonej. Na nadchodzący okres przewiduje się, że inflacja cen żywności nieco osłabnie z powodu ujemnego efektu bazy oraz oczekiwanego najpierw spadku międzynarodowych i europejskich cen surowców żywnościowych. Inflacja HICP z wyłączeniem żywności i energii w pierwszym półroczu 2013 r. osłabła w związku z niską dynamiką aktywności gospodarczej. Oczekuje się, że w 2014 r. nieco wzrośnie wraz z niewielkim ożywieniem aktywności i nasilaniem się zewnętrznej presji cenowej.

Na poziomie bardziej szczegółowym zewnętrzna presja cenowa w pierwszym półroczu 2013 r. osłabiła się pod wpływem efektywnej aprecjacji euro oraz spadków cen ropy naftowej i innych surowców, które spowodowały obniżenie się deflatora importu. Jednak w 2014 r. deflator ten powinien stopniowo rosnąć w miarę ustępowania ujemnego

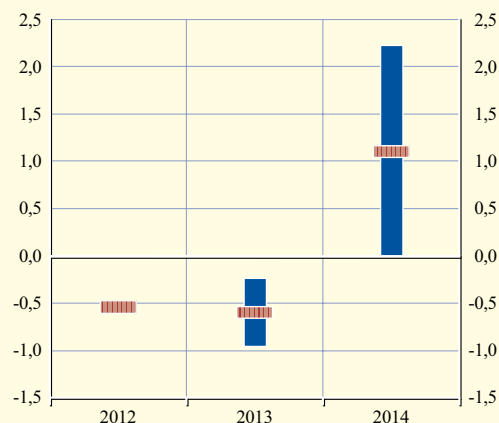
Projekcje makroekonomiczne

(średnioroczne zmiany w procentach)

a) Inflacja HICP w strefie euro



b) Realny PKB strefy euro¹



1) Projekcje realnego PKB dotyczą danych skorygowanych o liczbę dni roboczych.

wpływu wcześniejszej aprecjacji euro, zakładanego wzrostu cen surowców nieenergetycznych i przyspieszenia popytu na import. W kwestii wewnętrznej presji cenowej oczekuje się, że roczna dynamika przeciętnego wynagrodzenia w 2013 i 2014 r. pozostanie ograniczona w związku ze słabą sytuacją na rynku pracy. Z uwagi na prognozowany gwałtowny spadek inflacji cen konsumpcyjnych w roku bieżącym oczekuje się, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia realnego, po spadkach z 2011 i 2012 r., w 2013 r. wzrośnie i potem w horyzoncie projekcji będzie się nadal poprawiać w umiarkowanym tempie. W 2014 r. roczna dynamika przeciętnego wynagrodzenia realnego prawdopodobnie będzie znacznie niższa niż roczna dynamika wydajności, w związku ze słabością rynku pracy. Dynamika jednostkowych kosztów pracy ma według przewidywań obniżyć się w 2013 i 2014 r., gdyż związany z cyklem koniunkturalnym wzrost dynamiki wydajności przeważa nad niewielkim wzrostem dynamiki przeciętnego wynagrodzenia. Wskaźnik marż zysku (obliczany jako stosunek deflatora PKB w cenach bazowych do jednostkowych kosztów pracy) po silnym spadku z 2012 r. ma w 2013 r. pozostać bez zmian, w związku ze słabością wewnętrznej aktywności gospodarczej. Potem niższa dynamika jednostkowych kosztów pracy i stopniowa poprawa warunków gospodarczych powinna się przyczyniać do odbicia tych marż. Oczekuje się, że udział podwyżek cen administrowanych i podatków pośrednich przewidzianych w planach konsolidacji fiskalnej w inflacji HICP w 2013 i 2014 r. będzie duży, choć nieco mniejszy niż w 2012 r.

Porównanie z projekcjami ekspertów Eurosystemu z czerwca 2013 r.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z czerwca 2013 r. projekcja dynamiki realnego PKB na 2013 r. została skorygowana w górę o 0,2 pkt proc., głównie na podstawie napływających danych. Projekcję na 2014 r. skorygowano w dół o 0,1 pkt proc., w celu uwzględnienia wpływu niższego popytu zewnętrznego, umocnienia się efektywnego kursu walutowego euro oraz

Tabela B Porównanie z projekcjami z czerwca 2013 r.

(średnioroczne zmiany w procentach)

	2013	2014
Realny PKB – czerwiec 2013	-0,6 [-1,0 – -0,2]	1,1 [0,0 – 2,2]
Realny PKB – wrzesień 2013	-0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]
HICP – czerwiec 2013	1,4 [1,3 – 1,5]	1,3 [0,7 – 1,9]
HICP – wrzesień 2013	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]

wyższych stóp procentowych. Projekcja inflacji ogólnej HICP na 2013 r. została skorygowana w górę o 0,1 pkt proc. w związku z wyższymi niż wcześniej oczekiwano cenami żywności i wyższymi założeniami dotyczącymi cen ropy. Projekcja inflacji na 2014 r. pozostaje bez zmian.

Porównanie z prognozami innych instytucji

Wiele instytucji – zarówno organizacji międzynarodowych, jak i podmiotów sektora prywatnego – przedstawia prognozy dla strefy euro (zob. tabela C). Jednakże prognozy te nie są w pełni porównywalne ani między sobą, ani z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC, ponieważ finalizuje się je w różnych terminach. Ponadto stosuje się w nich różne (częściowo niesprecyzowane) metody określania założeń dotyczących zmiennych fiskalnych, finansowych i zewnętrznych, w tym cen ropy naftowej i innych surowców. W poszczególnych prognozach stosuje się także różne podejścia do korygowania danych o liczbę dni roboczych.

Tabela C Zestawienie prognoz dynamiki realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro

(średnioroczne zmiany w procentach)

	Data publikacji	Dynamika PKB		Inflacja HICP	
		2013	2014	2013	2014
MFW	maj 2013	-0,6	1,1	1,5	1,2
Survey of Professional Forecasters	maj 2013	-0,4	1,2	1,6	1,5
Consensus Economics Forecasts	lipiec 2013	-0,6	0,9	1,7	1,5
Euro Zone Barometer	sierpień 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
OECD	sierpień 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Komisja Europejska	sierpień 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Projekcje ekspertów Eurosystemu	wrzesień 2013	-0,4	1,0	1,5	1,3
		[-0,6 – -0,2]	[0,0 – 2,0]	[1,4 – 1,6]	[0,7 – 1,9]

Źródła: Prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej – wiosna 2013; *World Economic Outlook Update*, MFW, lipiec 2013 (dynamika realnego PKB) oraz *World Economic Outlook*, MFW, kwiecień 2013 (inflacja); OECD Economic Outlook, maj 2013; prognozy Consensus Economics; MJEconomics; *Survey of Professional Forecasters*, EBC.

Uwagi: Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC oraz prognozy OECD podają roczne stopy wzrostu skorygowane o liczbę dni roboczych w roku, natomiast Komisja Europejska i MFW nie korygują rocznych stóp wzrostu o ten czynnik. W pozostałych prognozach nie podano, czy zawarte w nich dane uwzględniają liczbę dni roboczych w roku.

W odniesieniu do dynamiki realnego PKB strefy euro przedziały dostępnych aktualnie prognoz innych organizacji i instytucji zarówno na 2013 r., jak i na 2014 r. mieszczą się w przedziałach niepewności projekcji ekspertów EBC i są bliskie ich wartości środkowych. Jeśli chodzi o inflację, przedział prognoz inflacji HICP na 2013 r. podanych przez inne organizacje i instytucje jest nieco wyższy niż przedział niepewności projekcji ekspertów EBC i wyższy od jego wartości środkowej. Przedział prognoz inflacji HICP na 2014 r. podanych przez inne instytucje mieści się w przedziale projekcji ekspertów EBC i jest bliższy jego wartości środkowej.