



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

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

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

*Oczekuje się, że ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie nadal postępować. Według projekcji realny PKB wzrośnie w 2015 o 1,5%, w 2016 o 1,7%, zaś w 2017 o 1,9%. W porównaniu z poprzednią rundą projekcji perspektywy wzrostu zasadniczo się nie zmieniły, przy czym prognozy popytu wewnętrznego się polepszyły, a popytu zewnętrznego – pogorszyły. Inflacja w horyzoncie projekcji powinna rosnąć i w 2017 osiągnąć 1,6%. Jej prognozy zostały nieznacznie zrewidowane w dół, głównie w wyniku spadku cen ropy.*

**Ożywienie gospodarcze, którego motorem będzie popyt wewnętrzny, w latach 2016 i 2017 powinno być nadal wzmacniane przez różne sprzyjające czynniki.** Akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej EBC wciąż przekłada się na gospodarkę, o czym świadczy dalsza niewielka poprawa warunków udzielania kredytów, niedawny zwrot w ich wolumenie z wartości ujemnych na dodatnie oraz deprecjacja efektywnego kursu euro. Niskie ceny ropy powinny mieć korzystny wpływ na spożycie i inwestycje, a popyt wewnętrzny być dodatkowo wspierany przez pewne poluzowanie polityki fiskalnej, wynikające m.in. z niedawnego napływu uchodźców, którego skutkiem będzie wzrost spożycia publicznego i transferów do gospodarstw domowych. W związku ze spodziewanym zmniejszaniem się potrzeby delewarowania w sektorze prywatnym na nadchodzące lata oczekuje się wzmocnienia popytu wewnętrznego pod wpływem działania tzw. akceleratora inwestycyjnego. Trwająca poprawa sytuacji na rynku pracy powinna ponadto korzystnie wpływać na spożycie. Jednak pozytywny wpływ ożywienia światowego na aktywność gospodarczą w strefie euro będzie prawdopodobnie nadal niewielki, głównie z powodu słabego wzrostu w gospodarkach wschodzących.

**Według projekcji inflacja HICP wzrośnie do 1,0% w 2016 i 1,6% w 2017.** Oczekuje się, że największy wpływ na jej przebieg w horyzoncie projekcji będzie miało kształtowanie się cen energii. Inflacja cen energii powinna znacznie odbić z obecnego ujemnego poziomu, co będzie wynikać z silnego dodatniego efektu bazy na przełomie lat 2015 i 2016 oraz w drugim półroczu 2016, a także z zakładanego (na podstawie cen terminowych) wzrostu cen ropy do 2017. W horyzoncie projekcji ma się też stopniowo umacniać inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności. W miarę jak ożywienie gospodarcze będzie nabierać tempa, podwyżki płac i marż zysku powinny spowodować wzrost inflacji bazowej. Ponadto na inflację HICP będzie nadal przekładać się znaczny spadek kursu euro.

---

<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. Datą graniczną dla założeń technicznych, np. cen ropy i kursów walutowych (zob. ramka 3), był 12 listopada 2015, zaś dla innych informacji – 19 listopada 2015.

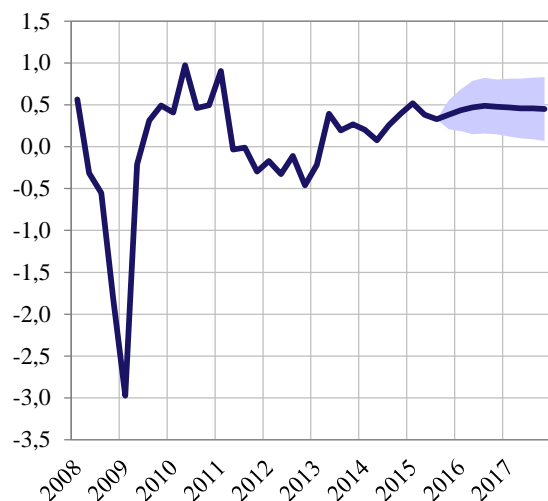
Obecna runda projekcji makroekonomicznych obejmuje lata 2015–17. Projekcje o tak długim horyzoncie czasowym są obciążone bardzo dużą niepewnością – należy o tym pamiętać przy ich interpretacji. Zob. artykuł „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections” w *Biuletynie Miesięcznym*, EBC, maj 2013.

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

(dane kwartalne)

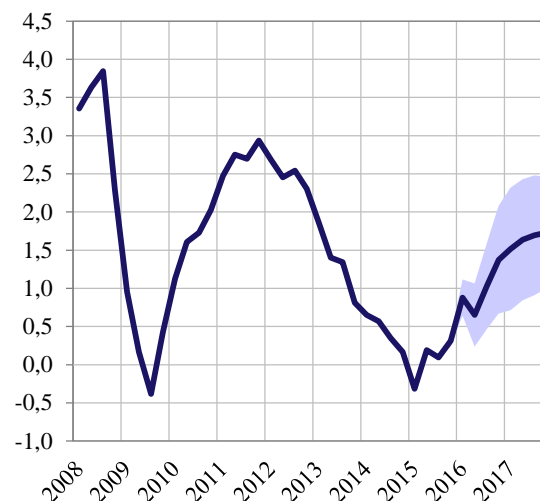
### Realny PKB strefy euro<sup>2)</sup>

(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, 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

**Przewiduje się, że ożywienie aktywności gospodarczej w strefie euro będzie nadal postępować, do czego w horyzoncie projekcji w coraz większym stopniu przyczyniać się będzie popyt wewnętrzny.** Realny PKB wzrósł w III kw. 2015 o 0,3%. Nadal wysoki poziom zaufania przedsiębiorców i konsumentów z ostatnich miesięcy pozwala oczekiwać stabilnego wzrostu gospodarczego w najbliższym okresie. Następnie korzystny wpływ na dynamikę realnego PKB w horyzoncie projekcji będzie miało kilka czynników, w tym: akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej, nieznaczne złagodzenie fiskalne, niskie ceny ropy i stopniowa poprawa perspektyw popytu światowego w połączeniu ze wzrostem udziałów w rynkach eksportowych, wynikającym ze stosunkowo słabego kursu euro.

### **Motorem ożywienia w dalszym ciągu powinny być wydatki konsumpcyjne sektora prywatnego.**

Dynamika nominalnych dochodów do dyspozycji ma w horyzoncie projekcji przyspieszyć pod wpływem umocnienia się dochodów z pracy w warunkach stabilnego wzrostu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia nominalnego, a także szybszego wzrostu innych składowych dochodów osobistych. Ponadto wyższe transfery i niższe podatki bezpośrednie spowodują w 2016 wzrost dochodów gospodarstw domowych. Dynamika realnych dochodów do dyspozycji w 2016 powinna stabilnie rosnąć, a w 2017 zwolnić pod wpływem wzrostu cen konsumpcyjnych. Niskie koszty finansowania i rosnąca wartość netto aktywów gospodarstw domowych – wzmacniane przez program skupu aktywów – powinny korzystnie wpływać na spożycie prywatne; jednocześnie jednak niskie stopy procentowe niekorzystnie oddziałują na dochody do dyspozycji w związku z niższymi przychodami odsetkowymi. W sumie roczny wzrost spożycia prywatnego w latach 2015–17 ma wynieść średnio 1,7% (po wzroście o 0,8% w 2014).

**Stopa oszczędności powinna w najbliższym okresie pozostać ogólnie stabilna, a następnie w 2017 nieznacznie się obniżyć.** Według projekcji ma ona w 2015 nieco wzrosnąć, w wyniku pewnej inercji w dostosowywaniu się spożycia do wzrostu realnych dochodów do dyspozycji związanego

z kształtowaniem się cen ropy. W 2016 stopa oszczędności powinna pozostać zasadniczo niezmienną, a następnie w 2017 nieco się obniżyć. Przewiduje się, że w niektórych krajach wysokie bezrobocie i podwyższony poziom długu brutto będą wywierać pewną presję wzrostową na oszczędności, zaś w innych może wystąpić potrzeba zwiększenia oszczędności w związku z bardzo niskim poziomem stóp procentowych. Z czasem jednak zaczną dominować kilka czynników oddziałujących w kierunku spadku stopy oszczędności. Po pierwsze, spożycie gospodarstw domowych powinno stopniowo doganiać wzrost dochodów do dyspozycji wynikający ze spadku cen ropy. Po drugie, stopniowy spadek bezrobocia powinien spowodować obniżenie się oszczędności przezornościowych, co pozwoli gospodarstwom domowym dokonywać większych zakupów, z którymi dotąd zwlekały. I wreszcie, bardzo niskie stopy procentowe zwykle zniechęcają do oszczędzania (przez efekt substytucji międzyokresowej).

#### **Inwestycje mieszkaniowe w strefie euro powinny zacząć rosnąć, choć z bardzo niskiego poziomu.**

Zrewidowane dane wskazują na nieco wyższą aktywność w zakresie inwestycji mieszkaniowych w pierwszym półroczu 2015. Następnie inwestycje te mają w horyzoncie projekcji przyspieszać, do czego będą się przyczyniać: trwały wzrost realnych dochodów do dyspozycji, bardzo niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych i złagodzone warunki finansowania, wzmocnione przez program skupu aktywów. W rezultacie powinna wzrosnąć akcja kredytowa dla gospodarstw domowych, co wpłynie korzystnie na inwestycje mieszkaniowe. Na silniejszy wzrost tych inwestycji nie pozwolą jednak wysokie zadłużenie gospodarstw domowych i niekorzystna sytuacja demograficzna w części krajów strefy euro.

#### **Inwestycje przedsiębiorstw powinny stopniowo przyspieszać pod wpływem poprawy warunków finansowania i cyklicznego ożywienia gospodarki.**

Przewiduje się, że w kierunku wzrostu wydatków inwestycyjnych będą oddziaływać następujące czynniki: akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej, działanie akceleratora w kontekście przewidywanego wzmocnienia się popytu wewnętrznego i zewnętrznego, potrzeba modernizacji majątku produkcyjnego po latach niskich nakładów, 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 we wcześniejszym okresie, gdyż w większości krajów relacja zadłużenia do kapitału własnego znacznie zmalała w porównaniu z rekordowymi wartościami z czasów kryzysu finansowego i jest obecnie na historycznie niskim poziomie. Niemniej jednak ożywienie inwestycji przedsiębiorstw będzie hamowane przez istniejące jeszcze zatory finansowe i wysoki poziom zadłużenia w niektórych krajach, a także przez spodziewany niższy, niż wcześniej oczekiwano, wzrost produktu potencjalnego.

**Przewiduje się, że nastawienie polityki fiskalnej (mierzone jako zmiana salda pierwotnego skorygowanego cyklicznie pomniejszona o pomoc publiczną dla sektora finansowego) w horyzoncie projekcji będzie mieć niewielki dodatni udział w popycie.** Zakłada się, że po lekkim zacieśnieniu dyskrejonalnych środków fiskalnych, które nastąpiło w 2015, w 2016 zostaną one złagodzone, a w 2017 powinny być neutralne<sup>2</sup>. Dynamika realnych inwestycji publicznych ma w 2016 nabrać nieco tempa, a w 2017 jeszcze przyspieszyć, zaś spożycie publiczne powinno rosnąć stosunkowo szybko. Przewiduje się, że także napływ uchodźców przyczyni się do złagodzenia polityki fiskalnej w strefie euro (zob. ramka 2).

**Popyt zewnętrzny strefy euro ma być osłabiany przez niewielki wzrost w gospodarkach wschodzących i niską wrażliwość handlu na wzrost światowy, jednak przewiduje się, że w horyzoncie projekcji będzie się stopniowo umacniał (zob. ramka 1).** Chociaż popyt zewnętrzny strefy euro w horyzoncie projekcji ma się umacniać, tempo jego wzrostu prawdopodobnie będzie powolne w związku ze słabą dynamiką importu w gospodarkach wschodzących. Według projekcji dynamika popytu zewnętrznego pozostanie znacznie poniżej poziomu sprzed kryzysu, w związku z niższą aktywnością na świecie i mniejszą elastycznością reakcji handlu światowego na wzrost gospodarczy, zwłaszcza w gospodarkach wschodzących.

<sup>2</sup> W założeniach fiskalnych uwzględniono informacje zawarte w ustawach budżetowych na 2016 oraz inne informacje dostępne na 19 listopada 2015. Obejmują one wszystkie środki fiskalne, które są już zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub zostały dostatecznie szczegółowo określone przez rządy, a ich przyjęcie w procesie legislacyjnym jest prawdopodobne.

**Dynamika eksportu poza strefę euro powinna w horyzoncie projekcji rosnać.** Przewiduje się, że nadal będzie wyższa niż tempo wzrostu popytu zewnętrznego. Korzystny wpływ na eksport będą miały odczuwane z opóźnieniem skutki deprecjacji efektywnego kursu euro i poprawa konkurencyjności. Dynamika eksportu poza strefę euro w horyzoncie projekcji pozostanie prawdopodobnie stosunkowo ograniczona w związku ze strukturą łącznego popytu, w której główną rolę odgrywają wydatki o niskiej importochłonności, takie jak spożycie publiczne i prywatne. Nadwyżka na rachunku bieżącym powinna się zwiększyć z 2,4% PKB w 2014 do 3,0% w 2015, a następnie obniżyć do 2,9% w 2016 i 2,7% w 2017.

**Ujemna luka PKB zgodnie z oczekiwaniami będzie się domykać, w warunkach umiarkowanego wzrostu produktu potencjalnego.** Wzrost ten w horyzoncie projekcji szacuje się na zaledwie 1%, czyli nadal wyraźnie poniżej poziomu sprzed kryzysu. Jako że prognozowany wzrost realnego PKB jest wyższy od potencjału, do końca analizowanego okresu ujemna luka PKB powinna się znacznie zmniejszyć.

#### Ramka 1

### OTOCZENIE MIĘDZYNARODOWE

**W gospodarce światowej utrzymuje się trend stopniowego ożywienia, ale tempo ekspansji gospodarczej pozostaje niewielkie.** Wskaźniki aktywności światowej i dostępne dane krajowe wskazują, że wzrost globalny w III kw. 2015 był umiarkowany. W następnym okresie aktywność na świecie powinna wykazywać stopniowe (choć nierównomierne) niewielkie ożywienie, napędzane przez perspektywy stabilnego wzrostu w większości gospodarek rozwiniętych, przy nadal słabych – na tle wyników historycznych – perspektywach gospodarek wschodzących. Korzystny wpływ na perspektywy gospodarek rozwiniętych powinny wywierać: niskie ceny ropy, sprzyjające warunki finansowania, poprawa sytuacji na rynku pracy i poziomu zaufania oraz ustępowanie niekorzystnych czynników wynikających z delewarowania w sektorze prywatnym i konsolidacji fiskalnej. Natomiast perspektywy średniookresowe gospodarek wschodzących są mniej jednoznaczne. Podczas gdy rosnący popyt w gospodarkach rozwiniętych powinien podtrzymywać odbicie aktywności gospodarczej, to przeszkody strukturalne i nierównowaga makroekonomiczna w kilku dużych gospodarkach wschodzących nadal są czynnikiem hamującym ich perspektywy wzrostu. Jednocześnie niektóre z tych gospodarek dostosowują się do niższych cen surowców i zacieśnienia zewnętrznych warunków finansowania wobec spodziewanej normalizacji polityki pieniężnej w USA, a w części z nich panuje wysoka niepewność polityczna. Wzrost światowy (z wyłączeniem strefy euro) ma zgodnie z projekcją stopniowo przyspieszać: z 3,1% w 2015 do 3,6% w 2016 oraz blisko 3,9% w 2017. W zestawieniu z projekcjami z września oznacza to rewizję w dół o 0,1 pkt proc. na 2015 i 0,2 pkt proc. na 2016.

**Handel światowy w pierwszym półroczu 2015 był niezwykle słaby, ale oczekuje się, że będzie się stopniowo umacniał.** Dane dotyczące handlu światowego za pierwsze półrocze 2015 zostały zrewidowane mocno w dół i obecnie pokazują jego wyraźniejszy spadek. Znaczne zmniejszenie się importu w Rosji i Brazylii w tym okresie można częściowo wytłumaczyć spadkiem popytu wewnętrznego i deprecjacją kursu walutowego, jednak dane o handlu pozostałych gospodarek (w tym Wielkiej Brytanii, Japonii i Chin) wydają się odzwierciedlać głównie szum statystyczny. Najnowsze wskaźniki dotyczące handlu wskazują na pewną jego stabilizację w III kw. 2015, przy czym w najbliższym okresie dynamika prawdopodobnie pozostanie niska. W dalszej perspektywie oczekuje się, że handel światowy będzie się stopniowo umacniał, zgodnie z globalnym ożywieniem gospodarczym, choć zdecydowanie nie w tak szybkim tempie jak przed kryzysem finansowym. W sumie przewiduje się, że dynamika importu światowego i popytu zewnętrznego strefy euro w relacji do PKB na świecie będzie w horyzoncie projekcji stosunkowo słaba. Dynamika popytu zewnętrznego strefy powinna wzrosnąć z -0,1% w 2015 do 2,7% w 2016 i 3,8% w 2017. W porównaniu z projekcjami z września oznacza to rewizję w dół o 1,6% pkt proc. w 2015, 0,7% w 2016 i 0,3% w 2017.

## Otoczenie międzynarodowe

(zmiany rok do roku w proc.)

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

Uwaga: Rewizje obliczono na podstawie liczb niezaokrąglonych.

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

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

**Oczekuje się, że sytuacja na rynkach pracy w strefie euro w horyzoncie projekcji będzie się nadal poprawiać.** Wzrost liczby zatrudnionych w drugim półroczu 2015 powinien być nadal silny. Przewiduje się, że w 2016 i 2017 liczba zatrudnionych nadal będzie rosła, głównie pod wpływem ożywienia gospodarczego, bodźców fiskalnych w niektórych krajach, ograniczenia wzrostu płac, wcześniejszych reform rynku pracy i stopniowego wchodzenia uchodźców na rynek pracy. Liczba przepracowanych godzin na jednego pracownika w horyzoncie projekcji powinna się nieco zwiększyć, ale nadal pozostać znacznie niższa niż przed kryzysem. Z takiego kształtowania się dynamiki zatrudnienia wynika wzrost wydajności pracy – która jest tradycyjnie procykliczna – z 0,3% w 2014 do 0,9% w 2017. Siła robocza powinna wzrosnąć bardziej niż wcześniej przewidywano: o 0,5% w 2016 i 2017 (w porównaniu z roczną stopą wzrostu 0,2% w 2014 i 2015), w wyniku dalszego napływu uchodźców (zob. ramka 2) i ustępowania zniechęcenia do poszukiwania pracy. W 2017 stopa bezrobocia ma spaść do 10,1%, czyli będzie nadal znacznie powyżej poziomu sprzed kryzysu (7,5% w 2007).

**W porównaniu z projekcjami z września perspektywy wzrostu realnego PKB zasadniczo się nie zmieniły.** Niewielka rewizja w górę dotycząca roku 2015 wynika głównie z lepszych wyników w II kw. br. Zasadniczo niezmienione prognozy na 2016 i 2017 odzwierciedlają oddziaływanie dwóch przeciwstawnych czynników: z jednej strony – bardziej stabilnych perspektyw spożycia prywatnego i wyższego spożycia publicznego wynikającego m.in. ze środków fiskalnych wprowadzonych w odpowiedzi na napływ uchodźców, a z drugiej – słabszych perspektyw eksportu związanych z niższym popytem zewnętrznym.

### Ramka 2

#### SKUTKI NAPŁYWU UCHODźCÓW DLA GOSPODARKI STREFY EURO

**Do strefy euro napływa największa w historii fala uchodźców.** Do końca listopada 2015 przez Morze Śródziemne przedostało się około 850 tys. osób (dane Wysokiego Komisarza ONZ ds. Uchodźców), czyli skala migracji jest już znacznie większa niż podczas kryzysu bałkańskiego na początku lat 90. XX wieku. W porównaniu z projekcjami z czerwca 2015 w obecnej rundzie założono, że do końca 2017 do strefy euro prawdopodobnie przybędzie o 2,4 mln uchodźców więcej (mniej niż 1% ludności strefy euro).

**Ocena wpływu tej fali migracji na gospodarkę realną i finanse publiczne wiąże się z bardzo wysoką niepewnością.** Faktyczna liczba uchodźców i przekrój ich kwalifikacji zawodowych są wciąż w dużym stopniu niejasne, a liczba członków rodzin, którzy przybędą w następnej kolejności – trudna do przewidzenia. Poza tym nie wiadomo jeszcze, jaki będzie ostatecznie rozdział przybyszów między kraje strefy euro. Co więcej, obecnie wprowadzane są zmiany w krajowych przepisach azylowych, co będzie mieć implikacje gospodarcze i budżetowe.

**Skutki makroekonomiczne po stronie podaży będą zależeć przede wszystkim od aktywności zawodowej uchodźców i tempa ich wchodzenia na rynek pracy.** Zwykle proces podejmowania legalnego zatrudnienia w kraju przyjmującym jest długotrwały. Najpierw uchodźcy muszą otrzymać prawo azylu, czasem także pozwolenie na pracę, oraz nauczyć się języka i uzyskać formalne poświadczenie kwalifikacji zawodowych. Ze względów prawnych i praktycznych wejście na rynek pracy



w strefie euro może nastąpić przeciętnie najwcześniej po sześciu miesiącach, przy czym istnieją znaczne różnice między krajami i w rzeczywistości znalezienie stałej pracy trwa nawet kilka lat. Na potrzeby scenariusza bazowego dla całej strefy euro przyjęto, że przybywający uchodźcy są w większości młodzi i konkurują z miejscowymi pracownikami z dolnego zakresu kwalifikacji i płac. Założono ponadto, że do końca horyzontu projekcji jedynie około jednej czwartej wszystkich przybyłych wejdzie na rynek pracy.

**W perspektywie krótko- i średniookresowej napływ uchodźców oddziałuje na gospodarkę przez oba kanały – popytowy i podażowy.** Początkowo dodatni szok popytowy powinien przez zwiększenie spożycia prywatnego i publicznego doprowadzić do wzrostu cen i produktu, zwłaszcza w związku ze stosunkowo niską stopą oszczędności wśród uchodźców i ich wysoką skłonnością do konsumpcji. Skala tego szoku może też zależeć od wielkości kwot, jakie będą oni przysyłać do swoich krajów macierzystych. Jednocześnie w niektórych państwach gospodarka może ucierpieć wskutek pogarszania się wskaźników zaufania konsumentów i przedsiębiorców. Może to wynikać z obaw, że pomyślna integracja uchodźców – o ile nie będą oni zajmować jedynie nieobsadzonych miejsc pracy – zaszkodzi perspektywom zatrudnienia pracowników miejscowych oraz że w krajach Europy Południowej, które przyjmują dużą liczbę imigrantów, pogorszy się sytuacja w sektorze turystycznym. Wraz z wejściem części uchodźców na rynek pracy, pociągającym za sobą wzrost liczby nisko opłacanych pracowników niewykwalifikowanych, może nastąpić spadek przeciętnego wynagrodzenia i wydajności. Możliwe jest jednak, że w najbliższej przyszłości inflacja wzrośnie w porównaniu ze scenariuszem bazowym, który nie uwzględnia skutków zwiększenia się liczby imigrantów w postaci wyższego popytu wewnętrznego, niższej wydajności i wzrostu cen najmu nieruchomości. Później rosnący trend podaży siły roboczej i zatrudnienia może pobudzić dalszy wzrost gospodarczy poprzez silniejsze spożycie prywatne i inwestycje mieszkaniowe. Ponadto w dłuższym okresie fala migracji może wpłynąć korzystnie na wzrost produktu potencjalnego.

**Wpływ na zatrudnienie, produkt i ceny jest różny w zależności od kraju, zaś w scenariuszu bazowym dla całej strefy euro prawdopodobnie będzie niewielki. Odczuwalne będą natomiast skutki budżetowe.** Wynikają one z wydatków publicznych na wyżywienie i zakwaterowanie uchodźców, z transferów gotówkowych na ich rzecz, a także, choć w mniejszym stopniu, ze wzrostu spożycia publicznego związanego m.in. z wyższymi wydatkami na edukację, opiekę zdrowotną i ogólnie na integrację. Oczekiwane skutki krótkookresowe odzwierciedlają fakt, że mimo pewnych oznak zwiększenia się potrzeb mieszkaniowych nie ma dowodów na znaczne dodatkowe inwestycje publiczne w tym zakresie. Przewiduje się, że napływ uchodźców przyczyni się do większego poluzowania polityki fiskalnej niż zakładano we wcześniejszych projekcjach. Wpływ budżetowy na finanse publiczne w krajach, które najsilniej odczuwają falę imigracji, ma utrzymać się przez cały horyzont projekcji. Oczekuje się, że wydatki z tego tytułu spowodują wzrost deficytu publicznego, również dlatego, że pakt stabilności i wzrostu pozostawia tu pewną swobodę; wyjątkiem będzie prawdopodobnie kilka krajów, w których dodatkowe (niewielkie) koszty z tytułu przyjęcia uchodźców powinny zostać pokryte przez przesunięcia w planie wydatków lub wykorzystanie rezerw. W dłuższym okresie skutki fiskalne mogą stać się bardziej korzystne; będzie to zależeć przede wszystkim od czasu i skali wchodzenia imigrantów na rynek pracy.

### Ramka 3

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

**Zmiany w założeniach technicznych w porównaniu z projekcjami z września są następujące: niższe dolarowe ceny ropy i surowców nieenergetycznych, niewielka aprecjacja efektywnego kursu euro oraz niższe stopy procentowe w strefie euro.**

**Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe; datą graniczną jest 12 listopada 2015.** Stopy krótkoterminowe odnoszą się do 3-miesięcznej stawki EURIBOR, a oczekiwania rynkowe są wyprowadzane ze stóp terminowych. Z metodologii tej wynikają następujące średnie wartości krótkoterminowych stóp procentowych: 0,0% w 2015, -0,2%

w 2016 i -0,1% w 2017. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro wynikająca z oczekiwań rynkowych wynosi średnio 1,2% w 2015, 1,4% w 2016 i 1,7% w 2017<sup>1</sup>. 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 będzie ogólnie stabilne, a w 2017 nieco wzrośnie. W kwestii cen surowców na podstawie tendencji obserwowanej na rynkach terminowych w okresie dwóch tygodni przed datą graniczną (12 listopada) przyjęto założenie, że cena ropy Brent wzrośnie z notowanego wówczas poziomu 45 USD/b do 52,2 USD/b w 2016, a potem do 57,5 USD/b w 2017. Przyjęto także, że dolarowe ceny surowców nieenergetycznych będą rosły<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. Z założenia tego wynika kurs USD do EUR równy 1,09 w całym horyzoncie projekcji.

#### Założenia techniczne

	Grudzień 2015				Wrzesień 2015			Rewizje od września 2015 <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
3-miesięczna stopa EURIBOR (stopa roczna)	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (stopa roczna)	2,0	1,2	1,4	1,7	1,3	1,6	1,8	-0,1	-0,2	-0,1
Cena ropy naftowej (USD/b)	98,9	53,8	52,2	57,5	55,3	56,1	60,9	-2,7	-6,9	-5,6
Ceny surowców nieenerget. w USD (zmiana proc. r/r)	-8,6	-18,7	-5,2	4,1	-19,7	-4,6	4,4	1,0	-0,7	-0,4
Kurs USD/EUR	1,33	1,11	1,09	1,09	1,11	1,10	1,10	0,3	-1,0	-1,0
Nominalny efektywny kurs euro (EER19) (zmiana proc. r/r)	2,4	-7,1	0,1	0,0	-7,8	0,3	0,0	0,7	-0,2	0,0

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

- 1) Podstawą założenia dotyczącego nominalnej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro jest średnia rentowności 10-letnich obligacji benchmarkowych poszczególnych krajów ważona wartościami rocznego PKB i przedłużona zgodnie ze ścieżką terminową wyprowadzoną z obliczanej przez EBC 10-letniej rentowności parytetowej wszystkich obligacji emitowanych w strefie euro, przy czym początkowa różnica między oboma szeregami nie zmienia się w całym horyzoncie projekcji. Założono, że spready między rentownościami obligacji skarbowych poszczególnych krajów a odpowiednią średnią dla strefy euro będą w horyzoncie projekcji stałe.
- 2) Założenia dotyczące cen ropy i surowców żywnościowych do końca horyzontu projekcji opierają się na cenach kontraktów terminowych. W odniesieniu do innych nieenergetycznych surowców mineralnych przyjęto, że do IV kw. 2016 ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami terminowymi, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

### 3. CENY I KOSZTY

**Od kilku miesięcy inflacja HICP pozostaje bliska zera.** Niski poziom inflacji ogółem jest odzwierciedleniem nasilonej presji spadkowej wywieranej przez ceny energii w związku z niedawnym spadkiem cen ropy. Jednocześnie inflacja HICP z wyłączeniem energii w ostatnich miesiącach nieznacznie wzrosła, co było efektem wzrostu inflacji cen żywności i nieenergetycznych towarów przemysłowych. Przyczyną skoku inflacji cen tych towarów była silna deprecjacja euro. Natomiast inflacja cen usług, mimo pewnej zmienności, przez ostatnie miesiące utrzymywała się *de facto* na tym samym poziomie, co wynikało z umiarkowanej wewnętrznej presji kosztowej.

**Według projekcji średnia stopa inflacji HICP w 2015 wyniesie 0,1%, a następnie wzrośnie do 1,0% w 2016 i 1,6% w 2017.** Oczekuje się, że silny wpływ na kształtowanie się wskaźnika HICP w horyzoncie projekcji będzie wywierać inflacja cen energii, której znaczny wzrost do roku 2017 będzie wynikać z wysokiego efektu bazy i zakładanych wzrostów cen ropy (według rynków terminowych). Inflacja HICP z wyłączeniem energii ma się stopniowo umacniać zgodnie ze wzrostem wewnętrznej presji kosztowej,

w miarę domykania się ujemnej luki PKB. Dodatni wpływ mają też na nią wywierać silna deprecjacja euro oraz pośrednie efekty zakładanego wzrostu cen surowców w horyzoncie projekcji. Jednocześnie wpływ cen administrowanych i zmian podatków pośrednich powinien pozostać ograniczony.

**Oczekuje się, że głównymi czynnikami napędzającymi inflację w horyzoncie projekcji będą między innymi: deprecjacja euro, dodatni efekt bazy związany z cenami ropy oraz zakładany wzrost cen surowców.** Ceny importu, pozostające od lat pod presją spadkową wynikającą z czynników zewnętrznych, w horyzoncie projekcji mają według przewidywań rosnąć i oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji HICP. Roczny wzrost deflatora importu ma według projekcji zwiększyć się z -2,0% w 2015 do 0,4% w 2016 i 1,8% w 2017. Kluczowym czynnikiem tego wzrostu jest znaczne osłabianie się kursu euro, które zwykle przekłada się na ceny wewnętrzne – poprzez ceny importu – przez dłuższy czas i będzie oddziaływać na nie jeszcze w latach 2016–17. W kierunku wzrostu cen importu i cen konsumpcyjnych w strefie euro w horyzoncie projekcji będą ponadto oddziaływać ceny energii i surowców nieenergetycznych.

**Do wzrostu inflacji HICP, zwłaszcza pod koniec horyzontu projekcji, ma się także przyczyniać wzrost wewnętrznej presji cenowej.** Oczekiwane dalsze ożywienie gospodarcze i umacnianie się popytu powinny znaleźć odzwierciedlenie w dalszej poprawie warunków na rynku pracy i zdolności przedsiębiorstw do dyktowania cen. W związku z tym płace, jak i marże zysku według oczekiwań będą rosnąć, wzmacniając wewnętrzną presję cenową.

**Zmniejszanie się niewykorzystanych mocy produkcyjnych na rynku pracy ma według projekcji prowadzić do szybszego wzrostu przeciętnego wynagrodzenia nominalnego.** Oczekuje się jednak, że wzrost wynagrodzeń pozostanie stosunkowo umiarkowany. Czynnikiem spowalniającym wzrost przeciętnego wynagrodzenia w warunkach ożywienia gospodarczego są pozostałe niewykorzystane moce produkcyjne na rynku pracy i utrzymująca się niska inflacja. Dynamika płac będzie też prawdopodobnie osłabiana przez trwające w niektórych krajach strefy euro procesy dostosowawcze ukierunkowane na zwiększenie konkurencyjności cenowej. Czynnikiem hamującym wzrost wynagrodzeń mimo obecnego ożywienia mogą być ponadto reformy strukturalne rynku pracy przeprowadzone w czasie kryzysu, a potencjalnie także ograniczenie dynamiki płac związane z tym, że w czasie kryzysu wynagrodzenia nominalne nie spadły odpowiednio do zmiany aktywności. Wzrost jednostkowych kosztów pracy ma według przewidywań oscylować wokół obecnego niskiego poziomu do początku roku 2017, jako że stopniowy wzrost dynamiki płac będzie równoważony przez cykliczne przyspieszenie wydajności. Potem powinna nastąpić stabilizacja wzrostu wydajności, co w połączeniu z dalszym odbiciem dynamiki płac wskazuje na umacnianie się tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy w ciągu 2017.

**Marże zysku mają według oczekiwań rosnąć wraz z postępowaniem ożywienia gospodarczego.** Dalsze umacnianie się popytu i zmniejszanie niewykorzystanych mocy produkcyjnych mają w horyzoncie projekcji poprawiać zdolność przedsiębiorstw do dyktowania cen i podtrzymywać zaobserwowane ostatnio odbicie marż zysku. Do poprawy zysków przyczyniły się ponadplanowe dochody związane z przeszłymi silnymi spadkami cen ropy i innych surowców oraz deprecjacją euro w związku ze stosowaniem przez eksporterów strategii dostosowywania cen do warunków na rynku docelowym. Natomiast osłabiający wpływ na marże zysków mają wywierać reformy strukturalne wprowadzone na rynku produktów w trakcie i po zakończeniu kryzysu, które prawdopodobnie zwiększyły stopień konkurencyjności niektórych rynków. W sumie marże zysku, po kilku latach stagnacji, powinny w horyzoncie projekcji odbić i w okresie 2015–17 rosnąć przeciętnie o 0,5% rocznie.

**W porównaniu z projekcjami z września perspektywy inflacji HICP zostały zrewidowane nieco w dół.** Rewizja ta wynika przede wszystkim z osłabienia się zewnętrznej presji cenowej, związanego z niższym od zakładanego poziomem cen ropy.

#### 4. PERSPEKTYWY FISKALNE

**Saldo sektora finansów publicznych według projekcji ma się poprawić.** Stopniowe polepszanie się wskaźnika salda SFP do PKB wynika częściowo z czynników cyklicznych, a częściowo – z niższych kosztów odsetkowych. Natomiast strukturalne saldo pierwotne budżetu w 2016 ma się nieco pogorszyć,



a w 2017 powinno być stabilne. Wskaźnik długu publicznego do PKB, który do 2014 roku rósł, od 2015 ma się obniżać.

**W porównaniu z projekcjami z września perspektywy fiskalne zasadniczo się nie zmieniły.** Saldo budżetowe na rok 2015 zostało zrewidowane lekko w górę, a na 2017 – lekko w dół, zgodnie ze zmianami wielkości konsolidacji fiskalnej. Kształt krzywej długu publicznego w horyzoncie projekcji jest nieco korzystniejszy w związku z bardziej korzystną różnicą między stopą wzrostu a stopą procentową oraz z pozytywnym oddziaływaniem relacji zmiany długu do deficytu.

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

(zmiany rok do roku w proc.)

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

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

2) Rewizje obliczono na podstawie liczb niezaokrąglonych.

3) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych.

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

5) Z uwzględnieniem wymiany handlowej w obrębie strefy euro.

6) Wskaźnik ten opiera się na szacunkach faktycznego wpływu podatków pośrednich. Może różnić się od danych Eurostatu, w których zakłada się pełne i natychmiastowe przełożenie wpływu podatków na HICP.

7) Obliczone jako saldo sektora finansów publicznych skorygowane o zmiany przejściowe związane z cyklem koniunkturalnym oraz środki tymczasowe zastosowane przez rządy (metoda ESBC – zob. *Working Paper Series*, nr 77, EBC, wrzesień 2001 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.

## ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

**Prognozy w znacznym stopniu zależą 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 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 w latach 2016–2017 niż z kontraktów terminowych.** Według założeń technicznych scenariusza bazowego dotyczących kształtowania się cen ropy naftowej, wyprowadzanych z rynków terminowych, w horyzoncie projekcji nastąpi pewien wzrost cen tego surowca (zob. ramka 3). Jest to spójne z pewnym ożywieniem światowego popytu na ropę, związanym z globalnym przyspieszeniem wzrostu gospodarczego i niewielkim spowolnieniem dynamiki podaży tego surowca. Alternatywne modele stosowane przez ekspertów EBC<sup>1</sup> do prognozowania cen ropy w horyzoncie projekcji wskazują obecnie, że w analizowanym okresie poziom cen ropy powinien być nieco wyższy, niż przyjęto w założeniach technicznych. Byłoby to zgodne z jeszcze silniejszym odbiciem światowego popytu na ropę w średnim okresie lub większym osłabieniem się dynamiki jej podaży w wyniku ograniczenia inwestycji w sektorze wydobywczym, a co za tym idzie – zmniejszenia się mocy produkcyjnych w niektórych krajach, w reakcji na ostatni spadek cen tego surowca. Ten alternatywny scenariusz, w którym ceny ropy rosą nieco szybciej i w 2017 są o 5,8% wyższe niż w scenariuszu bazowym, oznaczałby nieznacznie niższy wzrost realnego PKB (o 0,1 pkt proc. w 2017) oraz nieco szybszy wzrost inflacji HICP w 2016 i 2017 (o ok. 0,1 pkt proc. w obu latach).

### 2) Alternatywny przebieg kursu walutowego

**Na ścieżkę efektywnego kursu euro oddziałują czynniki zarówno wzrostowe, jak i spadkowe.** Czynniki spadkowe wynikają głównie z coraz większej rozbieżności nastawienia polityki pieniężnej po obu stronach Atlantyku. Dalsze złagodzenie tej polityki w strefie euro oraz podniesienie stopy funduszy federalnych w Stanach Zjednoczonych może zwiększyć presję spadkową na euro. Natomiast czynniki wzrostowe dotyczą nasilenia się obaw dotyczących wzrostu gospodarczego na rynkach wschodzących, zwłaszcza w Chinach. Wynikające stąd nasilenie się zmienności rynkowej może doprowadzić do aprecjacji euro z powodu zamykania dużych pozycji *carry trade*.

**Aby zilustrować związane z tym ryzyko dla projekcji, w analizie wrażliwości uwzględniono dwa alternatywne przebiegi kursu euro.** Pierwszy wyprowadzono z 25. percentyla rozkładu gęstości kursu USD/EUR wynikającego z kwotowań opcji na 12 listopada 2015, przy założeniu neutralności względem ryzyka. Z takiego przebiegu wynika stopniowa deprecjacja euro wobec dolara do 0,99 USD/EUR w 2017, czyli 8,1% poniżej wartości przyjętej na ten rok w scenariuszu bazowym. Drugi wyprowadzono z 75. percentyla tego samego rozkładu i wynika z niego stopniowa aprecjacja euro wobec dolara do 1,18 USD/EUR w 2017, czyli 8,9% powyżej wartości przyjętej na ten rok w scenariuszu bazowym. Odpowiednie założenia dotyczące nominalnego efektywnego kursu euro (NEER-38) są zgodne z prawidłowością obserwowaną w przeszłości – zmiany kursu USD/EUR odpowiadają zmianom kursu efektywnego z elastycznością ok. 52%. W przypadku deprecjacji kurs NEER-38 stopniowo odchyła się w dół od poziomu bazowego i w 2017 znajduje się 4,3% niżej. W przypadku aprecjacji kurs NEER-38 stopniowo odchyła się w górę od poziomu bazowego i w 2017 znajduje się 4,5% wyżej.

**W obu scenariuszach wyniki pochodzące z różnych modeli makroekonomicznych stosowanych przez ekspertów wskazują, że w 2016 i 2017 wpływ na dynamikę realnego PKB i inflację HICP byłby stosunkowy silny.** Wyniki dla scenariusza zakładającego deprecjację euro to wyższa inflacja HICP (o 0,1–0,3 pkt proc. w 2016 i o 0,3–0,5 pkt proc. w 2017) i wyższy wzrost realnego PKB (o 0,1–0,2 pkt proc. w 2016 i o 0,2–0,3 pkt proc. w 2017). W przypadku aprecjacji wyniki są podobne, z przeciwnym znakiem.

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

## Ramka 5

### PROGNOZY INNYCH INSTYTUCJI

**Wiele instytucji – zarówno organizacji międzynarodowych, jak i podmiotów sektora prywatnego – sporządza prognozy dla strefy euro.** Jednak prognozy te nie są w pełni porównywalne ani między sobą, ani z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów 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, większość dostępnych prognoz innych instytucji nie odbiega znacznie od prognoz punktowych z obecnych projekcji ekspertów Eurosystemu i swobodnie mieści się w przedziałach wokół tych projekcji (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	Grudzień 2015	1,5 [1,4–1,6]	1,7 [1,1–2,3]	1,9 [0,9–2,9]	0,1 [0,1–0,1]	1,0 [0,5–1,5]	1,6 [0,9–2,3]
Komisja Europejska	Listopad 2015	1,6	1,8	1,9	0,1	1,0	1,6
OECD	Listopad 2015	1,5	1,8	1,9	0,1	0,9	1,3
Euro Zone Barometer	Listopad 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
Consensus Economics Forecasts	Listopad 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,1	1,5
Survey of Professional Forecasters	Listopad 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
MFW	Październik 2015	1,5	1,6	1,7	0,2	1,0	1,3

Źródła: Komisja Europejska: *European Economic Forecast*, jesień 2015; MFW: *World Economic Outlook*, październik 2015; OECD: *Economic Outlook*, listopad 2015; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; EBC: *Survey of Professional Forecasters*.

Uwagi: W projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu i EBC podaje się roczne stopy wzrostu skorygowane o liczbę dni roboczych, natomiast Komisja Europejska i MFW nie korygują rocznych stóp wzrostu o ten czynnik. W pozostałych prognozach nie podano, czy zawarte w nich dane uwzględniają liczbę dni roboczych.

© Europejski Bank Centralny 2015

Adres do korespondencji: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Telefon +49 69 1344 0

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

Wszelkie prawa zastrzeżone.

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