



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

# PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EUROSYSTEMU DLA STREFY EURO – CZERWIEC 2015<sup>1</sup>

## 1. PERSPEKTYWY STREFY EURO: ZARYS I NAJWAŻNIEJSZE CZYNNIKI

Czerwcowe projekcje potwierdzają przewidywane ożywienie w strefie euro. Według szybkich szacunków Eurostatu realny PKB w I kw. 2015 r. wzrósł o 0,4%, a najnowsze wyniki badań ankietowych wskazują na kontynuację cyklicznego ożywienia. W perspektywie sięgającej poza krótki okres nadal obecne są czynniki sprzyjające utrzymaniu się ożywienia gospodarczego.

**Aktywność gospodarczą będą podtrzymywać czynniki zewnętrzne.** Przyjęty w założeniach poziom cen ropy naftowej – mimo niewielkiego odbicia wciąż stosunkowo niski – nadal korzystnie wpływa na spożycie prywatne i inwestycje przedsiębiorstw. Ponadto w horyzoncie projekcji powinien nieco wzrosnąć popyt zewnętrzny strefy euro. Będzie go pobudzać przede wszystkim silniejszy wzrost gospodarek rozwiniętych, przy nieco słabszych perspektywach rynków wschodzących.

**Środki polityki pieniężnej zastosowane ostatnio przez EBC powinny wspierać popyt łączny.** Oprocentowanie kredytów jeszcze spadło w związku z rozszerzonym programem skupu aktywów prowadzonym przez EBC, ceny akcji znacznie wzrosły, a kurs euro wyraźnie się osłabił. Oczekuje się więc, że akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej będzie korzystnie wpływać na popyt łączny, zwłaszcza na eksport i nakłady na środki trwałe. Niestandardowe środki mają pobudzać popyt łączny również przez zmianę struktury portfeli oraz umacnianie się zaufania.

**Popytowi wewnętrznemu będą sprzyjać także inne czynniki.** Oczekuje się, że nastawienie polityki fiskalnej – mierzone jako zmiana salda pierwotnego skorygowanego o zmiany cykliczne – w horyzoncie projekcji będzie ogólnie neutralne (do 2013 r. stosowano zacieśnienie fiskalne). Poprawiła się podaż kredytów, o czym świadczą wyniki najnowszego badania akcji kredytowej banków dla strefy euro, wskazujące na złagodzenie (w ujęciu netto) zarówno standardów kredytowych, jak i warunków uzyskania kredytu. Zadłużenie przedsiębiorstw (jako procent PKB) w 2014 r. jeszcze nieco zmalało, zgodnie z trendem trwającym od 2012 r. Znowu zmniejszyło się nieco zadłużenie gospodarstw domowych, zwłaszcza w krajach o stosunkowo wysokim poziomie długu. Ponadto wygląda na to, że w wielu krajach zakończyła się już korekta na rynku nieruchomości – wskazuje na to fakt, że ceny mieszkań przestały już spadać.

**Nadal jednak występują ograniczenia strukturalne.** Zadłużenie sektora publicznego wciąż rośnie, choć już wolniej, i oczekuje się, że w niektórych krajach pozostanie wysokie. Sytuacja na rynku pracy – chociaż ogólnie się poprawia – w części krajów będzie nadal zdominowana przez wysokie bezrobocie strukturalne. Ponadto obawy dotyczące długookresowego potencjału wzrostowego gospodarki i wolnego tempa reform strukturalnych, a także wysoki poziom wolnych mocy produkcyjnych i wciąż znaczne zadłużenie przedsiębiorstw w niektórych krajach będą wciąż odbijać się niekorzystnie na poziomie nakładów inwestycyjnych.

<sup>1</sup> Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu 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 maja 2015 r. (data graniczna). 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.

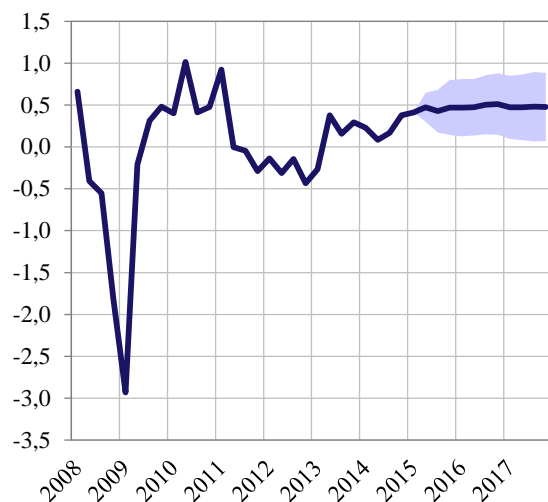
W sumie przewiduje się, że dynamika realnego PKB znacznie wzrośnie: z 0,9% w 2014 r. do 1,5% w 2015 r., 1,9% w 2016 r. i 2,0% w 2017 r. Natomiast tempo wzrostu produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji szacuje się na ok. 1%, gdyż oczekiwana kontrybucja pracy i kapitału jest nadal niewielka. Zatem ujemna luka PKB pod koniec horyzontu projekcji ma się znacznie zmniejszyć.

### Wykres 1 Projekcje makroekonomiczne<sup>1)</sup>

(dane kwartalne)

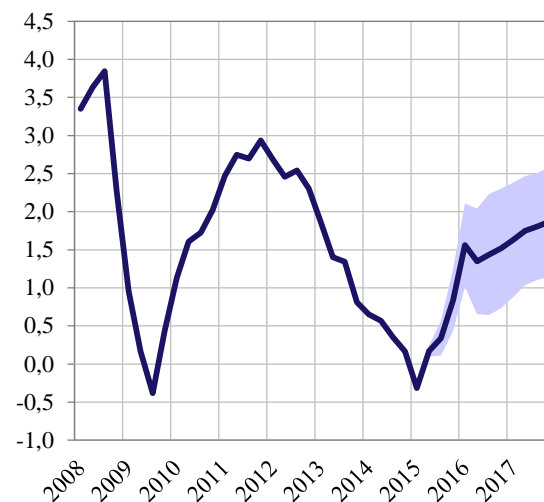
#### Realny PKB strefy euro<sup>2)</sup>

(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.

**Ocenia się, że inflacja HICP w styczniu 2015 r. osiągnęła już minimum i w ostatnich miesiącach powoli zaczęła rosnąć.** Głównym czynnikiem jej wzrostu było zmniejszenie się presji spadkowej ze strony składowej „energia”, co wiązało się z odbiciem dolarowych cen ropy. Dodatkowo źródłem presji wzrostowej była składowa „żywność”, w związku ze wzrostem cen surowców żywnościowych. Oddziaływanie wyższych cen surowców zostało jeszcze wzmocnione przez deprecjację euro. Natomiast inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności była w ostatnich miesiącach nadal niska i na razie nie widać, by miała odbijać. W jej wypadku wzrost presji cenowej jest dotychczas widoczny jedynie na początkowych etapach łańcucha cenowego, zwłaszcza w cenach importu, i nie przełożył się jeszcze na ceny producentów.

**W sumie przewiduje się, że w 2015 r. inflacja HICP będzie dalej rosła i w ujęciu średniorocznym osiągnie 0,3%.** Dodatni efekt bazy w połączeniu ze spodziewanym wzrostem cen ropy (według rynków terminowych, zob. ramka 2) mają sprawić, że dynamika inflacji HICP cen energii w ciągu tego roku będzie się poprawiać, choć pozostanie ujemna. Inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności powinna przez ten rok stopniowo się umacniać. Oczekuje się, że zmniejszanie się niewykorzystanych możliwości produkcyjnych rynku pracy i całej gospodarki będzie znajdować odzwierciedlenie w umacnianiu się wzrostu płac i marż zysku. Do odbicia inflacji HICP z wyłączeniem energii i żywności powinny ponadto przyczynić się niższy kurs euro oraz pośrednie skutki spodziewanego wzrostu cen surowców energetycznych i nieenergetycznych.

**W 2016 i 2017 r. inflacja ogółem ma według przewidywań jeszcze wzrosnąć – do, odpowiednio, 1,5% i 1,8% – w związku z dalszym zmniejszaniem się niewykorzystanych możliwości produkcyjnych oraz dodatnią zewnętrzną presją cenową.** Te oczekiwane wzrosty są z kolei

odzwierciedleniem opóźnionego oddziaływania kanału kursu walutowego oraz rosnącej krzywej terminowej cen ropy. Także inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności będzie się według oczekiwań umacniać i w 2017 r. osiągnie 1,7%.

## 2. GOSPODARKA REALNA

**Przewiduje się, że w horyzoncie projekcji w strefie euro będzie trwać powszechne ożywienie związane z cyklem koniunkturalnym.** Tempo wzrostu aktywności w I kw. 2015 r. było takie samo jak pod koniec ubiegłego roku. Badania ankietowe wskazują, że w połowie 2015 r. cykliczne ożywienie nadal trwa. Jest to przede wszystkim odzwierciedleniem korzystnego oddziaływania deprecjacji euro (trwającej od połowy 2014 r.) na aktywność, niskich stóp procentowych – częściowo wynikających z programu skupu aktywów – oraz dodatniego wpływu niższych cen energii na dochody.

**Motorem ożywienia powinny być w dalszym ciągu prywatne wydatki konsumpcyjne.** Krótkookresowe perspektywy wzrostu realnych dochodów do dyspozycji pozostają korzystne, choć przewiduje się, że jego tempo zostanie nieco osłabione przez częściowe odwrócenie się spadku cen energii. Potem dochody z pracy najmniej powinny zacząć iść w górę wraz ze stałym wzrostem zatrudnienia i przyspieszaniem dynamiki przeciętnego wynagrodzenia nominalnego. W miarę postępu ożywienia gospodarczego mają też rosnąć inne dochody prywatne. Niskie koszty finansowania i łagodzenie warunków jego uzyskania powinny korzystnie wpływać na spożycie prywatne i – w pewnym stopniu – na zwiększanie się wartości netto gospodarstw domowych. Będzie to wynikiem wzrostu cen aktywów finansowych w 2015 r. oraz dalszej spodziewanej poprawy sytuacji na rynku nieruchomości w latach 2016–17. W sumie zgodnie z projekcją wzrost rocznego spożycia prywatnego w analizowanym okresie ma wynieść średnio 1,7%.

**Stopa oszczędności w najbliższych kwartałach powinna nieco spaść, po wcześniejszym wzroście spowodowanym zwiększeniem się dochodów realnych w związku ze spadkiem cen ropy.** Potem do końca analizowanego okresu ma pozostać niezmienną, co wynika z wzajemnego znoszenia się różnych czynników krajowych. 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 prowadziłyby do spadku stopy oszczędności. Z drugiej strony w innych krajach nadal wysoka niepewność związana z kryzysem zadłużeniowym oraz znaczne bezrobocie i poziom długu prawdopodobnie będą w dalszym ciągu wywierać pewną presję w kierunku wzrostu oszczędności.

**Oczekuje się, że w 2015 r. zatrzyma się trwający od ośmiu lat spadek inwestycji mieszkaniowych w strefie euro.** Jednak perspektywy tych inwestycji będą poprawiać się jedynie stopniowo, gdyż nadal niekorzystnie odbija się na nich wciąż niepewna sytuacja w niektórych krajach. Z czasem inwestycje mieszkaniowe powinny przyspieszyć, do czego będą się przyczyniać: trwały wzrost realnych dochodów do dyspozycji, bardzo niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych i poprawa warunków finansowania. W rezultacie ma wzrosnąć akcja kredytowa dla gospodarstw domowych. Na silniejszy wzrost inwestycji mieszkaniowych nie pozwolą jednak: w części krajów – wysoki poziom zadłużenia gospodarstw domowych, a w innych – niekorzystna sytuacja demograficzna.

**Inwestycje przedsiębiorstw będą stopniowo przyspieszać pod wpływem programu skupu aktywów oraz cyklicznego ożywienia.** W ciągu 2015 r. będzie trwać umiarkowana poprawa – przedtem inwestycje te były osłabiane przez zwiększoną niepewność związaną z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro, niskie wskaźniki rentowności, wysoki poziom wolnych mocy produkcyjnych i ograniczenia w podaży kredytów w niektórych krajach. Oczekuje się jednak, że niekorzystny wpływ tych czynników w horyzoncie projekcji osłabnie. 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. Przewiduje się, że do wzrostu wydatków inwestycyjnych będą się ponadto przyczyniać następujące czynniki: umacnianie się popytu wewnętrznego i zewnętrznego, potrzeba modernizacji majątku produkcyjnego po latach niskich inwestycji, akomodacyjne nastawienie polityki

pieniężnej i wzrost marż zysku. Jednak ożywienie inwestycji przedsiębiorstw będzie bardziej niż w poprzednich cyklach hamowane przez występującą jeszcze niepewność, zatory finansowe oraz słabsze perspektywy wzrostu produktu potencjalnego.

**Popyt zewnętrzny strefy euro okazał się słabszy, niż niedawno oczekiwano, co wiąże się ze spowolnieniem na rynkach wschodzących.** Przewiduje się, że w miarę ożywiania się globalnej aktywności gospodarczej popyt ten nieco wzrośnie (zob. ramka 1). Wprawdzie popyt zewnętrzny w horyzoncie projekcji ma się umocnić, ale jego dynamika powinna być znacznie niższa niż przed kryzysem. Będzie to skutkiem niższego poziomu aktywności na świecie oraz mniejszej elastyczności reakcji handlu światowego na zmiany wzrostu gospodarczego. Wzrost popytu zewnętrznego dla całej strefy euro przesłoni pewne różnice między poszczególnymi krajami, związane ze zróżnicowaniem profilu wymiany handlowej w różnych sektorach i regionach oraz z tym, że niektóre kraje strefy euro bardziej niż inne ucierpiały wskutek swojego zaangażowania w Rosji i regionie WNP oraz w państwach eksportujących ropę naftową.

#### Ramka 1

### OTOCZENIE MIĘDZYNARODOWE

**Na początku 2015 r. wzrost na świecie osłabł: ożywienie w gospodarce światowej było umiarkowane i nierównomierne, przy utrzymujących się różnicach między gospodarkami rozwiniętymi a wschodzącymi.** Na następny okres przewiduje się, że dynamika realnego PKB na świecie (z wyłączeniem strefy euro) w horyzoncie projekcji przyspieszy: z 3,4% w 2015 r. do nieco ponad 4% w latach 2016–17. Jeśli chodzi o czynniki, które powinny pobudzać wzrost światowy, oczekuje się, że spadek cen ropy obserwowany w ciągu ostatniego roku okaże się korzystny dla krajów importujących ten surowiec. Na popyt światowy będą też korzystnie wpływać łagodne warunki finansowe w gospodarkach rozwiniętych, mimo prawdopodobnego zacieśnienia polityki pieniężnej w USA. Ponadto słabną czynniki antywzrostowe, które od kryzysu finansowego ograniczały wzrost w części gospodarek rozwiniętych: delewarowanie sektora prywatnego, konsolidacja fiskalna i słabość rynków pracy. Daje to podstawy do utrwalenia się ożywienia w tych gospodarkach. Osłabiły się natomiast perspektywy rynków wschodzących, gdyż utrzymuje się tam trwające od kilku lat spowolnienie. Potencjał wzrostowy części z tych rynków jest coraz bardziej ograniczany przez uporczywą nierównowagę makroekonomiczną. Pozostałe dostosowują się do niższych cen surowców i przewidywanej normalizacji polityki pieniężnej w gospodarkach rozwiniętych.

**Wzrost handlu światowego na początku 2015 r. wyraźnie zwolnił, ale oczekuje się, że w horyzoncie projekcji przyspieszy.** Handel na świecie (z wyłączeniem strefy euro) ma zgodnie z projekcjami wzrosnąć z ok. 2% w 2015 r. do ok. 5% w 2016 i 2017 r. Oczekuje się jednak, że w horyzoncie projekcji elastyczność reakcji handlu na zmiany aktywności gospodarczej nie powróci do poziomu sprzed kryzysu, co jest skutkiem mniejszego udziału handlu we wzroście światowego PKB.

**W porównaniu z rundą marcową projekcja aktywności światowej na 2015 r. została zrewidowana w dół w związku ze słabszymi perspektywami krótkookresowymi.** Zrewidowano w dół także popyt zewnętrzny strefy euro, zwłaszcza na 2015 r., po uwzględnieniu niższego importu w niektórych spośród dużych gospodarek wschodzących, zwłaszcza Rosji.

## Otoczenie międzynarodowe

(zmiany rok do roku w proc.)

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

Uwaga: Rewizje liczone na podstawie danych niezaokrąglonych.

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

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

**Stopniowy wzrost popytu zewnętrznego i słabszy kurs euro powinny w horyzoncie projekcji korzystnie wpływać na eksport. Będą też rosnąć udziały w rynkach eksportowych.** Wzrost importu spoza strefy euro ma w analizowanym okresie stopniowo przyspieszać pod wpływem umacniania się łącznego popytu strefy euro. Nadwyżka na rachunku bieżącym powinna nieznacznie zmaleć i w 2017 r. wynieść 2,0% PKB.

**Oczekuje się, że sytuacja na rynku pracy w strefie euro w horyzoncie projekcji nadal będzie się poprawiać.** Zatrudnienie w 2014 r. nieprzerwanie rosło, a w I kw. 2015 r. jego wzrost jeszcze przyspieszył. Obecnie jest szybszy, niż wynikałoby z historycznych wskaźników elastyczności reakcji zatrudnienia na zmiany aktywności ogółem, co prawdopodobnie wiąże się z korzystnym oddziaływaniem umiarkowanej polityki płacowej oraz niedawnych reform rynku pracy. Szacuje się, że w analizowanym okresie liczba zatrudnionych znacznie wzrośnie, głównie pod wpływem ożywienia gospodarczego, a w niektórych krajach – także bodźców fiskalnych i przeprowadzonych reform rynku pracy. Liczba przepracowanych godzin na jednego pracownika według projekcji nieco się zwiększy, ale nadal pozostanie znacznie niższa niż przed kryzysem. Podaż siły roboczej ma w horyzoncie projekcji 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.

### Ramka 2

#### ZAŁOŻENIA TECHNICZNE DOTYCZĄCE STÓP PROCENTOWYCH, KURSÓW WALUTOWYCH I CEN SUROWCÓW

**Zmiany w założeniach technicznych w porównaniu z marcową rundą projekcji obejmują: znacznie wyższe dolarowe ceny ropy, deprecjację kursu euro oraz nieco wyższe długoterminowe stopy procentowe w strefie euro.**

**Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe; datą graniczną jest 12 maja 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 0,0% 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 1,3% w 2015 r., 1,7% w 2016 r. i 1,9% w 2017 r.<sup>1</sup> 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 r. nieco spadnie, 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 12 maja, przyjęto założenie, że cena ropy Brent spadnie z 98,9 USD/b w 2014 r. do 63,8 USD/b w 2015 r., po czym wzrośnie do 71,0 USD/b w 2016 r. i 73,1 USD/b w 2017 r. Założono także, że dolarowe ceny surowców nieenergetycznych w 2015 r. znacznie spadną, zaś w 2016 i 2017 r. wzrosną<sup>2</sup>. Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na poziomie równym średniej z ostatnich dwóch tygodni przed datą

graniczną 12 maja. Z założenia tego wynika kurs USD do EUR równy 1,12 przez cały okres objęty projekcjami.

#### Założenia techniczne

	Czerwiec 2015				Marzec 2015			Rewizje od marca 2015 <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
3-miesięczna stopa EURIBOR (stopa roczna)	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (stopa roczna)	2,0	1,3	1,7	1,9	1,2	1,4	1,6	0,1	0,3	0,3
Cena ropy naftowej (USD/b)	98,9	63,8	71,0	73,1	58,5	66,8	70,7	9,0	6,3	3,4
Ceny surowców nieenerget. w USD (zmiana proc. r/r)	-6,2	-13,6	2,9	4,9	-11,0	2,6	4,8	-2,6	0,3	0,0
Kurs USD/EUR	1,33	1,12	1,12	1,12	1,14	1,13	1,13	-1,8	-1,5	-1,5
Nominalny efektywny kurs euro (EER19) (zmiana proc. r/r)	0,6	-9,5	-0,2	0,0	-7,9	-0,2	0,0	-1,6	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 w horyzoncie projekcji pozostaje stała. 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 II 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 UE (w euro) stosowane do projekcji cen konsumpcyjnych żywności są prognozowane na podstawie modelu ekonometrycznego, który uwzględnia kształtowanie się międzynarodowych cen surowców żywnościowych.

**Stopa bezrobocia powinna się obniżyć, ale na tle danych historycznych jej poziom będzie nadal wysoki.** Przewiduje się, że liczba bezrobotnych w horyzoncie projekcji zmniejszy się o ok. 2,8 mln i dojdzie do poziomu najniższego od połowy 2009 r., choć i tak będzie o ok. 4,5 mln wyższa od najniższego punktu sprzed kryzysu. Spadek stopy bezrobocia jest odzwierciedleniem wzrostu zatrudnienia, częściowo (choć w stopniu znacznie mniejszym niż w przeszłości) zneutralizowanego przez dodatni wpływ wzrostu siły roboczej. Oczekuje się zatem, że stopa bezrobocia w horyzoncie projekcji zdecydowanie spadnie i w 2017 r. wyniesie 10,0%.

**W porównaniu z rundą marcową projekcje wzrostu pozostają zasadniczo niezmiennione.** Jedynie na 2017 r. wprowadzono nieznaczną rewizję w dół wzrostu realnego PKB w związku ze słabszą dynamiką inwestycji prywatnych.

### 3. CENY I KOSZTY

**Zgodnie z projekcjami średnia stopa inflacji HICP w 2015 r. wyniesie 0,3%, a następnie wzrośnie do 1,5% w 2016 r. oraz do 1,8% w 2017 r.** Oczekuje się, że wzrost inflacji w 2015 r. będzie wynikał ze składowej „energia” – w związku z dodatnim efektem bazy i założeniem wzrostu cen ropy naftowej, wynikającym z cen terminowych tego surowca – a także z deprecjacji euro od połowy 2014 r., zakładanego wzrostu cen surowców nieenergetycznych i rosnącej wewnętrznej presji cenowej związanej z ożywieniem gospodarczym. W 2016 i 2017 r. inflacja ogółem powinna w dalszym ciągu rosnać, gdyż: wewnętrzna presja cenowa ma się umacniać w wyniku równomiernego domykania się luki popytowej, a zewnętrzna – dalej rosnać, przede wszystkim wskutek opóźnionego oddziaływania deprecjacji euro.

**Ważnymi czynnikami wzrostu inflacji są ceny surowców i zmiany kursu walutowego.** Spadek cen surowców energetycznych i nieenergetycznych trwający prawie bez przerwy od dwóch lat oraz aprecjacja euro do pierwszych miesięcy 2014 r. były do tej pory źródłem silnej spadkowej presji na inflację HICP i to głównie one spowodowały niedawne gwałtowne obniżenie się inflacji do bardzo niskiego poziomu. Oczekuje się, że trendy cen zewnętrznych odwrócą się (ze spadkowych we wzrostowe) i do 2017 r. będą podtrzymywać wzrost inflacji. Źródłem wzrostowej presji cenowej powinien być zakładany dla całego horyzontu projekcji wzrost cen surowców energetycznych i nieenergetycznych, wynikający z krzywych terminowych. Do wzrostowego trendu inflacji będzie się także przyczyniać deprecjacja euro od połowy 2014 r. Jako że zmiany kursów walutowych wpływają na inflację ze znacznym opóźnieniem, oczekuje się, że niedawne wzrostowe tendencje cen zewnętrznych będą do końca horyzontu projekcji przyczyniać się do wzrostu inflacji. Przewiduje się jednak, że wzrostowy wpływ deprecjacji euro będzie słabszy niż w przeszłości – wskazują na to pewne badania, zgodnie z którymi stopień przekładania się zmian kursu walutowego na inflację w strefie euro zmniejsza się wraz z upływem czasu.

**Obecna poprawa sytuacji na rynku pracy powinna przełożyć się na mocniejszy wzrost wynagrodzeń.** Przewiduje się, że trwający wzrost zatrudnienia i spadek stopy bezrobocia będą przyczyniać się do stopniowego zwiększania się dynamiki przeciętnego wynagrodzenia: z 1,5% w 2014 r. do 2,3% w 2017 r.

**Wzrost wynagrodzeń jest osłabiany przez wiele czynników.** Należą do nich niewykorzystane możliwości produkcyjne rynku pracy i trwające dostosowanie konkurencyjności kosztowej w niektórych krajach strefy euro. Ponadto podczas obecnego ożywienia gospodarczego wzrost wynagrodzeń będzie prawdopodobnie osłabiany przez reformy strukturalne rynku pracy ukierunkowane na pobudzenie wzrostu zatrudnienia, które zostały przeprowadzone w czasie kryzysu w niektórych krajach strefy euro. Wprawdzie przewiduje się, że wzrost wynagrodzeń będzie niewielki, ale ograniczony ma być także spadkowy wpływ efektów drugiej rundy związanych z obniżeniem się cen ropy w poprzednim okresie. Wynika to z faktu, że systemy automatycznej indeksacji wynagrodzeń są stosowane głównie w razie wzrostu cen, a ponadto w niektórych krajach ich stosowanie zostało tymczasowo wstrzymane lub ograniczone.

**Przewiduje się, że wzrost jednostkowych kosztów pracy w fazie ożywienia gospodarczego będzie jedynie niewielki.** Presja kosztowa wynikająca ze wzrostu wynagrodzeń powinna zostać częściowo zneutralizowana przez cykliczne przyspieszenie wzrostu wydajności, które będzie trwać do 2017 r. W 2017 r. wzrost jednostkowych kosztów pracy ma osiągnąć 1,3%.

**Marże zysku mają według projekcji rosnać wraz z ożywieniem gospodarczym.** Ich odbicie w horyzoncie projekcji – po kilkuletnim okresie słabości – wynika stąd, że wzrost wydajności i umacnianie się aktywności gospodarczej powinny korzystnie wpływać na możliwość dyktowania cen przez przedsiębiorstwa. Oczekuje się jednak, że wzrost marż zysku w fazie ożywienia będzie w dalszym ciągu osłabiany przez reformy rynku produktów przeprowadzone w czasie kryzysu. Poza tym cykliczny wzrost tych marż może zostać opóźniony lub osłabiony – w porównaniu z trendami historycznymi – przez nasilenie się konkurencji na rynkach produktów – zarówno na globalnym, jak i wewnętrznym.

**Tabela 1** Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro<sup>1)</sup>

(zmiany rok do roku w proc.)

	Czerwiec 2015				Marzec 2015			Rewizje od marca 2015 <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Realny PKB <sup>3)</sup>	0,9	1,5	1,9	2,0	1,5	1,9	2,1	0,0	0,0	-0,1
		[1,2–1,8] <sup>4) 5)</sup>	[0,8–3,0] <sup>4) 5)</sup>	[0,7–3,3] <sup>4) 5)</sup>	[1,1–1,9] <sup>4)</sup>	[0,8–3,0] <sup>4)</sup>	[0,9–3,3] <sup>4)</sup>			
Spożycie prywatne	1,0	1,9	1,6	1,6	1,8	1,6	1,6	0,1	0,0	0,0
Spożycie publiczne	0,7	0,7	0,7	0,8	1,0	0,6	0,8	-0,3	0,2	0,0
Nakłady brutto na środki trwałe	1,2	1,9	3,5	3,9	1,7	4,1	4,6	0,1	-0,6	-0,7
Eksport <sup>6)</sup>	3,8	4,2	5,4	5,6	4,1	5,1	5,5	0,1	0,2	0,1
Import <sup>6)</sup>	4,1	4,8	5,8	5,9	4,3	5,5	5,8	0,5	0,3	0,1
Zatrudnienie	0,6	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0
Stopa bezrobocia (jako procent siły roboczej)	11,6	11,1	10,6	10,0	11,1	10,5	9,9	0,0	0,1	0,0
HICP	0,4	0,3	1,5	1,8	0,0	1,5	1,8	0,3	0,0	-0,1
		[0,2–0,4] <sup>4)</sup>	[0,9–2,1] <sup>4)</sup>	[1,0–2,6] <sup>4)</sup>	[-0,3–0,3] <sup>4)</sup>	[0,8–2,2] <sup>4)</sup>	[1,0–2,6] <sup>4)</sup>			
HICP z wyłączeniem energii	0,7	0,9	1,4	1,7	0,8	1,4	1,8	0,0	-0,1	0,0
HICP z wyłączeniem energii i żywności	0,8	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,0	0,0
HICP z wyłączeniem energii, żywności i zmian podatków pośrednich <sup>7)</sup>	0,7	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,1	0,0
Jednostkowe koszty pracy	1,2	0,8	0,7	1,3	1,1	1,0	1,2	-0,3	-0,3	0,1
Przeciętne wynagrodzenie	1,5	1,4	1,7	2,3	1,7	2,0	2,3	-0,3	-0,3	0,0
Wydajność pracy	0,3	0,6	1,0	1,0	0,6	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1
Saldo sektora finansów publicznych (jako procent PKB)	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	-2,3	-1,9	-1,5	0,2	0,1	0,1
Saldo strukturalne budżetu (jako procent PKB) <sup>8)</sup>	-1,8	-1,7	-1,7	-1,4	-1,8	-1,7	-1,7	0,1	0,1	0,3
Dług SFP brutto (jako procent PKB)	92,0	91,5	90,2	88,4	91,4	89,8	87,9	0,1	0,4	0,6
Saldo na rachunku bieżącym (jako procent PKB)	2,2	2,1	2,0	2,0	2,7	2,5	2,4	-0,6	-0,4	-0,4

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 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) Przedziały wzrostu realnego PKB na 2015, 2016 i 2017 r. zostały skorygowane w stosunku do pierwszej opublikowanej wersji projekcji z dnia 3 czerwca 2015 r.

6) Z uwzględnieniem wymiany handlowej w obrębie strefy euro.

7) 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.

8) 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 r. oraz ramka „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” w *Biuletynie Miesięcznym EBC* z września 2014 r.



**W porównaniu z rundą marcową projekcję inflacji HICP na 2015 r. zrewidowano w górę, zaś projekcje na 2016 i 2017 r. pozostały zasadniczo niezmienione.** Rewizja projekcji na 2015 r. wynika ze wzrostowego wpływu niedawnego odbicia cen ropy w euro – wyższego, niż zakładano w marcu.

#### 4. PERSPEKTYWY FISKALNE

**Przewiduje się, że nastawienie polityki fiskalnej (mierzone jako zmiana salda pierwotnego skorygowanego cyklicznie) w horyzoncie projekcji będzie ogólnie neutralne.** Jest to odzwierciedleniem umiarkowanego – w porównaniu z trendem dynamiki nominalnego PKB – wzrostu wydatków publicznych, którego wpływ w niektórych krajach ma zostać zasadniczo zneutralizowany przez cięcia podatków. Dodatni wpływ automatycznych stabilizatorów fiskalnych na popyt wewnętrzny będzie z czasem słabnąc, w miarę ożywiania się gospodarki<sup>2</sup>.

**Wskaźniki deficytu i długu publicznego mają w horyzoncie projekcji maleć.** Obniżenie się wskaźnika deficytu sektora finansów publicznych do PKB wynika z dwóch czynników: związanej z cyklem koniunkturalnym poprawy sytuacji gospodarczej w strefie euro oraz spadku płatności odsetkowych. Natomiast strukturalne saldo pierwotne budżetu – w związku z zasadniczo neutralną polityką fiskalną – w horyzoncie projekcji powinno pozostać *de facto* niezmienione. Wskaźnik długu publicznego do PKB według przewidywań osiągnął maksimum w 2014 r. i do końca analizowanego okresu będzie się obniżać w związku z poprawą salda budżetowego, umacnianiem się wzrostu gospodarczego i niskim poziomem stóp procentowych.

**W porównaniu z marcową rundą projekcji saldo sektora finansów publicznych kształtuje się nieco korzystniej, natomiast perspektywy zadłużenia tego sektora nieznacznie się pogorszyły.** Niewielka poprawa salda wynika głównie z dalszego spadku kosztów długu państwowego. Perspektywy zadłużenia zrewidowano w górę, głównie w wyniku zmniejszenia się wartości w mianowniku, czyli nominalnego PKB.

#### Ramka 3

##### ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

**Prognozowanie w znacznym stopniu opiera 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 tymi projekcjami. W tej ramce omówiono niepewność co do kształtowania się cen ropy naftowej i kursu walutowego oraz wrażliwość projekcji względem tych zmiennych.

##### 1) Alternatywny przebieg cen ropy

**Z modeli przedstawiających alternatywny przebieg cen ropy wynika nieco wyższy poziom cen tego surowca na 2017 r.** W założeniach technicznych przyjęto, że w horyzoncie projekcji ceny ropy będą rosły (zob. ramka 2). Taka ścieżka jest spójna ze wzrostem światowego popytu na ropę w miarę przyspieszania ożywienia gospodarczego na świecie oraz z niewielkim obniżeniem się podaży tego surowca w wyniku niedoinwestowania i spadku mocy wydobywczych w niektórych krajach produkujących ropę. Do prognozowania cen ropy w horyzoncie projekcji eksperci Eurosystemu stosują kilka alternatywnych modeli: (i) model oparty na cenach terminowych skorygowanych o ryzyko – model

<sup>2</sup> W założeniach fiskalnych uwzględniono informacje zawarte w ustawach budżetowych na 2015 r. oraz w średniookresowych planach budżetowych i zaktualizowanych programach stabilności dostępnych na dzień 20 maja 2015 r. 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.

statystyczny, w którym błąd prognozy opartej na cenach terminowych jest korygowany przez dostosowanie zmiennej w czasie premii za ryzyko powiązanej z aktywnością gospodarczą w Stanach Zjednoczonych; (ii) bayesowski model wartości narażonej na ryzyko (BVAR) – model empiryczny oparty na danych fundamentalnych dotyczących ropy (wydobycia i zapasów) oraz aktywności na świecie; (iii) dynamiczny stochastyczny model równowagi ogólnej (model DSGE) – model teoretyczny uwzględniający długoterminową dynamikę rynku ropy<sup>1</sup>. Średnia (o równych wagach) projekcji cen ropy wyprowadzonych z tych trzech modeli oraz cen wynikających z rynków terminowych według projekcji bazowej wskazuje obecnie, że w 2015 i 2016 r. ceny tego surowca będą nieco niższe niż w scenariuszu bazowym, natomiast na 2017 r. z tej kombinacji modeli wynika nieco szybszy wzrost cen ropy, spójny ze spadkiem mocy wydobywczych w niektórych krajach. Wpływ tego alternatywnego scenariusza na dynamikę realnego PKB i inflację w 2015 i 2016 r. jest bardzo mały, natomiast na 2017 r. oznacza minimalnie niższy wzrost i nieco wyższą inflację HICP (+0,1 pkt proc.).

## 2) Alternatywny przebieg kursu walutowego

**W związku z oczekiwaną rozbieżnością nastawienia polityki pieniężnej między strefą euro a Stanami Zjednoczonymi może dojść do dalszej deprecjacji euro.** Z takiego scenariusza wynika dłuższy okres niskich stóp procentowych w strefie euro i szybsza normalizacja polityki pieniężnej (podwyżki stóp) w Stanach. Alternatywny przebieg kursu euro (oznaczający dalszą deprecjację) wyprowadzono z 25. percentyla rozkładu gęstości kursu USD/EUR wynikającego z kwotowań opcji na dzień 12 maja 2015 r., przy założeniu neutralności względem ryzyka. Z takiego przebiegu wynika stopniowa deprecjacja euro wobec dolara do 1,03 w 2017 r., czyli 8,2% poniżej 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 zmiany kursu efektywnego z elastycznością ok. 52%. W rezultacie efektywny kurs euro stopniowo odbiega w dół od poziomu przyjętego w scenariuszu bazowym i w 2017 r. wypada 4,3% poniżej tego poziomu. W tym scenariuszu różne modele makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu wskazują na wyższy wzrost realnego PKB (o 0,1–0,3 pkt proc.) oraz wyższą inflację HICP (o 0,1–0,4 pkt proc.) w 2015, 2016 i 2017 r.

1 Zob. Manescu, C. i Van Robays, I., „Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance”, *Working Paper Series*, nr 1735, EBC, 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, 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 jest zbliżona do prognoz punktowych z czerwcowych projekcji ekspertów Eurosystemu 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 Eurosystemu	Czerwiec 2015	1,5	1,9	2,0	0,3	1,5	1,8
		[1,2–1,8] <sup>1)</sup>	[0,8–3,0] <sup>1)</sup>	[0,7–3,3] <sup>1)</sup>	[0,2–0,4]	[0,9–2,1]	[1,0–2,6]
Komisja Europejska	Maj 2015	1,5	1,9	–	0,1	1,5	–
Euro Zone Barometer	Maj 2015	1,5	1,9	1,6	0,1	1,2	1,6
Consensus Economics Forecasts	Maj 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,2	1,5
Survey of Professional Forecasters	Maj 2015	1,4	1,7	1,8	0,1	1,2	1,6
MFW	Kwiecień 2015	1,5	1,6	–	0,1	1,0	–

Źródła: Komisja Europejska: European Economic Forecast, wiosna 2015; 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.

1) W projekcjach ekspertów Eurosystemu przedziały wzrostu realnego PKB na 2015, 2016 i 2017 r. zostały skorygowane w stosunku do pierwszej opublikowanej wersji projekcji z dnia 3 czerwca 2015 r.

© 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.