



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EBC DLA STREFY EURO – WRZESIEŃ 2015¹

1. PERSPEKTYWY STREFY EURO: ZARYS I NAJWAŻNIEJSZE CZYNNIKI

Oczekuje się, że ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie nadal postępować, lecz nieco wolniej, niż przewidywano wcześniej – stąd nieznaczne rewizje w dół prognoz wzrostu. Będzie je wspierać korzystna dynamika wewnętrzna, natomiast otoczenie zewnętrzne stało się mniej korzystne. Inflacja ma w 2015 pozostać bardzo niska, a potem w horyzoncie projekcji rosnąć i w 2017 dojść do 1,7%. Obecnie oczekuje się, że roczna stopa inflacji będzie rosła nieco wolniej, niż przewidywano w czerwcu. W związku z tym projekcja inflacji HICP także została zrewidowana w dół, głównie z powodu niższych cen ropy naftowej.

Podstawą projekcji są dane dotyczące cen ropy i kursu walutowego dostępne do 12 sierpnia 2015 (data graniczna). Z późniejszych zmian cen ropy i kursu euro wynika, że realny PKB i inflacja HICP mogą okazać się niższe, niż podano w projekcjach.

Oczekuje się, że ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie nadal postępować, lecz nieco wolniej, niż przewidywano dotychczas. Dynamika wewnętrzna powinna się stopniowo umacniać, wspierana przez politykę pieniężną EBC, w tym zastosowane środki niestandardowe. Perspektywy światowe stały się mniej korzystne, co wynika z nie najlepszej sytuacji w niektórych gospodarkach wschodzących. W sumie oczekuje się jednak, że wzrost na świecie w horyzoncie projekcji się wzmacni, głównie dzięki korzystnemu kształtowaniu się aktywności w gospodarkach rozwiniętych.

Kontrybucja czynników zewnętrznych do aktywności gospodarczej strefy euro powinna być mniejsza, niż podano w projekcjach z czerwca 2015. W porównaniu z projekcjami czerwcowymi oczekiwany wzrost w gospodarkach rozwiniętych ogólnie się nie zmienił, natomiast perspektywy aktywności i importu w największych gospodarkach wschodzących zostały mocno zrewidowane w dół. W związku z tym popyt zewnętrzny strefy euro ma rosnąć znacznie wolniej, niż podano w czerwcu. Jednak dotychczasowa deprecjacja euro powinna w dalszym ciągu wywierać korzystny wpływ na wzrost eksportu strefy euro.

Niestandardowe środki zastosowane przez EBC nadal pozytywnie oddziałują na gospodarkę. Oprocentowanie kredytów bankowych w drugim półroczu jeszcze spadło i w horyzoncie projekcji ma pozostać na historycznie niskim poziomie. Oczekuje się, że bardzo akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej będzie korzystnie wpływać na popyt łączny, w tym zwłaszcza na eksport i nakłady na środki trwałe.

W gospodarce od czasu kryzysu trwa proces dostosowawczy mający korzystny wpływ na wzrost. Po wielu latach konsolidacji fiskalnej, która trwała do 2013 roku, nastawienie polityki fiskalnej – mierzone jako zmiana salda pierwotnego skorygowanego o zmiany cykliczne pomniejszona o pomoc rządową dla sektora finansowego – w horyzoncie projekcji powinno być lekko ekspansywne. Podaż kredytów jeszcze się poprawiła, o czym świadczą doniesienia o złagodzeniu (w ujęciu netto) zarówno

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 dotyczące założeń technicznych, takie jak ceny ropy i kursy walutowe, dostępne do dnia 12 sierpnia 2015 (zob. ramka 2) oraz inne informacje dostępne do 21 sierpnia 2015. Obecna runda projekcji makroekonomicznych obejmuje lata 2015–17. Projekcje o tak długim horyzoncie czasowym są obciążone bardzo dużą niepewnością – należy o tym pamiętać przy ich interpretacji. Zob. artykuł „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections” w *Biuletynie Miesięcznym*, EBC, maj 2013.

standardów kredytowych, jak i warunków uzyskania kredytu, które pojawiły się w najnowszym badaniu akcji kredytowej banków dla strefy euro. Wskaźnik dźwigni finansowej przedsiębiorstw (liczony jako zadłużenie do kapitału własnego) na początku 2015 jeszcze zmalał i powrócił do poziomu sprzed kryzysu. Znowu zmniejszyło się zadłużenie gospodarstw domowych, a ich wartość netto w ostatnich kwartałach nadal rosła. Jednocześnie wydaje się, że ceny mieszkań osiągnęły już minimum i w ujęciu średnim w większości krajów strefy euro znowu zaczęły rosnąć. Poza tym diametralnie zmieniła się sytuacja na rynku pracy, która ma teraz coraz korzystniejszy wpływ na spożycie prywatne.

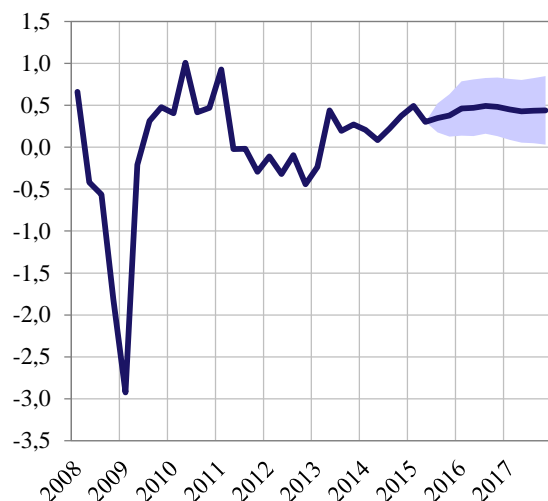
Nadal jednak perspektywy wzrostu są osłabiane przez kilka czynników. W części krajów wciąż bardzo wysokie jest zadłużenie sektora publicznego i prywatnego. Nadal występuje znaczne bezrobocie strukturalne, zwłaszcza w niektórych krajach strefy euro będących w trudnej sytuacji. Wzrost wydatków inwestycyjnych będzie w dalszym ciągu hamowany przez obawy dotyczące długookresowego potencjału wzrostowego i wolnego tempa reform strukturalnych. Poza tym wskutek ostatnich wydarzeń w Grecji perspektywy gospodarcze tego kraju zostały mocno zrewidowane w dół.

Wykres 1 Projekcje makroekonomiczne¹⁾

(dane kwartalne)

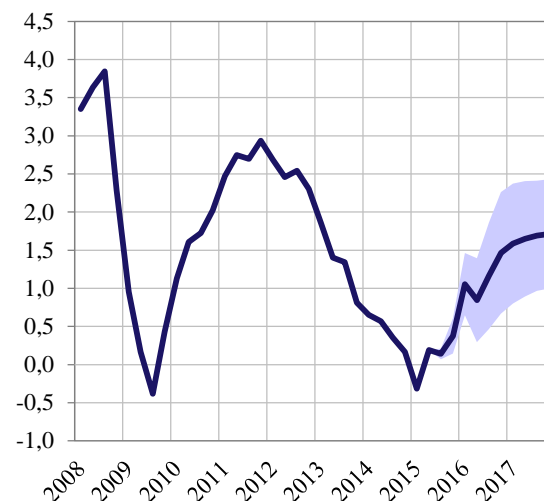
Realny PKB strefy euro²⁾

(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, 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.

2) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych.

Inflacja HICP w ostatnich miesiącach powszechnie się ustabilizowała na niskim dodatnim poziomie. Inflacja ogółem, po odbiciu od najniższej wartości -0,6% odnotowanej w styczniu 2015, do sierpnia oscylowała wokół wartości 0,2%. Poziom inflacji przez ostatnie miesiące praktycznie się nie zmienił, co było jednak wypadkową znoszących się zmian jej składowych. Spadek inflacji energii i żywności wynikał z niższych cen ropy i surowców żywnościowych, przy czym obniżenie się cen ropy zostało częściowo zrównoważone przez wzrost marż rafinerii paliwowych. Natomiast inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności w ostatnich miesiącach nieco wzrosła pod wpływem inflacji cen nieenergetycznych towarów przemysłowych, przy czym inflacja cen usług pozostała zasadniczo stabilna.

Przewiduje się, że inflacja HICP w najbliższym okresie będzie wciąż niska, a pod koniec 2015 wzrośnie. W 2015 ma wynieść średnio 0,1%, a następnie wzrosnąć do 1,1% w 2016 i 1,7% w 2017. Dodatni efekt bazy oraz zakładany wzrost cen ropy denominowanych w euro powinny sprawić, że począwszy od IV kw. 2015 ujemna kontrybucja składowej HICP „energia” będzie maleć, jednak kontrybucja dodatnia ma według projekcji pojawić się dopiero w IV kw. 2016. Oczekuje się, że inflacja HICP z wyłączeniem energii w horyzoncie projekcji będzie się stopniowo umacniać, wraz ze wzrostem płac i marż zysku. Zmniejszenie stopnia niewykorzystania możliwości produkcyjnych w gospodarce i na rynku pracy oraz zacieśnienie tego rynku (spadek stopy bezrobocia do 10,1% w 2017) mają przez następnych kilka lat powodować wzrost inflacji. Ponadto do odbicia inflacji bazowej będzie się przyczyniać wzrost zewnętrznej presji cenowej związany z opóźnionym przekładaniem się zmian kursu walutowego na ceny konsumpcyjne oraz dodatni wpływ oczekiwanego wzrostu cen surowców energetycznych i nieenergetycznych.

2. GOSPODARKA REALNA

Przewiduje się, że ożywienie aktywności gospodarczej w strefie euro będzie nadal postępować, lecz nieco wolniej, niż dotąd oczekiwano. Aktywność gospodarcza, po silnym odbiciu na przełomie lat 2014/15 pod wpływem spadku cen ropy, w II kw. 2015 nie rosła już tak szybko: wzrost realnego PKB obniżył się do 0,3% i oczekuje się, że w drugiej połowie 2015 pozostanie na zbliżonym poziomie. Podczas gdy tempo wzrostu w strefie euro hamują słabe perspektywy handlu, to wcześniejsza deprecjacja efektywnego kursu euro i niskie stopy procentowe będą prawdopodobnie pozytywnie wpływać na inwestycje przedsiębiorstw, a korzystny rozwój sytuacji na rynku pracy i niższe ceny energii – na spożycie. Jednak wskutek osłabienia się perspektyw wzrostu w gospodarkach wschodzących i obniżenia popytu zewnętrznego ożywienie cykliczne będzie słabsze, niż wcześniej oczekiwano, a ujemna luka PKB utrzyma się nieco dłużej. W ujęciu średniorocznym dynamika realnego PKB powinna znacznie wzrosnąć: z 0,9% w 2014 do 1,4% w 2015, 1,7% w 2016 i 1,8% w 2017.

Motorem ożywienia w dalszym ciągu powinny być prywatne wydatki konsumpcyjne. Krótkookresowe perspektywy wzrostu realnych dochodów do dyspozycji nadal są korzystne, gdyż ponowny spadek cen energii pozytywnie oddziałuje na dochody realne. W dłuższym okresie w kontekście stabilnego wzrostu zatrudnienia i przyspieszenia dynamiki przeciętnego wynagrodzenia nominalnego powinny rosnąć dochody z pracy najemnej, a w miarę ożywiania się gospodarki pójdą w górę także inne składowe dochodów osobistych. Niskie koszty finansowania i łagodzenie warunków jego uzyskania, do czego przyczyniają się także niestandardowe środki zastosowane przez EBC, powinny korzystnie wpływać na spożycie prywatne i – w pewnym stopniu – na zwiększanie się wartości netto gospodarstw domowych, będące odzwierciedleniem wzrostu cen aktywów finansowych w 2015 oraz dalszej poprawy sytuacji na rynku nieruchomości w latach 2016–17. W sumie wzrost rocznego spożycia prywatnego w horyzoncie projekcji ma wynieść średnio 1,7% (po wzroście o 1,0% w 2014).

Oczekuje się, że krzywa stopy oszczędności w najbliższych kwartałach będzie mieć kształt dzwonu, co ma wynikać z częściowego wyrównania poziomu spożycia w związku z ostatnim spadkiem cen ropy naftowej. Po niewielkim odbiciu w 2015, wynikającym z zaoszczędzenia części dodatkowych dochodów uzyskanych dzięki niższym cenom ropy, stopa ta w 2016 powinna nieznacznie się obniżyć, gdy efekt ten ustąpi. Wyjawszy tę przejściową zmianę stopa oszczędności powinna do końca horyzontu projekcji utrzymać się na ogólnie niezmiennym poziomie, co będzie wynikać z występowania przeciwstawnych czynników. Z jednej strony bardzo niskie stopy procentowe – przez efekt substytucji międzyokresowej – zwykle zniechęcają do oszczędzania. Ponadto w części krajów dalsza poprawa zaufania konsumentów w połączeniu ze stopniowym spadkiem bezrobocia może spowodować obniżenie się oszczędności zapobiegawczych. Gospodarstwa domowe mogą też coraz częściej decydować się na większe zakupy, z którymi dotąd zwlekały, co również prowadziłoby do spadku stopy oszczędności. Z drugiej strony wysokie bezrobocie i zadłużenie będą w dalszym ciągu oddziaływać w kierunku wzrostu oszczędności. Ponadto z powodu bardzo niskich stóp procentowych ludzie w niektórych krajach mogą być zmuszeni do dodatkowego oszczędzania na cele emerytalne.

Oczekuje się wzrostu inwestycji mieszkaniowych w strefie euro, choć z niskiego poziomu. Po trwającej ponad osiem lat silnej recesji i skumulowanym spadku o ponad 25% inwestycje mieszkaniowe w 2015 mają się ustabilizować. Potem w horyzoncie projekcji powinny przyspieszyć, do czego będą się przyczyniać: trwały wzrost realnych dochodów do dyspozycji, bardzo niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych i poprawa warunków finansowania, do której przyczyniają się także niestandardowe środki zastosowane przez EBC. W rezultacie ma wzrosnąć akcja kredytowa dla gospodarstw domowych. Na silniejszy wzrost inwestycji mieszkaniowych nie pozwolą jednak: w części krajów – wysokie zadłużenie gospodarstw domowych, a w innych – niekorzystna sytuacja demograficzna.

Inwestycje przedsiębiorstw będą stopniowo przyspieszać, wspierane przez niestandardowe środki EBC i cykliczne ożywienie gospodarcze. Istnieją warunki do ich stopniowego ożywienia. Przewiduje się, że do wzrostu wydatków inwestycyjnych będą się przyczyniać następujące czynniki: kształtowanie się popytu, potrzeba modernizacji majątku produkcyjnego po latach niskich inwestycji, bardzo akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej i wzrost marż zysku. Ponadto ogólna presja wynikająca ze zmniejszania dźwigni finansowej przez przedsiębiorstwa w strefie euro nie powinna w horyzoncie projekcji ograniczać tych inwestycji tak mocno jak wcześniej. Niemniej jednak ożywienie inwestycji przedsiębiorstw będzie hamowane przez zatory finansowe i wysoki poziom zadłużenia w niektórych krajach, a także przez spodziewany niższy, niż wcześniej oczekiwano, wzrost produktu potencjalnego.

Oczekuje się, że popyt zewnętrzny strefy euro w horyzoncie projekcji będzie się stopniowo umacniał, choć wolniej, niż dotąd oczekiwano. Jest to związane ze znacznym osłabieniem dynamiki importu w gospodarkach wschodzących. Tempo wzrostu popytu zewnętrznego ma według projekcji spaść znacznie poniżej poziomu sprzed kryzysu, wskutek osłabienia się aktywności na świecie oraz mniejszej elastyczności reakcji handlu światowego na zmiany wzrostu gospodarczego – spadek tej elastyczności odzwierciedla rewizję w dół oczekiwanego udziału importu we wzroście gospodarek wschodzących (zob. ramka 1).

Mimo to dynamika eksportu poza strefę euro powinna w horyzoncie projekcji umiarkowanie rosnąć, wpierana m.in. przez wcześniejszą deprecjację kursu euro. Przewiduje się, że udziały w rynkach eksportowych spoza strefy euro wzrosną. Dynamika importu spoza strefy euro ma w analizowanym okresie stopniowo rosnąć pod wpływem umacniania się łącznego popytu strefy euro. Nadwyżka na rachunku bieżącym powinna się zwiększyć z 2,1% PKB w 2014 do 3,0% w 2015, w wyniku zmian warunków wymiany handlowej, a następnie w 2017 obniżyć się do 2,7%.

Luka PKB zgodnie z oczekiwaniami powinna się domykać, przede wszystkim w związku z niższym wzrostem produktu potencjalnego. Wysokość tego wzrostu w horyzoncie projekcji szacuje się na 1%, czyli wyraźnie poniżej poziomu sprzed kryzysu. Jako że spodziewany wzrost realnego PKB jest wyższy od potencjału, w horyzoncie projekcji ujemna luka PKB powinna się stopniowo domykać.

Ramka 1

OTOCZENIE MIĘDZYNARODOWE

Wzrost gospodarczy na świecie nadal jest powolny i nierównomierny. W I kw. br. był umiarkowany, a według najnowszych wskaźników i danych również w najbliższym okresie aktywność gospodarcza będzie słaba. W dalszej perspektywie światowy wzrost gospodarczy powinien się wzmocnić. Niskie ceny ropy, wciąż akomodacyjne warunki finansowania na poziomie globalnym, wyhamowywanie konsolidacji fiskalnej, poprawa sytuacji na rynku pracy i rosnące zaufanie powinny przyczynić się do przyspieszenia wzrostu w gospodarkach rozwiniętych. Natomiast perspektywy gospodarek wschodzących znacznie się pogorszyły, gdyż urzeczywistniły się niektóre z zagrożeń wskazanych w poprzednich projekcjach. W części gospodarek wschodzących wzrost hamują przeszkody strukturalne i nierównowaga makroekonomiczna, a w innych problemem są niższe ceny surowców, niestabilność polityczna i zacieśnienie zewnętrznych warunków finansowania. Po słabym początku roku dynamika PKB na świecie (z wyłączeniem strefy euro) ma według projekcji wzrosnąć z 3,2% w 2015 do 4% w 2017.

Handel światowy w pierwszym półroczu 2015 znacznie zwolnił i w horyzoncie projekcji ma rosnąć jedynie powoli. Znaczny spadek importu w niektórych dużych gospodarkach wschodzących spowodował obniżenie się importu światowego, choć/natomiast handel związany z gospodarkami rozwiniętymi był bardziej odporny. Jako że przez ostatnie cztery lata wyniki handlu światowego często okazywały się gorsze, niż się spodziewano, a perspektywy importowe gospodarek wschodzących nadal są słabe, nie oczekuje się już mocnego odbicia wymiany handlowej; badania ankietowe i modele krótkookresowe wskazują, że do końca br. ożywienie będzie bardzo niewielkie. Potem import światowy ma według projekcji rosnąć zgodnie ze wzrostem globalnego PKB. Popyt zewnętrzny strefy euro ma według oczekiwań zwiększyć się z 1,5% w 2015 do 4,1% w 2017.

W porównaniu z projekcjami czerwcowymi aktywność gospodarcza została zrewidowana w dół w całym horyzoncie projekcji, co wynika z pogorszenia się perspektyw gospodarek wschodzących. Popyt zewnętrzny strefy euro został także mocno zrewidowany w dół, co wiąże się z oceną, że słaba aktywność w gospodarkach wschodzących będzie mocniejszym hamulcem dla importu, niż się dotąd spodziewano.

Otoczenie międzynarodowe

(zmiany rok do roku w proc.)

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

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 nadal poprawiać. Poziom zatrudnienia w I półroczu 2015 wzrósł o 1,9 mln w porównaniu z minimum z połowy 2013, lecz nadal był o 3,9 mln niższy od najwyższej wartości sprzed kryzysu. Szacuje się, że w analizowanym okresie liczba zatrudnionych znacznie wzrośnie, głównie pod wpływem ożywienia gospodarczego, a w niektórych krajach – także bodźców fiskalnych, umiarkowanego wzrostu płac i przeprowadzonych w przeszłości reform rynku pracy. Liczba przepracowanych godzin na jednego pracownika w horyzoncie projekcji powinna się nieco zwiększyć, ale nadal pozostać znacznie niższa niż przed kryzysem. Podaż siły roboczej ma w tym okresie zwiększyć się jedynie umiarkowanie, gdyż jej wzrost w niektórych krajach będzie hamowany przez zniechęcenie do szukania pracy wynikające z nadal wysokiego bezrobocia, a w innych – przez niekorzystne czynniki demograficzne. Oczekuje się, że stopa bezrobocia, która w II kw. 2015 nieznacznie spadła – do 11,1%, w 2017 obniży się do 10,1%.

Ramka 2

ZAŁOŻENIA TECHNICZNE DOTYCZĄCE STÓP PROCENTOWYCH, KURSÓW WALUTOWYCH I CEN SUROWCÓW

Zmiany w założeniach technicznych w porównaniu z czerwcową rundą projekcji obejmują: znacznie niższe dolarowe ceny ropy i surowców nieenergetycznych oraz nieco niższe stopy procentowe w strefie euro.

Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe; datą graniczną jest 12 sierpnia 2015. 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 0,0% w 2015 i 2016 oraz 0,1%

w 2017. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro wynikająca z oczekiwań rynkowych wynosi średnio 1,3% w 2015, 1,6% w 2016 i 1,8% w 2017¹. Na podstawie kształtowania się stóp procentowych na rynku terminowym i stopniowego przekładania się zmian stóp rynkowych na stopy procentowe w bankach oczekuje się, że łączne oprocentowanie kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego strefy euro w 2015 nieco spadnie, po czym w 2016 i 2017 będzie nieznacznie rosnąć. W kwestii cen surowców na podstawie tendencji obserwowanej na rynkach terminowych w okresie dwóch tygodni przed datą graniczną (12 sierpnia) przyjęto założenie, że cena ropy Brent spadnie z 98,9 USD/b w 2014 do 55,3 USD/b w 2015, po czym wzrośnie do 56,1 USD/b w 2016 i 60,9 USD/b w 2017. Założono także, że dolarowe ceny surowców nieenergetycznych w 2015 i 2016 znacznie spadną, a w 2017 nieco wzrosną². Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na poziomie równym średniej z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (12 sierpnia). Z założenia tego wynika kurs USD do EUR równy 1,10 przez cały okres objęty projekcjami.

Założenia techniczne

	Wrzesień 2015				Czerwiec 2015			Rewizje od czerwca 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
3-miesięczna stopa EURIBOR (stopa roczna)	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,1
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (stopa roczna)	2,0	1,3	1,6	1,8	1,3	1,7	1,9	0,0	-0,1	-0,1
Cena ropy naftowej (USD/b)	98,9	55,3	56,1	60,9	63,8	71,0	73,1	-13,3	-21,0	-16,7
Ceny surowców nieenerget. w USD (zmiana proc. r/r)	-8,6	-19,7	-4,6	4,4	-13,6	2,9	4,9	-6,1	-7,5	-0,5
Kurs USD/EUR	1,33	1,11	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12	-0,9	-1,9	-1,9
Nominalny efektywny kurs euro (EER19) (zmiana proc. r/r)	0,6	-9,8	-0,2	0,0	-9,5	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0

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 nie zmienia się w całym horyzoncie projekcji. Założono, że spready między rentownościami obligacji skarbowych poszczególnych krajów a odpowiednią 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 III kw. 2016 ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami terminowymi, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

W porównaniu z poprzednią rundą projekcje wzrostu zostały zrewidowane w dół. Wynika to głównie z mniej korzystnego kształtowania się popytu zewnętrznego (przede wszystkim w związku ze spowolnieniem wzrostu w gospodarkach wschodzących), które jest przyczyną osłabienia się eksportu, a w 2016 i 2017 – spadku dynamiki inwestycji. Drugim czynnikiem jest obecny kryzys w Grecji, który spowodował znaczne rewizje perspektyw wzrostu dla tego kraju w horyzoncie projekcji.

3. CENY I KOSZTY

Według projekcji średnia stopa inflacji HICP w 2015 wyniesie 0,1%, a następnie wzrośnie do 1,1% w 2016 i 1,7% w 2017. Przewiduje się, że w najbliższych miesiącach inflacja HICP będzie wciąż niska, ale na przełomie roku wzrośnie, przede wszystkim w związku z dodatnim efektem bazy w składowej „energii” oraz z zakładanym wzrostem cen ropy naftowej. Powinno to znacznie zwiększyć kontrybucję cen energii do HICP, a także doprowadzić do stopniowego pojawienia się niewielkiej presji na wzrost HICP z wyłączeniem energii. W sumie oczekiwany przebieg inflacji HICP w horyzoncie projekcji odzwierciedla wzrost cen wewnętrznych związany ze zmniejszaniem się stopnia niewykorzystania

możliwości produkcyjnych w gospodarce i na rynku pracy oraz stopniowym domykaniem się ujemnej luki PKB, a także wzmocnienie się zewnętrznej presji cenowej wynikające z opóźnionego przekładania się wcześniejszej deprecjacji euro na ceny konsumpcyjne i z zakładanego wzrostu cen surowców energetycznych i nieenergetycznych.

Przewiduje się, że począwszy od ostatnich miesięcy 2015 roku dodatni efekt bazy w cenach energii i wcześniejsza deprecjacja euro będą oddziaływać w kierunku wzrostu rocznej stopy inflacji. Kluczowym czynnikiem przewidywanego wzrostu inflacji HICP jest przejście zewnętrznej presji cenowej ze spadkowej we wzrostową. Obecny, bardzo niski poziom inflacji wynika przede wszystkim z przeszłych spadków cen energii i surowców nieenergetycznych oraz opóźnionego oddziaływania wcześniejszej aprecjacji euro. Dodatkowym źródłem spadkowej presji inflacyjnej, zwłaszcza w najbliższym okresie, będzie niedawny gwałtowny spadek cen ropy. Później do wzrostu cen konsumpcyjnych w horyzoncie projekcji będzie się przyczyniać dodatni efekt bazy i zakładany wzrost cen surowców energetycznych i nieenergetycznych, a także wpływ wcześniejszej deprecjacji euro.

Wewnętrzna presja cenowa w horyzoncie projekcji powinna się zwiększać, w miarę poprawy sytuacji na rynku pracy i zmniejszania się niewykorzystanych mocy produkcyjnych. Oczekuje się, że wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym i umacnianiem się popytu będzie spadać bezrobocie i rosnąć możliwość dyktowania cen przez przedsiębiorstwa, co znajdzie odzwierciedlenie we wzroście wynagrodzeń i marż zysków.

Wzrost wynagrodzeń w czasie trwającego ożywienia gospodarczego ma być hamowany przez kilka czynników. Należą do nich: niska inflacja, niewykorzystane moce produkcyjne pozostające na rynku pracy przez najbliższe dwa lata oraz prawdopodobny niekorzystny wpływ wywierany w fazie ożywienia na wzrost płac przez strukturalne reformy rynku pracy, wprowadzone podczas kryzysu w celu zwiększenia elastyczności tego rynku. Kolejnym czynnikiem osłabiającym wzrost płac w strefie euro prawdopodobnie nadal będzie trwający obecnie proces dostosowywania konkurencyjności kosztowej.

Na kształtowanie się wzrostu jednostkowych kosztów pracy w horyzoncie projekcji będą wpływać umiarkowane tempo wzrostu wynagrodzeń i cykliczny wzrost wydajności. W 2017 dynamika tych kosztów powinna być na podobnym poziomie co w 2014 (odpowiednio 1,1% i 1,2%). Przewidywane cykliczne przyspieszenie wydajności, poprzedzające wzrost wynagrodzeń, wskazuje na przejściowe obniżenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy w latach 2015–16.

Przewidywane ożywienie gospodarcze jest uzasadnieniem dla pewnego zwiększenia marż zysku do 2017 roku. Oczekuje się, że marże te, od kilku lat niskie, w horyzoncie projekcji będą rosnąć. Sprzyjać temu będzie wzrost zdolności przedsiębiorstw do dyktowania cen wynikający z umacniania się popytu, a także ponadplanowe zyski związane z wcześniejszym dużym spadkiem cen ropy. Natomiast czynnikiem osłabiającym perspektywy zysków ma być nasilenie się konkurencji w wyniku reform strukturalnych wprowadzonych na rynku produktów podczas kryzysu i po nim.

W porównaniu z projekcjami czerwcowymi prognozy inflacji HICP zostały zrewidowane w dół, głównie w związku z niższymi cenami ropy naftowej. Inflacja ogółem została zrewidowana w dół na lata 2015 i 2016, głównie z powodu słabszego wzrostu inflacji cen energii w związku ze spadkowym oddziaływaniem zakładanej niższej ścieżki cen ropy w USD, jedynie częściowo skompensowanym przez nieco słabszy kurs USD/EUR. Rewizja w dół inflacji HICP na rok 2017 odzwierciedla nieco słabsze perspektywy wzrostu PKB oraz pewne opóźnione pośrednie oddziaływanie niższych cen ropy na inflację bazową.

Tabela 1 Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro¹⁾

(zmiany rok do roku w proc.)

	Wrzesień 2015				Czerwiec 2015			Rewizje od czerwca 2015 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Realny PKB ³⁾	0,9	1,4	1,7	1,8	1,5	1,9	2,0	-0,1	-0,2	-0,1
		[1,3–1,5] ⁴⁾	[0,8–2,6] ⁴⁾	[0,6–3,0] ⁴⁾	[1,2–1,8] ⁴⁾	[0,8–3,0] ⁴⁾	[0,7–3,3] ⁴⁾			
Spożycie prywatne	1,0	1,7	1,7	1,7	1,9	1,6	1,6	-0,1	0,0	0,0
Spożycie publiczne	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0	0,1	-0,1
Nakłady brutto na środki trwałe	1,3	2,1	3,4	3,9	1,9	3,5	3,9	0,2	-0,1	0,0
Eksport ⁵⁾	3,8	4,5	4,9	5,2	4,2	5,4	5,6	0,3	-0,5	-0,5
Import ⁵⁾	4,2	4,7	5,4	5,7	4,8	5,8	5,9	-0,1	-0,3	-0,2
Zatrudnienie	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	-0,1	-0,2	-0,1
Stopa bezrobocia (jako procent siły roboczej)	11,6	11,0	10,6	10,1	11,1	10,6	10,0	-0,1	0,1	0,2
HICP	0,4	0,1	1,1	1,7	0,3	1,5	1,8	-0,2	-0,3	-0,1
		[0,0–0,2] ⁴⁾	[0,5–1,7] ⁴⁾	[0,9–2,5] ⁴⁾	[0,2–0,4] ⁴⁾	[0,9–2,1] ⁴⁾	[1,0–2,6] ⁴⁾			
HICP z wyłączeniem energii	0,7	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,7	0,0	-0,1	-0,2
HICP z wyłączeniem energii i żywności	0,8	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
HICP z wyłączeniem energii, żywności i zmian podatków pośrednich ⁶⁾	0,7	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
Jednostkowe koszty pracy	1,2	1,0	0,6	1,1	0,8	0,7	1,3	0,2	-0,1	-0,2
Przeciętne wynagrodzenie	1,5	1,6	1,6	2,1	1,4	1,7	2,3	0,2	-0,1	-0,2
Wydajność pracy	0,3	0,7	1,0	1,0	0,6	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Saldo sektora finansów publicznych (jako procent PKB)	-2,4	-2,1	-2,0	-1,7	-2,1	-1,8	-1,5	-0,1	-0,1	-0,3
Saldo strukturalne budżetu (jako procent PKB) ⁷⁾	-1,8	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,4	-0,1	-0,2	-0,3
Dług SFP brutto (jako procent PKB)	91,7	91,6	90,7	89,4	91,5	90,2	88,4	0,1	0,5	1,0
Saldo na rachunku bieżącym (jako procent PKB)	2,1	3,0	2,9	2,7	2,1	2,0	2,0	0,9	0,9	0,7

1) Dane dotyczą strefy euro łącznie z Litwą, z wyjątkiem HICP za 2014. Średnioroczną zmianę procentową HICP na 2015 obliczono tak, jakby Litwa należała do strefy euro już w 2014.

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 sektora finansów publicznych 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 wyprowadzana z łącznej miary luki PKB. Zgodnie z metodologią ESBC składniki cykliczne dla różnych pozycji przychodów i wydatków oblicza się osobno. Więcej informacji przedstawiają ramka „Cyclical adjustment of the government budget balance” w *Biuletynie Miesięcznym* EBC z marca 2012 oraz ramka „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” w *Biuletynie Miesięcznym* EBC z września 2014.

4. PERSPEKTYWY FISKALNE

Przewiduje się, że nastawienie polityki fiskalnej (mierzone jako zmiana salda pierwotnego skorygowanego cyklicznie) w okresie objętym projekcjami będzie mieć niewielki dodatni udział w popycie. Choć zakłada się, że dyskrejonalne środki polityki fiskalnej będą w sumie neutralne, to wystąpi słabe oddziaływanie w kierunku luzowania fiskalnego wynikające z czynników niedyskrejonalnych: niewielkiego obniżenia się udziału głównych makroekonomicznych baz

podatkowych w PKB w 2015 roku (efekt związany ze strukturą PKB) oraz niewielkiego spadku dochodów niepodatkowych w 2016².

Wskaźniki deficytu i długu publicznego będą według projekcji maleć. Spadek wskaźnika deficytu sektora finansów publicznych do PKB wynika wyłącznie z cyklicznej poprawy sytuacji gospodarczej w strefie euro oraz ze spadku kosztów odsetkowych. Natomiast strukturalne saldo pierwotne budżetu ma się w horyzoncie projekcji nieco pogorszyć. Przewiduje się, że wskaźnik długu publicznego do PKB od roku 2015 zacznie się obniżać.

W porównaniu z projekcjami z czerwca perspektywy fiskalne nieco się pogorszyły. Niewielka korekta w dół salda sektora finansów publicznych wynika po części z ograniczenia środków konsolidacyjnych, a po części – z nieco mniej korzystnego kształtowania się niektórych makroekonomicznych baz podatkowych. Wyraźniejsza rewizja w górę wskaźnika długu publicznego jest spotęgowana przez rewizję w dół wzrostu nominalnego PKB.

Ramka 3

ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

Prognozy w znacznym stopniu opierają się na założeniach technicznych dotyczących kształtowania się pewnych kluczowych zmiennych. Jako że niektóre z tych zmiennych mogą wywierać duży wpływ na projekcje dla strefy euro, przeprowadzenie analizy wrażliwości na zmianę założeń może pomóc w ocenie ryzyk związanych z projekcjami. W tej ramce omówiono niepewność co do kształtowania się cen ropy naftowej i kursu walutowego oraz wrażliwość projekcji pod względem tych zmiennych.

1) Alternatywny przebieg cen ropy

Z modeli przedstawiających alternatywny przebieg cen ropy wynika nieco wyższy poziom cen tego surowca w 2017 niż z kontraktów terminowych. Według założeń technicznych scenariusza bazowego dotyczących kształtowania się cen ropy naftowej, wyprowadzanych z rynków terminowych, w horyzoncie projekcji nastąpi pewien wzrost cen tego surowca (zob. ramka 2). Alternatywne modele stosowane przez ekspertów EBC¹ do prognozowania cen ropy w horyzoncie projekcji wskazują obecnie, że w analizowanym okresie poziom cen ropy będzie wyższy, niż przyjęto w założeniach technicznych. Byłoby to zgodne z silniejszym odbiciem światowego popytu na ropę w średnim okresie i pewnym zmniejszeniem się jej podaży w wyniku redukcji inwestycji w sektorze wydobywczym, a co za tym idzie – ograniczenia mocy produkcyjnych w niektórych krajach, w reakcji na ostatni spadek cen tego surowca. Ten alternatywny scenariusz, w którym ceny ropy do 2017 są o 8,1% wyższe niż w scenariuszu bazowym, oznaczałyby nieznacznie niższy wzrost realnego PKB (o 0,1 pkt proc. w 2017) oraz nieco szybszy wzrost inflacji HICP w 2016 i 2017 (o ok. 0,1–0,2 pkt proc. w obu latach).

Inaczej niż przewiduje wyżej opisany scenariusz techniczny, w którym ceny ropy są wyższe niż w scenariuszu bazowym, od daty granicznej dla założeń technicznych ceny ropy spadły, co częściowo było związane z ostatnimi zawirowaniami na rynkach finansowych w niektórych gospodarkach wschodzących. Gdy założenia dotyczące cen ropy zaktualizuje się o informacje dostępne do 1 września 2015², oczekiwany poziom tych cen jest w horyzoncie projekcji średnio o 6% niższy od poziomu zawartego w projekcjach. Wskazuje to na ryzyko nieco wyższego wzrostu i niższej inflacji w porównaniu z projekcją.

² W założeniach fiskalnych uwzględniono informacje zawarte w ustawach budżetowych i budżetach uzupełniających na rok 2015 oraz w średniookresowych planach budżetowych i zaktualizowanych programach stabilności dostępnych na 21 sierpnia 2015. Obejmują one wszystkie środki fiskalne, które są już zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub zostały dostatecznie szczegółowo określone przez rządy, a ich przyjęcie w procesie legislacyjnym jest prawdopodobne.

2) Alternatywny przebieg kursu walutowego

Niedawne napięcia na rynkach finansowych spowodowały ponowne umocnienie się efektywnego kursu euro. Aby zilustrować związane z tym ryzyko dotyczące projekcji, w analizie wrażliwości uwzględniono inny przebieg kursu euro niż w scenariuszu bazowym, zakładający dalszą aprecjację. Wyprowadzono go z 75. percentyla rozkładu gęstości kursu USD/EUR wynikającego z kwotowań opcji na 12 sierpnia 2015, przy założeniu neutralności względem ryzyka. Z takiego przebiegu wynika stopniowa aprecjacja euro wobec dolara do 1,21 w 2017, czyli 10,6% powyżej wartości przyjętej na ten rok w scenariuszu bazowym. Odpowiednie założenia dotyczące nominalnego efektywnego kursu euro są zgodne z prawidłowością obserwowaną w przeszłości – zmiany kursu USD/EUR odzwierciedlają zmianę kursu efektywnego z elastycznością ok. 52%. W rezultacie efektywny kurs euro stopniowo odbiega w górę od poziomu przyjętego w scenariuszu bazowym i w 2017 jest 5,3% powyżej tego poziomu. W tym scenariuszu różne modele makroekonomiczne wskazują na niższy wzrost realnego PKB (o 0,2–0,4 pkt proc.) oraz niższą inflację HICP (o 0,1–0,5 pkt proc.) w 2016 i 2017.

- 1 Zob. połączenie czterech modeli opisane w artykule „Forecasting the price of oil”, Biuletyn Ekonomiczny, nr 4, EBC, 2015.
- 2 Podstawą tej aktualizacji jest tendencja obserwowana na rynkach terminowych ropy w okresie dwóch tygodni przed datą graniczną 1 września.

Ramka 4

WPLYW WZROSTU NIEPEWNOŚCI NA ŚWIECIE NA AKTYWNOŚĆ GOSPODARCZĄ W STREFIE EURO

Niedawne napięcia na rynkach finansowych wyraźnie pokazały, że perspektywy gospodarki światowej nadal są pod różnymi względami niepewne. W szczególności – o czym świadczą niedawne wydarzenia – rosnące obawy o dalszy wzrost gospodarczy w Chinach i w innych gospodarkach wschodzących mogą bardzo szybko doprowadzić do gwałtownych zmian na rynkach finansowych, niekorzystnie wpływających na perspektywy strefy euro. W tej ramce przedstawiono, w formie scenariusza alternatywnego, potencjalny wpływ wybranych szoków globalnych na perspektywę wzrostu strefy euro.

Jednym ze źródeł niepewności na świecie jest skala spowolnienia wzrostu gospodarki chińskiej. Choć pewne spowolnienie zostało już ujęte w scenariuszu bazowym, to dalsza korekta nierównowagi wynikającej z narastania zadłużenia Chin może doprowadzić do nasilenia się napięć finansowych i pogłębienia dekonunktury. W takim scenariuszu zdolność i gotowość banków chińskich do zasilania gospodarki w kredyty mogłaby mocno ucierpieć, w związku z szybkim pogarszaniem się jakości ich aktywów. Katalizatorem większego niż zakładano spadku napływu kredytów może być niekorzystny rozwój sytuacji na rynku mieszkaniowym (ze względu na znaczną ekspozycję banków wobec mocno zadłużonych deweloperów). Ponadto w Chinach może nastąpić dalszy spadek cen akcji w obliczu ponownej wyceny premii za ryzyko przez inwestorów krajowych. Pogarszanie się jakości aktywów i wzrost premii za ryzyko oddziaływałyby w kierunku wzrostu rentowności obligacji skarbowych, gdyż rząd byłby zmuszony udzielić sektorowi bankowemu wsparcia na szeroką skalę. W efekcie inwestycje i – w mniejszym stopniu – spożycie rosłyby znacznie wolniej, niż zakłada się obecnie w scenariuszu bazowym. Jako że spowolnienie wzrostu doprowadziłoby do znacznego zwiększenia się bezrobocia, zakłada się, że doszłoby do mocnej interwencji władz chińskich, z wykorzystaniem bodźców monetarnych i fiskalnych oraz potencjalnie dalszej deprecjacji renminbi, aby zapobiec dużo silniejszemu osłabieniu wzrostu. Ogólnie w tym scenariuszu zakłada się, że w 2016 i 2017 wzrost w Chinach byłby o 1 pkt proc. niższy niż w scenariuszu bazowym.

Drugim źródłem niepewności na świecie jest ścieżka normalizacji polityki pieniężnej w USA. Oczekiwania rynków co do krótkoterminowych stóp procentowych w USA, wykorzystywane w projekcjach jako założenie techniczne, obecnie wskazują, że stopy te będą rosły bardzo wolno i na koniec 2017 roku osiągną zaledwie 1,6%. Gdyby jednak stopy w USA kształtowały się zgodnie z medianą projekcji FOMC, ich wzrost byłby szybszy, niż jest to uwzględnione w obecnej wycenie rynkowej. Ponadto mimo spodziewanej normalizacji amerykańskiej polityki pieniężnej premie terminowe

w USA są wciąż bliskie najniższych notowanych wartości. W razie wzrostu niepewności na świecie, który spotęgowałby niepewność co do przyszłego kształtu polityki pieniężnej w USA, wystąpi ryzyko gwałtownego dostosowania w górę premii terminowych w USA. Aby uwzględnić to ryzyko, w scenariuszu alternatywnym zakłada się wzrost tych premii o 130 pkt bazowych, przekładający się na wyższe stopy długoterminowe w USA. Jednocześnie wzrost stóp długoterminowych w USA spowodowałby podwyższenie takich stóp w innych głównych gospodarkach rozwiniętych.

Wskazane szoki prawdopodobnie odbiłyby się niekorzystnie na dynamice wzrostu innych gospodarek wschodzących. Rosja jest pogrążona w głębokiej recesji i oczekuje się, że spadek dochodów z ropy doprowadzi do gwałtownego obciążenia wydatków publicznych. W Brazylii perspektywy gospodarcze znacznie się pogorszyły wraz ze wzrostem inflacji. Mocniejsze spowolnienie w Chinach mogłoby oznaczać znaczący wzrost ryzyka pogorszenia się perspektyw gospodarczych, zwłaszcza w odniesieniu do eksporterów surowców. Najnowsze dane wskazują na ponowne spowolnienie napływu kapitału do gospodarek wschodzących – podobnie jak podczas gorączki na rynkach obligacji, która wystąpiła w połowie 2013 roku po ograniczeniu łagodzenia ilościowego przez Fed. Taki zwrot w napływie kapitału jest oznaką podwyższonej niepewności na świecie i utraty przez inwestorów wiary w perspektywę wzrostu gospodarek wschodzących. W tych okolicznościach ponowne nieoczekiwane pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarki chińskiej lub nagły wzrost długoterminowych stóp procentowych w USA mogłyby wzmocnić odpływ kapitału z gospodarek wschodzących, doprowadzić do zacieśnienia warunków finansowania i w ten sposób obniżyć tempo wzrostu tych gospodarek. W tym scenariuszu wpływ zwiększenia się globalnej niepewności makroekonomicznej na aktywność gospodarek wschodzących ujęto jako szok wpływający niekorzystnie na popyt krajowy w tych gospodarkach, równy dwukrotności odchylenia standardowego zmienności implikowanej cen opcji według indeksu S&P 500 (VIX).

Wzrost globalnej niepewności mógłby oddziaływać na gospodarkę strefy euro przez powiązania zarówno handlowe, jak i finansowe. Wzrost globalnej niepewności spowodowałby obniżenie popytu w USA (pod wpływem wzrostu stóp długoterminowych w tym kraju) oraz w innych dużych gospodarkach rozwiniętych i gospodarkach wschodzących. To wpłynęłoby na wzrost gospodarczy na świecie i w strefie euro przez kanał handlowy, w następstwie obniżenia się popytu zewnętrznego strefy euro. Ponadto niekorzystne skutki przenosiłyby się przez kanał finansowy na stopy długoterminowe na świecie i w strefie euro, przez co wzrosłyby koszty finansowania dla firm, gospodarstw domowych i rządów. Jeśli chodzi o efektywny kurs euro, wzrost stóp procentowych w USA mógłby doprowadzić do aprecjacji dolara względem euro. Jednocześnie zmienność na rynkach finansowych w gospodarkach wschodzących mogłaby wywołać aprecjację euro w stosunku do odpowiednich walut krajowych.

Szacuje się, że wyższa niepewność globalna, wynikająca ze wszystkich trzech powyższych źródeł, obniżyłaby dynamikę wzrostu w strefie euro w 2016 roku o 0,1–0,2 pkt proc. względem projekcji bazowej. Słabszy wzrost realnego PKB w strefie euro wynika m.in. z obniżenia się popytu zewnętrznego strefy euro, odzwierciedlającego słabszą dynamikę aktywności w USA i innych gospodarkach rozwiniętych oraz w Chinach i na innych rynkach wschodzących. Ponadto niekorzystne skutki wynikające z powiązań między rynkami finansowymi (przekładające się na wzrost stóp długoterminowych w strefie euro) także wpłynęłyby niekorzystnie na perspektywę wzrostu tej strefy.

W przedstawionym scenariuszu wpływ wzrostu niepewności na strefę euro jest niewielki, ale trzeba poczynić kilka zastrzeżeń. Na przykład nie uwzględniono w nim kanałów zaufania na poziomie firm i gospodarstw domowych. Poza tym ceny innych aktywów, w tym ceny na rynkach akcji, mogą bardziej ucierpieć wskutek silniejszego rozprzestrzenia się niekorzystnych zmian i większych korekt od ujętych endogenicznie w modelach. Ponadto zastosowane modele są linearne, podczas gdy silne korekty na rynku finansowym mogą wywołać nieliniarne reakcje powiązanych zmiennych, przez co zmiany mogą okazać się większe. Wreszcie, symulacje nie uwzględniają w pełni efektu kursowego ani niekorzystnego wpływu na ceny surowców. Jednocześnie niekorzystne szoki dotykające gospodarkę strefy euro mogą być osłabione, jeśli w gospodarkach wschodzących zostaną wprowadzone środki neutralizujące lub jeśli zacieśnienie polityki pieniężnej w USA zostanie odsunięte w czasie z powodu rozprzestrzeniania się niekorzystnych skutków pogłębiającej się słabości gospodarek wschodzących.

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. Przyjmuje się także różne podejścia do korygowania danych o liczbę dni roboczych (zob. tabela). Jak widać w tabeli, większość dostępnych prognoz innych instytucji nie odbiega znacznie od prognoz punktowych z wrześniowych projekcji ekspertów EBC i swobodnie mieści się w przedziałach wokół tych projekcji (zob. wartości podane w tabeli w nawiasach).

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	Wrzesień 2015	1,4 [1,3–1,5]	1,7 [0,8–2,6]	1,8 [0,6–3,0]	0,1 [0,0–0,2]	1,1 [0,5–1,7]	1,7 [0,9–2,5]
Komisja Europejska	Maj 2015	1,5	1,9	–	0,1	1,5	–
Euro Zone Barometer	Sierpień 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,2	1,6
Consensus Economics Forecasts	Sierpień 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	Sierpień 2015	1,4	1,8	1,8	0,2	1,3	1,6
MFW	Lipiec 2015	1,5	1,7	–	0,1	1,0	–

Źródła: Komisja Europejska: European Economic Forecast, wiosna 2015; MFW: World Economic Outlook, aktualizacja z lipca 2015 (PKB); MFW: World Economic Outlook, kwiecień 2015; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; EBC: Survey of Professional Forecasters.

Uwaga: W projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu i EBC 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.

© 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

Faks +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.