



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EBC DLA STREFY EURO – MARZEC 2014¹

Przewiduje się, że dynamika realnego PKB w 2014 r. pozostanie umiarkowana, a od 2015 r. zacznie rosnąć. Motorem przewidywanego wzrostu aktywności ma być stopniowe ożywienie popytu wewnętrznego i zewnętrznego. Pobudzeniu popytu zewnętrznego będzie sprzyjać stopniowe umacnianie się ożywienia gospodarczego na świecie. Do czynników pobudzających popyt wewnętrzny należą: poprawa zaufania związana ze zmniejszaniem się niepewności, bardzo akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej oraz obniżki cen ropy, które powinny wywierać korzystny wpływ na realne dochody do dyspozycji. Czynniki sprzyjającymi powinny też być mniej restrykcyjne nastawienie polityki fiskalnej w najbliższych latach oraz stopniowa poprawa podaży kredytów. Natomiast niekorzystny wpływ, jaki na perspektywy wzrostu gospodarczego wywierają potrzeba dalszej korekty bilansów w sektorze prywatnym i publicznym oraz wysokie bezrobocie, powinien w horyzoncie projekcji stopniowo się osłabiać. Według projekcji realny PKB wzrośnie w 2014 r. o 1,2%, w 2015 r. o 1,5%, zaś w 2016 r. o 1,8%.

Przewiduje się, że stopniowe umacnianie się popytu i postępujące zmniejszanie się wolnych mocy produkcyjnych w powiązaniu z mocnym zakotwiczeniem oczekiwań inflacyjnych doprowadzą w horyzoncie projekcji do wzrostu inflacji HICP w strefie euro – ma ona według projekcji wynieść 1,0% w 2014 r., 1,3% w 2015 r. i 1,5% w 2016 r. Tak umiarkowane perspektywy inflacji wynikają głównie ze spadkowego trendu cen kontraktów terminowych na ropę naftową oraz niepełnego wykorzystania mocy produkcyjnych. Wobec rosnącej, ale wciąż umiarkowanej wewnętrznej presji kosztowej, na tle oczekiwanego stopniowego ożywienia aktywności gospodarczej, inflacja HICP z wyłączeniem cen żywności i energii ma według projekcji wzrosnąć z 1,1% w 2014 r. do 1,7% w 2016 r.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w Biuletynie Miesięcznym z grudnia 2013 r. projekcja wzrostu realnego PKB na 2014 r. została przesunięta minimalnie w górę. Projekcję inflacji ogólnej HICP na 2014 r. skorygowano w dół o 0,1 pkt proc., na podstawie najnowszych danych, natomiast wartość na 2015 r. pozostała niezmienną.

Ten artykuł przedstawia podsumowanie projekcji makroekonomicznych dla strefy euro nie tylko na lata 2014 i 2015, lecz także – po raz pierwszy – na rok 2016. Projekcje o tak długim horyzoncie są jednak 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 3,4% w 2013 r. do 4,1% w 2016 r. Podczas gdy w krajach rozwiniętych wzrost gospodarczy w drugim półroczu 2013 r. nieco przyspieszył, to na rynkach wschodzących osłabił się z powodu niskiego popytu krajowego, małego pola manewru do prorowthowych rozwiązań w polityce gospodarczej oraz napięć na rynkach finansowych. Jeśli chodzi o perspektywy krótkookresowe, wskaźniki nastrojów na świecie wskazują, że warunki gospodarcze powinny być korzystne, o czym świadczą także stopniowe umacnianie się aktywności na świecie. Niezależnie od napięć finansowych, które wystąpiły ostatnio w niektórych gospodarkach wschodzących, ogólne warunki na światowych rynkach finansowych są zasadniczo stabilne, odkąd Federalny Komitet Otwartego Rynku w USA (FOMC) podjął decyzję o ograniczaniu skupu aktywów. Jest to sytuacja zupełnie inna niż w połowie 2013 r., kiedy Fed po raz pierwszy wydał komunikat o możliwości ograniczenia skupu. Przewiduje się, że ożywienie gospodarcze

¹ Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC 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 według stanu na dzień 20 lutego 2014 r. (data graniczna).

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

na świecie będzie się w dalszym ciągu stopniowo umacniać. W gospodarkach rozwiniętych zmniejszenie delewarowania w sektorze prywatnym i mniejsza konsolidacja fiskalna powinny umocnić zaufanie i podtrzymać popyt wewnętrzny, choć poprawa sytuacji na rynku pracy prawdopodobnie będzie powolna. Szybszy wzrost gospodarek rozwiniętych powinien wywierać korzystny wpływ na rynki wschodzące.

Handel światowy w ostatnim okresie rośnie wraz z nieznacznym odbiciem aktywności gospodarczej. Najnowsze dane wskazują na poprawę wyników w krótkim okresie. Następnie handel na świecie powinien się stopniowo umacniać, choć na końcu horyzontu projekcji elastyczność jego reakcji na zmiany aktywności pozostanie poniżej poziomu sprzed kryzysu. Dynamika handlu światowego (z wyłączeniem strefy euro) ma zgodnie z projekcjami wzrosnąć z 3,8% w 2013 r. do 6,2% w 2016 r. Ponieważ popyt ze strony głównych partnerów handlowych strefy euro będzie rósł wolniej niż w reszcie świata, popyt zewnętrzny w tej strefie prawdopodobnie będzie nieco słabszy.

Tabela 1 Otoczenie międzynarodowe

(roczne zmiany w procentach)

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

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

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

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z grudnia 2013 r. ocena perspektyw światowego wzrostu gospodarczego pozostała praktycznie niezmienną. Ocena perspektyw popytu zewnętrznego strefy euro na 2014 r. została skorygowana w dół, natomiast na 2015 r. zasadniczo się nie zmieniła. Korekty dotyczące 2014 r. wiążą się z efektem przeniesienia wynikającym ze słabszej niż wcześniej przewidywano dynamiki handlu w drugim półroczu 2013 r., która ma utrzymać się także w krótkim okresie.

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 rynku; datą graniczną był 12 lutego 2014 r. Założenie co do krótkoterminowych stóp procentowych ma charakter czysto techniczny. Stopy te 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., 0,4% w 2015 r. i 0,8% w 2016 r. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro wynikająca z oczekiwań rynkowych wynosi średnio 2,8% w 2014 r., 3,2% w 2015 r. i 3,6% 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 osiągnie minimum na początku 2014 r., a następnie będzie stopniowo rosła. W kwestii cen surowców, na podstawie tendencji obserwowanej na rynkach terminowych w okresie dwóch tygodni przed datą graniczną, przyjęto założenie, że cena ropy Brent spadnie z 108,8 USD/b w 2013 r. do 96,9 USD/b w 2016 r. Założono także, że ceny surowców nieenergetycznych w dolarach amerykańskich w 2014 r. spadną, po czym w 2015 i 2016 r. wzrosną².

Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na poziomie równym średniej z dwóch tygodni przed datą graniczną (12 lutego 2014 r.). Z założenia tego wynika kurs USD do EUR wynoszący 1,36 między 2014 r. a 2016 r., czyli o 2,1% wyższy niż w 2013 r. Średnio efektywny kurs euro ma być o 1,6% mocniejszy niż w 2012 r.

Założenia techniczne

	Marzec 2014				Korekty od grudnia 2013 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
3-miesięczna stopa EURIBOR (w procentach rocznie)	0,2	0,3	0,4	0,8	0,0	0,0	-0,1
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (w procentach rocznie)	2,9	2,8	3,2	3,6	0,0	-0,3	-0,3
Cena ropy naftowej (USD/b)	108,8	105,8	101,1	96,9	0,6	1,8	1,9
Ceny surowców nieenergetycznych (w USD) (roczna zmiana w procentach)	-5,2	-2,5	3,1	4,8	0,2	0,1	-0,7
Kurs USD/EUR	1,33	1,36	1,36	1,36	0,2	0,9	0,8
Nominalny efektywny kurs euro (roczna zmiana w procentach)	3,8	1,6	0,0	0,0	0,1	0,8	0,0

1) Korekty 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. Korekty wyliczono na podstawie liczb niezaokrąglonych.

Podstawą założeń dotyczących polityki fiskalnej są plany budżetowe poszczególnych krajów strefy euro według stanu na 20 lutego 2014 r. Uwzględniają one 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 porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z grudnia 2013 r. zmiany w założeniach technicznych są stosunkowo niewielkie. Obejmują nieco niższe długoterminowe stopy procentowe w strefie euro, nieco wyższe ceny ropy wyrażone w dolarach amerykańskich i niewielką aprecjację kursu euro.

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 terminowych do końca okresu objętego projekcjami. W odniesieniu do innych nieenergetycznych surowców mineralnych zakłada się, że do I 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 konsumpcyjnych cen żywności, są prognozowane na podstawie modelu ekonometrycznego, który uwzględni kształtowanie się międzynarodowych cen surowców żywnościowych.

PROJEKCJE DYNAMIKI REALNEGO PKB

Realny PKB w IV kw. 2013 r. znów nieco się poprawił – w porównaniu z poprzednim kwartałem zwiększył się o 0,3%, po wzroście o 0,3% w II kw. 2013 r. i o 0,1% w III kw. (zob. wykres). Najnowsze dane ankietowe najwyraźniej ustabilizowały się, na poziomie przewyższającym średnią długoterminową, co wskazuje na ponowny wzrost aktywności w I kw. 2014 r. Na aktywność w tym kwartale w niektórych krajach korzystnie wpłynęła bardzo łagodna zima. W ciągu 2014 r. tempo wzrostu prawdopodobnie pozostanie umiarkowane (pod względem tendencji), po czym nieco wzrośnie. Głównymi czynnikami

sprawczymi ożywienia w horyzoncie projekcji mają być: stopniowe ożywienie popytu wewnętrznego wynikające z poprawy zaufania przy zmniejszającej się niepewności, bardzo akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej oraz niższe cen ropy (korzystnie wpływające na realne dochody do dyspozycji). Czynniki sprzyjającymi powinny też być mniej restrykcyjne nastawienie polityki fiskalnej w najbliższych latach oraz stopniowa poprawa podaży kredytów. Ponadto ogólnej aktywności gospodarczej w horyzoncie projekcji będzie coraz bardziej sprzyjać korzystne oddziaływanie na eksport stopniowo umacniającego się popytu zewnętrznego, choć początkowo rolę tego czynnika będzie nieco osłabiać wpływ wcześniejszej aprecjacji efektywnego kursu euro. Z drugiej strony w horyzoncie projekcji powinien stopniowo osłabiać się niekorzystny wpływ, jaki na perspektywy wzrostu gospodarczego wywierają: konieczność dalszej korekty bilansów w sektorze prywatnym i publicznym, wysokie bezrobocie oraz nadal podwyższona niepewność.

W sumie przewiduje się, że ożywienie będzie nadal słabe na tle wyników historycznych, a realny PKB strefy euro osiągnie poziom wyższy niż przed kryzysem (tj. w I kw. 2008 r.) dopiero pod koniec 2015 r. Średnioroczna dynamika realnego PKB ma według przewidywań wzrosnąć o 1,2% w 2014 r., o 1,5% w 2015 r. i o 1,8% w 2016 r. Taka ścieżka wzrostu gospodarczego odzwierciedla stabilnie rosnący udział popytu wewnętrznego połączony z niewielkim dodatnim udziałem salda wymiany handlowej. Ponieważ przewidywany wzrost jest wyższy od potencjału, skala niewykorzystanych mocy produkcyjnych będzie w horyzoncie projekcji stopniowo maleć.

Na poziomie poszczególnych składowych wzrostu gospodarczego przewiduje się, że eksport poza strefę euro w 2014 i 2015 r. będzie nabierać tempa, w związku z umacnianiem się popytu zewnętrznego strefy euro i stopniowym ustępowaniem niekorzystnego wpływu wcześniejszej aprecjacji euro. Udziały strefy euro w rynkach eksportowych mają w horyzoncie projekcji nieco zmaleć w związku z oddziaływaniem niedawnego spadku konkurencyjności. Eksport w obrębie strefy euro ma według przewidywań rosnać wolniej niż eksport poza strefę z powodu relatywnie słabego popytu wewnętrznego.

Inwestycje przedsiębiorstw mają według projekcji stopniowo rosnać, choć także zbyt wolno, by powrócić do poziomu sprzed kryzysu. Korzystny wpływ będzie na nie wywierać kilka czynników: oczekiwane stopniowe umacnianie się popytu wewnętrznego i zewnętrznego, bardzo niskie stopy procentowe, mniejsza niepewność, potrzeba modernizacji majątku produkcyjnego po latach niskich inwestycji, zanik niekorzystnych czynników związanych z podażą kredytów oraz pewna poprawa marż zysku w miarę ożywiania się aktywności gospodarczej. Przyjmuje się jednak, że połączony niekorzystny wpływ dużych wolnych mocy produkcyjnych, potrzeby dalszej restrukturyzacji bilansów przedsiębiorstw, niekorzystnych warunków finansowania na części rynków i stosunkowo wysokiej niepewności będzie w horyzoncie projekcji ustępować jedynie stopniowo.

Inwestycje mieszkaniowe mają według oczekiwań wzrosnąć nieznacznie w pierwszym półroczu 2014 r., a przez resztę okresu ich tempo jedynie minimalnie przyspieszy. Na perspektywach tych inwestycji nadal odbija się potrzeba dalszej korekty na niektórych rynkach mieszkaniowych i słaba dynamika realnych dochodów do dyspozycji. Ponadto wpływ względnej atrakcyjności inwestycji mieszkaniowych w pewnych krajach, której sprzyja rekordowo niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych, może stać się odczuwalny jedynie stopniowo, gdyż sektor budowlany w tych krajach zbliżył się już do granicy swoich mocy produkcyjnych. Inwestycje publiczne w horyzoncie projekcji mają pozostać stosunkowo słabe z powodu konsolidacji fiskalnej zaplanowanej w części krajów strefy euro.

Liczba zatrudnionych prawdopodobnie nieco się zwiększy w ciągu 2014 r., po czym zaczną rosnać szybciej. Słabe odbicie zatrudnienia wiąże się z niewielkim ożywieniem gospodarczym, typową opóźnioną reakcją zatrudnienia na zmiany produkcji, wzrostem liczby przepracowanych godzin na jednego pracownika, dalszą redukcją zatrudnienia w sektorze publicznym oraz podwyższoną niepewnością w niektórych krajach, odbijającą się na planach zatrudnienia w sektorze prywatnym. Czynniki te prawdopodobnie przeważają nad pozytywnym wpływem reform rynku pracy, które zwiększyły jego elastyczność i obniżyły próg dynamiki produkcji potrzebny do tworzenia miejsc pracy w niektórych z krajów będących w trudnej sytuacji. Wielkość siły roboczej w horyzoncie projekcji ma rosnać w umiarkowanym tempie wraz ze stopniowym powrotem na rynek pracy niektórych grup ludności. Stopa bezrobocia w horyzoncie projekcji ma nieznacznie spaść, ale w 2016 r. nadal przewyższać 11%.

Wydajność pracy (liczona jako produkcja na pracownika) w horyzoncie projekcji powinna rosnać w związku z oczekiwanym przyspieszeniem aktywności gospodarczej i opóźnioną reakcją zatrudnienia.

Tabela 2 Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro¹⁾

(roczne zmiany w procentach)

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

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) Korekty obliczono na podstawie liczb niezaokrąglonych.

3) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych.

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 PKB. 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.

W 2014 r. i latach następnych dynamika spożycia prywatnego powinna nieco wzrosnąć w wyniku wzrostu realnych dochodów do dyspozycji, związanego z wyższym wzrostem dochodów z pracy, stopniową poprawą sytuacji na rynku pracy, spowolnieniem konsolidacji fiskalnej i niską dynamiką inflacji; jedynym czynnikiem częściowo osłabiającym dynamikę spożycia będzie niewielki wzrost stopy oszczędności. Spożycie publiczne w horyzoncie projekcji powinno umiarkowanie rosnąć.

Import spoza strefy euro w horyzoncie projekcji powinien umiarkowanie przyspieszyć, m.in. w wyniku wcześniejszej aprecjacji euro. Nadal będzie jednak ograniczany przez słaby popyt ogólny. Udział salda wymiany handlowej w dynamice realnego PKB w horyzoncie projekcji ma być dodatni, ale umiarkowany, zaś nadwyżka na rachunku bieżącym powinna się powiększać w horyzoncie projekcji i w 2016 r. osiągnąć poziom 2,7% PKB.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z grudnia 2013 r. projekcja wzrostu realnego PKB na 2014 r. została przesunięta minimalnie w górę.

PROJEKCJE CEN I KOSZTÓW

Według szybkich szacunków Eurostatu w lutym 2014 r. ogólna inflacja HICP w strefie euro wyniosła 0,8%, tyle samo co w IV kw. 2013 r. Niska bieżąca stopa inflacji odzwierciedla połączone oddziaływanie spadku cen energii i niewielkiego wzrostu cen żywności oraz słabego trendu cen usług i towarów przemysłowych z wyłączeniem energii (zob. rozdział 3 oraz ramka zatytułowana „Impact of services and non-energy industrial goods prices on the recent decline in HICP inflation” – w języku angielskim – w bieżącym wydaniu *Biuletynu Miesięcznego*).

W najbliższym okresie inflacja HICP prawdopodobnie pozostanie na niskim poziomie, po czym od końca 2014 r. zacznie rosnąć, wraz z odbiciem aktywności gospodarczej. Roczna stopa inflacji według projekcji ma wynieść 1,0% w 2014 r., 1,3% w 2015 r. i 1,5% w 2016 r. Przewiduje się, że na koniec 2016 r. wyniesie 1,7%.

Umiarkowane perspektywy inflacji wynikają głównie ze spadkowego trendu kontraktów terminowych na ceny ropy naftowej oraz niepełnego wykorzystania mocy produkcyjnych. Przewiduje się, że stopniowe umacnianie się popytu oraz obserwowane zmniejszanie się wolnych mocy produkcyjnych przy silnie zakotwiczonych oczekiwaniach inflacyjnych pozwolą na niewielki wzrost marż zysku i wzrost jednostkowych kosztów pracy w dużej części strefy euro. Do wzrostu inflacji HICP w horyzoncie projekcji powinna się ponadto przyczyniać stopniowo słabnąca potrzeba korekty kosztów i cen w krajach będących w trudnej sytuacji.

W ujęciu bardziej szczegółowym oczekuje się, że w horyzoncie projekcji ceny energii nieco się obniżą, zgodnie z zakładaną ścieżką cen ropy i będą oddziaływać w kierunku spadku inflacji HICP. Oczekuje się, że udział energii w ogólnej inflacji HICP w horyzoncie projekcji będzie pomijalny; dla porównania, średni udział za okres od 1999 r. wyniósł 0,5 pkt proc.

Inflacja cen żywności ma zgodnie z oczekiwaniami słabnąć przez pierwsze trzy kwartały 2014 r. z powodu wcześniejszych spadków cen surowców żywnościowych (w euro) i ujemnego efektu bazy. Potem przez resztę horyzontu projekcji powinna rosnąć, zgodnie z założonym wzrostem cen surowców żywnościowych w tym okresie. Zgodnie z projekcją dodatni udział cen żywności w ogólnej inflacji HICP wyniesie w horyzoncie projekcji średnio 0,3 pkt proc., nieco poniżej średniej od 1999 r. (0,5 pkt proc.).

Inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności powinna przez 2014 r. stopniowo się podnosić (1,1% średniorocznie), w 2015 r. wzrosnąć do 1,4%, a w 2016% do 1,7%. Motorem takiego przebiegu inflacji ma być stopniowy wzrost aktywności gospodarczej. Zgodnie z projekcją średni udział tej składowej w ogólnej inflacji HICP wyniesie w horyzoncie projekcji ok. 1,0 pkt proc., czyli także nieco poniżej średniej od 1999 r. (1,1 pkt proc.).

Oczekuje się, że podwyżki cen administrowanych i podatków pośrednich zawarte w planach konsolidacji fiskalnej będą miały znaczny wzrostowy udział w inflacji HICP w 2014 r.: ok. 0,2 pkt proc. Jest to

wielkość podobna do odnotowanej w 2013 r. W projekcji na lata 2015 i 2016 r. udział tych czynników jest pomijalny, jako że nie ma jeszcze szczegółowych informacji o środkach fiskalnych na ten okres. Zatem inflacja mierzona wskaźnikiem HICP z wyłączeniem energii, żywności oraz zmian podatków pośrednich powinna wzrosnąć nieco bardziej niż wskaźnik inflacji uwzględniający podatki.

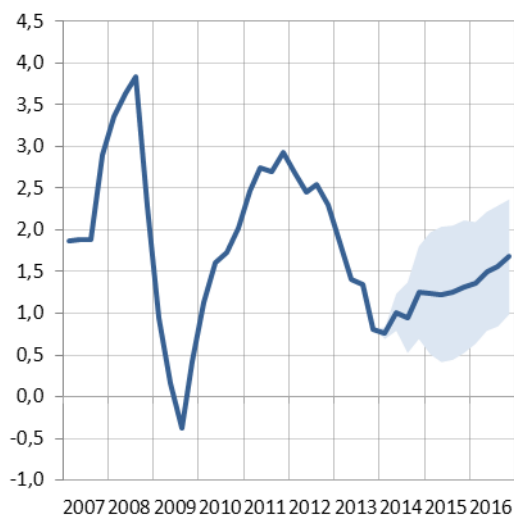
Zewnętrzna presja cenowa w ciągu 2013 r. osłabiła się wskutek niewielkiego popytu światowego, aprecjacji efektywnego kursu euro oraz spadków cen ropy naftowej i innych surowców. Czynniki te spowodowały, że przez cały rok obniżał się deflator importu. Później jednak, biorąc pod uwagę przewidywane umacnianie się popytu światowego w horyzoncie projekcji, spodziewany wzrost cen surowców nieenergetycznych i wygasanie wpływu przeszłej aprecjacji euro, w 2014 r. i dalszym horyzoncie projekcji deflator importu powinien zgodnie z oczekiwaniami rosnąć. W 2016 r. jego roczna dynamika powinna osiągnąć ok. 1,1%, czyli zbliżyć się do średniego długookresowego tempa wzrostu gospodarczego.

Jeśli chodzi o wewnętrzną presję cenową, w związku ze słabą wprawdzie, lecz powoli poprawiającą się sytuacją na rynku pracy roczna stopa wzrostu przeciętnego wynagrodzenia ma według projekcji pozostać zasadniczo niezmienną w 2014 r. i stopniowo rosnąć w 2015 i 2016 r. W kwestii dynamiki jednostkowych kosztów pracy na 2014 r. przewiduje się ich spadek odzwierciedlający cykliczny wzrost wydajności, związany z opóźnioną reakcją zatrudnienia na ożywienie gospodarcze oraz ogólnie niezmienną przez cały rok dynamiką przeciętnego wynagrodzenia. Ponieważ w 2015 i 2016 r. ożywienie ma przyspieszać, a sytuacja na rynkach pracy stopniowo się poprawiać, oczekuje się, że przeciętne wynagrodzenie będzie rosnąć nieco szybciej niż wydajność, co doprowadzi do niewielkiego wzrostu jednostkowych kosztów pracy.

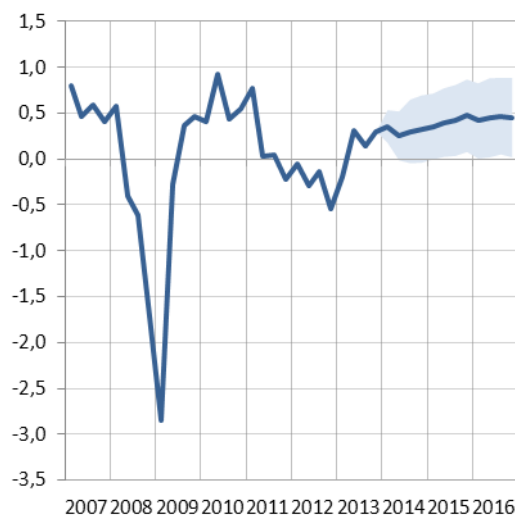
Wykres 1 Projekcje makroekonomiczne¹⁾

(dane kwartalne)

Inflacja HICP w strefie euro
(zmiany procentowe rok do roku)



Realny PKB strefy euro²⁾
(zmiany procentowe kwartał do kwartału)



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.

Oczekuje się, że tempo wzrostu wskaźnika marży zysku (liczony jako różnica między deflatorem PKB w cenach czynników produkcji a dynamiką jednostkowych kosztów pracy) w 2014 r. przyspieszy, a w horyzoncie projekcji jeszcze nieco się zwiększy, czemu sprzyjać będzie oczekiwana poprawa sytuacji gospodarczej.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi opublikowanymi w *Biuletynie Miesięcznym* z grudnia 2013 r. projekcja inflacji ogólnej HICP na 2014 r. została skorygowana w dół o 0,1 pkt proc., zaś projekcja na 2015 r. pozostała bez zmian.

PERSPEKTYWY FISKALNE

Na podstawie założeń opisanych w ramce 1 oczekuje się, że wskaźnik deficytu finansów publicznych do PKB dla strefy euro spadnie z 3,2% w 2013 r. do 2,7% w 2014 r., a następnie do 2,1% w 2016 r. Obniżenie się deficytu przewidywane na 2014 r. wynika z konsolidacji fiskalnej w różnych krajach strefy euro i wycofania pomocy państwowej dla sektora finansowego. W latach 2015–2016 motorem stopniowego spadku deficytu finansów publicznych powinien być przede wszystkim korzystny wpływ składnika cyklicznego, związany z obniżeniem się wolnych mocy produkcyjnych, a w mniejszym stopniu – także dalsza poprawa składnika strukturalnego (która ma być wolniejsza niż w ubiegłych latach). W związku z tym przewiduje się, że saldo strukturalne budżetu (tj. saldo skorygowane o zmiany cykliczne, z wyłączeniem wszystkich środków tymczasowych) w 2014 r. zauważalnie się poprawi, a potem przez resztę okresu objętego projekcjami będzie się dalej polepszać, choć w mniejszym stopniu. Wskaźnik długu publicznego brutto do PKB w strefie euro ma w 2014 r. osiągnąć najwyższy poziom – 93,5%, po czym obniżyć się i w 2016 r. zejść do 92,2%.

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 tej ramce omówiono niepewność związaną z trzema kluczowymi założeniami oraz wrażliwość projekcji na zmianę tych założeń.

1) INNY WARIANT PRZEBIEGU CEN ROPY

W obecnych projekcjach ekspertów EBC założenia dotyczące cen ropy wyprowadza się z oczekiwań rynkowych, mierzonych na podstawie cen terminowych ropy w okresie dwóch tygodni przed datą graniczną. Obecnie oczekiwania te wskazują na równomierny spadek cen ropy w horyzoncie projekcji. Jednak taki przebieg cen jest obciążony niepewnością, związaną z kształtowaniem się zarówno popytu, jak i podaży.

Po stronie popytu spowolnienie tempa wzrostu w gospodarkach wschodzących może ujemnie oddziaływać na światowe ceny surowców. Z drugiej strony ceny ropy mogą wzrosnąć w razie silniejszego ożywienia na świecie, a szczególnie w USA. Po stronie podaży natomiast ocenia się, że wpływ wzrostu produkcji oleju łupkowego w horyzoncie projekcji będzie ograniczony, i to z dwóch powodów. Po pierwsze, wydaje się, że został on już uwzględniony w cenie ropy, a po drugie, nawet znaczna zmiana skali produkcji w USA może wywrzeć jedynie niewielki wpływ na ceny międzynarodowe z powodu potencjalnej reakcji producentów z Arabii Saudyjskiej. Jednocześnie od strony podażowej może wystąpić presja wzrostowa na ceny ropy w związku z nieoczekiwanymi wydarzeniami geopolitycznymi.

Ogólnie rzecz biorąc, w kontekście światowego ożywienia wydaje się możliwe, że cena ropy okaże się wyższa od przyjętej w scenariuszu bazowym. Dlatego też w analizie wrażliwości rozważa się wariant z przebiegiem cen terminowych ropy skorygowanym w górę na podstawie wykorzystania mocy produkcyjnych w amerykańskim sektorze przetwórstwa przemysłowego². W tym wariantcie zakłada się, że w latach 2014, 2015 i 2016 ceny te będą wyższe od cen terminowych o odpowiednio 2%, 8% i 14%. Zgodnie z modelami makroekonomicznymi ekspertów EBC wyższa cena ropy spowodowałaby, że w latach 2015 i 2016 inflacja HICP znalazłaby się o 0,2 pkt proc. powyżej projekcji bazowej.

Jednocześnie wzrost ceny ropy osłabiłby tempo wzrostu realnego PKB – w 2016 r. byłoby ono niższe o 0,1 pkt proc.

2) NIŻSZY KURS EURO

Nominalny efektywny kurs euro, obliczany w odniesieniu do walut 20 głównych partnerów handlowych strefy euro, w ostatnich miesiącach umocnił się i obecnie jest o 3% wyższy od długookresowej średniej historycznej od 1999 r. Umocnienie się kursu uczestnicy rynku przypisują w znacznej mierze trwającemu obecnie wycofywaniu się światowych inwestorów z aktywów rynków wchodzących (część kapitału przepływa przy tym do strefy euro), korekcie walut krajów będących dużymi eksporterami surowców oraz uporczywej słabości jena japońskiego.

W scenariuszu bazowym zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na poziomie równym średniej z dwóch tygodni przed datą graniczną (12 lutego 2014 r.). Na tym tle skonstruowano dla ilustracji przykładowy wariant przebiegu kursu walutowego oparty na założeniu, że od II kw. 2014 r. kurs euro w ujęciu nominalnym ulegnie deprecjacji o 3%. W takim wariacie dynamika realnego PKB i inflacja HICP byłaby o ok. 0,1–0,2 pkt proc. wyższa niż w scenariuszu bazowym w każdym roku w horyzoncie projekcji.

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 na rzecz stabilności i wzrostu. Dążenie do spełnienia tych wymogów jest ogólnie ujęte w celach fiskalnych określonych przez rządy w ustawach budżetowych lub projektach budżetów na 2014 r., w dokumentach dotyczących programów UE-MFW oraz, w pewnym stopniu, w programach stabilności z 2013 r. (które mają zostać zaktualizowane w kwietniu 2014 r.). 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 przedmiotem obecnej rundy budżetowej. Dlatego uchwalenie przez większość rządów dodatkowych środków w zakresie konsolidacji fiskalnej do 2016 r. (poza uwzględnionymi już w scenariuszu bazowym) jest nie tylko konieczne, ale i 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 dalsze środki zostaną prawdopodobnie zastosowane w 2015 r. (ok. 0,6% PKB) oraz – choć o nieco mniejszej skali – w 2016 r., czyli skumulowana wartość dodatkowej konsolidacji na koniec 2016 r. wyniosłaby ok. 1,0% 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 założeń przyjętych w analizie wrażliwości na dynamikę realnego PKB i inflację HICP strefy euro z wykorzystaniem opracowanego przez EBC modelu NAWM³.

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⁾	-2,4	-1,6	-0,8
Bazowe projekcje fiskalne	-2,7	-2,5	-2,1
Dodatkowa konsolidacja fiskalna (skumulowana) ²⁾	0,1	0,7	1,0
Skutki dodatkowej konsolidacji fiskalnej (pkt proc.) ³⁾			
Dynamika realnego PKB	-0,1	-0,4	-0,1
Inflacja HICP	0,0	0,1	0,1

1) Cele nominalne są zawarte w najnowszych dokumentach dotyczących programów UE-MFW dla odpowiednich krajów, w najnowszych zaleceniach w ramach procedury nadmiernego deficytu dla krajów objętych tą procedurą, a dla krajów nią nieobjętych – w ustawach i projektach planów budżetowych na 2014 r. oraz w zaktualizowanych programach stabilności z 2013 r.

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.

Skutki makroekonomiczne dodatkowej konsolidacji fiskalnej w 2014 r. są ograniczone, w 2015 r. szacowane na ok. -0,4 pkt proc., a w 2016 r. znów ograniczone. Wpływ na inflację HICP 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 2015 r., gdyż w scenariuszu tym nie uwzględniono wszystkich planowanych środków konsolidacji fiskalnej. Jednocześnie występują czynniki mogące oddziaływać w kierunku zwiększenia się inflacji, jako że ocenia 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. Na koniec trzeba podkreślić, że wyników niniejszej analizy nie należy interpretować jako próby zakwestionowania potrzeby podejmowania dodatkowych działań konsolidacyjnych w horyzoncie projekcji. Bez wątplenia 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.

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, 2008.

4 Szczegółowa analiza skutków makroekonomicznych konsolidacji fiskalnej znajduje się w ramce zatytułowanej „The role of fiscal multipliers in the current consolidation debate”, *Biuletyn Miesięczny*, EBC, grudzień 2012.

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 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 (zob. tabela poniżej).

W aktualnych prognozach innych instytucji dynamika realnego PKB strefy euro w 2014 i 2015 r. ma kształtować się podobnie jak w projekcjach ekspertów EBC. Projekcje dynamiki realnego PKB na 2016 r. mieszczą się w zakresie podanym w projekcjach ekspertów EBC. W kwestii inflacji prognozy większości innych instytucji na lata 2014 i 2015 podają średnioroczną inflację HICP zbliżoną do projekcji EBC. Inflacja HICP w 2016 r. ma według dostępnych prognoz wynieść średnio między 1,5% a 1,8%, co mieści się w przedziale projekcji EBC.

Zestawienie prognoz wzrostu realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro

(roczne zmiany w procentach)

	Data publikacji	Dynamika PKB			Inflacja HICP		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Projekcje ekspertów EBC	marzec 2014	1,2	1,5	1,8	1,0	1,3	1,5
		[0,8–1,6]	[0,4–2,6]	[0,7–2,9]	[0,7–1,3]	[0,6–2,0]	[0,7–2,3]
Komisja Europejska	luty 2014	1,2	1,8	-	1,0	1,3	-
OECD	listopad 2013	1,0	1,6	-	1,2	1,2	-
Euro Zone Barometer	luty 2014	1,1	1,5	1,5	1,0	1,3	1,8
Consensus Economics Forecasts	luty 2014	1,0	1,4	1,5	1,0	1,4	1,8
Survey of Professional Forecasters	luty 2014	1,0	1,5	1,7	1,1	1,4	1,7
MFW	styczeń 2014	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4	1,5

Źródła: Komisja Europejska: *European Economic Forecast*, zima 2014; MFW: *World Economic Outlook, Update*, styczeń 2014 (PKB), *World Economic Outlook*, październik 2013; OECD: *Economic Outlook*, listopad 2013; Consensus Economics: *Consensus Forecasts*; MJEconomics; *Survey of Professional Forecasters*, EBC.

Uwagi: Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC 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.

© 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.