



Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC dla strefy euro¹ Marzec 2016

1 Perspektywy strefy euro: zarys i najważniejsze czynniki

Oczekuje się, że ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie postępować, choć jego tempo ma być niższe, niż podawano we wcześniejszych projekcjach. Spowolnienie ożywienia jest odzwierciedleniem osłabiania się wzrostu gospodarczego na świecie i umacniania się efektywnego kursu euro. Dynamika realnego PKB w ujęciu średniorocznym ma według projekcji wzrosnąć w 2016 o 1,4%, w 2017 o 1,7%, zaś w 2018 o 1,8%. Po dalszych gwałtownych spadkach cen ropy projekcja inflacji HICP została zrewidowana w dół: na 2016 do 0,1%, a na 2017 – bardziej umiarkowanie – do 1,3%. Na rok 2018 przewiduje się wzrost inflacji do 1,6%.

Krótkoterminowe perspektywy wzrostu realnego PKB nieco się osłabiły wraz ze wzmocnieniem się w ostatnim czasie czynników antywzrostowych. Czynniki te dotyczą niekorzystnego rozwoju aktywności gospodarczej na świecie, zwłaszcza w gospodarkach wschodzących, umocnienia się efektywnego kursu euro i wzrostu niepewności, którego przejawem jest zwiększona zmienność na rynkach finansowych. Biorąc pod uwagę, że w styczniu i lutym obniżyły się także wskaźniki zaufania przedsiębiorców i konsumentów, krótkoterminowe perspektywy realnego wzrostu PKB pogorszyły się od czasu opublikowania projekcji grudniowych.

Niemniej jednak oczekuje się, że szereg czynników będzie podtrzymywał dalsze ożywienie gospodarcze. Łagodne nastawienie polityki pieniężnej EBC, wzmocnione jeszcze w grudniu 2015 zapowiedzią wprowadzenia dodatkowych środków polityki pieniężnej, nadal przekłada się na gospodarkę. Kolejne gwałtowne spadki cen ropy naftowej w ostatnim czasie i dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy powinny w 2016 korzystnie wpływać na spożycie prywatne. Ożywienie gospodarcze na świecie ma przyczynić się do stopniowego wzrostu inwestycji, m.in. przez działanie akceleratora. Pewne poluzowanie polityki fiskalnej, wynikające m.in. z napływu uchodźców, powinno sprzyjać wzrostowi popytu wewnętrznego.

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. Datą graniczną dla założeń technicznych, np. cen ropy i kursów walutowych (zob. ramka 2), był 15 lutego 2016, zaś dla pozostałych informacji – 25 lutego 2016. Obecna runda projekcji makroekonomicznych obejmuje lata 2016–2018. Projekcje o tak długim horyzoncie czasowym 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 z maja 2013.

Oczekuje się, że ścieżka inflacji ogółem w horyzoncie projekcji będzie kształtować się w znacznej mierze pod wpływem inflacji cen energii. Biorąc pod uwagę gwałtowne spadki cen ropy w ostatnich miesiącach, przewiduje się, że inflacja cen energii w 2016 pozostanie ujemna, natomiast w 2017 powinna powrócić do wartości dodatnich w wyniku mocnego dodatniego efektu bazy i zakładanych podwyżek cen ropy naftowej uwzględnionych w krzywej terminowej cen tego surowca. Jednocześnie w nadchodzących latach inflacja HICP z wyłączeniem cen żywności i energii powinna stopniowo rosnąć, w miarę jak poprawa sytuacji na rynku pracy i zmniejszanie się stopnia niewykorzystania możliwości produkcyjnych w gospodarce będą przekładać się na wzrost płac i marż zysku. Odbiciu inflacji HICP z wyłączeniem cen żywności i energii powinny ponadto sprzyjać: opóźniony wpływ silnej deprecjacji euro z poprzedniego okresu, pośrednie oddziaływanie zakładanego wzrostu cen energii i surowców nieenergetycznych oraz ustępowanie spadkowego oddziaływania wcześniejszych spadków tych cen.

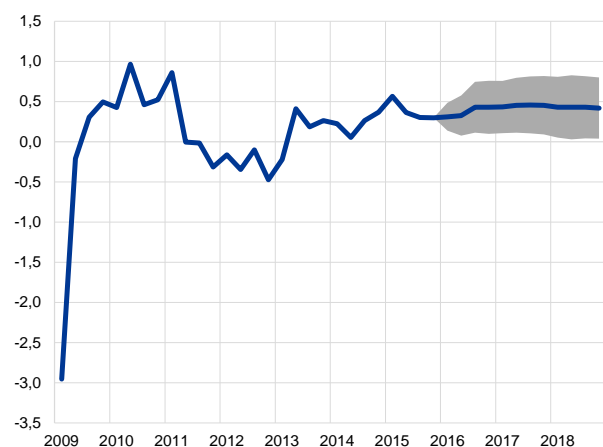
Wykres 1

Projekcje makroekonomiczne¹⁾

(dane kwartalne)

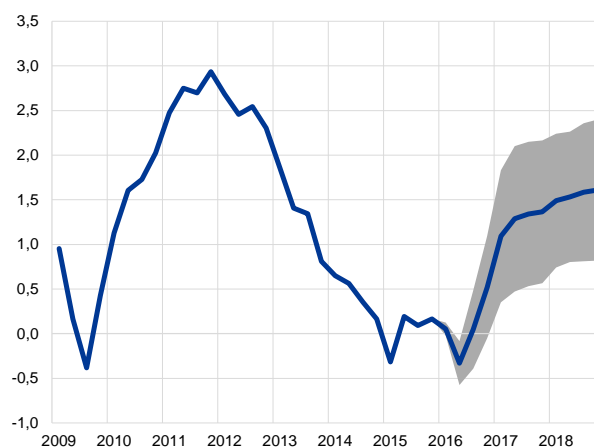
Realny PKB strefy euro²⁾

(zmiany kwartał do kwartału w proc.)



Inflacja HICP w strefie euro

(zmiany 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.

2

Gospodarka realna

Oczekuje się, że ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie postępować, choć wolniej, niż podano we wcześniejszych projekcjach. W ostatnim kwartale 2015 tempo wzrostu realnego PKB utrzymało się na umiarkowanym poziomie i w porównaniu z poprzednim kwartałem wyniosło 0,3%. Wskaźniki nastrojów konsumentów i przedsiębiorców w ostatnim czasie spadły, ale nadal wskazują na umiarkowany wzrost aktywności gospodarczej w pierwszej połowie 2016.

Oczekuje się, że niskie ceny ropy w 2016 powinny wywierać bardzo korzystny wpływ na spożycie prywatne. Zakłada się, że średnia dolarowa cena ropy naftowej w 2016 wyniesie 34,9 USD za baryłkę, czyli 33% mniej, niż przyjęto w projekcjach grudniowych (zob. ramka 1). Nominalne dochody do dyspozycji w horyzoncie projekcji powinny rosnąć, podtrzymywane przez stabilny wzrost zatrudnienia i zwiększanie się dynamiki przeciętnego wynagrodzenia nominalnego; kontrybucja innych dochodów prywatnych także będzie dodatnia. Wzrost realnych dochodów do dyspozycji ma zwolnić w 2017 wraz z przewidywanym odbiciem inflacji cen energii. W całym horyzoncie projekcji korzystny wpływ na spożycie prywatne powinny mieć niskie koszty finansowania i umiarkowany wzrost wartości netto gospodarstw domowych – oba te czynniki będą wzmocnione przez przyjęty właśnie przez EBC pakiet środków polityki pieniężnej. Ogólnie roczna dynamika spożycia prywatnego ma według projekcji wzrosnąć z 1,6% w 2015 do 1,9% w 2016, a następnie osłabić się do 1,8% w 2017 i 1,6% w 2018.

Ramka 1

Założenia techniczne dotyczące stóp procentowych, kursów walutowych i cen surowców

Główne zmiany w założeniach technicznych w porównaniu z projekcjami z grudnia są następujące: znacznie niższe dolarowe ceny ropy, aprecjacja efektywnego kursu euro o 5% oraz niższe krótko- i długoterminowe rynkowe stopy procentowe w strefie euro.

Założenia techniczne

	Marzec 2016				Grudzień 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
3-miesięczna stopa EURIBOR (stopa roczna)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (stopa roczna)	1,2	1,2	1,4	1,7	1,2	1,4	1,7
Cena ropy naftowej (USD/b)	52,5	34,9	41,2	44,9	53,8	52,2	57,5
Ceny surowców nieenerget. w USD (zmiana proc. r/r)	-19,9	-14,8	3,0	4,7	-18,7	-5,2	4,1
Kurs USD/EUR	1,11	1,11	1,12	1,12	1,11	1,09	1,09
Nominalny efektywny kurs euro (EER38) (zmiana proc. r/r)	-7,1	4,8	0,2	0,0	-7,1	0,1	0,0

Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe; datą graniczną jest 15 lutego 2016. Stopy krótkoterminowe odnoszą się do 3-miesięcznej stawki EURIBOR, a oczekiwania rynkowe są wyprowadzane ze stóp terminowych. Z metodologii tej wynika średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych równy -0,3% w 2016 i 2017 oraz -0,2% w 2018. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro wynikająca z oczekiwań rynkowych wynosi średnio 1,2% w 2016, 1,4% w 2017 i 1,7%

w 2018². 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 roku 2016 nieznacznie spadnie, w 2017 będzie ogólnie stabilne, a w 2018 nieco wzrośnie. W kwestii cen surowców, na podstawie tendencji obserwowanej na rynkach terminowych w okresie dwóch tygodni przed datą graniczną (15 lutego), przyjęto założenie, że cena ropy Brent spadnie z 52,5 USD w 2015 do 34,9 USD w 2016, po czym wzrośnie do 41,2 USD w 2017 i 44,9 USD w 2018, czyli będzie o 17 USD niższa w 2016 i o 16 USD niższa w 2017, niż w projekcjach grudniowych. Przyjęto także, że dolarowe ceny surowców nieenergetycznych w roku 2016 znacznie spadną, zaś w latach 2017 i 2018 nieco wzrosną³. Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na poziomie równym średniej z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (15 lutego). Z założenia tego wynika kurs USD do EUR wynoszący 1,11 w 2016 oraz 1,12 w 2017 i 2018, wobec 1,09 w projekcjach grudniowych. Zakłada się, że efektywny kurs euro (wobec 38 partnerów handlowych) w horyzoncie projekcji wzrośnie o 5%.

W odniesieniu do stopy oszczędności gospodarstw domowych przewiduje się, że jej głównym czynnikiem będzie wyrównywanie się poziomu spożycia pod wpływem zmian cen ropy. Oczekuje się, że w 2016 stopa oszczędności będzie rosła w miarę stopniowego przekładania się wzrostu dochodów realnych związanego ze spadkami cen ropy na spożycie prywatne. Efekt ten powinien częściowo ustąpić w 2017. W dalszej części horyzontu projekcji stopa oszczędności ma pozostać bez zmian. To generalne spłaszczenie krzywej stopy oszczędności odzwierciedla przeciwstawne zmiany sytuacji gospodarczej w krajach strefy euro. W części z nich wciąż wysokie bezrobocie, podwyższony poziom zadłużenia brutto i wpływ bardzo niskich stóp procentowych na oszczędności emerytalne będą w pewnym stopniu oddziaływać w kierunku wzrostu oszczędności. W innych krajach dominować będą czynniki oddziałujące w kierunku spadku oszczędności. Po pierwsze, stopniowy spadek bezrobocia powinien spowodować obniżenie się oszczędności przezornościowych, co pozwoli gospodarstwom domowym na dokonywanie większych zakupów, z którymi dotąd zwlekały. Po drugie, bardzo niskie stopy procentowe zwykle zniechęcają do oszczędzania (przez efekt substytucyjny międzyokresowej).

Inwestycje mieszkaniowe w strefie euro według projekcji przyspieszą, choć z bardzo niskiego poziomu. Oczekuje się, że ożywieniu inwestycji mieszkaniowych

² 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.

³ Założenia dotyczące cen ropy i surowców żywnościowych do końca horyzontu projekcji opierają się na cenach kontraktów terminowych. W odniesieniu do innych nieenergetycznych surowców mineralnych zakłada się, że do I kw. 2017 ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami terminowymi, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

będą sprzyjać trwały wzrost realnych dochodów do dyspozycji i bardzo niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych. Ponadto w części krajów zakończyły się korekty na rynku mieszkaniowym i poprawiły się perspektywy cen nieruchomości. Niemniej jednak w wielu krajach wskutek wysokiego zadłużenia gospodarstw domowych prawdopodobnie nie dojdzie do silnego wzrostu inwestycji mieszkaniowych. W sumie, biorąc pod uwagę, że ożywienie ma być umiarkowane, w 2018 inwestycje mieszkaniowe prawdopodobnie będą jeszcze o około 20% niższe niż rekordowy poziom odnotowany w 2007 roku.

W inwestycjach przedsiębiorstw spodziewane jest niewielkie ożywienie.

W najbliższej przyszłości na ich perspektywy będą prawdopodobnie niekorzystnie wpływać niedawna zmienność obserwowana na rynkach finansowych i osłabienie tempa wzrostu gospodarek wschodzących. Potem jednak różne czynniki powinny sprzyjać inwestycjom: bardzo łagodne nastawienie polityki pieniężnej, działanie akceleratora w kontekście przewidywanego wzmocnienia się popytu, potrzeba modernizacji majątku produkcyjnego po latach niskich nakładów, ekspansywne środki fiskalne zastosowane w niektórych krajach oraz wzrost marż zysku w zasobnym w gotówkę sektorze przedsiębiorstw. Ponadto presja wynikająca z ograniczania dźwigni finansowej przez przedsiębiorstwa w strefie euro nie powinna w horyzoncie projekcji hamować inwestycji tak mocno jak dotychczas: relacja zadłużenia do kapitału własnego bardzo zmalała w porównaniu z rekordowymi wartościami z czasów kryzysu finansowego i utrzymuje się znacznie poniżej średnich historycznych. Niemniej jednak ożywienie inwestycji przedsiębiorstw będzie hamowane przez istniejące jeszcze zatory finansowe i wysoki poziom zadłużenia w niektórych krajach, a także przez spodziewany niższy wzrost produktu potencjalnego.

Eksportowi poza strefę euro powinny sprzyjać ożywienie popytu zewnętrznego strefy euro (zob. ramka 2) i opóźnione oddziaływanie wcześniejszej deprecjacji euro. Dynamika eksportu poza strefę euro, po niedawnym osłabieniu, ma w 2016 powoli odbijać, a następnie jeszcze przyspieszyć i rosnać nieco szybciej niż popyt zewnętrzny. Udziały w rynku eksportu powinny w horyzoncie projekcji nieznacznie wzrosnąć pod wpływem opóźnionego oddziaływania wcześniejszej poprawy konkurencyjności. Motorem wzrostu importu spoza strefy euro ma być popyt wewnętrzny, który powinien rosnać nieco szybciej niż eksport poza strefę euro. W konsekwencji oczekuje się spadku nadwyżki na rachunku bieżącym z 3,0% PKB w 2015 i 2016 do 2,5% w 2018.

Podsumowując, oczekuje się, że realny PKB wzrośnie w 2016 o 1,4%, w 2017 o 1,7%, zaś w 2018 o 1,8%.

Ramka 2

Otoczenie międzynarodowe

Zmiany sytuacji gospodarczej zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących okazały się słabsze, niż oczekiwano pod koniec 2015, co potwierdza, że dynamika wzrostu na świecie jest nadal krucha. Oczekuje się, że światowa aktywność gospodarcza, po wyhamowaniu na przełomie roku, będzie stopniowo rosła, w umiarkowanym tempie. Jej motorem będą wciąż solidne perspektywy wzrostu w większości gospodarek rozwiniętych oraz oczekiwane stopniowe ustępowanie głębokiej recesji w części dużych gospodarek wschodzących. Korzystny wpływ na perspektywy gospodarek rozwiniętych powinny wywierać sprzyjające warunki finansowania i poprawa sytuacji na rynku pracy. Na lepsze perspektywy w niektórych kluczowych gospodarkach rozwiniętych może też wskazywać podwyższony poziom wskaźników nastrojów konsumenckich. Natomiast w gospodarkach wschodzących perspektywy średniookresowe pozostają niepewne. W Chinach występuje trend spowolnienia gospodarczego, który niekorzystnie wpływa także na inne gospodarki wschodzące, zwłaszcza azjatyckie. Ponadto eksporterzy surowców muszą kontynuować dostosowanie makroekonomiczne w związku z niższymi cenami surowców. Co więcej, gospodarki te będą wkrótce funkcjonować przy trudniejszych warunkach finansowania zewnętrznego, wynikających z normalizacji polityki pieniężnej w USA, wyższej niepewności politycznej i zwiększonych napięć geopolitycznych.

Handel światowy w ostatnim okresie rozczarował i oczekuje się, że w horyzoncie projekcji będzie rosł w powolnym tempie. Dynamika importu światowego i popytu zewnętrznego strefy euro w relacji do PKB na świecie będzie w horyzoncie projekcji dość słaba. Dynamika popytu zewnętrznego strefy euro powinna wzrosnąć z 0,4% w 2015 do 2,2% w 2016, 3,8% w 2017 i 4,1% w 2018. Tymczasem w latach 1999–2007 roczne stopy wzrostu były rzędu 7,7%.

Otoczenie międzynarodowe

(zmiany rok do roku w proc.)

	Marzec 2016				Grudzień 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Realny PKB na świecie (bez strefy euro)	3,1	3,2	3,8	3,9	3,1	3,6	3,9
Handel światowy (bez strefy euro) ¹⁾	0,7	2,2	3,8	4,1	0,5	2,9	3,8
Popyt zewnętrzny strefy euro ²⁾	0,4	2,2	3,8	4,1	-0,1	2,7	3,8

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

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

W porównaniu z projekcjami opublikowanymi w grudniu aktywność gospodarcza na świecie została zrewidowana w dół, zwłaszcza na rok 2016. Również projekcja popytu zewnętrznego strefy euro na 2016 została znacząco zrewidowana w dół.

W związku z oczekiwaniem, że faktyczny wzrost PKB będzie zdecydowanie powyżej potencjału, luka PKB w horyzoncie projekcji powinna się systematycznie zmniejszać. Według szacunków wzrost produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji zwiększy się nieznacznie, do nieco powyżej 1%, czyli będzie wyraźnie niższy niż przed kryzysem.

Warunki na rynku pracy strefy euro powinny się nadal poprawiać. Przewiduje się dalszy wzrost zatrudnienia w horyzoncie projekcji, choć nieco wolniejszy niż wcześniej oczekiwano, głównie z uwagi na malejącą skalę ożywienia gospodarczego. Za czynniki sprzyjające wzrostowi zatrudnienia w horyzoncie projekcji uważa się umiarkowaną politykę płacową i wcześniejsze reformy rynku pracy. Oczekuje się, że siła robocza w horyzoncie projekcji mocno wzrośnie, co będzie odbiciem nieprzerwanego napływu uchodźców i zanikania czynników zniechęcających do szukania pracy. Stopa bezrobocia, która w styczniu 2016 spadła do 10,3%, powinna dalej się obniżać.

W porównaniu z poprzednią rundą projekcji perspektywy wzrostu realnego PKB zostały zrewidowane w dół. Rewizja wynika głównie z niekorzystnego wpływu, jaki na wzrost eksportu mają niższy popyt zewnętrzny strefy euro i mocniejszy kurs euro, a w krótkim okresie także oddziaływanie podwyższonej zmienności na rynkach finansowych i słabszych wskaźników nastrojów. Łącznie te niekorzystne czynniki mogą z naddatkiem zrównoważyć korzystny wpływ niższych cen ropy i wprowadzonych niedawno dodatkowych środków polityki pieniężnej na popyt wewnętrzny.

3

Ceny i koszty

Zgodnie z szybkimi szacunkami Eurostatu (opublikowanymi po dacie granicznej dla tej rundy projekcji) w lutym 2016 inflacja HICP wyniosła -0,2%, czyli o 0,3 punktu procentowego mniej niż w listopadzie 2015; spadek wystąpił we wszystkich głównych składowych. Oczekuje się, że inflację ogółem będzie nadal mocno osłabiać znacząca ujemna kontrybucja składowej „energia” (0,8 pkt proc.) związana z gwałtownym spadkiem cen ropy naftowej; średni poziom inflacji ogółem ma w 2016 wynieść 0,1%. Inflacja HICP z wyłączeniem cen żywności i energii w 2016 według projekcji nieco wzrośnie – do 1,1% (z 0,8% w 2015), jednak będzie nadal niska z powodu pośredniego oddziaływania niskich cen ropy naftowej, niedawnej aprecjacji efektywnego kursu euro i wciąż niepełnego wykorzystania mocy produkcyjnych w gospodarce.

Za przewidywane silne odbicie inflacji HICP w 2017 – do 1,3% – odpowiada w znacznej mierze efekt bazy wynikający z cen surowców. Gdy w porównaniach rok do roku przestaną być uwzględniane gwałtowne spadki cen ropy naftowej i energii, wystąpi dodatni efekt bazy, który w połączeniu z zakładanym wzrostem cen surowców ma w 2017 doprowadzić do silniejszej presji zewnętrznej na ceny.

Wzrost płac na razie jest niewielki, ale w horyzoncie projekcji powinien się stopniowo wzmacniać. Dotychczas dynamikę płac ograniczały wysokie bezrobocie i niski wzrost wydajności, ale w horyzoncie projekcji stały wzrost zatrudnienia powinien prowadzić do zmniejszenia się niewykorzystanych możliwości produkcyjnych rynku pracy. Wzrostowi płac ma także sprzyjać przewidywany wzrost inflacji, zwłaszcza pod koniec horyzontu projekcji. Oczekuje się jednak, że tempo

wzrostu płac pozostanie ograniczone, również w związku z nadal słabym wzrostem wydajności.

Trwające ożywienie gospodarcze i niższe ceny ropy powinny korzystnie wpływać na marżę zysku. Dalsza poprawa popytu wewnętrznego i zmniejszający się stopień niewykorzystania możliwości produkcyjnych przewidywane na nadchodzące lata powinny zapewnić przedsiębiorstwom większą możliwość dyktowania cen, co będzie korzystne dla marż zysku. Kolejnym sprzyjającym czynnikiem będą ponadplanowe zyski wynikające z niższych cen ropy naftowej w 2016 roku.

Na rok 2018 oczekuje się dalszego wzrostu inflacji HICP – do 1,6% – w związku ze zwiększaniem się wewnętrznej presji cenowej.

W porównaniu z projekcjami grudniowymi prognozy inflacji HICP zostały zrewidowane w dół, zwłaszcza na rok 2016. Rewizja ta wynika przede wszystkim ze znacznego osłabienia się zewnętrznej presji cenowej, związanego w szczególności ze znacznie niższymi od zakładanych cenami ropy i nieco silniejszym, niż zakładano, efektywnym kursem euro. Dodatkowym czynnikiem jest bardziej umiarkowana – w porównaniu z wcześniejszą projekcją – dynamika płac.

4 Perspektywy fiskalne

Oczekuje się, że do roku 2017 nastawienie polityki fiskalnej będzie ekspansywne, a w 2018 stanie się bardziej neutralne. Nastawienie to jest mierzone jako zmiana salda pierwotnego skorygowanego o zmiany cykliczne, po odjęciu pomocy publicznej dla sektora finansowego. Ekspansywne nastawienie polityki fiskalnej w okresie do 2017 wynika głównie z cięć podatków bezpośrednich w niektórych krajach oraz wydatków dotyczących uchodźców.

Przewiduje się, że w horyzoncie projekcji deficyt sektora finansów publicznych ustabilizuje się na poziomie około 2% PKB, zaś wskaźnik długu publicznego do PKB nieznacznie spadnie. Pozytywna kontrybucja składowej cyklicznej i spadek płatności odsetkowych w saldzie finansów publicznych będą równoważone, zwłaszcza w 2016, przez łagodzenie nastawienia polityki fiskalnej. W świetle projekcji ożywienia gospodarczego i założenia niskich stóp procentowych stopniowemu ograniczaniu długu publicznego w okresie do 2018 ma sprzyjać głównie korzystna różnica między stopą wzrostu a stopą procentową. Pozytywny wpływ na projekcję ścieżki zadłużenia powinny mieć także niewielkie nadwyżki pierwotne.

W porównaniu z projekcjami z grudnia perspektywy fiskalne nieco się pogorszyły. Saldo sektora finansów publicznych na rok 2015 zostało skorygowane nieznacznie w dół z uwagi na wpływ niższego nominalnego wzrostu PKB; odpowiednio zrewidowano też projekcje na lata 2016–2017. Zgodnie z projekcjami wskaźnik długu publicznego do PKB w horyzoncie projekcji będzie wyższy,

w związku z nieco niższą nadwyżką pierwotną oraz – zwłaszcza w latach 2015–2016 – mniej korzystną różnicą między stopą wzrostu a stopą procentową, wynikającą ze zrewidowania w dół inflacji i wzrostu nominalnego PKB.

Tabela 1
Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro¹⁾

(zmiany rok do roku w proc.)

	Marzec 2016				Grudzień 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Realny PKB ¹⁾	1,5	1,4	1,7	1,8	1,5	1,7	1,9
		[1,0 – 1,8] ²⁾	[0,7 – 2,7] ²⁾	[0,6 – 3,0] ²⁾	[1,4 – 1,6] ²⁾	[1,1 – 2,3] ²⁾	[0,9 – 2,9] ²⁾
Spożycie prywatne	1,6	1,9	1,8	1,6	1,6	1,9	1,7
Spożycie publiczne	1,4	1,5	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0
Nakłady brutto na środki trwałe	2,5	2,7	3,6	3,3	2,3	2,8	3,8
Eksport ³⁾	4,8	3,0	4,3	4,6	4,8	4,0	4,8
Import ³⁾	5,4	4,6	5,3	5,1	5,3	4,8	5,3
Zatrudnienie	1,1	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Stopa bezrobocia (jako procent siły roboczej)	10,9	10,4	10,2	9,9	11,0	10,5	10,1
HICP	0,0	0,1	1,3	1,6	0,1	1,0	1,6
		[-0,2 – 0,4] ²⁾	[0,6 – 2,0] ²⁾	[0,8 – 2,4] ²⁾	[0,1 – 0,1] ²⁾	[0,5 – 1,5] ²⁾	[0,9 – 2,3] ²⁾
HICP z wyłączeniem energii	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,3	1,5
HICP z wyłączeniem energii i żywności	0,8	1,1	1,3	1,6	0,9	1,3	1,6
HICP z wyłączeniem energii, żywności i zmian podatków pośrednich ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,3	1,6
Jednostkowe koszty pracy	0,9	1,1	0,9	1,2	0,9	0,9	1,2
Przeciętne wynagrodzenie	1,3	1,5	1,9	2,1	1,4	1,5	2,1
Wydajność pracy	0,4	0,4	0,9	0,9	0,5	0,7	0,9
Saldo sektora finansów publicznych (jako procent PKB)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8
Saldo strukturalne budżetu (jako procent PKB) ⁵⁾	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-1,9
Dług SFP brutto (jako procent PKB)	91,1	90,8	90,0	89,2	91,1	90,1	88,9
Saldo na rachunku bieżącym (jako procent PKB)	3,0	3,0	2,6	2,5	3,0	2,9	2,7

1) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych.

2) 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.

3) Z uwzględnieniem wymiany handlowej w obrębie strefy euro.

4) 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.

5) Obliczone jako saldo sektora finansów publicznych skorygowane o zmiany przejściowe związane z cyklem koniunkturalnym oraz środki tymczasowe zastosowane przez rząd (metoda ESBC – zob. *Working Paper Series*, nr 77, EBC, wrzesień 2001 oraz *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 poszczególnych pozycji przychodów i wydatków oblicza się osobno. Więcej informacji przedstawia 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.

Ramka 3

Analizy scenariuszy i wrażliwości

Prognozy zależą w znacznym stopniu od założeń 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 niniejszej ramce omówiono niepewność związaną z niektórymi kluczowymi założeniami oraz wrażliwość projekcji względem tych zmiennych. Ponadto w ramce przedstawiono scenariusz jednoczesnego wystąpienia głębszej dekonunktury w gospodarkach wschodzących i jej wpływu na wzrost gospodarczy i inflację w strefie euro.

1) Alternatywny przebieg cen ropy

W modelach alternatywnych ceny ropy naftowej rosną nieco szybciej, niż wynika z cen terminowych. W scenariuszu bazowym w odniesieniu do kształtowania się cen ropy przyjęto założenie techniczne, na podstawie rynków terminowych, że między I kw. 2016 a IV kw. 2018 ceny te wzrosną o 40%. Połączenie alternatywnych modeli stosowanych przez ekspertów EBC⁴ do prognozowania cen ropy w horyzoncie projekcji wskazuje obecnie na wyższy poziom cen ropy w analizowanym okresie, niż przyjęto w założeniach technicznych. Byłoby to spójne albo z silniejszym odbiciem światowego popytu na ropę w średnim okresie, albo ze zmniejszeniem się jej podaży w wyniku redukcji inwestycji w sektorze wydobywczym, a co za tym idzie – ograniczeniem mocy produkcyjnych w niektórych krajach, w reakcji na ostatni spadek cen tego surowca. Urzeczywistnienie się tego alternatywnego scenariusza, w którym ceny ropy do 2018 są o 11,6% wyższe niż w scenariuszu bazowym, miałyby minimalny ujemny wpływ na wzrost realnego PKB, oznaczałoby natomiast nieco szybszy wzrost inflacji HICP (o ok. 0,1–0,2 pkt proc. w 2016, 2017 i 2018 roku).

2) Alternatywny przebieg kursu walutowego

Analiza wrażliwości obejmuje dwa przebiegi kursu euro alternatywne w stosunku do scenariusza bazowego. Pierwszy wyprowadzono z 25. percentyla rozkładu gęstości kursu USD/EUR wynikającego z kwotowań opcji na 15 lutego 2016, przy założeniu neutralności względem ryzyka. Z takiego przebiegu wynika stopniowa deprecjacja euro wobec dolara do 1,00 USD/EUR w 2018, czyli 10,8% poniżej wartości przyjętej na ten rok w scenariuszu bazowym. Drugi wyprowadzono z 75. percentyla tego samego rozkładu; wynika z niego stopniowa aprecjacja euro wobec dolara do 1,24 USD/EUR w 2018, czyli 11,2% 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 przypadku deprecjacji założenie to prowadzi do stopniowego oddalania się efektywnego kursu euro w dół od poziomu przyjętego w scenariuszu bazowym – w 2018 kurs ten wypada 5,8% poniżej tego poziomu. W takim

⁴ Zob. połączenie czterech modeli opisane w artykule „Forecasting the price of oil”, *Biuletyn Ekonomiczny* nr 4, EBC, 2015.

scenariuszu średnia wyników uzyskanych z różnych modeli makroekonomicznych ekspertów EBC wskazuje na wyższy wzrost realnego PKB (o 0,1–0,3 pkt proc.) oraz wyższą inflację HICP (o 0,1–0,4 pkt proc.) w 2016, 2017 i 2018 roku. W przypadku aprecjacji założenie to prowadzi to do stopniowego oddalania się efektywnego kursu euro w górę od poziomu przyjętego w scenariuszu bazowym – w 2018 kurs ten wypada 5,5% powyżej tego poziomu. W takim scenariuszu średnia wyników uzyskanych z różnych modeli makroekonomicznych ekspertów EBC wskazuje na niższy wzrost realnego PKB (o 0,1–0,3 pkt proc.) oraz niższą inflację HICP (o 0,1–0,4 pkt proc.) w 2016, 2017 i 2018 roku.

3) Scenariusz jednoczesnej dekonunktury w gospodarkach wschodzących

W ostatnich miesiącach pogorszyły się perspektywy wzrostu w gospodarkach wschodzących i nasiliły spadkowe czynniki ryzyka dotyczące projekcji wzrostu gospodarczego na świecie. Niemniej scenariusz bazowy projekcji aktywności gospodarczej zakłada stopniowe, powolne ożywienie gospodarek wschodzących w horyzoncie projekcji. W tym kontekście opracowano scenariusz, w którym analizuje się wpływ, jaki na wzrost realnego PKB i inflację HICP w strefie euro miałyby wystąpienie silniejszego spowolnienia jednocześnie w różnych gospodarkach wschodzących.

W scenariuszu tym zakłada się, że spowolnienie następuje wskutek „twardego lądowania” gospodarki chińskiej w związku z materializacją zagrożeń dla stabilności finansowej i ucieczką kapitału, która nadszarpnie zaufanie konsumentów i przedsiębiorców. Scenariusz „twardego lądowania” oznaczałby głębszą korektę nierównowagi wewnętrznej w Chinach i wyhamowanie inwestycji, prowadzące do wzrostu bezrobocia. Dodatkowo w tym scenariuszu mocno zwalnia wzrost spożycia prywatnego w Chinach. W opracowanym modelu pogarszanie się warunków finansowych i perspektyw wzrostu w Chinach przenoszą się na inne gospodarki wschodzące – przez bezpośredni kanał handlowy oraz przez zakładany wzrost niepewności na świecie. W tym scenariuszu do oddania niepewności na świecie stosuje się przejściowy wzrost miary VIX⁵ o 10 punktów procentowych, wygasający w horyzoncie projekcji. Przyjęto również, że zakładany spadek cen akcji w Chinach pociągnie za sobą spadki giełdowe na całym świecie. Ujęcie w modelu głębszego spowolnienia w gospodarkach wschodzących daje niższą ścieżkę cen surowców w horyzoncie projekcji. Założono również, że aby złagodzić „twarde lądowanie”, władze chińskie mogą pozwolić na deprecjację renminbi. Przyjmuje się, że przez efekt zarażenia doprowadzi to do deprecjacji walut gospodarek wschodzących. W konsekwencji w takim scenariuszu nominalne efektywne kursy dolara amerykańskiego, jena japońskiego i euro się umacniają. Aprecjacja tych trzech walut z kolei wpływa niekorzystnie na branżę eksporterów w Stanach Zjednoczonych, Japonii i strefie euro, co prowadzi do dalszej presji spadkowej na inflację w tych regionach, głównie z powodu niższych cen importu.

⁵ VIX to miara zmienności implikowanej cen opcji według indeksu S&P 500, obliczana przez Chicago Board Options Exchange.

Główne założenia scenariusza

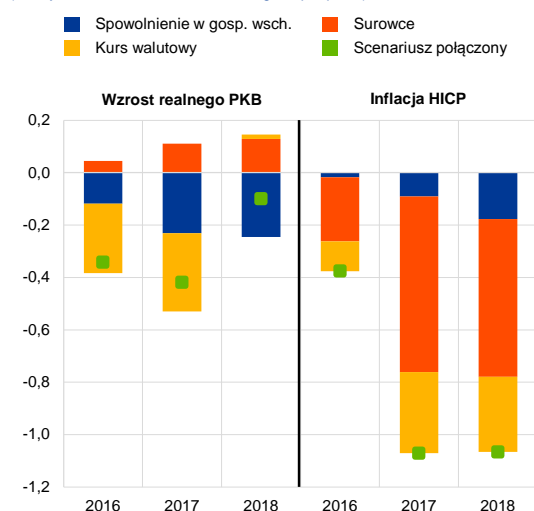
	2016	2017	2018
Popyt wewnętrzny w Chinach	-2,3	-4,7	-3,0
Światowe rynki akcji	-20,0	-20,0	-20,0
Deprecjacja walut Chin i innych gospodarek wschodzących wobec walut gospodarek rozwiniętych	-5,0	-10,0	-10,0
Nominalny efektywny kurs euro	1,1	2,8	2,8
Cena ropy naftowej (USD/b)	-8,8	-26,0	-37,8

Źródło: Eksperti EBC.

Uwagi: Obliczone jako procentowe odchylenie od poziomów ze scenariusza bazowego, z wyjątkiem popytu wewnętrznego w Chinach, który obliczono jako odchylenie w pkt proc. od dynamiki przyjętej w scenariuszu bazowym. Chiński indeks cen akcji spada o 40% w porównaniu ze scenariuszem bazowym.

Kontrybucje do wzrostu realnego PKB i inflacji HICP strefy euro

(odchylenie od scenariusza bazowego w pkt proc.)



Źródło: Eksperti EBC.

Uwagi: Scenariusze opracowano na podstawie różnych modeli. Zakłada się, że polityka pieniężna jest egzogeniczna.

W takim scenariuszu zarówno wzrost realnego PKB, jak i inflacja HICP są niższe niż w scenariuszu bazowym.

Dane uzyskane z różnych modeli makroekonomicznych stosowanych przez ekspertów EBC wskazują, że w razie spowolnienia aktywności gospodarczej na rynkach wschodzących popyt zewnętrzny strefy euro byłby niższy, co przekłada się na niższą dynamikę realnego PKB i niższą inflację w 2017 i 2018. Spadek cen surowców (ropy i pozostałych) będący następstwem spowolnienia na rynkach wschodzących stanowiłby bodziec dla aktywności gospodarczej w strefie euro, gdyż oznaczałby wzrost dochodów realnych gospodarstw domowych i zysków przedsiębiorstw. Jednocześnie niższe ceny surowców wywierałyby silną presję na spadek inflacji HICP w strefie euro. Z kolei aprecjacja euro względem renminbi i walut innych rynków wschodzących wywierałaby presję spadkową na

działalność gospodarczą i ceny w strefie euro. Podsumowując, jednoczesna dekoniunktura w gospodarkach wschodzących wywołana przez spowolnienie w Chinach oznaczałaby, że zarówno wzrost realnego PKB, jak i inflacja HICP mogłyby okazać się znacznie niższe, niż podano w scenariuszu bazowym.

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 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 przewiduje wyższy wzrost realnego PKB i wyższą inflację w 2016, ale nie odbiega znacznie od prognoz punktowych z marcowych projekcji ekspertów EBC na lata 2017–2018 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		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projekcje ekspertów EBC	Marzec 2016	1,4 [1,0 – 1,8]	1,7 [0,7 – 2,7]	1,8 [0,6 – 3,0]	0,1 [-0,2 – 0,4]	1,3 [0,6 – 2,0]	1,6 [0,8 – 2,4]
Komisja Europejska	Luty 2016	1,7	1,9	–	0,5	1,5	–
OECD	Luty 2016 / Listopad 2015	1,4	1,7	–	0,9	1,3	–
Euro Zone Barometer	Luty 2016	1,7	1,8	1,6	0,5	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	Luty 2016	1,6	1,7	–	0,5	1,5	–
Survey of Professional Forecasters	Styczeń 2016	1,7	1,8	1,7	0,7	1,4	1,6
MFW	Styczeń 2016 / Październik 2015	1,7	1,7	–	1,0	1,3	–

Źródła: Komisja Europejska: *European Economic Forecast*, zima 2016; MFW: *World Economic Outlook*, aktualizacja – styczeń 2016 (PKB), *World Economic Outlook*, październik 2015 (inflacja HICP); OECD: *Economic Outlook*, luty 2016 (PKB), *Economic Outlook*, listopad 2015 (inflacja HICP); Consensus Economics: *Consensus Forecasts*; MJEconomics; EBC: *Survey of Professional Forecasters*.

Uwagi: 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.

© Europejski Bank Centralny 2016

Adres do korespondencji: 60640 Frankfurt am Main, Germany +49 69 1344 0
Internet: www.ecb.europa.eu

Wszelkie prawa zastrzeżone. Zezwala się na wykorzystanie do celów edukacyjnych i niekomercyjnych pod warunkiem podania źródła.