



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EBC DLA STREFY EURO – MARZEC 2015¹

1. PERSPEKTYWY STREFY EURO: ZARYS I NAJWAŻNIEJSZE CZYNNIKI

W drugim półroczu 2014 sytuacja gospodarcza nieco się poprawiła, a w następnym okresie aktywność w strefie euro ma się umacniać pod wpływem kilku czynników. Po pierwsze, ostry spadek cen ropy naftowej doprowadzi do znacznego wzrostu realnych dochodów do dyspozycji, a dużą część tych dodatkowych dochodów gospodarstwa domowe będą prawdopodobnie wydawać. Po drugie, aktywność w strefie euro w horyzoncie projekcji będzie w coraz większym stopniu podtrzymywana przez stopniowe umacnianie się popytu zewnętrznego i wpływ deprecjacji euro.

Oczekuje się, że w krótkim i średnim okresie znaczny korzystny wpływ na aktywność gospodarczą będą miały także najnowsze środki polityki pieniężnej. Akomodacyjne nastawienie tej polityki, a zwłaszcza rozszerzenie przez EBC programu skupu aktywów, będzie pozytywnie oddziaływać na popyt wewnętrzny, szczególnie na nakłady na środki trwałe. Korzystny wpływ na popyt wewnętrzny powinny mieć także nowo wprowadzone niestandardowe środki polityki pieniężnej, oddziałujące przez stopy procentowe, kurs euro i ceny akcji, a także przez inne ważne kanały finansowe (zob. ramka 1).

Do umacniania się aktywności gospodarczej w horyzoncie projekcji będą się przyczyniać również inne czynniki wewnętrzne. Korzystny wpływ na popyt wewnętrzny powinna wywierać poprawa warunków udzielania kredytów, o której świadczą wyniki najnowszego badania akcji kredytowej banków, wskazujące na dalsze złagodzenie tych warunków w ujęciu netto. Poza tym maleje niekorzystny wpływ, jaki na inwestycje w sektorze przedsiębiorstw wywiera potrzeba delewarowania. Ponadto nastawienie polityki fiskalnej w horyzoncie projekcji powinno pozostać neutralne.

Z drugiej strony negatywny wpływ kilku innych czynników będzie prawdopodobnie ustępował powoli. W przeciwieństwie do sektora przedsiębiorstw sektor gospodarstw domowych oraz sektor instytucji rządowych i samorządowych nie osiągnęły jeszcze znacznej poprawy wskaźników zadłużenia. Poza tym sytuacja na rynkach pracy – choć ogólnie się poprawia – będzie nadal zdominowana przez wysokie bezrobocie, zwłaszcza w niektórych krajach będących w trudnym położeniu finansowym. Ponadto obawy dotyczące długookresowego potencjału wzrostowego gospodarki i wysoki poziom wolnych mocy produkcyjnych będą nadal odbijać się niekorzystnie na poziomie nakładów inwestycyjnych.

Przewiduje się, że dynamika realnego PKB wzrośnie z 0,9% w 2014 r. do 1,5% w 2015 r., a następnie do 1,9% w 2016 r. i 2,1% w 2017 r. Natomiast tempo wzrostu produktu potencjalnego powinno pozostać stosunkowo niewielkie, gdyż w związku z wysokim bezrobociem strukturalnym i po długim okresie słabych inwestycji wkład pracy i kapitału jest nadal niski. Oznacza to, że szacunkowa ujemna luka PKB w horyzoncie projekcji będzie się domykać.

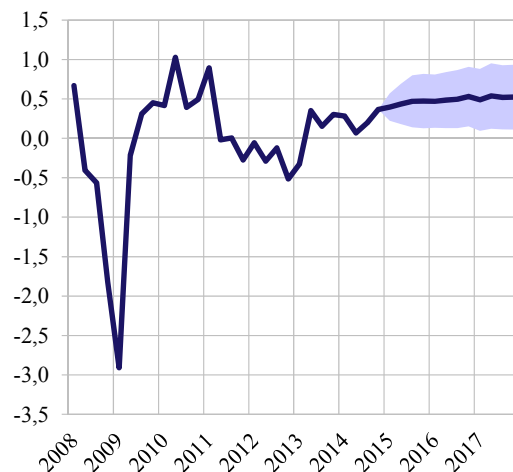
¹ Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC stanowią wkład do przeprowadzanej przez Radę Prezesów oceny sytuacji gospodarczej i zagrożeń dla stabilności cen. Informacje o zastosowanych procedurach i technikach można znaleźć w publikacji *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, EBC, czerwiec 2001, dostępnej w serwisie internetowym EBC. W tej rundzie projekcji uwzględniono dane dostępne do dnia 20 lutego 2015 r. (data graniczna). Obecna runda projekcji makroekonomicznych obejmuje lata 2015–17. Projekcje o tak długim horyzoncie są obciążone bardzo dużą niepewnością, o czym należy pamiętać przy ich interpretacji. Zob. artykuł „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections” w *Biuletynie Miesięcznym*, EBC, maj 2013.

Wykres 1 Projekcje makroekonomiczne¹⁾

(dane kwartalne)

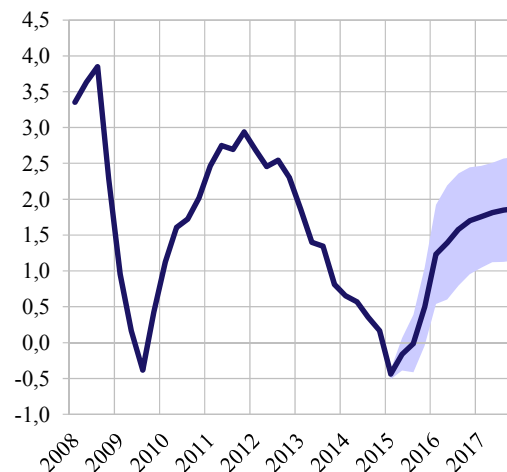
Realny PKB strefy euro²⁾

(kwartał do kwartału w proc.)



Inflacja HICP w strefie euro

(rok do roku w proc.)



1) Przedziały wokół projekcji centralnych 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, obejmująca 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.

2) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych.

Stopa inflacji HICP była w ostatnich miesiącach ujemna, głównie w związku ze spadkiem cen ropy.

Głęboki spadek dolarowych cen tego surowca został jedynie w niewielkiej części zrównoważony przez obniżenie się kursu euro. W ostatnich miesiącach nastąpił również spadek innych składowych HICP.

Zgodnie z projekcjami średnia stopa inflacji HICP w 2015 r. ma być zerowa, a następnie powinna wzrosnąć do 1,5% w 2016 r. oraz do 1,8% w 2017 r. Niska stopa inflacji HICP w 2015 r. wynika z dużego ujemnego wkładu składowej „energia”. Jednak spadkowe oddziaływanie cen energii na inflację ogółem powinno pod koniec 2015 r. słabnąć, w miarę jak spadki cen energii z wcześniejszego okresu będą stopniowo eliminowane z obliczania zmiany rok do roku, a także w związku z założeniem wzrostu cen ropy w horyzoncie projekcji zgodnie z rosnącą krzywą terminową cen tego surowca. Przewiduje się, że w wyniku oddziaływania tych czynników wkład cen energii do inflacji ogółem w 2016 i 2017 r. będzie dodatni.

Choć skok inflacji między 2015 a 2016 r. w dużej części będzie prawdopodobnie wynikał ze zwrotu cen energii, to jednak wraz z poprawą sytuacji gospodarczej powinna także rosnąć inflacja HICP z wyłączeniem energii. Wynika to głównie z oczekiwanego znacznego domknięcia się ujemnej luki PKB, które z kolei przejawia się w silniejszym wzroście zarówno marż zysku, jak i przeciętneho wynagrodzenia. Ponadto do wzrostu inflacji HICP z wyłączeniem energii powinny przyczynić się także rosnące ceny surowców nieenergetycznych, pośrednie skutki wzrastania cen ropy i opóźniony wpływ słabszego kursu euro.

UWZGLĘDNIENIE W PROJEKCJACH NOWO PRZYJĘTYCH NIESTANDARDOWYCH ŚRODKÓW POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Od daty granicznej projekcji opublikowanych w grudniu 2014 r. miały miejsce dwa nowe wydarzenia dotyczące niestandardowych środków EBC. Pierwszym był dokonany 11 grudnia 2014 r. przydział ok. 130 mld euro w ramach drugiej z ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO); w efekcie w pierwszych dwóch przetargach, w których banki miały prawo do wstępnej pożyczki, przydzielono łącznie 212 mld euro. Planuje się jeszcze sześć operacji TLTRO. Drugim wydarzeniem była decyzja Rady Prezesów z 22 stycznia 2015 r. o rozpoczęciu programu skupu aktywów, obejmującego także istniejące programy: skup papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami i skup obligacji zabezpieczonych. Łączna miesięczna wartość zakupów będzie wynosić 60 mld euro. Skup ma być prowadzony do września 2016 r., a w każdym razie będzie trwał tak długo, jak długo nie nastąpi trwałe dostosowanie ścieżki inflacji, odpowiadające celowi inflacyjnemu Rady Prezesów: poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

Te dwa wydarzenia spowodowały rewizję podejścia stosowanego w poprzednich rundach projekcji. Jej celem było uwzględnienie w perspektywach makroekonomicznych wpływu niestandardowych środków polityki pieniężnej. Podstawą poprzedniego podejścia było uwzględnienie makroekonomicznych skutków środków niestandardowych jedynie w takim zakresie, w jakim wpłynęły już one na rynkowe założenia techniczno-finansowe (por. ramka 3), na podstawie standardowego modelu stosowanego w projekcjach w dacie granicznej. Podejście to niesie ze sobą ryzyko pominięcia tych kanałów transmisji, które nie są w pełni objęte przez modele standardowe, zostało jednak uznane za właściwe ze względu na niepewność co do kwoty płynności z banku centralnego powstałej w wyniku zastosowania niestandardowych środków polityki pieniężnej. Obecnie w związku z najnowszymi wydarzeniami w zakresie polityki pojawiło się więcej informacji o prawdopodobnej kwocie tej płynności, co pozwala na precyzyjniejszą ocenę wpływu środków niestandardowych na perspektywy makroekonomiczne.

Podejście zastosowane we wcześniejszych rundach projekcji zostało uzupełnione o uwzględnienie w obecnych projekcjach dodatkowego wpływu tych środków wywieranego przez finansowe kanały transmisji, takie jak zmiana struktury portfeli, niektóre kanały związane z oczekiwaniami czy wzajemne oddziaływanie między sektorem realnym a finansowym. Kanały takie zwykle nie są uwzględniane w standardowych modelach stosowanych w projekcjach. Wpływ dodatkowych finansowych kanałów transmisji na perspektywy makroekonomiczne został skalibrowany za pomocą narzędzi ekonometrycznych przeznaczonych specjalnie do modelowania tych kanałów. W rezultacie ocena wpływu niestandardowych środków polityki pieniężnej na perspektywy makroekonomiczne zawarta w obecnych projekcjach jest bardziej wszechstronna.

2. SEKTOR REALNY

Głównym czynnikiem ożywienia aktywności gospodarczej powinien być wzrost prywatnych wydatków konsumpcyjnych. Spożycie prywatne w ciągu 2014 r. nabrało tempa, do czego przyczynił się wzrost dynamiki realnych dochodów do dyspozycji wynikający z wyższych dochodów płacowych i pozapłacowych oraz ze spadku cen energii. Czynniki te powinny napędzać dynamikę realnych dochodów do dyspozycji także w najbliższej przyszłości. Na następny okres oczekuje się, że dochody płacowe będą rosły w związku ze wzrostem dynamiki zatrudnienia i płac, natomiast inne dochody prywatne powinny się zwiększać wraz z poprawą sytuacji gospodarczej. Ponadto korzystny wpływ na spożycie prywatne powinny mieć: wzrost wartości netto gospodarstw domowych (odzwierciedlający wzrost cen aktywów finansowych w 2015 r. oraz dalszą poprawę sytuacji na rynkach mieszkaniowych w okresie 2016–17), niskie koszty i poprawa warunków finansowania (wzmacniane przez program skupu aktywów) oraz wzrost akcji kredytowej dla gospodarstw domowych. Podsumowując, zgodnie z projekcją wzrost rocznego spożycia prywatnego w analizowanym okresie ma wynieść średnio 1,7%.

Oczekuje się, że krzywa stopy oszczędności będzie zbliżona kształtem do dzwonu. Po początkowym wzroście tej stopy na 2015 r. przewiduje się jej obniżenie. Wynika to głównie z tego, że na początku zostanie zaoszczędzona duża część środków niewydatanych dzięki niższym cenom ropy. Niezależnie od tego przejściowego zjawiska wystąpią czynniki o działaniu przeciwnym, więc poziom stopy oszczędności powinien pozostać zasadniczo niezmienny. Z jednej strony do oszczędzania zniechęcają bardzo niskie stopy zwrotu, a poprawa zaufania konsumentów w połączeniu ze stopniowo zmniejszającym się bezrobociem może osłabiać zapobiegawcze gromadzenie oszczędności. Ponadto gospodarstwa domowe mogą coraz częściej decydować się na większe zakupy, z którymi kiedyś zwlekały, co może prowadzić do obniżenia stopy oszczędności. Z drugiej strony w kierunku jej wzrostu powinna w pewnym stopniu oddziaływać trwająca presja na delewarowanie przy nadal zasadniczo niezmiennych wskaźnikach zadłużenia gospodarstw domowych (mierzonego udziałem w dochodach do dyspozycji).

Perspektywy inwestycji mieszkaniowych prawdopodobnie będą stopniowo się poprawiać. Ich umiarkowane ożywienie powinno trwać od 2015 r., a sprzyjać mu będą: bardzo niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych w większości krajów, łagodzenie warunków finansowania znacznie wzmocnione przez program skupu aktywów, przyspieszenie akcji kredytowej dla gospodarstw domowych i szybszy wzrost dochodów do dyspozycji. Wzrost inwestycji mieszkaniowych powinien przyspieszyć, gdy zmaleje potrzeba korekty na rynkach mieszkaniowych. Projekcja stopniowego ożywienia inwestycji mieszkaniowych dotyczy większości krajów, choć w niektórych z nich jego tempo może być słabsze w związku z wysokim poziomem zadłużenia gospodarstw domowych. Przewiduje się jednak, że pod koniec okresu objętego projekcjami aktywność na rynku mieszkaniowym w niektórych krajach zacznie być osłabiana przez niekorzystne procesy demograficzne.

Ożywienie inwestycji przedsiębiorstw powinno przyspieszyć. Ich poprawa w 2014 r. nadal była jedynie nieznaczna – osłabiały ją duże wolne moce produkcyjne i ograniczenia w podaży kredytów utrzymujące się w niektórych krajach. Oczekuje się, że gdy wygaśnie niekorzystny wpływ tych czynników, wzrosną wydatki inwestycyjne, pod wpływem umacniania się popytu wewnętrznego i zewnętrznego, potrzeby modernizacji majątku produkcyjnego po latach niskich inwestycji, akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej – opartego na najnowszym niestandardowych środkach polityki pieniężnej, zwłaszcza programie skupu aktywów – oraz wzmacniania się marż zysku. Ponadto ogólna presja na delewarowanie w sektorze przedsiębiorstw strefy euro w 2014 r. osłabiła się i w horyzoncie projekcji nie powinna już w tak dużym stopniu ograniczać inwestycji. Mimo wszystko poziom zadłużenia przedsiębiorstw w niektórych krajach pozostaje wysoki, przez co jeszcze szybszy wzrost inwestycji przedsiębiorstw jest niemożliwy.

Popyt zewnętrzny strefy euro powinien umiarkowanie rosnąć wraz z ożywieniem gospodarki światowej (zob. ramka 2), powodującym umocnienie się eksportu poza strefę euro. Oczekuje się, że popyt zewnętrzny w horyzoncie projekcji będzie rósł, choć nie we wszystkich krajach jednakowo: niektóre kraje strefy euro odczują to słabiej ze względu na swoje powiązania gospodarcze z Rosją i całym regionem WNP. Jednocześnie udziały w rynkach eksportowych powinny w horyzoncie projekcji nieco się zwiększyć w związku ze wzrostem konkurencyjności. Import spoza strefy euro ma stopniowo rosnąć wraz z umacnianiem się popytu ogólnego w strefie euro. Ogólnie oczekuje się, że wkład eksportu netto do wzrostu realnego PKB będzie niewielki, lecz dodatni. Jako że bilans handlowy nieco się pogorszył, nadwyżka na rachunku bieżącym prawdopodobnie nieznacznie się obniży i w 2017 r. wyniesie 2,4% PKB.

Ramka 2

OTOCZENIE MIĘDZYNARODOWE

Gospodarka światowa utrzymuje się na ścieżce stopniowego ożywienia. Dynamika realnego PKB na świecie (z wyłączeniem strefy euro) ma w horyzoncie projekcji rosnąć: z 3,6% w 2014 r. do 3,8% w 2015 r. i nieco ponad 4% w latach 2016–17. Światowe wskaźniki i dostępne dane krajowe wskazują na jej pewne osłabienie pod koniec 2014 r., przewiduje się jednak, że aktywność gospodarcza była nadal stosunkowo mocna.

W następnym okresie aktywność gospodarcza na świecie powinna nadal stopniowo się ożywiać. Na perspektywy globalne wpływa wiele korzystnych czynników, w tym: (a) znaczny spadek cen ropy naftowej, który w opinii ekspertów wynika głównie z czynników podażowych i powinien mieć ogólnie dodatni wpływ na światową aktywność gospodarczą, oraz (b) utrzymujące się stabilne ożywienie gospodarki amerykańskiej i jej mocne perspektywy. Jednak występują też czynniki negatywne, w tym: (a) reperkusje podwójnego szoku – sankcji gospodarczych i spadku cen ropy – dla gospodarki rosyjskiej, (b) gwałtowne zmiany na rynkach walutowych, wynikające po części z coraz większej rozbieżności polityk pieniężnych, oraz (c) rozczarowujące tempo wzrostu niektórych gospodarek wschodzących i wynikająca stąd rewizja w dół ich wzrostu potencjalnego.

Ożywienie światowe – zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących – przebiega nierównomiernie, co wynika z czynników kształtujących globalne perspektywy gospodarcze. Gospodarkom rozwiniętym będzie w dalszym ciągu sprzyjać osłabianie się czynników antywzrostowych, w tym wygasanie procesu delewarowania, zmniejszanie się hamulca fiskalnego i poprawa sytuacji na rynkach pracy, natomiast w gospodarkach wschodzących wzrost nadal hamować będą nierozwiązane problemy strukturalne i pogarszanie się warunków finansowych.

Handel światowy, po słabym pierwszym półroczu, w drugiej połowie 2014 r. nabral tempa. Oczekuje się, że w horyzoncie projekcji jeszcze nieznacznie przyspieszy, a jego elastyczność względem aktywności gospodarczej pozostanie niższa niż przed kryzysem. Dynamika handlu światowego (z wyłączeniem strefy euro) ma wg projekcji wzrosnąć z 2,9% w 2014 r. do 5,4% w 2017 r.

Po uwzględnieniu czynników oddziałujących w przeciwnych kierunkach projekcje globalnej aktywności i popytu zagranicznego strefy euro na lata 2015 i 2016 pozostały praktycznie niezmiennione w porównaniu z projekcjami z grudnia 2014 r.

Otoczenie międzynarodowe

(zmiany rok do roku w proc.)

	Marzec 2015				Grudzień 2014			Rewizje od grudnia 2014		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Realny PKB na świecie (bez strefy euro)	3,6	3,8	4,2	4,1	3,6	4,0	4,2	0,0	-0,2	-0,1
Handel światowy (bez strefy euro) ¹⁾	2,9	3,9	5,1	5,4	2,7	3,9	5,2	0,2	0,0	-0,1
Popyt zewnętrzny strefy euro ²⁾	2,8	3,2	4,7	5,1	2,3	3,4	4,9	0,5	-0,1	-0,2

Uwaga: Rewizje liczone na podstawie danych niezaokrąglonych.

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

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

Oczekuje się, że sytuacja na rynkach pracy w strefie euro w horyzoncie projekcji będzie się poprawiać. Zatrudnienie na przestrzeni 2014 r. w dalszym ciągu rosło – znacznie szybciej, niż wynikałoby z historycznych wskaźników elastyczności zatrudnienia względem łącznej aktywności gospodarczej. Prawdopodobnie wiązało się to z korzystnym oddziaływaniem umiarkowanej polityki płacowej we wcześniejszym okresie oraz niedawnych reform rynku pracy. Szacuje się, że liczba zatrudnionych będzie nadal rosła. Poprawa zatrudnienia w zestawieniu z poziomem aktywności powinna być szczególnie silna w krajach, w których przeprowadzono reformy rynku pracy. Liczba przepracowanych godzin na jednego pracownika ma nieco wzrosnąć, przy czym w niektórych krajach jej wzrost będzie mieć charakter cykliczny, a w innych – wynikać z pojawiania się zatorów w podaży siły roboczej.

Stopa bezrobocia powinna zgodnie z oczekiwaniami jeszcze spaść. Przewiduje się, że liczba bezrobotnych zmniejszy się w horyzoncie projekcji o ok. 2,7 mln i dojdzie do poziomu najniższego od połowy 2009 r. Jej spadek jest odzwierciedleniem ujemnego oddziaływania wzrostu liczby zatrudnionych (o 4,2 mln), częściowo zniwelowanego przez wpływ rosnącej siły roboczej. Oczekuje się, że stopa bezrobocia spadnie z 11,6% w 2014 r. do 9,9% w 2017 r.

Od opublikowania projekcji ekspertów z grudnia 2014 r. perspektywy wzrostu zostały znacznie zrewidowane w górę. Oprócz wyższego dodatniego efektu przeniesienia, wynikającego z wyższego, niż wcześniej oczekiwano, wzrostu realnego PKB w ostatnim kwartale 2014 r., rewizja ta odzwierciedla przede wszystkim korzystne oddziaływanie niższych cen ropy, osłabienie się efektywnego kursu euro oraz wpływ niestandardowych środków polityki pieniężnej wprowadzonych ostatnio przez EBC.

Ramka 3

ZAŁOŻENIA TECHNICZNE DOTYCZĄCE STÓP PROCENTOWYCH, KURSÓW WALUTOWYCH I CEN SUROWCÓW

Zmiany w założeniach technicznych w porównaniu z projekcjami opublikowanymi w grudniu 2014 r. obejmują: znacznie niższe dolarowe ceny ropy i surowców nieenergetycznych, deprecjację efektywnego kursu euro oraz niższe długoterminowe stopy procentowe w strefie euro.

Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe; datą graniczną jest 11 lutego 2015 r. Stopy krótkoterminowe odnoszą się do 3-miesięcznej stopy EURIBOR, a oczekiwania rynkowe są wyprowadzane ze stóp terminowych. Z metodologii tej wynika średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych równy 0,1% w 2015 i 2016 r. oraz 0,2% w 2017 r. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro wynikająca z oczekiwań rynkowych wynosi średnio 1,2% w 2015 r., 1,4% w 2016 r. i 1,6% w 2017 r.¹ Na podstawie kształtowania się stóp procentowych na rynku terminowym i stopniowego przekładania się zmian stóp rynkowych na oprocentowanie kredytów oczekuje się, że łączne oprocentowanie kredytów bankowych dla niefinansowego sektora prywatnego strefy euro w 2015 r. nieco się obniży, po czym w 2016 i 2017 r. będzie nieznacznie rosnąć. W kwestii cen surowców, na podstawie tendencji obserwowanej na rynkach terminowych w okresie dwóch tygodni przed datą graniczną 11 lutego, przyjęto założenie, że cena ropy Brent spadnie z 99,3 USD/b w 2014 r. do 58,5 USD/b w 2015 r., po czym wzrośnie do 66,8 USD/b w 2016 r. i 70,7 USD/b w 2017 r. Założono także, że dolarowe ceny surowców nieenergetycznych w 2015 r. znacznie spadną, zaś w 2016 i 2017 r. wzrosną. Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na poziomie równym średniej z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną 11 lutego. Z założenia tego wynika kurs USD do EUR wynoszący 1,14 w 2015 r. oraz 1,13 w 2016 i 2017 r.

Założenia techniczne

	Marzec 2015				Grudzień 2014			Rewizje od grudnia 2014 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
3-miesięczna stopa EURIBOR (stopa roczna)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (stopa roczna)	2,0	1,2	1,4	1,6	2,0	1,8	2,1	0,0	-0,6	-0,7
Cena ropy naftowej (USD/b)	99,3	58,5	66,8	70,7	101,2	85,6	88,5	-1,9	-31,6	-24,5
Ceny surowców nieenerget. w USD (zmiana proc. r/r)	-6,4	-11,0	2,6	4,8	-6,3	-4,8	3,8	-0,1	-6,2	-1,2
Kurs USD/EUR	1,33	1,14	1,13	1,13	1,33	1,25	1,25	-0,1	-8,8	-9,0
Nominalny efektywny kurs euro (EER19) (zmiana proc. r/r)	0,6	-7,9	-0,2	0,0	0,5	-2,8	0,0	0,0	-5,1	-0,2

1) Rewizje zostały obliczone na podstawie danych niezaokrąglonych i wyrażone w następujący sposób: dla poziomów – w procentach, dla stóp wzrostu (dynamiki) – jako różnice, a dla stóp procentowych i rentowności obligacji – w punktach procentowych.

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 10-letniej 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.

- 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 zakłada się, że do I kw. 2016 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 uwzględni kształtowanie się międzynarodowych cen surowców żywnościowych.

Tabela 1 Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro¹⁾

(zmiany rok do roku w proc.)

	Marzec 2015				Grudzień 2014			Rewizje od grudnia 2014 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Realny PKB ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,1	0,8	1,0	1,5	0,1	0,5	0,4
		[1,1–1,9] ⁴⁾	[0,8–3,0] ⁴⁾	[0,9–3,3] ⁴⁾	[0,7–0,9] ⁴⁾	[0,4–1,6] ⁴⁾	[0,4–2,6] ⁴⁾			
Spożycie prywatne	1,0	1,8	1,6	1,6	0,8	1,3	1,2	0,2	0,5	0,4
Spożycie publiczne	0,9	1,0	0,6	0,8	0,9	0,5	0,4	0,0	0,6	0,2
Nakłady brutto na środki trwałe	0,9	1,7	4,1	4,6	0,7	1,4	3,2	0,3	0,4	0,9
Eksport ⁵⁾	3,6	4,1	5,1	5,5	3,2	3,2	4,8	0,4	0,9	0,4
Import ⁵⁾	3,6	4,3	5,5	5,8	3,3	3,7	4,9	0,4	0,6	0,6
Zatrudnienie	0,5	0,9	0,9	0,9	0,4	0,6	0,5	0,1	0,3	0,4
Stopa bezrobocia (jako procent siły roboczej)	11,6	11,1	10,5	9,9	11,6	11,2	10,9	0,0	-0,2	-0,4
HICP	0,4	0,0	1,5	1,8	0,5	0,7	1,3	0,0	-0,8	0,2
		[-0,3–0,3] ⁴⁾	[0,8–2,2] ⁴⁾	[1,0–2,6] ⁴⁾	[0,5–0,5] ⁴⁾	[0,2–1,2] ⁴⁾	[0,6–2,0] ⁴⁾			
HICP z wyłączeniem energii	0,7	0,8	1,4	1,8	0,8	1,1	1,3	0,0	-0,2	0,1
HICP z wyłączeniem energii i żywności	0,8	0,8	1,3	1,7	0,8	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
HICP z wyłączeniem energii, żywności i zmian podatków pośrednich ⁶⁾	0,7	0,8	1,3	1,7	0,7	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
Jednostkowe koszty pracy	1,0	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	0,8	-0,1	0,0	0,2
Przeciętne wynagrodzenie	1,5	1,7	2,0	2,3	1,6	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,2
Wydańność pracy	0,4	0,6	1,0	1,1	0,5	0,4	1,0	0,0	0,2	0,0
Saldo sektora finansów publicznych (jako procent PKB)	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5	-2,6	-2,5	-2,2	0,0	0,2	0,3
Saldo strukturalne budżetu (jako procent PKB) ⁷⁾	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7	-2,1	-2,1	-2,0	0,2	0,3	0,3
Dług SFP brutto (jako procent PKB)	91,7	91,4	89,8	87,9	92,0	91,8	91,1	-0,2	-0,4	-1,3
Saldo na rachunku bieżącym (jako procent PKB)	2,5	2,7	2,5	2,4	2,1	2,2	2,4	0,4	0,5	0,1

1) Dane dotyczą strefy euro łącznie z Litwą, z wyjątkiem HICP za 2014 r. Średnioroczną zmianę procentową HICP 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 wyznaczone 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 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.

3. CENY I KOSZTY

Kluczowe znaczenie dla przebiegu inflacji dla strefy euro w horyzoncie projekcji będą prawdopodobnie mieć ceny surowców i zmiany kursów walutowych. Przewiduje się, że niedawny gwałtowny spadek cen ropy naftowej będzie miał silny ujemny wpływ na inflację cen energii w 2015 r., jedynie w niewielkim stopniu złagodzony przez deprecjację euro w ostatnim okresie. Niewielka dynamika cen surowców nieenergetycznych oznacza, że presja spadkowa na inflację cen konsumpcyjnych w strefie euro będzie się przenosić nie tylko przez ceny ropy, lecz także przez inne ceny importu. Uważa się, że od 2016 r. źródłem dodatkowej presji na wzrost inflacji w strefie euro będzie zewnętrzna sytuacja cenowa. Duży skok inflacji w 2016 r. w znacznym stopniu wiąże się z ustępowaniem ujemnego oddziaływania wcześniejszych spadków cen ropy oraz dodatnim oddziaływaniem zakładanych podwyżek tych cen, które według projekcji mają się utrzymać jeszcze w 2017 r., zgodnie z rosnącą krzywą cen terminowych tego surowca. Ponadto między 2015 a 2016 r. prawdopodobnie nastąpi znaczny wzrost deflatora importu, spowodowany przez wzrost cen surowców energetycznych, umacnianie się popytu światowego oraz odczuwane z opóźnieniem skutki niedawnej deprecjacji euro.

Z poprawy sytuacji na rynkach pracy i zmniejszenia się niewykorzystanych mocy produkcyjnych wynika, że w horyzoncie projekcji wewnętrzna presja cenowa będzie rosła. Przewiduje się, że postępujący wzrost zatrudnienia i niewielkie obniżenie się stopy bezrobocia będą podtrzymywać stopniowy wzrost przeciętnego wynagrodzenia – z 1,5% w 2014 r. do 2,3% w 2017 r.; będzie on jednak hamowany przez wysokie bezrobocie i nieukończony proces dostosowania konkurencyjności kosztowej w niektórych krajach strefy euro. Jednocześnie oczekuje się, że spadkowe oddziaływanie na płace efektów drugiej rundy wynikających z gwałtownego spadku cen ropy będzie ograniczone. Podstawą tego oczekiwania jest sztywność płac przeciwdziałająca ich obniżaniu oraz prawdopodobnie niewielki wpływ systemów automatycznej indeksacji wynagrodzeń, które dotyczą głównie indeksacji w górę, a ponadto w wielu krajach zostały tymczasowo zawieszane lub ich zakres został znacznie ograniczony.

Oczekuje się, że marże zysku (liczone jako różnica między deflatorem PKB w cenach czynników produkcji a dynamiką jednostkowych kosztów pracy) w horyzoncie projekcji będą zdecydowanie rosnąć, w miarę jak ożywienie gospodarcze będzie nabierać tempa. Marże te mają być głównym czynnikiem wzrostu wewnętrznej presji kosztowej. Po przewidywanym niewielkim spadku w 2015 r. marże zysku do końca horyzontu projekcji prawdopodobnie będą rosnąć, wraz z dużym przyspieszeniem wzrostu wydajności i umacnianiem się aktywności gospodarczej.

W porównaniu z projekcjami z grudnia 2014 r. projekcja inflacji HICP na 2015 r. została skorygowana mocno w dół, a na 2016 r. – nieznacznie w górę. Projekcja inflacji ogółem na 2015 r. w porównaniu z poprzednią rundą została zrewidowana w dół o 0,8 pkt proc. Wynika to głównie z niższych od wcześniej zakładanych dolarowych cen ropy, jedynie w niewielkim stopniu skompensowanych przez niższy kurs euro wobec dolara. Rewizja w dół inflacji HICP z wyłączeniem energii na 2015 r. wynosi 0,2 pkt proc. i wiąże się z błędami wcześniejszych prognoz, m.in. w związku z pośrednim wpływem niższych cen ropy na ceny towarów i usług. Projekcja inflacji HICP na 2016 r. została zrewidowana w górę o 0,2 pkt proc. Rewizja ta odzwierciedla lepsze perspektywy wzrostu, opóźnione oddziaływanie niższego kursu euro oraz bardziej stromą krzywą cen terminowych ropy. Wpłynęły na nią także, różnymi kanałami, wprowadzone niedawno niestandardowe środki polityki pieniężnej, w tym zwłaszcza program skupu aktywów.

4. PERSPEKTYWY FISKALNE

Oczekuje się, że nastawienie polityki fiskalnej (mierzone jako zmiana salda pierwotnego skorygowanego o zmiany cykliczne) w horyzoncie projekcji będzie ogólnie neutralne. Jest to odzwierciedleniem umiarkowanego – w porównaniu z trendem dynamiki PKB – wzrostu wydatków publicznych, który zgodnie z założeniami zostanie w niektórych krajach w większości zrównoważony

przez cięcia podatków. Dodatni wpływ automatycznych stabilizatorów fiskalnych na popyt wewnętrzny będzie z czasem słabnąc, w miarę ożywiania się gospodarki².

Wskaźniki deficytu i długu publicznego mają w horyzoncie projekcji stopniowo maleć. Spadkowi wskaźnika deficytu sektora finansów publicznych do PKB sprzyja poprawa sytuacji gospodarczej w strefie euro wynikająca z cyklu koniunkturalnego. Saldo strukturalne budżetu w horyzoncie projekcji powinno się nieznacznie poprawić, głównie dzięki obniżeniu się płatności odsetkowych w związku z niższą implikowaną stopą procentową. Wskaźnik długu publicznego do PKB ma według projekcji osiągnąć maksimum w 2014 r., po czym do końca analizowanego okresu obniżyć się wraz z poprawą salda budżetowego i umacnianiem się wzrostu gospodarczego oraz pod wpływem niskich stóp procentowych.

W porównaniu z projekcjami z grudnia 2014 r. perspektywy fiskalne się poprawiły. Jako że nie było istotniejszych zmian w polityce fiskalnej, niewielka korekta w górę salda sektora finansów publicznych odzwierciedla głównie poprawę perspektyw makroekonomicznych i zmniejszenie się płatności odsetkowych w wyniku dalszego spadku kosztów długu państwowego. Poprawiły się także perspektywy długu publicznego, w związku korzystną rewizją różnicy między oprocentowaniem a wzrostem oraz – w mniejszym stopniu – rewizją salda pierwotnego.

Ramka 4

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 kształtowaniem się cen ropy i kursów walutowych oraz wrażliwość projekcji względem tych zmiennych.

1) Alternatywny przebieg cen ropy

W założeniach technicznych przyjęto, że w horyzoncie projekcji ceny ropy będą rosnąć. Taka ścieżka jest spójna z odbiciem światowego popytu na ropę w miarę przyspieszania ożywienia gospodarczego na świecie w połączeniu z niewielkim spadkiem podaży tego surowca, spowodowanym niedoinwestowaniem i spadkiem mocy wydobywczych w niektórych krajach produkujących ropę.

Natomiast w scenariuszu alternatywnym ceny ropy mogą także przez cały analizowany okres utrzymywać się na obecnym poziomie, coraz bardziej oddalając się od założenia dotyczącego cen ropy przyjętego w scenariuszu bazowym. Taka ścieżka byłaby spójna z utrzymaniem się wysokiej podaży ropy oraz słabym odbiciem popytu światowego. Na podstawie różnych modeli makroekonomicznych ekspertów EBC oszacowano, że przy płaskiej ścieżce cen ropy inflacja HICP w strefie euro w 2015 r. byłaby o 0,1–0,2 pkt proc. niższa od projekcji bazowej, w 2016 r. niższa o 0,3–0,6 pkt proc., a w 2017 r. niższa o 0,2–0,3 pkt proc. Jednocześnie wzrost realnego PKB w 2016 i 2017 r. byłby o 0,1–0,2 pkt proc. wyższy.

2) Alternatywny przebieg kursu walutowego

Zgodnie z projekcją bazową efektywny kurs euro nie zmieni się do końca analizowanego okresu. Można jednak wyobrazić sobie scenariusz, w którym następuje dalsza deprecjacja euro,

² W założeniach fiskalnych uwzględniono informacje zawarte w ustawach budżetowych na 2015 r. oraz średniookresowych planach budżetowych poszczególnych krajów dostępnych na dzień 20 lutego 2015 r. Obejmują one 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.

wynikająca z różnych perspektyw wzrostu gospodarczego między strefą euro a USA. Scenariusz taki byłby spójny z oczekiwaniami coraz większej rozbieżności między nastawieniem polityk pieniężnych tych dwóch gospodarek. Alternatywny przebieg kursu euro, zakładający jego dalszą deprecjację, wyprowadzono z 25. percentyla rozkładu gęstości kursu USD/EUR wynikającego z kwotowań opcji z 12 lutego 2015 r. (przy założeniu neutralności względem ryzyka). Z takiego przebiegu wynika stopniowa deprecjacja euro wobec dolara do 1,04 w 2017 r., czyli 8,8% poniżej wartości przyjętej w scenariuszu bazowym. Spójne z tym podejściem jest założenie dotyczące nominalnego efektywnego kursu euro (zgodne z prawidłowością obserwowaną w przeszłości): zmiany kursu USD/EUR odzwierciedlają zmianę kursu efektywnego z elastycznością ok. 52%. Prowadzi to do stopniowego oddalania się efektywnego kursu euro od poziomu przyjętego w scenariuszu bazowym – w 2017 r. kurs ten wypada 4,8% poniżej tego poziomu. Zgodnie z różnymi modelami makroekonomicznymi ekspertów EBC taki scenariusz oznaczałby wyższy wzrost realnego PKB (0,1–0,3 pkt proc.) oraz wyższą inflację HICP (0,1–0,4 pkt proc.) w 2015, 2016 i 2017 r.

Ramka 5

PROGNOZY INNYCH INSTYTUCJI

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

Zestawienie prognoz wzrostu realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro

(zmiany rok do roku w proc.)

	Data publikacji	Dynamika PKB			Inflacja HICP		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Projekcje ekspertów EBC	marzec 2015	1,5	1,9	2,1	0,0	1,5	1,8
		[1,1–1,9]	[0,8–3,0]	[0,9–3,3]	[-0,3–0,3]	[0,8–2,2]	[1,0–2,6]
Komisja Europejska	luty 2015	1,3	1,9	–	-0,1	1,3	–
OECD	listopad 2014	1,1	1,7	–	0,6	1,0	–
Euro Zone Barometer	luty 2015	1,3	1,8	1,6	-0,1	1,1	1,5
Consensus Economics Forecasts	luty 2015	1,2	1,6	–	-0,1	1,1	–
Survey of Professional Forecasters	luty 2015	1,1	1,5	1,7	0,3	1,1	1,5
MFW	styczeń 2015	1,2	1,4	–	0,9	1,2	–

Źródła: Komisja Europejska: *Economic Forecast*, zima 2015; MFW: *World Economic Outlook*, aktualizacja, styczeń 2015 (PKB); MFW: *World Economic Outlook*, październik 2014; OECD: *Economic Outlook*, listopad 2014; Consensus Economics: *Consensus Forecasts*; MJEconomics; EBC: *Survey of Professional Forecasters*.

Uwaga: W projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu i EBC oraz w 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 aktualnych prognozach innych instytucji projekcje dynamiki realnego PKB strefy euro i inflacji HICP są podobne jak w projekcjach ekspertów EBC lub nieco niższe.

© Europejski Bank Centralny 2015

Adres: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt nad Menem, Niemcy

Adres do korespondencji: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Telefon +49 69 1344 0

Fax +49 69 1344 6000

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

Wszelkie prawa zastrzeżone.

Zezwala się na wykorzystywanie do celów edukacyjnych i niekomercyjnych pod warunkiem podania źródła.