



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EUROSYSTEMU DLA STREFY EURO¹ – CZERWIEC 2014

Według przewidywań ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie się w horyzoncie projekcji stopniowo umacniać pod wpływem wzrostu popytu – zarówno wewnętrznego, jak i (choć w mniejszym stopniu) zewnętrznego. Na popyt wewnętrzny korzystnie wpływają akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej, powrót do ogólnie neutralnego nastawienia polityki fiskalnej, poprawa warunków finansowania oraz rosnące zaufanie związane z mniejszą niepewnością. Ponadto realne dochody rozporządzalne są wspierane przez stopniowy wzrost dynamiki wynagrodzeń i obniżanie się cen energii. Natomiast niekorzystny wpływ, jaki na perspektywy wzrostu gospodarczego wywierają potrzeba dalszej korekty bilansów i wysokie bezrobocie, powinien się w horyzoncie projekcji osłabiać, ale stopniowo. Popytowi zewnętrznemu ma sprzyjać stopniowe ożywienie światowe, choć początkowo jego pozytywne oddziaływanie na eksport strefy euro będzie prawdopodobnie częściowo niwelowane przez wpływ silniejszego kursu euro. Według projekcji realny PKB wzrośnie w 2014 r. o 1,0%, w 2015 r. o 1,7%, zaś w 2016 r. o 1,8%. Wzrost ten jest wyższy od potencjału, więc będzie się przyczyniać do stopniowego domykania się ujemnej luki popytowej, przy niewielkim spadku bezrobocia.

Inflacja HICP w strefie euro w horyzoncie projekcji ma stopniowo rosnąć, ale w dalszym ciągu być niska. Oczekuje się, że między I kw. 2014 r. a IV kw. 2016 r. inflacja ogółem wzrośnie z 0,7% do 1,5% i wyniesie średnio: w 2014 r. 0,7%, w 2015 r. 1,1%, zaś w 2016 r. 1,4%. Przewidywany wzrost inflacji HICP ogółem jest odzwierciedleniem stopniowego umacniania się ożywienia gospodarczego, które prowadzi do szybszego wzrostu wynagrodzeń i zysków w strefie euro. Także zakładany wzrost cen surowców nieenergetycznych i importowanych produktów przetwórstwa przemysłowego oddziałuje w kierunku wzrostu inflacji. Jednak przewidywany wzrost inflacji będzie ograniczany przez zakładane spadki cen ropy, opóźniony wpływ wyraźnej aprecjacji kursu euro trwającej od połowy 2012 r. oraz istniejącą jeszcze ujemną lukę popytową. Inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności ma według projekcji stopniowo rosnąć: z 1,0% w 2014 r. do 1,2% w 2015 r. i 1,5% w 2016 r., by na koniec 2016 r. dojść do 1,7%.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z marca 2014 r. projekcja dynamiki realnego PKB na 2014 r. została zrewidowana w dół z 1,2% do 1,0%, dla uwzględnienia słabszego, niż oczekiwano, wyniku za I kw. Natomiast projekcja na 2015 r. została zrewidowana w górę z 1,5% do 1,7% w związku z silniejszym ożywieniem realnych dochodów rozporządzalnych. Projekcja inflacji HICP na 2014 r. została zrewidowana w dół z 1,0% do 0,7%, głównie w związku z niższymi od spodziewanych wartościami HICP za ostatnie miesiące. Projekcje inflacji HICP na rok 2015 i 2016 zostały zrewidowane w dół – odpowiednio z 1,3% do 1,1% oraz z 1,5% do 1,4%.

Niniejszy artykuł stanowi podsumowanie projekcji makroekonomicznych dla strefy euro na lata 2014–2016. Projekcje o tak długim horyzoncie są obciążone bardzo dużą niepewnością², o czym należy pamiętać przy ich interpretacji.

OTOCZENIE MIĘDZYNARODOWE

Dynamika realnego PKB na świecie (z wyłączeniem strefy euro) ma w horyzoncie projekcji stopniowo rosnąć: z 3,6% w 2014 r. do 4,0% w 2015 r. i 4,1% w 2016 r. Dostępne dane wskazują na obniżanie się tempa wzrostu w gospodarkach rozwiniętych w I kw. br., m.in. w związku z czynnikami przejściowymi, takimi jak wyjątkowo zimna pogoda w Ameryce Północnej. Niemniej, gdy pominiemy zmienność krótkookresową, badania wskazują na dość solidne tempo wzrostu. Na rynkach wschodzących dynamika

1 Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu stanowią wkład do formułowanej przez Radę Prezesów oceny sytuacji gospodarczej oraz zagrożeń dla stabilności cen. Informacje o zastosowanych procedurach i technikach można znaleźć we wskazówkach metodycznych *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, EBC, czerwiec 2001, dostępnych w serwisie internetowym EBC. W projekcjach uwzględniono informacje dostępne do dnia 21 maja 2014 r. (data graniczna).

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

wzrostu zmalała wskutek słabego popytu wewnętrznego, zatrzymania się napływu kapitału do tych gospodarek oraz mniejszego pola manewru do pro wzrostowych rozwiązań w polityce gospodarczej. Rynki finansowe w gospodarkach wschodzących ustabilizowały się po przejściowej zmienności, która wystąpiła na początku 2014 r., ale w wielu krajach warunki finansowe od połowy 2013 r. znacznie się pogorszyły, co niekorzystnie odbija się na aktywności gospodarczej. W dalszym okresie aktywność gospodarcza na świecie powinna się wzmocnić. W gospodarkach rozwiniętych ograniczenie delewarowania w sektorze prywatnym i mniejsza konsolidacja fiskalna, w połączeniu z poprawą sytuacji na rynku pracy, powinny podtrzymać popyt wewnętrzny. Z kolei silniejszy popyt w gospodarkach rozwiniętych powinien sprzyjać ożywieniu w reszcie świata. Natomiast w niektórych gospodarkach wschodzących wzrost będzie prawdopodobnie ograniczany przez czynniki strukturalne, w tym przeszkody infrastrukturalne i ograniczenia mocy produkcyjnych, podczas gdy w krajach, które były bardzo zależne od napływu kapitału i silnego wzrostu kredytów, aktywność prawdopodobnie będzie przytłumiona w związku z przywracaniem równowagi gospodarczej i dostosowaniem do zmian nastawienia polityki pieniężnej w USA.

Handel światowy od końca ubiegłego roku nieco wyhamował. Jeśli chodzi o dalsze perspektywy, wzrost aktywności w gospodarkach rozwiniętych – zwłaszcza w inwestycjach, mających duży udział importu – powinien w horyzoncie projekcji być bodźcem do wzrostu dynamiki handlu światowego. Uważa się jednak za mało prawdopodobne, by handel ten rósł w takim tempie jak w latach 90. XX w. i w pierwszej dekadzie XXI w., gdy duże gospodarki wschodzące integrowały się z gospodarką światową. Dlatego też w obecnej projekcji bazowej zakłada się, że długookresowa elastyczność reakcji handlu światowego na zmiany aktywności na świecie będzie niższa niż przed światowym kryzysem finansowym – i niższa, niż zakładano w poprzednim wydaniu projekcji. Handel światowy (z wyłączeniem strefy euro) ma zgodnie z projekcją wzrosnąć o 4,3% w 2014 r., o 5,7% w 2015 r. i o 5,9% w 2016 r. Ponieważ popyt importowy ze strony głównych partnerów handlowych strefy euro ma rosnąć wolniej niż popyt ze strony reszty świata, dynamika popytu zewnętrznego w tej strefie prawdopodobnie będzie nieco słabsza od dynamiki handlu światowego (zob. tabela 1).

Tabela 1 Otczenie międzynarodowe

(zmiany roczne w proc.)

	Czerwiec 2014				Marzec 2014			Rewizje od marca 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Realny PKB na świecie (bez strefy euro)	3,4	3,6	4,0	4,1	3,9	4,0	4,1	-0,3	0,0	0,0
Handel światowy (bez strefy euro) ¹⁾	3,5	4,3	5,7	5,9	5,1	6,2	6,2	-0,8	-0,5	-0,3
Popyt zewnętrzny strefy euro ²⁾	3,0	3,7	5,2	5,6	4,5	5,6	5,8	-0,7	-0,4	-0,2

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

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

Uwaga: Rewizje liczone na podstawie danych niezaokrąglonych.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z marca 2014 r. projekcja wzrostu realnego PKB na świecie na 2014 r. została zrewidowana w dół z 3,9% do 3,6%. Perspektywy popytu zewnętrznego strefy euro zostały zrewidowane w dół w całym horyzoncie projekcji.

Ramka 1

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

Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe; datą graniczną jest 14 maja 2014 r. Stopy krótkoterminowe mierzy się 3-miesięczną stopą EURIBOR, a oczekiwania rynkowe wyprowadza ze stóp terminowych. Z metodyki tej wynika średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych równy 0,3% w 2014 r., 0,3% w 2015 r. i 0,4% w 2016 r. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro wynikająca z oczekiwań rynkowych wynosi średnio 2,4% w 2014 r., 2,6% w 2015 r. i 3,0% w 2016 r.¹ W związku z kształtowaniem się stóp procentowych na rynku terminowym i stopniowym przekładaniem się zmian

stóp rynkowych na oprocentowanie kredytów oczekuje się, że łączne oprocentowanie kredytów bankowych dla niefinansowego sektora prywatnego strefy euro w roku 2014 i 2015 będzie ogólnie stabilne, a następnie zacznie stopniowo rosnąć.

W kwestii cen surowców, na podstawie tendencji obserwowanej na rynkach terminowych w okresie ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną, przyjęto założenie, że cena ropy Brent spadnie ze 108,8 USD/b w 2013 r. do 98,2 USD/b w 2016 r. Założono także, że ceny surowców nieenergetycznych w dolarach amerykańskich w 2014 r. nieznacznie wzrosną, po czym w 2015 i 2016 r. ich wzrost nieco przyspieszy².

Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na poziomie równym średniej z dwóch tygodni przed datą graniczną (14 maja 2014 r.). Z założenia tego wynika kurs USD do EUR wynoszący między 2014 r. a 2016 r. 1,38, czyli o 4,2% wyższy niż w 2013 r. Efektywny kurs euro ma być w horyzoncie projekcji o 2,7% mocniejszy niż w 2013 r.

Założenia techniczne

	Czerwiec 2014				Marzec 2014			Rewizje od marca 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
3-miesięczna stopa EURIBOR (stopa roczna)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,3
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (stopa roczna)	2,9	2,4	2,6	3,0	2,8	3,2	3,6	-0,5	-0,6	-0,6
Cena ropy naftowej (USD/b)	108,8	107,2	102,2	98,2	105,8	101,1	96,9	1,3	1,2	1,3
Ceny surowców nieenerget. w USD (zmiana proc. r/r)	-5,2	0,3	1,7	4,6	-2,5	3,1	4,8	2,8	-1,4	-0,2
Kurs USD/EUR	1,33	1,38	1,38	1,38	1,36	1,36	1,36	1,7	2,0	2,0
Nominalny efektywny kurs euro (EER20) (zmiana proc. r/r)	3,8	2,6	0,1	0,0	1,6	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0

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

Uwaga: Rewizje liczone na podstawie danych niezaokrąglonych.

- 1) Podstawą założenia dotyczącego nominalnej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro jest średnia rentowności 10-letnich obligacji benchmarkowych poszczególnych krajów ważona wartościami rocznego PKB i przedłużona zgodnie ze ścieżką terminową wyprowadzoną z obliczanej przez EBC dziesięcioletniej rentowności parytetowej wszystkich obligacji emitowanych w strefie euro, przy czym początkowa różnica między oboma szeregami w horyzoncie projekcji pozostaje stała. Założono, że spready między rentownością obligacji skarbowych poszczególnych krajów a odpowiadającą im średnią dla strefy euro będą w horyzoncie projekcji stałe.
- 2) Założenia dotyczące cen ropy naftowej 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. 2015 r. ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami terminowymi, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie. Ceny loco gospodarstwo (w euro) w UE, stosowane do projekcji cen konsumpcyjnych żywności, są prognozowane na podstawie modelu ekonometrycznego, który uwzględnia kształtowanie się międzynarodowych cen surowców żywnościowych.

Podstawą założeń dotyczących polityki fiskalnej są zatwierdzone uchwały budżetowe i średniookresowe plany budżetowe poszczególnych krajów strefy euro oraz konkretne środki przedstawione w zaktualizowanych programach stabilności według stanu na 21 maja 2014 r. Uwzględniają one wszystkie działania w zakresie polityki, które są już zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub też zostały dostatecznie szczegółowo określone przez rządy, a ich przyjęcie w procesie legislacyjnym jest prawdopodobne. Ogólnie z założeń tych wynika, że w horyzoncie projekcji wielkość konsolidacji fiskalnej – według planów budżetowych na 2014 r. i ograniczonych dostępnych informacji na lata 2015 i 2016 – będzie przeciętnie niewielka. Założono, że konsolidacja fiskalna w horyzoncie projekcji będzie znacznie niższa od obserwowanej w ubiegłych latach.

Główne zmiany w założeniach technicznych w porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z marca 2014 r. to niższe stopy krótko- i długoterminowe w strefie euro. Ceny ropy w USD są wprawdzie nieco wyższe, niż podano w marcu, ale nastąpiła także umiarkowana aprecjacja kursu euro.

PROJEKCJE DYNAMIKI REALNEGO PKB

Realny PKB strefy euro w I kw. 2014 r. wzrósł o 0,2% – był to czwarty z rzędu kwartał wzrostu. Z danych ankietowych wynika, że zaufanie przedsiębiorców we wszystkich sektorach i we wszystkich krajach w ostatnich miesiącach ustabilizowało się na poziomie zbliżonym do lub wyższym od średniej długoterminowej, co wskazuje na ponowny wzrost aktywności w II kw. 2014 r. Tempo wzrostu ma zgodnie z projekcją rosnąć (pod względem tendencji), zwłaszcza w części gospodarek będących w trudnej sytuacji. Do przewidywanego wzrostu aktywności powinny przyczynić się przede wszystkim: umacnianie się popytu wewnętrznego wynikające z akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej, powrót do ogólnie neutralnego nastawienia polityki fiskalnej po latach jej znacznego zaciężnienia, powrót do neutralnych warunków udzielania kredytów oraz poprawa zaufania – zarówno przedsiębiorców, jak i gospodarstw domowych – przy niższym poziomie niepewności. Czynnikiem pobudzającym spożycie prywatne powinien być zwłaszcza korzystny wpływ postępującego wzrostu wynagrodzeń i spadku cen energii na realne dochody rozporządzalne. Ponadto aktywność gospodarczą ma coraz mocniej wspierać stopniowe umacnianie się popytu zewnętrznego, choć początkowo wzrost eksportu prawdopodobnie będzie ograniczany przez aprecjację efektywnego kursu euro. Natomiast niekorzystny wpływ, jaki na perspektywy popytu wewnętrznego wywierają potrzeba dalszej korekty bilansów w sektorze prywatnym i publicznym oraz – w jeszcze większym stopniu – wysokie bezrobocie panujące w niektórych krajach, będzie według oczekiwań w horyzoncie projekcji osłabiać się jedynie stopniowo, a w innych krajach mogą wystąpić ograniczenia w podaży siły roboczej. Średnioroczna dynamika realnego PKB ma według przewidywań wzrosnąć o 1,0% w 2014 r., o 1,7% w 2015 r. i o 1,8% w 2016 r. Taka ścieżka wzrostu gospodarczego odzwierciedla stabilnie rosnący wkład popytu wewnętrznego połączony z niewielkim dodatnim wkładem eksportu netto. Ponieważ faktyczny wzrost ma być według projekcji wyższy od szacunkowego wzrostu potencjalnego, oczekuje się, że luka popytowa będzie się zwężać, ale na koniec horyzontu projekcji nadal pozostanie ujemna.

Na poziomie poszczególnych składowych popytu przewiduje się, że wzrost eksportu poza strefę euro w roku 2014 i 2015 będzie nabierać tempa, w związku z stopniowym umacnianiem się popytu zewnętrznego w strefie euro i ustępowaniem niekorzystnego wpływu wcześniejszej aprecjacji euro. Udziały strefy euro w rynkach eksportowych mają w horyzoncie projekcji minimalnie spaść, choć w poszczególnych krajach strefy euro będą kształtować się dość różnie, zależnie od konkurencyjności. Eksport w obrębie strefy euro ma według przewidywań rosnać wolniej niż eksport poza strefę z powodu wciąż relatywnie słabego popytu wewnętrznego w strefie euro.

Inwestycje przedsiębiorstw mają w horyzoncie projekcji stopniowo rosnać pod wpływem umacniania się popytu wewnętrznego i zewnętrznego w związku z narosłą potrzebą wymiany majątku produkcyjnego, bardzo niskiego poziomu stóp procentowych, wzrostu zysków, mniejszej niepewności oraz ustępowania niekorzystnych czynników związanych z podażą kredytów. Jednak ożywienie tych inwestycji będzie w horyzoncie projekcji osłabiane przez łączny niekorzystny wpływ słabszego trendu wzrostu oraz potrzeby dalszej restrukturyzacji bilansów przedsiębiorstw w niektórych krajach strefy euro.

Inwestycje mieszkaniowe mają według projekcji stopniowo rosnać wraz z ożywieniem aktywności gospodarczej, przy niskim oprocentowaniu kredytów hipotecznych. Jednak w najbliższych kwartałach na perspektywach tych inwestycji nadal będą się odbijać potrzeba dalszej korekty na rynkach mieszkaniowych w niektórych krajach i słaba dynamika realnych dochodów rozporządzalnych. Inwestycje publiczne w horyzoncie projekcji mają pozostać słabe, gdyż środki w zakresie konsolidacji fiskalnej zaplanowane w części krajów strefy euro przeważają nad bardziej ekspansywną polityką w zakresie inwestycji publicznych w innych krajach.

Liczba zatrudnionych ustabilizowała się w drugim półroczu 2013 r., a potem ma według projekcji rosnać w umiarkowanym tempie. Słabe odbicie zatrudnienia wiąże się z powolnym tempem ożywienia gospodarczego, opóźnioną reakcją zatrudnienia na zmiany produktu oraz dalszą redukcją zatrudnienia w sektorze publicznym w niektórych krajach. Czynniki te prawdopodobnie przeważają nad pozytywnym wpływem reform rynku pracy, które zwiększyły jego elastyczność i wsparły tworzenie miejsc pracy w sektorze prywatnym, zwłaszcza w niektórych krajach będących w trudnej sytuacji. Wielkość siły roboczej ma w horyzoncie projekcji umiarkowanie wzrosnąć w wyniku imigracji oraz wzrostu udziału niektórych grup ludności, w kontekście poprawy sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach malała i w horyzoncie projekcji powinna jeszcze się obniżyć, ale nie dojdzie do poziomu sprzed kryzysu. Wydajność pracy (liczona jako produkcja na pracownika) powinna się poprawić

w związku z oczekiwanym przyspieszeniem wzrostu realnego PKB i opóźnioną reakcją zatrudnienia na zmiany aktywności.

Tabela 2 Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro¹⁾

(dynamika r/r w proc.)

	Czerwiec 2014				Marzec 2014				Rewizje od marca 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Realny PKB ³⁾	-0,4	1,0	1,7	1,8	-0,4	1,2	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,0
		[0,6–1,4] ⁴⁾	[0,6–2,8] ⁴⁾	[0,5–3,1] ⁴⁾		[0,8–1,6] ⁴⁾	[0,4–2,6] ⁴⁾	[0,7–2,9] ⁴⁾			
Spożycie prywatne	-0,6	0,7	1,5	1,6	-0,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,2	0,2
Spożycie publiczne	0,2	0,4	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,7	0,0	0,0	-0,3
Nakłady brutto na środki trwałe	-2,7	1,7	3,1	3,5	-2,9	2,1	2,7	3,7	-0,4	0,4	-0,2
Eksport ⁵⁾	1,7	3,6	4,8	5,3	1,1	3,6	4,7	5,1	0,1	0,1	0,2
Import ⁵⁾	0,5	3,6	4,8	5,5	0,0	3,5	4,7	5,2	0,1	0,1	0,3
Zatrudnienie	-0,8	0,3	0,5	0,7	-0,8	0,2	0,5	0,7	0,1	0,1	0,0
Stopa bezrobocia (jako procent siły roboczej)	12,0	11,8	11,5	11,0	12,1	11,9	11,7	11,4	-0,2	-0,3	-0,4
HICP	1,4	0,7	1,1	1,4	1,4	1,0	1,3	1,5	-0,3	-0,1	-0,1
		[0,6–0,8] ⁴⁾	[0,5–1,7] ⁴⁾	[0,6–2,2] ⁴⁾		[0,7–1,3] ⁴⁾	[0,6–2,0] ⁴⁾	[0,7–2,3] ⁴⁾			
HICP z wyłączeniem energii	1,4	1,0	1,3	1,6	1,4	1,2	1,5	1,7	-0,2	-0,1	-0,1
HICP z wyłączeniem energii i żywności	1,1	1,0	1,2	1,5	1,1	1,1	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,1
HICP z wyłączeniem energii, żywności i zmian podatków pośrednich ⁶⁾	1,0	0,9	1,2	1,5	1,0	1,0	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,2
Jednostkowe koszty pracy	1,2	0,9	0,7	1,1	1,2	0,8	1,0	1,2	0,1	-0,3	-0,1
Przeciętne wynagrodzenie	1,7	1,6	1,9	2,2	1,7	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Wydajność pracy	0,5	0,7	1,1	1,0	0,4	0,9	1,0	1,1	-0,2	0,1	-0,1
Saldo sektora finansów publicznych (jako procent PKB)	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9	-3,2	-2,7	-2,5	-2,1	0,2	0,2	0,2
Saldo strukturalne budżetu (jako procent PKB) ⁷⁾	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,5	-2,2	-2,2	-2,0	0,3	0,2	0,1
Dług SFP brutto (jako procent PKB)	92,6	93,4	92,6	91,1	92,9	93,5	93,2	92,2	0,0	-0,7	-1,1
Saldo na rachunku bieżącym (jako procent PKB)	2,4	2,6	2,6	2,8	2,2	2,4	2,6	2,7	0,2	0,0	0,1

1) Dane dotyczą strefy euro łącznie z Łotwą, z wyjątkiem HICP za 2013 r. Średnioroczną zmianę procentową HICP na 2014 r. obliczono tak, jakby Łotwa należała do strefy euro już w 2013 r.

2) Rewizje obliczono na podstawie liczb niezaokrąglonych.

3) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych w roku.

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

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 skorygowane o zmiany przejściowe związane z cyklem koniunkturalnym oraz środki tymczasowe zastosowane przez rządy. Obliczenia wzorowane są na podejściu stosowanym przez ESBC do sald budżetu skorygowanych o wahania cykliczne (zob. Bouthevillain, C. et al., „Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach”, *Working Paper Series*, nr 77, EBC, wrzesień 2001) i definicji środków tymczasowych przyjętej przez ESBC (zob. Kremer, J. et al., „A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances”, *Working Paper Series*, nr 579, EBC, styczeń 2006). Projekcja salda strukturalnego nie jest wyprowadzona z łącznej miary luki popytowej. Zgodnie z metodyką ESBC składniki cykliczne oblicza się osobno dla różnych pozycji przychodów i wydatków. Więcej informacji, wraz z odniesieniami do metodyki Komisji, przedstawia ramka „Cyclical adjustment of the government budget balance” w *Biuletynie Miesięcznym* z marca 2012 r.

Wzrost spożycia prywatnego na przestrzeni 2014 r. powinien nieco przyspieszyć, a w latach 2015 i 2016 jeszcze nabrać tempa, podążając blisko za wzrostem realnych dochodów rozporządzalnych, przy niezmiennym stopie oszczędności. Wzrost realnych dochodów rozporządzalnych ma być wspierany przez wyższą dynamikę dochodów z pracy, związaną z poprawą zatrudnienia i wyższym wzrostem płac,

oraz przez mniej niekorzystny wpływ konsolidacji fiskalnej i niską inflację. Zakłada się, że spożycie publiczne w horyzoncie projekcji będzie umiarkowanie rosnąć.

Import spoza strefy euro w horyzoncie projekcji powinien umiarkowanie przyspieszyć, choć nadal będzie ograniczany przez słaby wzrost popytu ogółem tej strefy. Wkład eksportu netto do wzrostu realnego PKB w horyzoncie projekcji ma być umiarkowany. Nadwyżka na rachunku bieżącym powinna się nieznacznie powiększać, by w 2016 r. osiągnąć 2,8% PKB.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z marca 2014 r. projekcja dynamiki realnego PKB na 2014 r. została zrewidowana w dół z 1,2% do 1,0%, dla uwzględnienia słabszego, niż oczekiwano, wyniku za I kw. Projekcję na 2015 r. zrewidowano w górę – z 1,5% do 1,7% – w związku z założeniem niższych stóp procentowych i niższej inflacji cen surowców, wpływających korzystnie na dochody realne. Projekcja na 2016 r. pozostała zasadniczo niezmienną.

PROJEKCJE CEN I KOSZTÓW

Według szybkich szacunków Eurostatu w maju 2014 r. inflacja HICP ogółem wyniosła 0,5%. Niska obecnie stopa inflacji jest odzwierciedleniem niezmiennego poziomu cen energii, żywności i towarów przemysłowych z wyłączeniem energii oraz słabego trendu cen usług.

Oczekuje się, że do III kw. 2014 r. inflacja HICP ogółem pozostanie niska, po czym znacznie stopniowo rosnąć, by na koniec horyzontu projekcji dojść do 1,5%. Projekcja stopniowego wzrostu inflacji HICP ogółem odzwierciedla stopniowe umacnianie się ożywienia gospodarczego i jego skutki – domykanie się ujemnej luki popytowej oraz szybszy wzrost płac i zysków. Także zakładany wzrost cen surowców nieenergetycznych i importowanych produktów przetwórstwa przemysłowego oddziałuje w kierunku wzrostu inflacji. Przewiduje się jednak, że wzrost inflacji będzie skromny; czynnikami ograniczającymi są zwłaszcza założenie spadku cen ropy (na podstawie rynków terminowych), opóźniony wpływ wyraźnej aprecjacji kursu euro trwającej od połowy 2012 r. oraz to, że mimo domykania się luki popytowej do 2016 r. wykorzystanie mocy produkcyjnych prawdopodobnie nadal będzie niepełne.

W ujęciu bardziej szczegółowym oczekuje się, że inflacja cen energii – na początku 2014 r. ujemna – zwiększy się, ale przez większość horyzontu projekcji nie przekroczy zera, zgodnie z opadającą w dół krzywą terminową cen ropy. Minimalnie ujemny wkład cen energii do inflacji HICP w horyzoncie projekcji jest porównywalny ze średnią za lata 1999–2013, która wynosi ok. 0,5 pkt proc., i w znacznej mierze wyjaśnia umiarkowane perspektywy inflacji.

Inflacja cen żywności ma według projekcji nadal maleć do III kw. 2014 r. z powodu opóźnionego przekładania się wcześniejszych spadków cen surowców żywnościowych i ujemnego efektu bazy. Z uwagi na zakładany wzrost cen loco gospodarstwo w UE i stopniowe odbicie gospodarcze przewiduje się, że przez cały horyzont projekcji inflacja cen żywności będzie stale rosła i w 2016 r. wyniesie średnio 1,9%. Wkład cen żywności do inflacji ogółem w horyzoncie projekcji wynosi średnio 0,3 pkt proc. (średnia od 1999 r. to 0,5 pkt proc.).

Oczekuje się, że inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności w IV kw. 2013 r. i pierwszych miesiącach 2014 r. osiągnęła już minimum. Zgodnie z prognozą w horyzoncie projekcji będzie rosła w miarę przyspieszania ożywienia – czego wynikiem będzie wzrost dynamiki płac i zysków – by w ostatnim kwartale 2016 r. dojść do 1,7%. Wkład inflacji HICP z wyłączeniem cen żywności i energii do inflacji ogółem w horyzoncie projekcji ma wynieść średnio 0,9 pkt proc., tylko nieznacznie poniżej średniej za okres od 1999 r.

Oczekuje się, że podwyżki podatków pośrednich zawarte w planach konsolidacji fiskalnej w 2014 r. będą miały niewielki dodatni wkład do inflacji HICP: ok. 0,1 pkt proc. Jest to wielkość nieznacznie niższa od odnotowanej w 2013 r. Wkład tych czynników w latach 2015 i 2016 obecnie uznaje się za pomijalny, jako że nie ma jeszcze informacji o zatwierdzonych środkach fiskalnych na ten okres.

Zewnętrzna presja cenowa w ciągu 2013 r. znacznie się osłabiła w związku z wpływem słabego wzrostu globalnego na ceny światowe, aprecjacją euro oraz spadkami cen ropy naftowej i innych surowców. Co do dalszych perspektyw, przewiduje się, że roczna dynamika deflatora importu będzie w horyzoncie projekcji stopniowo rosła i na początku 2015 r. osiągnie poziom powyżej zera. W 2016 r. ma wynieść średnio 1,2%, czyli zbliżyć się do swojej średniej długookresowej. Wzrost dynamiki deflatora importu jest odzwierciedleniem założonego umacniania się wzrostu globalnego i wynikającego stąd wzrostu

światowych cen w przetwórstwie przemysłowym, oczekiwanego wzrostu cen surowców nieenergetycznych oraz ustępowania skutków wcześniejszej aprecjacji euro.

Jeśli chodzi o wewnętrzną presję cenową, oczekuje się, że stopniowa poprawa warunków na rynkach pracy w strefie euro doprowadzi do wzrostu przeciętnego wynagrodzenia. Jednak przez pierwsze dwa lata horyzontu projekcji wzrost jednostkowych kosztów pracy ma być ograniczany przez szybki wzrost wydajności – przewyższający nominalny wzrost wynagrodzeń – związany z jej cyklicznym odbiciem. W 2016 r. nieprzerwane umacnianie się wzrostu wynagrodzeń w połączeniu z osłabieniem wzrostu wydajności powinno doprowadzić do zwiększenia się dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

Oczekuje się, że marże zysku (liczone jako różnica między deflatorem PKB w cenach czynników produkcji a dynamiką jednostkowych kosztów pracy) w horyzoncie projekcji będą rosnąć, czemu sprzyjać ma cykliczne ożywienie gospodarcze.

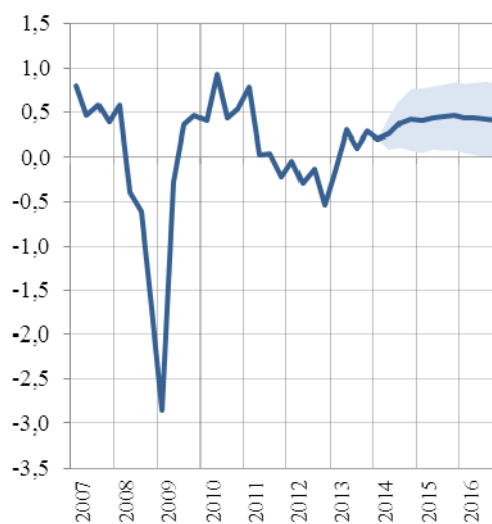
Wykres 1 Projekcje makroekonomiczne¹⁾

(dane kwartalne)

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



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



1) Przedziały wokół projekcji centralnej wyznaczono na podstawie różnic pomiędzy rzeczywistymi wynikami a wcześniejszymi projekcjami z wielu lat. Rozpiętość przedziałów stanowi dwukrotność średniej wartości bezwzględnej tych różnic. Zastosowana metoda wyznaczania przedziałów, w tym korekta z tytułu zdarzeń nadzwyczajnych, została przedstawiona w publikacji *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, EBC, grudzień 2009, dostępnej w serwisie internetowym EBC.

2) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych w roku.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z marca 2014 r. projekcja inflacji HICP ogółem na 2014 r. została zrewidowana w dół z 1,0% do 0,7%, dla uwzględnienia przede wszystkim niższych, niż wcześniej oczekiwano, wyników z ostatnich miesięcy. Projekcje inflacji HICP na rok 2015 i 2016 zostały zrewidowane w dół – odpowiednio z 1,3% do 1,1% oraz z 1,5% do 1,4% – głównie w związku z niższym wzrostem jednostkowych kosztów pracy.

PERSPEKTYWY FISKALNE

Na podstawie założeń opisanych w ramce 1 oczekuje się, że wskaźnik deficytu sektora finansów publicznych do PKB dla strefy euro spadnie z 3,0% w 2013 r. do 2,5% w 2014 r., a następnie jeszcze się obniży i w 2016 r. wyniesie 1,9%. Spadek ten wiąże się przede wszystkim z poprawą koniunktury. Ponadto oczekuje się poprawy salda pierwotnego (skorygowanego o zmiany cykliczne) w związku z działaniami na rzecz konsolidacji fiskalnej w niektórych krajach strefy euro i minimalną jedynie

pomocą państwową dla sektora finansowego. Saldo strukturalne budżetu w analizowanym okresie ma się według projekcji nieco poprawiać, ale wolniej niż w latach ubiegłych. Głównym czynnikiem powodującym tę poprawę jest zakładany dalszy umiarkowany wzrost wydatków publicznych. Wskaźnik długu publicznego brutto do PKB w strefie euro ma w 2014 r. osiągnąć najwyższy poziom: 93,4%, a następnie obniżyć się i w 2016 r. zejść do 91,1%.

W poniższych ramach przedstawiono analizę wrażliwości (ramka 2), zagrożenia dla strefy euro wynikające z kryzysu na Ukrainie (ramka 3) oraz porównanie z innymi dostępnymi prognozami (ramka 4).

Ramka 2

ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

Projekcje opierają się w dużym stopniu na założeniach technicznych dotyczących pewnych kluczowych zmiennych. Jako że niektóre z tych zmiennych mogą wywierać duży wpływ na uzyskany scenariusz sytuacji w strefie euro, przeprowadzenie analizy wrażliwości projekcji na zmianę przebiegu zmiennych może pomóc w ocenie niepewności obciążającej projekcję. W niniejszej ramce omówiono niepewność związaną z trzema kluczowymi założeniami oraz wrażliwość projekcji na zmianę tych założeń¹.

1) INNY WARIANT PRZEBIEGU CEN ROPY

W obecnych projekcjach ekspertów Eurosystemu założenia dotyczące cen ropy wyprowadza się z oczekiwań rynkowych, mierzonych na podstawie cen kontraktów terminowych na ropę, które wskazują na spadek cen tego surowca w horyzoncie projekcji (por. ramka 1). Jednak taki przebieg cen jest obciążony niepewnością, związaną z kształtowaniem się zarówno popytu, jak i podaży.

Przewidywany spadek cen ropy może odzwierciedlać opinię rynku, że jej produkcja w niektórych krajach OPEC, ostatnio ograniczona z powodu niestabilności politycznej lub napięć geopolitycznych, zostanie częściowo wznowiona lub spadek będzie skompensowany przez zwiększenie produkcji oleju łupkowego w USA. Może jednak dojść do wzrostu cen ropy – krótkoterminowo w razie nieoczekiwanych zdarzeń geopolitycznych w krajach będących największymi producentami ropy, a średnioterminowo w razie silniejszego ożywienia globalnego.

Ogólnie rzecz biorąc, w kontekście światowego ożywienia wydaje się możliwe, że cena ropy okaże się wyższa od przyjętej w projekcji bazowej. Dlatego też w analizie wrażliwości rozważa się wariant z większą rewizją w górę ścieżki cen kontraktów terminowych na ropę². W tym wariantcie zakłada się, że w latach 2014, 2015 i 2016 ceny te będą wyższe od cen kontraktów terminowych o odpowiednio 1%, 7% i 13%. Zgodnie z modelami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu wyższa cena ropy spowodowałaby, że inflacja HICP znalazłaby się o 0,2 pkt proc. powyżej projekcji bazowej na lata 2015 i 2016. Jednocześnie wzrost cen ropy osłabiłby tempo wzrostu realnego PKB – w latach 2015 i 2016 byłoby ono niższe o 0,1 pkt proc.

2) NIŻSZY POPYT ZEWNĘTRZNY

Wydaje się, że związek między handlem światowym a wzrostem światowego PKB w ostatnich latach uległ zmianie. Przed kryzysem finansowym import światowy zwykle rósł znacznie szybciej niż aktywność gospodarcza (w ujęciu historycznym elastyczność handlu na wzrost aktywności w latach 1982–2007 wynosiła 1,8). Jednak od 2011 r. światowy PKB i światowy import rosły w podobnym tempie (między rokiem 2011 a 2013 średnia elastyczność wyniosła 1,1). Na początku 2014 r. okres relatywnej słabości trwał nadal i wymiana handlowa na świecie nieco zmalała.

W scenariuszu bazowym założono, że w horyzoncie projekcji dynamika handlu światowego będzie się stopniowo umacniać, choć jego długoterminowa elastyczność względem aktywności gospodarczej nie dojdzie jeszcze do poziomu sprzed kryzysu finansowego. W analizie wrażliwości rozważa się skutki niższego profilu elastyczności dla importu światowego i popytu zewnętrznego strefy euro. Zakłada się, że

elastyczność handlu światowego utrzyma się na poziomie podobnym jak w niedawnej przeszłości, czyli będzie wynosić 1,1. Wynika stąd obniżenie wzrostu popytu zewnętrznego strefy euro o 0,3 pkt proc. w 2014 r. i o 1,4 pkt proc. w latach 2015 i 2016.

Zgodnie z modelem makroekonomicznym ekspertów Eurosystemu oznacza to niższy wzrost realnego PKB (-0,2 pkt proc. w roku 2015 i 2016) i niższą inflację HICP w 2016 r. (-0,1 pkt proc.).

3) DODATKOWA KONSOLIDACJA FISKALNA

Jak podano w ramce 1, założenia dotyczące polityki fiskalnej uwzględniają wszystkie działania w zakresie polityki, które są już zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub też zostały dostatecznie szczegółowo sprecyzowane przez rządy, a ich przyjęcie w procesie legislacyjnym jest prawdopodobne. W przypadku większości krajów środki uwzględnione w scenariuszu bazowym nie wystarczają do spełnienia wymogów dotyczących konsolidacji fiskalnej określonych w części prewencyjnej lub naprawczej paktu stabilności i wzrostu. Dążenie do spełnienia tych wymogów jest ogólnie ujęte w programach stabilności z 2014 r. oraz w dokumentach dotyczących programów UE-MFW. Często jednak środki mające prowadzić do osiągnięcia tych celów albo nie są w ogóle wskazane, albo nie zostały określone wystarczająco szczegółowo. W związku z tym nie uwzględniono ich w projekcji bazowej, zwłaszcza na lata 2015–2016, które w większości krajów nie są uwzględnione w aktualnych budżetach. Dlatego uchwalenie przez większość rządów dodatkowych środków w zakresie konsolidacji fiskalnej do 2016 r. (poza uwzględnionymi już w scenariuszu bazowym) jest nie tylko konieczne, lecz także prawdopodobne.

Założenia przyjęte w analizie wrażliwości w zakresie polityki fiskalnej

Punktem wyjścia analizy wrażliwości w zakresie polityki fiskalnej jest różnica między celami budżetowymi rządów a bazowymi projekcjami budżetowymi. Przy szacowaniu prawdopodobnej dodatkowej konsolidacji fiskalnej wzięto pod uwagę uwarunkowania krajowe oraz informacje o wielkości i strukturze tej konsolidacji. Pozwoliło to zwłaszcza uwzględnić poziom niepewności celów fiskalnych oraz prawdopodobieństwo zastosowania dodatkowych środków konsolidacyjnych i ich skutki makroekonomiczne.

Przy takim podejściu szacunkowa dodatkowa konsolidacja dla strefy euro na 2014 r. wynosi ok. 0,1% PKB, a kolejne dodatkowe środki zostaną prawdopodobnie zastosowane w 2015 r. (ok. 0,4% PKB) oraz (choć w nieco mniejszej skali – ok. 0,2% PKB) w 2016 r., czyli skumulowana wartość dodatkowej konsolidacji na koniec 2016 r. wyniosłaby ok. 0,7% PKB. Jeśli chodzi o strukturę środków fiskalnych, w analizie wrażliwości uwzględnia się parametry krajowe i czasowe najbardziej prawdopodobnych działań dodatkowych. W niniejszej analizie w konsolidacji fiskalnej na poziomie strefy euro jako całości przeważają środki budżetowe dotyczące wydatków, ale obejmuje ona także podwyżki podatków pośrednich i bezpośrednich oraz składek na ubezpieczenie społeczne.

Skutki makroekonomiczne dodatkowej konsolidacji fiskalnej

W poniższej tabeli podsumowano wyniki symulacji wpływu na dynamikę realnego PKB i inflację HICP dla strefy euro na podstawie analizy wrażliwości fiskalnej z wykorzystaniem opracowanego przez EBC modelu NAWM³.

Wpływ dodatkowej konsolidacji fiskalnej na wzrost realnego PKB w 2014 r. jest ograniczony, ale w 2015 r. ma wynieść według szacunków ok. -0,3 pkt proc., zaś w 2016 r. -0,2 pkt proc. Wpływ na inflację HICP w 2015 r. szacuje się na ok. 0,1 pkt proc.

Analiza wskazuje zatem, że mogą wystąpić pewne czynniki oddziałujące w kierunku obniżenia dynamiki realnego PKB w stosunku do scenariusza bazowego, zwłaszcza w latach 2015 i 2016, gdyż w scenariuszu tym nie uwzględniono wszystkich planowanych środków konsolidacji fiskalnej. Jednocześnie występują słabe czynniki mogące oddziaływać w kierunku zwiększenia się inflacji, gdyż przyjmuje się, że dodatkowa konsolidacja będzie częściowo wynikać z podwyżek podatków pośrednich.

Należy podkreślić, że analiza wrażliwości w zakresie polityki fiskalnej koncentruje się jedynie na potencjalnych krótkoterminowych skutkach prawdopodobnej dodatkowej konsolidacji. Zwykle nawet dobrze zaprojektowane środki konsolidacji fiskalnej wywierają w krótkim okresie niekorzystny wpływ na dynamikę realnego PKB, za to w dłuższym – mają pozytywne skutki dla aktywności gospodarczej, które jednak nie uwidaczniają się jeszcze w horyzoncie przyjętym w niniejszej analizie⁴. Wyników tej analizy nie należy zatem interpretować jako próby zakwestionowania potrzeby podejmowania dodatkowych działań konsolidacyjnych w horyzoncie projekcji. Bez wątpienia działania te są konieczne, by przywrócić stabilność finansów publicznych w strefie euro. Brak konsolidacji mógłby negatywnie wpłynąć na ceny długu państwowego, a ponadto osłabić zaufanie, hamując tym samym ożywienie gospodarcze.

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

(jako procent PKB)	2014	2015	2016
Cele budżetowe rządów ¹⁾	-2,5	-1,8	-1,2
Bazowe projekcje fiskalne	-2,5	-2,3	-1,9
Dodatkowa konsolidacja fiskalna (skumulowana) ²⁾	0,1	0,5	0,7
Skutki dodatkowej konsolidacji fiskalnej (pkt proc.) ³⁾			
Dynamika realnego PKB	-0,1	-0,3	-0,2
Inflacja HICP	0,0	0,1	0,0

1) Cele nominalne według najnowszych dokumentów dotyczących programów UE-MFW dla krajów objętych tymi programami oraz zaktualizowanych programów stabilności w 2014 r. dla pozostałych krajów.

2) Analiza wrażliwości na podstawie ocen ekspertów Eurosystemu.

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

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

2 Szczegółowy opis modelu zastosowanego do wyprowadzenia tej korekty – zob. Pagano, P. i Pisani, M., „Risk-adjusted forecasts of oil prices”, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 9, Issue 1, Art. 24, 2009.

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

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

Ramka 3

ZAGROŻENIA DLA STREFY EURO WYNIKAJĄCE Z KRYZYSU NA UKRAINIE

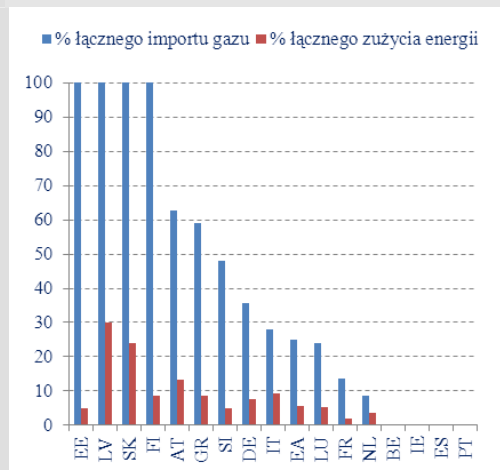
Ostatnio nasiliły się obawy przed eskalacją napięć między Ukrainą a Rosją. W niniejszej ramce przedstawiono zaangażowanie strefy euro w tych dwóch krajach oraz główne drogi, którymi kryzys mógłby dotknąć strefę euro, gdyby doszło do jego dalszego zaostrzenia i nałożenia dodatkowych sankcji na Rosję.

Kryzys odbił się już wyraźnie na gospodarkach Ukrainy i Rosji, natomiast jego wpływ na strefę euro był dotychczas ograniczony. W twardych danych dla strefy euro właściwie go nie widać, istnieją jednak niepotwierdzone dane wskazujące, że mógł on spowodować podwyższoną niepewność. Niemniej ceny akcji i surowców są na razie stosunkowo stabilne.

Główną drogą, przez którą kryzys może dotknąć strefę euro, są powiązania handlowe i finansowe – głównie z Rosją, w mniejszym stopniu z Ukrainą. Strefa euro importuje z Rosji znaczne ilości energii – z tego kraju pochodzi ok. 25% importu gazu i prawie 30% importu ropy naftowej (zob. wykresy A i B). Niektóre kraje strefy euro importują gaz prawie wyłącznie z tego kraju. Rosja i – w mniejszym stopniu – Ukraina są również odbiorcami eksportu ze strefy euro. Do Rosji trafia ok. 5% eksportu towarowego idącego poza strefę euro, zaś na Ukrainę – ok. 1% (zob. wykres C). Jeśli chodzi o zaangażowanie

finansowe, rosyjskie zadłużenie w bankach ze strefy euro wynosi ok. 1% PKB całej strefy (zob. wykres D). Skala powiązań handlowych i finansowych poszczególnych gospodarek strefy z oboma omawianymi krajami jest przy tym bardzo różna.

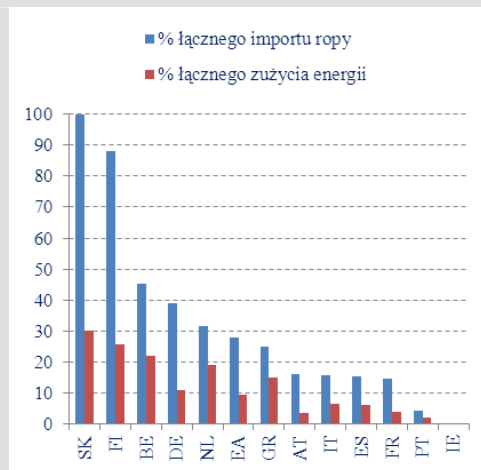
Wykres A: Import gazu z Rosji (2011)



Źródło: Eurostat.

Uwagi: Brak danych dla Cypru i Malty. Kraje uszeregowane według procentowego udziału importu gazu z Rosji w ich łącznym imporcie gazu.

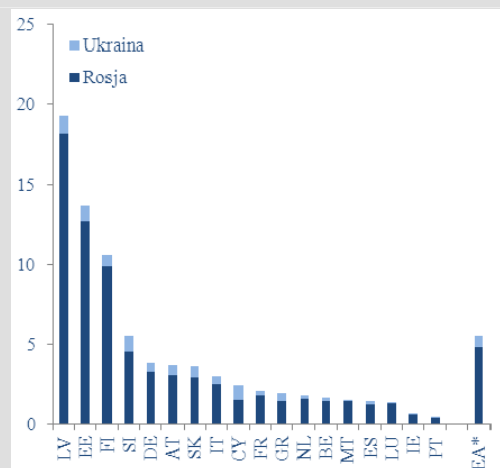
Wykres B: Import ropy z Rosji (2011)



Źródło: Eurostat.

Uwagi: Brak danych dla Estonii, Cypru, Łotwy, Luksemburga, Malty i Słowenii. Kraje uszeregowane według procentowego udziału importu ropy z Rosji w ich łącznym imporcie ropy.

Wykres C: Eksport towarów do Rosji i na Ukrainę (III kw. 2013)
(jako procent łącznego eksportu towarów)

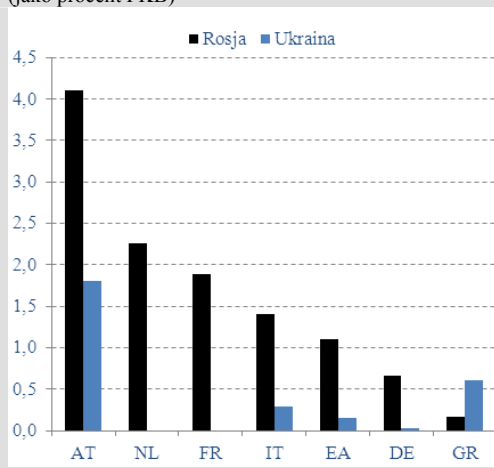


Źródła: MFW i obliczenia EBC.

* Z wyłączeniem eksportu towarowego w obrębie strefy euro (EA).

Uwagi: Kraje uszeregowane według procentowego udziału eksportu towarowego do Rosji i na Ukrainę w ich łącznym eksporcie towarowym.

Wykres D: Należności zagraniczne wybranych banków ze strefy euro (wg krajów) od Ukrainy i Rosji
(jako procent PKB)



Źródła: Skonsolidowane statystyki bankowe BIS oraz EBC.

Uwagi: Kraje uszeregowane według należności zagranicznych banków ze strefy euro od Rosji jako procent PKB za 2013 r. Dane ogólnie dotyczą IV kw. 2013 r. Na wykresie przedstawiono jedynie te kraje strefy euro, które wykazały należności zagraniczne swoich banków od Rosji i Ukrainy. Francja i Holandia ostatnio nie wykazywały należności od Ukrainy. Dla Austrii najnowsze dostępne dane pochodzą z III kw. 2012 r. Wartość dla strefy euro (EA) jest orientacyjna, gdyż opiera się na danych krajowych z różnych dat.

To, jak niekorzystny wpływ mogłaby wywrzeć na gospodarkę strefy euro eskalacja konfliktu, zależy od rodzaju sankcji nałożonych na Rosję przez Unię Europejską i USA oraz od prawdopodobnych retorsji rosyjskich. Nie wiadomo wprawdzie, na czym dokładnie polegałyby sankcje, ale wiadomo, że mogłyby one doprowadzić do wzrostu cen ropy, spadku eksportu rosyjskiego do strefy euro (co odbiłoby się niekorzystnie na aktywności gospodarczej w Rosji) oraz do odpływu kapitału skutującego deprecjacją rubla. Niekorzystne skutki dla strefy euro mogłyby także wynikać ze spadku cen akcji oraz spadku zaufania, gdyby podmioty gospodarcze zaczęły obawiać się skali kryzysu i jego następstw.

W strefie euro czynniki te prawdopodobnie doprowadziłyby do osłabienia PKB, przede wszystkim za pośrednictwem handlu i cen ropy. Z kolei wyższe ceny ropy spowodowałyby wzrost inflacji HICP w strefie euro powyżej scenariusza bazowego.

Ponieważ relacje handlowe i powiązania finansowe poszczególnych krajów strefy euro z Rosją i Ukrainą są tak odmienne, także skutki kryzysu byłyby różne – najmocniej odczułyby je kraje o największym zaangażowaniu, takie jak państwa nadbałtyckie.

W niektórych krajach strefy euro mogłyby także wystąpić niekorzystne skutki pośrednie, płynące z gospodarek krajów trzecich, które ucierpiały na kryzysie, na przykład w Europie Wschodniej. Gdyby kryzys się przeciągał lub doszło do jego eskalacji, najmocniej mogłyby ucierpieć te sektory i branże, które dla części krajów strefy euro są bardzo ważne, takie jak rolnictwo, przemysł spożywczy, branża nieruchomościowa, turystyka i niektóre sektory bankowe. Wreszcie – potencjalne przerwanie dostaw energii z Rosji odbiłoby się szczególnie dotkliwie na tych krajach strefy euro, w których duża część importu gazu i ropy właśnie stamtąd pochodzi.

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 określania założeń dotyczących zmiennych fiskalnych, finansowych i zewnętrznych, w tym cen ropy naftowej i innych surowców. W poszczególnych prognozach stosuje się także różne podejścia do korygowania danych o liczbę dni roboczych w roku (zob. tabela poniżej).

Zestawienie prognoz wzrostu realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro

(zmiany rok do roku w proc.)

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

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

Uwagi: Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu oraz prognozy OECD podają roczne stopy wzrostu skorygowane o liczbę dni roboczych w roku, natomiast Komisja Europejska i MFW nie korygują rocznych stóp wzrostu o ten czynnik. W pozostałych prognozach nie podano, czy zawarte w nich dane uwzględniają liczbę dni roboczych w roku.

W aktualnych prognozach innych instytucji dynamika realnego PKB strefy euro w 2014 r. ma być nieco wyższa od podanej w projekcjach ekspertów Eurosystemu. Projekcje dynamiki realnego PKB na lata 2015 i 2016 są podobne do projekcji ekspertów Eurosystemu lub nieco niższe. W kwestii inflacji prognozy większości innych instytucji na lata 2014 i 2015 podają średnioroczną inflację HICP na poziomie bliskim projekcji ekspertów Eurosystemu lub nieco wyższym. Inflacja HICP w 2016 r. ma według pozostałych dostępnych prognoz wynieść średnio między 1,3% a 1,7%, wobec 1,4% w projekcji ekspertów Eurosystemu. Obecnie wszystkie dostępne prognozy mieszczą się w przedziałach projekcji Eurosystemu, podanych w tabeli.

© Europejski Bank Centralny 2014

Adres: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt nad Menem, Niemcy

Adres do korespondencji: Postfach 16 03 19, 60066 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.