



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM



BIULETYN MIESIĘCZNY STRESZCZENIE

GRUDZIEŃ 2014

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

© Europejski Bank Centralny 2014

Adres

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt nad Menem, Niemcy

Adres do korespondencji

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main, Niemcy

Telefon

+49 69 1344 0

Fax

+49 69 1344 6000

Internet

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

Biuletyn został przygotowany pod kontrolą Zarządu EBC.

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

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

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

Dane statystyczne zamieszczone w Biuletynie – stan na dzień 3 grudnia 2014 r.

ISSN 1830 009X (internet)



ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 4 grudnia 2014 r. Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej oraz zgodnie z zapowiedzią przyszłego nastawienia polityki pieniężnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Jeśli chodzi o niestandardowe środki polityki pieniężnej, Eurosystem rozpoczął skup obligacji zabezpieczonych i papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami. Oba programy będą trwać co najmniej dwa lata. Niedługo zostanie przeprowadzona druga z ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących, a do czerwca 2016 r. będzie zrealizowanych sześć kolejnych. Wprowadzone środki monetarne wywrą łącznie znaczny wpływ na bilans Eurosystemu, który docelowo ma się zbliżyć do wartości z początku 2012 r.

W najbliższych miesiącach zastosowane środki spowodują mocniejsze i szersze poluzowanie polityki pieniężnej, wzmocnią przedstawioną przez Radę Prezesów zapowiedź przyszłego poziomu podstawowych stóp procentowych EBC oraz podkreślą istotne i coraz większe różnice w cyklu polityki pieniężnej między najważniejszymi gospodarkami rozwiniętymi. Jednak najnowsze projekcje makroekonomiczne dla strefy euro wskazują na obniżenie się inflacji, któremu towarzyszy słabszy wzrost realnego PKB i niewielka dynamika podaży pieniądza.

W związku z tym na początku przyszłego roku Rada Prezesów ponownie oceni skuteczność zastosowanych bodźców monetarnych, wzrost sumy bilansowej i perspektywy sytuacji cenowej. Ocena obejmie także szerszy wpływ ostatnich zmian cen ropy naftowej na średniookresowy trend inflacji w strefie euro. Rada pozostaje jednomyślna w swoim postanowieniu, by sięgnąć (w granicach swoich kompetencji) po dodatkowe narzędzia niekonwencjonalne, jeśli zajdzie konieczność dalszego przeciwdziałania groźbie zbyt długiego utrzymywania się inflacji na niskim poziomie. Oznaczałoby to zmianę – na początku przyszłego roku – wielkości, tempa i struktury wprowadzonych środków. Na prośbę Rady Prezesów eksperci EBC wraz z odpowiednimi komitetami Eurosystemu przyspieszyli przygotowania techniczne, by w razie potrzeby

niezwłocznie wdrożyć kolejne rozwiązania. Wszystkie środki monetarne zastosowane przez Radę Prezesów mają zapewnić mocne zakotwiczenie średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych – zgodnie z celem Rady, by utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2% – i przyczyniają się do powrotu inflacji do tego poziomu.

W zakresie analizy ekonomicznej realny PKB strefy euro w III kw. 2014 r. wzrósł o 0,2% w ujęciu kwartalnym. Jest to zgodne z wcześniejszymi sygnałami, że tempo wzrostu w strefie euro słabnie – w rezultacie w ostatnich prognozach wzrost realnego PKB strefy euro został zrewidowany w dół. Najnowsze dane i wyniki badań ankietowych obejmujące okres do listopada potwierdzają obraz słabszego wzrostu w nadchodzących miesiącach. Jednocześnie nadal przewidywane jest umiarkowane ożywienie gospodarcze. Z jednej strony popytowi wewnętrznemu powinny sprzyjać zastosowane środki polityki pieniężnej, trwająca poprawa warunków finansowych, postęp konsolidacji fiskalnej i reform strukturalnych oraz znaczny spadek cen energii, korzystnie wpływający na realne dochody do dyspozycji. Popyt eksportowy z kolei powinien być pobudzany przez ożywienie gospodarki światowej. Z drugiej strony odbicie gospodarcze będzie prawdopodobnie nadal osłabiane przez wysokie bezrobocie, znaczny stopień niewykorzystania mocy produkcyjnych oraz konieczne dostosowania bilansowe w sektorach publicznym i prywatnym.

Czynniki te znajdują odzwierciedlenie w projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z grudnia 2014 r., w których przewiduje się roczny wzrost realnego PKB o 0,8% w 2014 r., 1,0% w 2015 r. oraz 1,5% w 2016 r. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z września 2014 r. projekcje wzrostu realnego PKB zostały znacznie obniżone. Rewizji w dół poddano zarówno popyt wewnętrzny, jak i eksport netto.

Wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro przeważają czynniki spadkowe. Niskie tempo wzrostu w tej strefie w połączeniu ze zwiększonymi zagrożeniami geopolitycznymi może negatywnie oddzia-

ływać na zaufanie i w konsekwencji – na inwestycje prywatne. Istotnym spadkowym czynnikiem ryzyka jest ponadto niewystarczający postęp reform strukturalnych w krajach strefy euro.

Według szybkich szacunków Eurostatu w listopadzie 2014 r. roczna inflacja HICP w strefie euro wyniosła 0,3%, wobec 0,4% w październiku. Zmiana w porównaniu z poprzednim miesiącem jest przede wszystkim odzwierciedleniem większego spadku inflacji cen energii oraz pewnego osłabienia rocznego wzrostu cen usług. Z uwagi na bardzo niską obecnie inflację trzeba będzie ocenić wpływ niedawnych zmian cen ropy na średniookresowy trend inflacji i zadbać o to, by nie przełożyły się one na oczekiwania inflacyjne i procesy płacowe.

W związku z kształtowaniem się cen ropy w ostatnim okresie należy podkreślić, że prognozy i projekcje opierają się na założeniach technicznych, zwłaszcza w zakresie cen ropy i kursów walutowych. Na podstawie informacji dostępnych w połowie listopada (kiedy finalizowane były grudniowe projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu dla strefy euro) przewidywano, że roczna inflacja HICP w 2014 r. wyniesie 0,5%, w 2015 r. 0,7%, zaś w 2016 r. 1,3%. Wartości te są znacznie niższe od prognozowanych w projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC z września 2014 r. Ich rewizja odzwierciedla przede wszystkim niższe ceny ropy wyrażone w euro oraz wpływ słabszych perspektyw wzrostu, przy czym nie uwzględnia jeszcze spadku cen ropy z ostatnich kilku tygodni, który nastąpił już po dacie granicznej projekcji. W związku z pogłębieniem się spadku cen ropy w ostatnim okresie roczna stopa inflacji HICP może się w nadchodzących miesiącach ponownie obniżyć.

Rada Prezesów będzie w dalszym ciągu uważnie obserwować czynniki wpływające na perspektywy sytuacji cenowej w średnim okresie. Skoncentruje się przy tym na ewentualnych skutkach słabszej dynamiki wzrostu gospodarczego, rozwoju sytuacji geopolitycznej, zmianach kursów walutowych i cen energii oraz oddziaływaniu przyjętych środków monetarnych. Szczegól-

nie uważnie będzie obserwować szerszy wpływ ostatnich zmian cen ropy na średniookresowy trend inflacji w strefie euro.

W zakresie analizy monetarnej dane za październik 2014 r. potwierdzają niewielki pod względem tendencji wzrost podaży szerokiego pieniądza (M3) – w październiku roczna dynamika M3 wyniosła 2,5%, tyle samo co we wrześniu. Roczną dynamikę M3 nadal podtrzymują najbardziej płynne instrumenty z tej kategorii: w październiku roczna stopa wzrostu wąskiego agregatu M1 wyniosła 6,2%.

Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) wyniosła w październiku -1,6%, po -1,8% we wrześniu, czyli stopniowo poprawia się w stosunku do najniższego poziomu -3,2% odnotowanego w lutym. Przewaga kredytów spleconych nad udzielonymi, która rok temu była rekordowo wysoka, w ostatnich miesiącach w ujęciu średnim maleje. Stan akcji kredytowej dla przedsiębiorstw nadal odzwierciedla opóźnioną reakcję na zmiany cyklu koniunkturalnego, a także ryzyko kredytowe, czynniki związane z popytą kredytów oraz trwające dostosowanie bilansów w sektorach finansowym i niefinansowym. Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) w październiku wyniosła 0,6%, wobec 0,5% we wrześniu. Wprowadzone środki polityki pieniężnej oraz ukończenie przez EBC wszechstronnej oceny powinny przyczynić się do dalszej stabilizacji napływu kredytów.

Podsumowując, zestawienie wyników analizy ekonomicznej z sygnałami płynącymi z analizy monetarnej potwierdza, że należy uważnie obserwować czynniki ryzyka wpływające na sytuację cenową w średnim okresie i utrzymać gotowość do dalszego poluzowania polityki pieniężnej, jeśli okaże się to wskazane.

Polityka pieniężna koncentruje się na utrzymaniu stabilności cen w średnim okresie, a jej akomodacyjne nastawienie przyczynia się do wzmocnienia aktywności gospodarczej. Jednak pobudzenie inwestycji, zatrudnienia i wzrostu

wydajności wymaga istotnego wkładu także ze strony innych dziedzin polityki. Niektóre kraje powinny przyspieszyć konsekwentne reformy rynku produktów i rynku pracy oraz działania na rzecz poprawy otoczenia biznesowego. Reformy strukturalne należy koniecznie wdrażać w sposób wiarygodny i skuteczny, gdyż zachęci to firmy, by w oczekiwaniu wyższych dochodów już dziś zwiększyły inwestycje, co pobudzi ożywienie gospodarcze. Polityka fiskalna powinna podtrzymywać ożywienie gospodarcze, a jednocześnie zapewniać zdolność obsługi długu, zgodnie z paktem stabilno-

ści i wzrostu, który pozostaje kotwicą zaufania. Wszystkie kraje powinny wykorzystywać pole manewru, jakie daje pakt, by kształtować politykę fiskalną w sposób bardziej sprzyjający wzrostowi. Do ożywienia gospodarczego przyczyni się także plan inwestycyjny dla Europy ogłoszony przez Komisję Europejską 26 listopada 2014 r.

Niniejsze wydanie *Biuletynu Miesięcznego* zawiera jeden artykuł: „Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu dla strefy euro – grudzień 2014”.

STRESZCZENIA ROZDZIAŁÓW Z BIULETYNU MIESIĘCZNEGO EBC, GRUDZIEŃ 2014

SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA

I ŚRODOWISKO ZEWNĘTRZNE STREFY EURO

Gospodarka światowa stopniowo się ożywia. Na początku roku wzrost był dość niski, lecz później w części gospodarek rozwiniętych zaczął przyspieszać, czemu sprzyjało wygasanie czynników antywzrostowych i akomodacyjność polityki. Pogłębia się jednak zróżnicowanie perspektyw gospodarczych w obrębie regionów i między regionami, co w coraz większym stopniu wiąże się nie tyle z czynnikami cyklicznymi, ile strukturalnymi, które wpływają na zaufanie, sytuację na rynkach finansowych i politykę gospodarczą. Najnowsze wskaźniki ankietowe sygnalizują pewne osłabienie dynamiki wzrostu w IV kw. Utrzymują się napięcia geopolityczne między Ukrainą a Rosją oraz na Bliskim Wschodzie, choć na razie bez większych konsekwencji dla światowej aktywności gospodarczej i cen energii. Handel światowy w związku ze słabą dynamiką inwestycji w wielu krajach nadal był słaby, ale w III kw. odbił, choć z niskiego poziomu. Inflacja światowa w ostatnich miesiącach malała, głównie w następstwie gwałtownego spadku cen ropy. Oczekuje się, że wobec nadmiernych mocy produkcyjnych i obniżania się cen surowców presja inflacyjna w dalszym ciągu będzie niska.

2 SYTUACJA MONETARNA I FINANSOWA

2.1 PIENIĄDZ I KREDYTY MIF

Informacje dostępne za III kw. i październik 2014 r. potwierdzają, że dynamika podaży pieniądza i akcji kredytowej, przy niskiej inflacji, jest pod względem tendencji wciąż niewielka. Jednocześnie dynamika M3, która najniższy poziom osiągnęła w kwietniu, nieco odbiła. Potwierdziły się ponadto sygnały, że w II kw. nastąpił zwrot w dynamice kredytów (zwłaszcza dla przedsiębiorstw). W tej sytuacji oczekuje się, że zmniejszenie się niepewności związane z zakończeniem przez EBC wszechstronnej oceny oraz wprowadzone ostatnio środki monetarne zachęcą banki do nasilenia akcji kredytowej oraz spowodują, że dogodniejsze warunki finansowania banków przełożą się na lepsze warunki kredytowania. Jeśli chodzi o inne czynniki kreacji M3 w strefie euro, w III kw. i październiku korzystny wpływ wywierało na nią dalsze obniżanie się długoterminowych zobowiązań finansowych oraz zmniejszanie się ujemnego wpływu spadku napływu kredytów. Głównym źródłem kreacji pieniądza w strefie euro w skali roku była w dalszym ciągu akumulacja aktywów zagranicznych netto w MIF, choć jej dynamika osłabła. Spadek głównych aktywów MIF nasilił się ponownie w październiku, do czego przyczyniła się przede wszystkim silniejsza redukcja aktywów w krajach niebędących w trudnej sytuacji.

2.2 INWESTYCJE FINANSOWE SEKTORÓW NIEFINANSOWYCH I INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH

Roczna dynamika inwestycji finansowych dokonywanych przez sektory niefinansowe w II kw. 2014 r. nieco wzrosła. Niski wzrost inwestycji finansowych tłumaczą częściowo niesprzyjające warunki gospodarcze oraz słaby wzrost dochodów do dyspozycji. Roczna dynamika inwestycji finansowych zakładów ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych w II kw. 2014 r. wzrosła. W III kw. fundusze inwestycyjne nadal notowały znaczny napływ środków, szczególnie na rynku obligacji.

2.3 STOPY RYNKU PIENIĘŻNEGO

Między końcem sierpnia a początkiem grudnia 2014 r. w następstwie wrześniowych decyzji Rady Prezesów stopy rynku pieniężnego jeszcze nieco zmalały, a ich spadek zatrzymywał się jedynie przejściowo z powodu zmienności na przełomie miesiąca. Jednocześnie zmniejszył się nadmiar płynności, ponieważ zmalało saldo operacji otwartego rynku, a spadek ten został jedynie częściowo wyrównany przez nieco mniejszą absorpcję płynności związaną z czynnikami autonomicznymi.

2.4 RYNKI OBLIGACJI

Między końcem sierpnia a początkiem grudnia 2014 r. rentowność długoterminowych obligacji skarbowych o ratingu AAA w strefie euro zmalała, po publikacji słabych danych gospodarczych dotyczących tej strefy i pod wpływem ogólnej niepewności rynku co do światowych perspektyw wzrostu. Rentowności obligacji długoterminowych w USA i Japonii obniżyły się w mniejszym stopniu, ale wykazywały pewną zmienność. Rentowności długoterminowych obligacji skarbowych w krajach strefy euro będących w trudnej sytuacji wzrosły w połowie października, w związku z niepewnością co do perspektyw wzrostu na świecie oraz informacjami dotyczącymi poszczególnych krajów, ale potem w większości krajów wzrost ten się odwrócił. Niepewność inwestorów co do rozwoju sytuacji na rynku obligacji w najbliższym czasie wykazywała w analizowanym okresie duże wahania, co doprowadziło do niewielkiego spadku w strefie euro oraz wzrostu w USA i Japonii.

2.5 RYNKI AKCJI

Między końcem sierpnia a początkiem grudnia 2014 r. ceny akcji wykazywały zmienność pod wpływem niejednoznacznych danych z różnych obszarów gospodarczych i panującej na rynkach ogólnej niepewności co do światowego wzrostu. Ceny akcji w strefie euro powszechnie wzrosły w następstwie ożywienia, które nastąpiło w ostatniej części omawianego okresu. Ceny akcji w USA w ujęciu netto także wzrosły pod wpływem pozytywnych danych gospodarczych z USA. W Japonii ceny akcji poszły gwałtownie w górę po decyzji japońskiego banku centralnego o znacznym zwiększeniu skali luzowania polityki pieniężnej.

2.6 PRZEPIŁY FINANSOWE I SYTUACJA FINANSOWA PRZEDSIĘBIORSTW

Między lipcem a październikiem 2014 r. realny koszt finansowania przedsiębiorstw w strefie euro nieco się zmniejszył. Było to wynikiem spadku realnego kosztu akcji i krótkoterminowych kredytów bankowych, z nadwyżką kompensującego wzrost realnego kosztu długu rynkowego i kredytów długoterminowych. W III kw. 2014 r. warunki udzielania kredytów dla przedsiębiorstw w ujęciu netto zostały złagodzone. Było to drugie takie poluzowanie warunków kredytowych od II kw. 2007 r. Szacuje się, że łączny napływ finansowania zewnętrznego do przedsiębiorstw jesienią ustabilizował się, choć pozostał słaby. Słabość ta jest wynikiem zarówno zmniejszenia się przewagi spłaconych kredytów MIF dla przedsiębiorstw nad kredytami udzielonymi, jak i spadku emisji netto korporacyjnych papierów wartościowych.

2.7 PRZEPIŁY FINANSOWE I SYTUACJA FINANSOWA SEKTORA GOSPODARSTW DOMOWYCH

Jeśli chodzi o warunki finansowania gospodarstw domowych w strefie euro, w III kw. 2014 r. oprocentowanie kredytów bankowych spadło, przy czym wciąż występowały różnice między krajami i między instrumentami. Jednak zmiany wolumenu pożyczek zaciąganych przez gospodarstwa domowe nadal były niewielkie, co wynikało z kilku czynników. Należały do nich: słaba dynamika dochodów do dyspozycji, wysokie bezrobocie, słabość rynków mieszkaniowych, konieczność korekty wcześniejszej nadmiernej akumulacji długu oraz niepewność co do perspektyw gospodarczych. Niemniej szacunki za III kw. 2014 r. wskazują, że roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych ogółem w tym kwartale minimalnie wzrosła, zaś relacja zadłużenia gospodarstw domowych do dochodów do dyspozycji brutto ustabilizowała się.

3 CENY I KOSZTY

Według szybkich szacunków Eurostatu w listopadzie 2014 r. roczna inflacja HICP w strefie euro wyniosła 0,3%, wobec 0,4% w październiku. Zmiana w porównaniu z poprzednim miesiącem jest przede wszystkim odzwierciedleniem większego spadku cen energii w ujęciu rocznym oraz pewne-

go osłabienia rocznego wzrostu cen usług. Na podstawie informacji dostępnych w połowie listopada (kiedy finalizowane były grudniowe projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu dla strefy euro) przewidywano, że roczna inflacja HICP w 2014 r. wyniesie 0,5%, w 2015 r. 0,7%, zaś w 2016 r. 1,3%. Wartości te, zwłaszcza na 2015 r., są znacznie niższe od prognozowanych w projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC z września 2014 r. Ich rewizja odzwierciedla przede wszystkim niższe ceny ropy wyrażone w euro oraz wpływ słabszych perspektyw wzrostu, przy czym nie uwzględnia jeszcze spadku cen ropy z ostatnich kilku tygodni, który nastąpił już po dacie granicznej projekcji.

Czynniki wpływające na perspektywy sytuacji cenowej w średnim okresie będą monitorowane, ocenie poddane zostaną przede wszystkim ewentualne skutki słabszej dynamiki wzrostu gospodarczego, rozwój sytuacji geopolitycznej, zmiany kursów walutowych i cen energii oraz oddziaływanie przyjętych środków polityki pieniężnej. Szczególnie uważnie będzie obserwowany szerszy wpływ ostatnich zmian cen ropy na średniookresowy trend inflacji w strefie euro.

4 PRODUKCJA, POPYT I RYNEK PRACY

Realny PKB strefy euro w III kw. 2014 r. wzrósł o 0,2% w ujęciu kwartalnym. Jest to zgodne z wcześniejszymi sygnałami, że tempo wzrostu w strefie euro słabnie – w rezultacie w ostatnich prognozach wzrost realnego PKB strefy euro został zrewidowany w dół. Najnowsze dane i wyniki badań ankietowych obejmujące okres do listopada potwierdzają obraz słabszego wzrostu w nadchodzących miesiącach. Jednocześnie nadal przewidywane jest umiarkowane ożywienie gospodarcze. Z jednej strony popytowi wewnętrznemu powinny sprzyjać zastosowane środki polityki pieniężnej, trwająca poprawa warunków finansowych, postęp konsolidacji fiskalnej i reform strukturalnych oraz znaczny spadek cen energii, korzystnie wpływający na realne dochody do dyspozycji. Popyt eksportowy z kolei powinien być pobudzany przez ożywienie gospodarki światowej. Z drugiej strony odbicie gospodarcze będzie prawdopodobnie nadal osłabiane przez wysokie bezrobocie, znaczne niewykorzystane moce produkcyjne oraz konieczne dostosowania bilansowe w sektorach publicznym i prywatnym.

Czynniki te znajdują odzwierciedlenie w projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z grudnia 2014 r., w których przewiduje się roczny wzrost realnego PKB na poziomie 0,8% w 2014 r., 1,0% w 2015 r. oraz 1,5% w 2016 r. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z września 2014 r. projekcje wzrostu realnego PKB zostały znacznie obniżone. Rewizji w dół poddano zarówno popyt wewnętrzny, jak i eksport netto. Wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro przeważają czynniki spadkowe.

5 SYTUACJA FINANSÓW PUBLICZNYCH

Według projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu z grudnia 2014 r. deficyt finansów publicznych w strefie euro w latach 2015 i 2016 będzie w dalszym ciągu maleć, głównie w związku ze spodziewanym ożywieniem gospodarczym w tej strefie. Przewiduje się, że wskaźnik długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro w 2014 r. osiągnie maksimum. Niemniej dostosowania strukturalno-fiskalne niemal staną w miejscu, choć niektóre kraje nie wywiązały się jeszcze z zobowiązań wynikających z paktu stabilności i wzrostu. W nadchodzącym okresie kraje powinny dążyć do spełnienia swoich zobowiązań, z uwzględnieniem elastyczności, jaką dopuszcza pakt.

PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EUROSYSTEMU DLA STREFY EURO – GRUDZIEŃ 2014¹

Aktywność gospodarcza okazała się słabsza, niż oczekiwano na początku roku, głównie z powodu niespodziewanie niskiego wzrostu inwestycji i eksportu. Przewiduje się, że obecny etap umiarkowanego wzrostu przeciągnie się do 2015 r. Niemniej w ciągu 2015 r. powinny się uwidocznić różne korzystne czynniki zewnętrzne i wewnętrzne, m.in. bardzo akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej w strefie euro, wzmocnione przez standardowe i niestandardowe środki wprowadzone w czerwcu i we wrześniu 2014 r., dzięki czemu dynamika realnego PKB powinna następnie nieco wzrosnąć. Według projekcji realny PKB wzrośnie w 2014 r. o 0,8%, w 2015 r. o 1,0%, zaś w 2016 r. o 1,5%. Jako że wartości te są coraz wyższe od szacowanego wzrostu potencjalnego, luka PKB będzie się w horyzoncie projekcji powoli domykać, choć w 2016 r. pozostanie jeszcze ujemna. W porównaniu z projekcjami opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z września 2014 r. perspektywy wzrostu realnego PKB zostały znacznie obniżone.

Przewiduje się, że inflacja HICP w strefie euro utrzyma się w najbliższym okresie na niskim poziomie, a w horyzoncie projekcji będzie wzrastać jedynie stopniowo: w 2014 r. wyniesie średnio 0,5%, w 2015 r. 0,7%, zaś w 2016 r. 1,3%. Krótkoterminowe perspektywy inflacji znacznie osłabił niedawny spadek cen ropy. Oczekuje się jednak, że w horyzoncie projekcji stopniowe domykanie się ujemnej luki PKB i wzrost zewnętrznej presji cenowej, wzmocnione przez niższy kurs euro, przyczynią się do wzrostu inflacji HICP. Nie będzie on jednak silny, z powodu wciąż niepełnego wykorzystania mocy produkcyjnych. W porównaniu z projekcjami opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z września 2014 r. perspektywy inflacji HICP zostały znacznie obniżone.

Niniejszy artykuł stanowi podsumowanie projekcji makroekonomicznych dla strefy euro na lata 2014–2016. Projekcje o tak długim horyzoncie są obciążone bardzo dużą niepewnością, o czym należy pamiętać przy ich interpretacji². Należy ponadto zaznaczyć, że wprowadzone ostatnio niestandardowe środki polityki pieniężnej zostały uwzględnione w niniejszych projekcjach jedynie w takim zakresie, w jakim już wpłynęły na zmienne finansowe (nie wzięto pod uwagę dalszych kanałów transmisji). Oznacza to, że w scenariuszu bazowym wpływ tych środków monetarnych jest prawdopodobnie niedoszacowany.

OTOCZENIE MIĘDZYNARODOWE

Przewiduje się, że ożywienie gospodarcze na świecie będzie się w dalszym ciągu, choć stopniowo, umacniać. Dynamika realnego PKB na świecie (z wyłączeniem strefy euro) ma w horyzoncie projekcji rosnąć: z 3,6% w 2014 r. do 4,2% w 2016 r. Oczekuje się jednak, że ożywienie nadal będzie przebiegać tak samo we wszystkich regionach. Po okresie niewielkiej aktywności gospodarczej na początku 2014 r. tempo wzrostu w niektórych gospodarkach rozwiniętych spoza strefy euro ogólnie się umacnia. Natomiast na rynkach wschodzących pozostaje w sumie niewielkie, przy czym występuje pewne zróżnicowanie regionalne. W perspektywie sięgającej poza krótki okres aktywność na świecie powinna się stopniowo umacniać, ale ożywienie ma być nadal umiarkowane. O ile niektórym największym gospodarkom rozwiniętym sprzyja obecnie wygasanie czynników antywzrostowych, o tyle w gospodarkach wschodzących z powodu pogłębiających się problemów

1 Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu stanowią wkład do formułowanej przez Radę Prezesów oceny sytuacji gospodarczej i zagrożeń dla stabilności cen. Informacje o zastosowanych procedurach i technikach można znaleźć we wskazówkach metodycznych *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, EBC, czerwiec 2001, dostępnych w serwisie internetowym EBC. W niniejszych projekcjach uwzględniono dane dostępne do dnia 20 listopada 2014 r. (data graniczna).

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

strukturalnych i pogarszania warunków finansowych powrót dynamiki sprzed kryzysu nie wydaje się prawdopodobny.

Dynamika handlu światowego w pierwszym półroczu była w dalszym ciągu niska. Przewiduje się jednak, że w drugim kwartale osiągnęła już minimum i odtąd do końca horyzontu projekcji będzie rosła: z 2,7% w 2014 r. do 5,2% w 2016 r. (na świecie z wyłączeniem strefy euro). Oczekuje się, że na koniec analizowanego okresu elastyczność jej reakcji na zmiany aktywności na świecie będzie nadal mniejsza niż przed światowym kryzysem. Ponieważ popyt importowy ze strony głównych partnerów handlowych strefy euro powinien rosć wolniej niż popyt ze strony reszty świata, dynamika popytu zewnętrznego strefy euro ma być nieco słabsza od dynamiki handlu światowego (zob. tabela 1).

Tabela 1 Otoczenie międzynarodowe

(zmiany rok do roku w proc.)

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

Uwaga: Rewizje liczone na podstawie danych niezaokrąglonych.

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

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

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z września 2014 r. nieco obniżono projekcję światowego wzrostu gospodarczego oraz znacznie obniżono projekcję popytu zewnętrznego strefy euro. Rewizja projekcji popytu wynika ze słabszych danych oraz z obniżenia wzrostu elastyczności reakcji handlu światowego na zmiany aktywności do poziomu długoterminowego, aby uwzględnić wcześniejsze błędy prognozy.

Ramka 1

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

Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe; datą graniczną jest 13 listopada 2014 r. Stopy krótkoterminowe odnoszą się do 3-miesięcznej stopy EURIBOR, a oczekiwania rynkowe są wyprowadzane ze stóp terminowych. Z metodyki tej wynika średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych równy 0,2% w 2014 r. oraz 0,1% w 2015 i 2016 r. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro wynikająca z oczekiwań rynkowych wynosi średnio 2,0% w 2014 r., 1,8% w 2015 r. i 2,1% w 2016 roku¹. W związku z kształtowaniem się stóp procentowych na rynku terminowym i stopniowym przekładaniem zmian stóp rynkowych na oprocentowanie kredytów

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 rentownościami obligacji skarbowych poszczególnych krajów a odpowiadającą im średnią dla strefy euro będą w horyzoncie projekcji stałe.

Założenia techniczne

	Grudzień 2014				Wrzesień 2014			Rewizje od września 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
3-miesięczna stopa EURIBOR (w procentach rocznie)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,1
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (w procentach rocznie)	2,9	2,0	1,8	2,1	2,3	2,2	2,5	-0,2	-0,4	-0,4
Cena ropy naftowej (USD/b)	108,8	101,2	85,6	88,5	107,4	105,3	102,7	-5,7	-18,8	-13,8
Ceny surowców nieenergetycznych (w USD) (roczna zmiana w procentach)	-5,0	-6,3	-4,8	3,8	-4,8	0,1	4,4	-1,5	-4,9	-0,6
Kurs USD/EUR	1,33	1,33	1,25	1,25	1,36	1,34	1,34	-1,9	-6,7	-6,7
Nominalny efektywny kurs euro (roczna zmiana w procentach)	3,8	0,5	-2,8	0,0	1,4	-0,8	0,0	-0,9	-2,0	0,0

Uwaga: Rewizje liczone na podstawie danych niezaokrąglonych.

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

oczekuje się, że łączne oprocentowanie kredytów bankowych dla niefinansowego sektora prywatnego strefy euro w 2014 i 2015 r. nieco spadnie, a w 2016 r. umiarkowanie wzrośnie.

W odniesieniu do cen surowców na podstawie tendencji obserwowanej na rynkach terminowych w okresie ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (13 listopada) przyjęto założenie, że cena ropy Brent spadnie ze 102,6 USD/b w III kw. 2014 r. do 85,6 USD/b w 2015 r., po czym w 2016 r. wzrośnie do 88,5 USD/b. Założono ponadto, że ceny surowców nieenergetycznych w dolarach amerykańskich w 2014 i 2015 r. znacznie spadną, zaś w 2016 r. wzrosną².

Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na poziomie równym średniej z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (13 listopada). Z założenia tego wynika kurs USD do EUR wynoszący 1,33 w 2014 r. oraz 1,25 w 2015 i 2016 r.

Podstawą założeń fiskalnych są: wykonanie budżetu za 2014 r., dane zawarte w projektowanych lub już zatwierdzonych ustawach budżetowych na 2015 r., projekty planów budżetowych przedłożone w ramach semestru europejskiego oraz średniookresowe plany budżetowe poszczególnych krajów dostępne na dzień 20 listopada 2014 r. W założeniach uwzględniono wszystkie środki polityczne, które są już zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub zostały dostatecznie szczegółowo określone przez rządy, a ich przyjęcie w procesie legislacyjnym jest prawdopodobne. Informacje o wykonaniu budżetu za 2014 r. i środkach fiskalnych zaplanowanych na 2015 r. łącznie wskazują, że dyskrejonarna polityka fiskalna w skali strefy euro jest ogólnie neutralna. Środkom konsolidacji fiskalnej przyjętym w niektórych krajach towarzyszą obniżki podatków bezpośrednich w różnych krajach oraz wzrost wydatków.

Zmiany w założeniach technicznych w porównaniu z projekcjami opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z września 2014 r. to znacznie niższe ceny ropy i surowców nieenergetycznych w USD, słabszy efektywny kurs euro oraz niższe krótko- i długoterminowe stopy procentowe w strefie euro.

2 Założenia dotyczące cen ropy i surowców żywnościowych opierają się na cenach kontraktów terminowych do końca horyzontu projekcji. W odniesieniu do innych nieenergetycznych surowców mineralnych przyjęto, że do IV kw. 2015 r. ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami terminowymi, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie. Ceny loco gospodarstwo (w euro) w UE stosowane do projekcji cen konsumpcyjnych żywności są prognozowane na podstawie modelu ekonometrycznego, który uwzględnia kształtowanie się międzynarodowych cen surowców żywnościowych.

PROJEKCJE DYNAMIKI REALNEGO PKB

Rozwój sytuacji gospodarczej w ostatnim okresie nie potwierdza ożywienia, jakiego oczekiwano na początku roku. Po wygaśnięciu czynników przejściowych, które pobudzały aktywność w I kw., dynamika realnego PKB w II i III kw. 2014 r. była zaledwie umiarkowana. Słabsza od oczekiwanej aktywność wiązała się z niską dynamiką handlu światowego, rosnącymi obawami o perspektywy wzrostu wewnętrznego (prawdopodobnie podsycanymi przez zastój reform gospodarczych w niektórych krajach), utrzymującymi się napięciami geopolitycznymi oraz ze słabszym od przewidywanego przyspieszeniem inwestycji mieszkaniowych w części krajów.

W najbliższym okresie dynamika realnego PKB według projekcji pozostanie słaba. Niekorzystne czynniki, które wcześniej w tym roku ograniczały wzrost, będą się na nim nadal odbijać w najbliższych kwartałach. Przemawiają za tym wskaźniki zaufania przedsiębiorców i konsumentów, które od wiosny słabną i obecnie zapowiadają na najbliższy okres dalszy, ale umiarkowany wzrost aktywności. Zwłaszcza w inwestycjach prywatnych osłabienie dynamiki ma się utrzymać do początku 2015 r.

Różne czynniki fundamentalne są jednak w dalszym ciągu korzystne i będą podtrzymywać ożywienie przewidywane na 2015 r. i kolejne lata. Popytowi wewnętrznemu powinny sprzyjać: akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej i poprawa działania mechanizmu jej transmisji, dodatkowo wzmocnione przez standardowe i niestandardowe środki przyjęte niedawno przez EBC, oraz ogólnie neutralne nastawienie polityki fiskalnej po latach jej znacznego zacieśniania i pewna poprawa warunków udzielania kredytów. Czynnikiem pobudzającym spożycie prywatne powinien być ponadto wzrost realnych dochodów do dyspozycji, wynikający przede wszystkim z korzystnego oddziaływania spadku cen surowców, lecz także ze wzrostu, choć umiarkowanego, wynagrodzeń i zatrudnienia, oraz – w związku z poprawą dynamiki zysków – wzrostu innych dochodów prywatnych (w tym z podziału zysków). W horyzoncie projekcji aktywność w ujęciu łącznym będzie ponadto coraz mocniej podtrzymywana przez korzystny wpływ, jaki na eksport ma wywierać zakładane stopniowe umacnianie się popytu zewnętrznego, dodatkowo pobudzane przez deprecjację euro.

Przewiduje się jednak, że ożywienie będzie nadal niewielkie na tle wyników historycznych, gdyż wzrost w średnim okresie będzie nadal hamowany przez szereg czynników. Zgodnie z oczekiwaniami istniejąca jeszcze potrzeba korekty bilansów w sektorach prywatnym i publicznym będzie się zmniejszać w horyzoncie projekcji jedynie stopniowo. Także hamujący wpływ wysokiego bezrobocia na spożycie prywatne w niektórych krajach ma ustępować jedynie stopniowo, a wysoki poziom wolnych mocy produkcyjnych w części krajów będzie w dalszym ciągu ograniczać nakłady inwestycyjne. Według projekcji średnioroczna dynamika realnego PKB wyniesie 0,8% w 2014 r., 1,0% w 2015 r. i 1,5% w 2016 r.

Na poziomie poszczególnych składowych popytu w horyzoncie projekcji utrzymuje się umiarkowana dynamika prywatnych wydatków konsumpcyjnych, co wynika ze wzrostu realnych dochodów do dyspozycji. Po kilku latach wyraźnego osłabienia tempo wzrostu tych dochodów przyspieszy pod wpływem wzrostu dochodów z pracy (w związku z rosnącym zatrudnieniem i nieco wyższą dynamiką płac), zwiększania się wkładu innych dochodów prywatnych (głównie z tytułu zysków) oraz niskich cen surowców. Spożycie prywatne będzie ponadto podtrzymywane przez rosnącą wartość netto gospodarstw domowych i niskie koszty finansowania.

Stopa oszczędności według oczekiwań nie zmieni się i pozostanie rekordowo niska, co jest wypadkową dwóch przeciwstawnych tendencji. Z jednej strony w kierunku jej obniżenia będą oddziały-

wać bardzo niskie stopy procentowe i stopniowy spadek bezrobocia. Z drugiej strony czynnikiem działającym w kierunku wzrostu stopy oszczędności jest wzrost dochodów do dyspozycji w niektórych krajach, zmniejszający potrzebę finansowania spożycia z oszczędności. Obserwowane osłabienie zaufania konsumentów może skłaniać do zapobiegawczego gromadzenia oszczędności. W niektórych krajach utrzymuje się ponadto silna presja na zmniejszanie dźwigni finansowej przez gospodarstwa domowe, co będzie dodatkowo wpływać na wzrost stopy oszczędności.

Perspektywy inwestycji mieszkaniowych są w dalszym ciągu słabe. W 2015 r. inwestycje te powinny nieco przyspieszyć, do czego przyczyni się ożywienie aktywności, następujące w warunkach niskiego oprocentowania kredytów hipotecznych i poprawy podaży kredytów, oraz stopniowe wygasanie potrzeby korekty na rynkach mieszkaniowych. Jednak w niektórych krajach korekta ta, w połączeniu z wciąż słabym wzrostem realnych dochodów do dyspozycji, nadal osłabia budownictwo mieszkaniowe. Ponadto w części krajów korzystny wpływ rekordowo niskiego oprocentowania kredytów hipotecznych wydaje się słabszy, niż wcześniej oczekiwano.

Inwestycjom przedsiębiorstw powinno sprzyjać kilka czynników, w tym przewidywane stopniowe umacnianie się popytu wewnętrznego i zewnętrznego, bardzo niskie stopy procentowe, potrzeba modernizacji majątku produkcyjnego po latach niskich inwestycji, poprawa podaży kredytów oraz niewielki wzrost marż zysku w miarę umacniania się ożywienia gospodarczego. Ponadto oczekuje się, że po obniżeniu się w ostatnich latach wskaźnika długu publicznego będzie stopniowo ustępował niekorzystny wpływ potrzeby zmniejszania dźwigni finansowej w sektorze przedsiębiorstw. Zadłużenie utrzymuje się jednak na wysokim poziomie, w związku z czym potrzeba delewarowania może w dalszym ciągu osłabiać wzrost.

Dynamika inwestycji przedsiębiorstw w najbliższym okresie powinna być nadal stosunkowo niska. Mimo występowania wymienionych już korzystnych czynników zaufanie przedsiębiorstw ostatnio słabnie. Na inwestycjach przedsiębiorstw wydają się silnie odbijać pewne niesprzyjające czynniki, do których należą: wciąż niekorzystne – choć coraz lepsze – warunki finansowania w niektórych krajach, zaniepokojenie powolnym tempem reform strukturalnych w części krajów oraz utrzymujące się napięcia geopolityczne. Nie sprzyja im też niepewność co do perspektyw popytu.

Popyt zewnętrzny strefy euro ma według projekcji umiarkowanie wzrastać w miarę ożywiania się aktywności na świecie. Eksport poza strefę euro w drugiej połowie 2014 r. także umiarkowanie wzrośnie, zasadniczo zgodnie z popytem zewnętrznym. W 2015 r. powinien przyspieszyć, w związku ze stopniowym umacnianiem się popytu zewnętrznego oraz niedawną deprecjacją euro. Udziały w rynkach eksportowych powinny w horyzoncie projekcji pozostać zasadniczo niezmiennione. Import spoza strefy euro w horyzoncie projekcji wzrośnie jedynie umiarkowanie, w wyniku słabej dynamiki popytu w strefie euro oraz niższego kursu euro. Wkład eksportu netto do dynamiki realnego PKB ma być pod koniec horyzontu projekcji dodatni, choć umiarkowany. Nadwyżka na rachunku bieżącym będzie w horyzoncie projekcji rosła i w 2016 r. wyniesie 2,4% PKB.

Dynamika zatrudnienia w ostatnim okresie rośnie stosunkowo szybko i mocno. Ożywienie w zatrudnieniu zaczęło się już w połowie 2013 r. (początkowo pod względem liczby przepracowanych godzin, później także pod względem liczby zatrudnionych). Wielkość zatrudnienia w II kw. 2014 r. zwiększyła się o 0,4% w ujęciu rocznym, przy dynamice realnego PKB na poziomie 0,8%. Stosunkowo szybkie ożywienie zatrudnienia wydaje się być efektem dodatniego wpływu umiarkowanej polityki płacowej we wcześniejszym okresie oraz prawdopodobnie korzystnego oddziaływania niedawnych reform rynku pracy. Wydaje się, że reformy te – przez m.in. większą decentralizację negocjacji płacowych, mniejszą ochronę zatrudnienia i bardziej elastyczne warunki pracy

– spowodowały, że reakcja zatrudnienia na zmiany produkcji była stosunkowo szybka i silna na tle danych historycznych, choć między niektórymi krajami występują w tym zakresie istotne różnice.

Oczekuje się, że sytuacja na rynku pracy w strefie euro w horyzoncie projekcji będzie się umiarkowanie poprawiać. Wielkość zatrudnienia w drugiej połowie 2014 r. ma według szacunków dalej umiarkowanie rosnać, a w horyzoncie projekcji takie tempo wzrostu powinno się utrzymać. Ożywienie zatrudnienia odzwierciedla utrzymującą się prawidłowość stosunkowo szybkiej i silnej reakcji na wzrost aktywności. Podaż siły roboczej ma umiarkowanie wzrosnąć w wyniku imigracji oraz zwiększania się aktywności niektórych grup ludności pod wpływem stopniowej poprawy sytu-

Tabela 2 Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro¹⁾

(zmiany rok do roku w proc.)

	Grudzień 2014				Wrzesień 2014			Rewizje od września 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Realny PKB ³⁾	-0,4	0,8	1,0	1,5	0,9	1,6	1,9	0,0	-0,6	-0,3
		[0,7 - 0,9] ⁴⁾	[0,4 - 1,6] ⁴⁾	[0,4 - 2,6] ⁴⁾	[0,7 - 1,1] ⁴⁾	[0,6 - 2,6] ⁴⁾	[0,6 - 3,2] ⁴⁾			
Spożycie prywatne	-0,6	0,8	1,3	1,2	0,7	1,4	1,6	0,1	-0,2	-0,4
Spożycie publiczne	0,3	0,9	0,5	0,4	0,7	0,4	0,4	0,2	0,0	-0,1
Nakłady brutto na środki trwałe	-2,5	0,7	1,4	3,2	1,1	3,1	3,9	-0,5	-1,8	-0,7
Eksport ⁵⁾	2,2	3,2	3,2	4,8	3,1	4,5	5,3	0,0	-1,3	-0,5
Import ⁵⁾	1,3	3,3	3,7	4,9	3,5	4,5	5,3	-0,3	-0,8	-0,3
Zatrudnienie	-0,9	0,4	0,6	0,5	0,3	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,2
Stopa bezrobocia (jako procent siły roboczej)	11,9	11,6	11,2	10,9	11,6	11,2	10,8	0,0	0,0	0,2
HICP	1,4	0,5	0,7	1,3	0,6	1,1	1,4	-0,1	-0,4	-0,1
		[0,5 - 0,5] ⁴⁾	[0,2 - 1,2] ⁴⁾	[0,6 - 2,0] ⁴⁾	[0,5 - 0,7] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,7 - 2,1] ⁴⁾			
HICP z wyłączeniem energii	1,4	0,8	1,1	1,3	0,8	1,3	1,6	0,0	-0,2	-0,2
HICP z wyłączeniem energii i żywności	1,1	0,8	1,0	1,3	0,9	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
HICP z wyłączeniem energii, żywności i zmian podatków pośrednich ⁶⁾	1,0	0,7	1,0	1,3	0,8	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
Jednostkowe koszty pracy	1,3	1,1	1,1	0,8	1,0	0,8	1,1	0,1	0,4	-0,3
Przeciętne wynagrodzenie	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	1,8	2,2	0,0	-0,3	-0,4
Wydajność pracy	0,4	0,5	0,4	1,0	0,6	1,0	1,1	-0,1	-0,6	-0,1
Saldo sektora finansów publicznych (jako procent PKB)	-2,9	-2,6	-2,5	-2,2	-2,6	-2,4	-1,9	0,0	-0,1	-0,3
Saldo strukturalne budżetu (jako procent PKB) ⁷⁾	-2,3	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-0,2	-0,1	-0,1
Dług SFP brutto (jako procent PKB)	90,8	92,0	91,8	91,1	93,9	93,1	91,5	-1,9	-1,3	-0,4
Saldo na rachunku bieżącym (jako procent PKB)	2,0	2,1	2,2	2,4	2,3	2,3	2,4	-0,1	0,0	0,0

1) W projekcjach na 2015 i 2016 r. została uwzględniona Litwa. Średnioroczne zmiany procentowe na 2015 r. obliczono tak, jakby Litwa należała do strefy euro już w 2014 r.

2) Rewizje obliczono na podstawie liczb niezaokrąglonych.

3) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych.

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

5) Z uwzględnieniem wymiany handlowej w obrębie strefy euro.

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

7) Obliczone jako saldo budżetowe skorygowane o zmiany przejściowe związane z cyklem koniunkturalnym oraz środki tymczasowe zastosowane przez rządy (metoda ESBC – zob. *Working Paper Series*, nr 77, EBC, wrzesień 2001; *Working Paper Series*, nr 579, EBC, styczeń 2007). Projekcja salda strukturalnego nie jest wyprowadzona z łącznej miary luki PKB. Zgodnie z metodyką ESBC składniki cykliczne dla różnych pozycji przychodów i wydatków oblicza się osobno. Więcej informacji przedstawia ramka „Cyclical adjustment of the government budget balance” w *Biuletynie Miesięcznym* z marca 2012 r. oraz ramka „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” w *Biuletynie Miesięcznym* z września 2014 r.

acji na rynku pracy. Oczekuje się, że stopa bezrobocia w horyzoncie projekcji obniży się, ale pozostanie na poziomie znacznie wyższym niż przed kryzysem.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z września 2014 r. projekcja dynamiki realnego PKB na lata 2014–2016 została zrewidowana w dół o 1,0 pkt proc. Rewizja ta wynika ze słabszych perspektyw eksportu, związanych ze znacznym obniżeniem projekcji popytu zewnętrznego strefy euro, odzwierciedlającym słabsze dane oraz obniżenie wzrostu elastyczności reakcji handlu światowego na zmiany aktywności do poziomu długoterminowego. Rewizja w dół projekcji dynamiki realnego PKB odzwierciedla także osłabienie inwestycji przedsiębiorstw, związane z niedawnym spadkiem zaufania i rosnącymi obawami o perspektywy wzrostu wewnętrznego. Projekcja inwestycji mieszkaniowych również została znacznie zrewidowana w dół, na co złożyła się silniejsza potrzeba korekty na rynkach mieszkaniowych w niektórych krajach oraz prawdopodobne przeszacowanie wpływu rekordowo niskiego oprocentowania kredytów hipotecyjnych w poprzednich projekcjach. Projekcję spożycia prywatnego także zrewidowano w dół, z uwagi na obniżenie się dynamiki przeciętnego wynagrodzenia i słabszy od oczekiwanego podział zysków, w związku z ogólnie słabszą sytuacją gospodarczą.

Przyjęte ostatnio niestandardowe środki polityki pieniężnej uwzględniono w scenariuszu bazowym wyłącznie w zakresie ich wpływu na już dostępne dane oraz na rynkowe założenia techniczno-finansowe, tj. rynkowe stopy procentowe i ceny akcji, w tym kurs walutowy. W związku z tym korzystny wpływ tych środków może być w scenariuszu bazowym niedoszacowany, gdyż nie uwzględniono dodatkowych kanałów transmisji (zob. ramka 2).

Ramka 2

UJĘCIE W PROJEKCJACH NIEDAWNO PRZYJĘTYCH NIESTANDARDOWYCH ŚRODKÓW POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Ogłoszone 5 czerwca i 4 września 2014 r. rozwiązania w zakresie polityki pieniężnej mające złągodzić warunki udzielania kredytów obejmują zestaw niestandardowych środków monetarnych, które są wdrażane w formie operacji kredytowych (ukierunkowane dłuższe operacje refinansujące) oraz operacji bezwarunkowych (program skupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami i program skupu obligacji zabezpieczonych).

Wpływ przyjętych środków na perspektywy wzrostu i inflacji uwzględniono w scenariuszu bazowym jedynie w takim zakresie, w jakim środki te wpłynęły już na zmienne finansowe, zwłaszcza na stopy procentowe, ceny akcji i kurs euro. W wyniku zastosowania takiego podejścia technicznego nie ujęto w scenariuszu bazowym pewnych dodatkowych potencjalnych kanałów transmisji. Należy do nich m.in. kanał bezpośredni, związany z obniżeniem się kosztów finansowania banków w strefie euro w wyniku przyjętych środków. Drugim kanałem nieuwzględnionym w scenariuszu bazowym jest zmiana struktury portfeli, której oddziaływanie polega na tym, że duża ilość płynności dostarczana w ramach każdego z trzech środków może zachęcać inwestorów do zmniejszania utrzymywanych nadwyżek gotówki przez kupowanie – a zatem podbijanie ceny i tym samym obniżanie rentowności – instrumentów finansowych innych niż instrumenty skupowane przez bank centralny.

Podsumowując, wpływ przyjętych pakietów środków monetarnych jest w scenariuszu bazowym prawdopodobnie niedoszacowany, co może oddziaływać w kierunku wyższych poziomów wzrostu gospodarczego i inflacji.

PROJEKCJE CEN I KOSZTÓW

Według szybkich szacunków Eurostatu w listopadzie 2014 r. inflacja HICP ogółem wyniosła 0,3%. Obecna niska stopa inflacji jest odzwierciedleniem niższych cen energii po niedawnych spadkach cen ropy naftowej, niskiej inflacji cen żywności oraz umiarkowanych trendów cen usług i towarów przemysłowych z wyłączeniem energii.

Zgodnie z projekcją inflacja HICP w najbliższym okresie nadal będzie niska. Potem do końca horyzontu projekcji ma rosnąć jedynie stopniowo, by w IV kw. 2016 r. osiągnąć poziom 1,4%. Do wzrostu inflacji HICP w horyzoncie projekcji powinno się przyczynić stopniowe domknięcie się ujemnej luki PKB oraz wzrost zewnętrznej presji cenowej. Ten ostatni czynnik wiąże się z tym, że ceny surowców i osłabienie kursu euro, które wcześniej były źródłem presji spadkowej, zaczęły oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji.

Bardziej znaczącemu wzrostowi inflacji w strefie euro będzie przeszkadzać wciąż niepełne wykorzystanie mocy produkcyjnych w połączeniu z zakładanym umiarkowanym kształtowaniem się cen surowców. Przewiduje się, że ujemna luka PKB do 2016 r. domknie się jedynie częściowo, czego wynikiem ma być umiarkowany wzrost płac i marż zysku. W sumie inflacja HICP powinna się utrzymać na bardzo niskim poziomie: średnio 0,5% w 2014 r., 0,7% w 2015 r. i 1,3% w 2016 r. Inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności ma natomiast wynieść średnio 0,8% w 2014 r., 1,0% w 2015 r. i 1,3% w 2016 r.

Perspektywy inflacji są obecnie osłabiane przez zewnętrzną presję cenową, która jednak w horyzoncie projekcji powinna wzrosnąć, do czego przyczyni się oczekiwane umocnienie się popytu światowego, niższy kurs euro oraz prognozowany na 2016 r. wzrost cen surowców. W ostatnim okresie zewnętrzna sytuacja cenowa wzmacniała presję na spadek cen w strefie euro. Powolne tempo wzrostu gospodarczego na świecie, spadki cen ropy i innych surowców oraz wcześniejsza aprecjacja euro doprowadziły w 2013 i 2014 r. do obniżenia się cen importu strefy euro. Jeśli chodzi o nadchodzący okres, w miarę ustępowania wpływu tych czynników deflator importu spoza strefy euro w 2016 r. powinien wzrosnąć.

Oczekuje się, że poprawa sytuacji na rynku pracy i pełniejsze wykorzystanie mocy produkcyjnych doprowadzą w horyzoncie projekcji do umiarkowanego wzrostu wewnętrznej presji cenowej. Dynamika przeciętnego wynagrodzenia w horyzoncie projekcji nieco wzrośnie, ale pozostanie niska w związku z trwającymi procesami dostosowawczymi i umiarkowaną polityką płacową w niektórych krajach strefy euro. Skutkiem niskiej inflacji jest także perspektywa umiarkowanej dynamiki płac. Zgodnie z projekcjami tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy w horyzoncie projekcji lekko zwolni. Wynika to stąd, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia będzie niższa od dynamiki wydajności. Brak większych zmian jednostkowych kosztów pracy należy do głównych przyczyn prognozy niskiej wewnętrznej presji kosztowej do końca horyzontu projekcji.

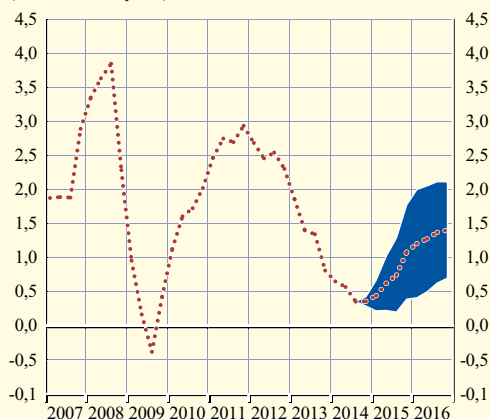
Oczekuje się, że marże zysku (mierzone jako różnica między deflatorem PKB w cenach czynników produkcji a dynamiką jednostkowych kosztów pracy) w 2014 r. obniżą się, w 2015 r. ustabilizują, a w 2016 r. odbiją pod wpływem umacniania się aktywności gospodarczej, a zwłaszcza umiarkowanych zmian jednostkowych kosztów pracy.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z września 2014 r. projekcja inflacji ogółem na 2014 r. została zrewidowana w dół o 0,1 pkt proc., na 2015 r. o 0,4 pkt proc., a na 2016 r. o 0,1 pkt proc. Wynika to przede wszystkim z niższych cen

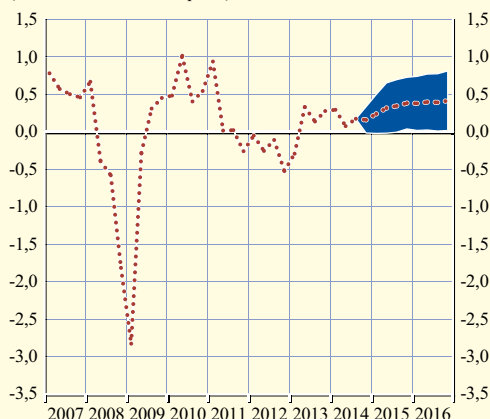
Projekcje makroekonomiczne¹⁾

(dane kwartalne)

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



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



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

ropy wyrażonych w euro, pewnych niespodziewanych spadków w najnowszych danych dotyczących składowych innych niż energia oraz wpływu obniżonych perspektyw wzrostu gospodarczego. W 2016 r. ten ostatni czynnik powinien zostać częściowo skompensowany przez silniejszy dodatni wpływ inflacji cen energii, będący wynikiem słabszego kursu walutowego i wyższych cen kontraktów terminowych na ropę w porównaniu z projekcjami wrześnieowymi. Inflacja HICP z wyłączeniem cen żywności i energii również została zrewidowana w dół, na co złożyła się słabsza dynamika płac i marż zysku oraz pośrednie oddziaływanie niedawnej deprecjacji kursu walutowego.

PERSPEKTYWY FISKALNE

Ukierunkowanie polityki fiskalnej będzie w horyzoncie projekcji zasadniczo neutralne. Oczekuje się, że nastawienie tej polityki (mierzone jako zmiana salda pierwotnego skorygowanego o zmiany cykliczne) będzie w 2014 i 2015 r. nieco ekspansywne, a w 2016 r. neutralne, co oznacza zmianę po latach znacznego zacieśniania fiskalnego.

Deficyt sektora finansów publicznych powinien w horyzoncie projekcji stopniowo maleć, czemu sprzyjać będzie poprawa koniunktury w gospodarce strefy euro. Saldo strukturalne budżetu ma się w horyzoncie projekcji poprawić jedynie nieznacznie, w związku z zasadniczo neutralną polityką fiskalną. Dług publiczny od 2015 r. będzie się zmniejszał, do czego przyczyni się poprawa salda pierwotnego w ostatnim okresie oraz korzystniejsza różnica między oprocentowaniem a wzrostem gospodarczym.

W porównaniu z projekcjami fiskalnymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z września 2014 r. perspektywy deficytu i dynamika zadłużenia nieco się pogorszyły, w związku z mniej korzystnymi perspektywami makroekonomicznymi oraz lekkim poluzowaniem dyskrejonallyj po-

lityki fiskalnej. Rewizja w dół wskaźnika długu publicznego do PKB wynika przede wszystkim z wdrożenia nowego standardu statystycznego ESA 2010.

Ramka 3

ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

Projekcje opierają się w dużym stopniu na założeniach technicznych dotyczących pewnych kluczowych zmiennych. Jako że niektóre z tych zmiennych mogą wywierać duży wpływ na uzyskany scenariusz sytuacji w strefie euro, przeprowadzenie analizy wrażliwości projekcji na zmianę założeń może pomóc w ocenie czynników ryzyka wpływających na projekcje. W niniejszej ramce omówiono niepewność związaną z trzema głównymi założeniami oraz wrażliwość projekcji na ich zmianę¹.

1) INNY PRZEBIEG CEN ROPY

W bieżących projekcjach ekspertów Eurosystemu założenia dotyczące cen ropy wyprowadzono z oczekiwań rynkowych, mierzonych na podstawie cen kontraktów terminowych na ropę. Według stanu na 13 listopada (data graniczna) przewidywano, na podstawie tendencji obserwowanej na rynkach terminowych w okresie ostatnich dwóch tygodni przed tą datą, że cena ropy Brent spadnie ze 102,6 USD/b w III kw. 2014 r. do 85,6 USD/b w 2015 r., po czym w 2016 r. wzrośnie do 88,5 USD/b. Jednak już po dacie granicznej ceny ropy i kontraktów terminowych na ropę jeszcze bardziej się obniżyły, wobec dużej podaży tego surowca i małego popytu, zwłaszcza po decyzji OPEC z 27 listopada 2014 r. o utrzymaniu produkcji na obecnym poziomie. Na dzień 2 grudnia 2014 r. z cen kontraktów terminowych wynikało, że cena ropy Brent w 2015 r. spadnie do 73,2 USD/b, a w 2016 r. wzrośnie do 78,1 USD/b, czyli do poziomu niższego o odpowiednio 14,5% i 11,7% od wartości przedstawionych w projekcji bazowej.

Na podstawie modeli makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu oszacowano, że w wyniku takiego przebiegu cen ropy inflacja HICP w strefie euro w 2015 r. byłaby o ok. 0,4 pkt proc. niższa od projekcji bazowej, a w 2016 r. niższa o 0,1 pkt proc. Jednocześnie wzrost realnego PKB w 2015 i 2016 r. byłby większy o ok. 0,1 pkt proc.

2) INNY PRZEBIEG KURSU WALUTOWEGO

W scenariuszu bazowym zakłada się, że efektywny kurs euro nie zmieni się do końca horyzontu projekcji. Euro może się jednak osłabić wskutek pogorszenia się perspektyw wzrostowych strefy euro w porównaniu z USA oraz oczekiwanych różnic w nastawieniu polityki pieniężnej tych dwóch gospodarek, z czego wynika utrzymywanie się przez długi okres niskich stóp procentowych w strefie euro i szybsza normalizacja w USA. Alternatywny przebieg kursu euro, zakładający jego silniejszą deprecjację, wyprowadzono z 25. percentyla rozkładu gęstości kursu EUR/USD wynikającego z kwotowań opcji z 13 listopada 2014 r. (przy założeniu neutralności względem ryzyka). Z takiego przebiegu wynika stopniowa deprecjacja euro wobec dolara amerykańskiego do 1,17 w 2016 r., czyli 6,1% poniżej wartości przyjętej w scenariuszu bazowym. Spójne z tym podejściem jest założenie dotyczące nominalnego efektywnego kursu euro (odzwiercie-

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

dlaające prawidłowość obserwowaną w przeszłości): zmiany kursu EUR/USD odzwierciedlają zmianę kursu efektywnego z elastycznością ok. 52%. Prowadzi to do stopniowego oddalania się efektywnego kursu euro od poziomu bazowego – w 2016 r. kurs ten wypada 3,2% poniżej tego poziomu. Zgodnie z różnymi modelami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu taki scenariusz oznaczałby wyższy wzrost realnego PKB (0,1–0,3 pkt proc.) oraz wyższą inflację HICP w 2015 i 2016 r. (0,1–0,4 pkt proc.).

3) DODATKOWA KONSOLIDACJA FISKALNA

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

Założenia przyjęte w analizie wrażliwości w zakresie polityki fiskalnej

Punktem wyjścia analizy wrażliwości w zakresie polityki fiskalnej jest „luka fiskalna” – różnica między celami budżetowymi rządów a bazowymi projekcjami budżetowymi. Przy szacowaniu prawdopodobnej dodatkowej konsolidacji fiskalnej wzięto pod uwagę uwarunkowania krajowe oraz informacje o wielkości i strukturze tej konsolidacji w poszczególnych krajach. Informacje te pozwoliły zwłaszcza uwzględnić poziom niepewności celów fiskalnych oraz prawdopodobieństwo zastosowania dodatkowych środków konsolidacyjnych – które w przeciwieństwie do innych czynników redukcji deficytu oddziaływałyby na popyt łączny – i ich wzajemnie sprzężone skutki makroekonomiczne.

Na podstawie takiego podejścia ocenia się, że w 2015 i 2016 r. prawdopodobnie zostaną zastosowane kolejne środki konsolidacyjne oddziałujące na popyt, w związku z czym skumulowana wartość dodatkowej konsolidacji na koniec 2016 r. wyniesie ok. 0,2% PKB. Jeśli chodzi o strukturę środków fiskalnych, w analizie wrażliwości uwzględnia się przekroje krajowe i czasowe najbardziej prawdopodobnych działań dodatkowych. W niniejszej analizie w konsolidacji fiskalnej na poziomie strefy euro jako całości nieznacznie przeważają środki budżetowe dotyczące wydatków.

Skutki makroekonomiczne dodatkowej konsolidacji fiskalnej

W poniższej tabeli podsumowano wyniki symulacji wpływu analizy wrażliwości w zakresie polityki fiskalnej na dynamikę realnego PKB i inflację HICP dla strefy euro na podstawie modelu NAWM², opracowanego przez EBC.

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

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

(jako procent PKB)

	2014	2015	2016
Cele budżetowe rządów ¹⁾	-2,7	-2,2	-1,7
Bazowe projekcje fiskalne	-2,6	-2,5	-2,2
Dodatkowa konsolidacja fiskalna (skumulowana) ²⁾	0,0	0,0	0,2
Skutki dodatkowej konsolidacji fiskalnej (pkt proc.) ³⁾			
Dynamika realnego PKB	0	0	-0,1
Inflacja HICP	0	0	0

1) Cele nominalne: dla krajów objętych programami UE-MFW według najnowszych dokumentów dotyczących tych programów, dla pozostałych krajów według projektowanych lub zatwierdzonych ustaw budżetowych na 2015 r. bądź zaktualizowanych programów stabilności z 2014 r.

2) Analiza wrażliwości na podstawie ocen ekspertów Eurosystemu.

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

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

Obecna analiza wskazuje zatem, że w 2016 r. mogą wystąpić czynniki oddziałujące w kierunku niewielkiego obniżenia się dynamiki realnego PKB w stosunku do scenariusza bazowego, zważywszy że w scenariuszu tym nie uwzględniono wszystkich planowanych środków konsolidacji fiskalnej. Jednocześnie czynniki mogące wpływać na projekcję inflacji są marginalne.

Należy podkreślić, że analiza wrażliwości w zakresie polityki fiskalnej koncentruje się jedynie na potencjalnych krótkoterminowych skutkach prawdopodobnej dodatkowej konsolidacji. Zwykle nawet dobrze zaprojektowane środki konsolidacji fiskalnej wywierają w krótkim okresie niekorzystny wpływ na dynamikę realnego PKB, za to w dłuższej perspektywie – przekraczającej horyzont przyjęty w niniejszej analizie – ich skutki dla aktywności gospodarczej są pozytywne³. Wyników tej analizy nie należy zatem 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 koszty długu państwowego, a ponadto osłabić zaufanie, hamując tym samym ożywienie gospodarcze.

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

Ramka 4

PROGNOZY INNYCH INSTYTUCJI

Wiele instytucji – zarówno organizacji międzynarodowych, jak i podmiotów sektora prywatnego – sporządza prognozy dla strefy euro. Jednak prognozy te nie są w pełni porównywalne ani między sobą, ani z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu, ponieważ finalizuje się je w różnych terminach. Ponadto stosuje się w nich różne (częściowo niesprecyzowane) metody wyprowadzania założeń dotyczących zmiennych fiskalnych, finansowych i zewnętrznych,

Zestawienie prognoz wzrostu realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro

(zmiany rok do roku w proc.)

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

Źródła: Komisja Europejska: *European Economic Forecast*, jesień 2014; MFW: *World Economic Outlook*, październik 2014; OECD: *Economic Outlook*, listopad 2014; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; EBC: *Survey of Professional Forecasters*.

Uwaga: W projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu i prognozach OECD podaje się roczne stopy wzrostu skorygowane o liczbę dni roboczych, 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 tym cen ropy naftowej i innych surowców. W poszczególnych prognozach stosuje się także różne podejścia do korygowania danych o liczbę dni roboczych (zob. tabela powyżej).

W aktualnych prognozach innych instytucji dynamika realnego PKB strefy euro w 2014 r. ma być taka sama jak w projekcji ekspertów Eurosystemu. Prognozy dynamiki realnego PKB na 2015 i 2016 r. są podobne do projekcji ekspertów Eurosystemu lub nieco wyższe. Średnioroczna inflacja HICP w 2014 r. ma być taka sama jak w projekcji ekspertów Eurosystemu. W prognozach większości innych instytucji inflacja HICP w 2015 r. jest nieco wyższa niż w projekcji ekspertów Eurosystemu. W 2016 r. inflacja HICP ma według pozostałych dostępnych prognoz wynieść średnio między 1,0% a 1,5%, wobec 1,3% w projekcji ekspertów Eurosystemu. Obecnie wszystkie dostępne prognozy na 2015 i 2016 r. mieszczą się w przedziałach projekcji Eurosystemu, podanych w tabeli.