



# Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC dla strefy euro<sup>1</sup> Wrzesień 2018

*Ożywienie gospodarcze, które w 2017 było mocne, w pierwszej połowie 2018 zwolniło, głównie wskutek osłabienia w handlu światowym. Choć niepewność gospodarcza na świecie niekorzystnie rzutuje na najbliższe perspektywy, ożywienie w strefie euro ma według projekcji postępować w tempie nieco powyżej potencjału w wyniku bardzo łagodnego nastawienia polityki pieniężnej, poprawy warunków na rynku pracy oraz mocniejszych bilansów. Niewielkie spowolnienie wzrostu realnego PKB – z 2,0% w 2018 do 1,7% w 2020 – jest głównie następstwem stopniowego osłabiania się pobudzającego wpływu handlu światowego oraz rosnącego niedoboru siły roboczej. Oczekuje się, że średnioroczna inflacja HICP we wszystkich latach objętych projekcją będzie wynosić 1,7%, choć w ujęciu kwartalnym wystąpi pewna zmienność. Stabilna ścieżka średniorocznej stopy inflacji jest wypadkową spadku rocznej inflacji cen energii, wraz z wygasaniem wpływu wcześniejszych podwyżek cen ropy, i stopniowego wzrostu inflacji bazowej, przy coraz silniej odczuwalnym niedoborze mocy produkcyjnych.*

## 1 Gospodarka realna

**Ożywienie gospodarcze, które w 2017 było bardzo mocne, w pierwszej połowie 2018 znacznie się osłabiło.** Obniżenie się tempa wzrostu z bardzo wysokiego wcześniej poziomu wynika przede wszystkim z osłabienia się kontrybucji handlu zagranicznego, które było spowodowane spowolnieniem w handlu światowym i dodatkowo spotęgowane przez wpływ wcześniejszej aprecjacji euro. Choć przyczyną osłabienia aktywności gospodarczej wydają się przede wszystkim czynniki popytowe, na jej wyhamowanie w pierwszej połowie 2018 mogły też w pewnym stopniu wpłynąć różne czynniki przejściowe i podażowe.

**Oczekuje się, że w najbliższych kwartałach wzrost realnego PKB pozostanie stabilny.** Potwierdzają to wskaźniki zaufania przedsiębiorców i konsumentów, które są nadal wysokie na tle wartości historycznych, mimo że wcześniej w tym roku

<sup>1</sup> Projekcje makroekonomiczne opracowywane przez ekspertów EBC lub Eurosystemu stanowią wkład do przeprowadzanej przez Radę Prezesów oceny sytuacji gospodarczej i zagrożeń dla stabilności cen. Projekcje nie są zatwierdzane przez Radę Prezesów i nie muszą odzwierciedlać jej opinii o perspektywach strefy euro. Informacje o zastosowanych procedurach i technikach można znaleźć w publikacji *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, EBC, lipiec 2016, dostępnej na stronie internetowej EBC. Datą graniczną dla założeń technicznych, np. cen ropy i kursów walutowych (zob. ramka 1), był 21 sierpnia 2018, zaś dla pozostałych informacji – 29 sierpnia 2018.

Obecna runda projekcji makroekonomicznych obejmuje lata 2018–2020. Projekcje o tak długim horyzoncie czasowym są obciążone bardzo dużą niepewnością, o czym należy pamiętać przy ich interpretacji. Zob. artykuł „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections” w *Biuletynie Miesięcznym EBC* z maja 2013.

Na stronie <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> dostępne są arkusze kalkulacyjne z danymi do niektórych tabel i wykresów.

niektóre z nich się obniżyły. Powyższe perspektywy znajdują potwierdzenie również we wskaźnikach wyprzedzających, na przykład EuroCOIN czy LEI (Leading Economic Index) wyliczonym przez organizację The Conference Board.

**Tabela 1**

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

(zmiany rok do roku w proc.)

	Wrzesień 2018				Czerwiec 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Realny PKB	2,5	2,0	1,8	1,7	2,5	2,1	1,9	1,7
		[1,8–2,2] <sup>2)</sup>	[1,0–2,6] <sup>2)</sup>	[0,6–2,8] <sup>2)</sup>		[1,8–2,4] <sup>2)</sup>	[0,9–2,9] <sup>2)</sup>	[0,6–2,8] <sup>2)</sup>
Spożycie prywatne	1,7	1,5	1,7	1,6	1,7	1,6	1,7	1,5
Spożycie publiczne	1,2	1,4	1,4	1,3	1,2	1,3	1,3	1,2
Nakłady brutto na środki trwałe	2,8	4,0	3,2	2,9	3,3	4,2	3,3	2,8
Eksport <sup>3)</sup>	5,6	3,1	3,8	3,6	5,4	4,2	4,4	3,8
Import <sup>3)</sup>	4,2	3,5	4,5	3,9	4,6	4,1	4,7	4,0
Zatrudnienie	1,6	1,4	0,9	0,8	1,6	1,4	1,1	0,8
Stopa bezrobocia (jako procent siły roboczej)	9,1	8,3	7,8	7,4	9,1	8,4	7,8	7,3
HICP	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5	1,7	1,7	1,7
		[1,6–1,8] <sup>2)</sup>	[1,1–2,3] <sup>2)</sup>	[0,9–2,5] <sup>2)</sup>		[1,6–1,8] <sup>2)</sup>	[1,0–2,4] <sup>2)</sup>	[0,9–2,5] <sup>2)</sup>
HICP bez cen energii	1,2	1,3	1,6	1,8	1,2	1,3	1,7	1,9
HICP bez cen energii i żywności	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,6	1,9
HICP bez cen energii i żywności oraz zmian podatków pośrednich <sup>4)</sup>	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,9
Jednostkowe koszty pracy	0,7	1,6	1,3	1,7	0,7	1,5	1,2	1,8
Przeciętne wynagrodzenie	1,5	2,2	2,2	2,7	1,6	2,3	2,1	2,7
Wydajność pracy	0,9	0,6	0,9	1,0	0,9	0,7	0,9	0,9
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (jako procent PKB)	-1,0	-0,6	-0,8	-0,5	-0,9	-0,7	-0,8	-0,5
Saldo strukturalne (jako procent PKB) <sup>5)</sup>	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (jako procent PKB)	86,6	84,8	82,8	80,6	86,7	84,8	82,7	80,4
Saldo rachunku bieżącego (jako procent PKB)	3,5	3,2	2,8	2,8	3,5	2,9	2,5	2,5

1) Realny PKB i jego składowe na podstawie danych skorygowanych o liczbę dni roboczych.

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

3) Z uwzględnieniem wymiany handlowej w obrębie strefy euro.

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

5) Obliczone jako saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych 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 przedstawiono w ramce „Cyclical adjustment of the government budget balance” w *Biuletynie Miesięcznym EBC* z marca 2012 oraz w ramce „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” w *Biuletynie Miesięcznym EBC* z września 2014.

**W perspektywie średniokresowej w dalszym ciągu występują podstawowe warunki do dalszego ożywienia.** Popyt wewnętrzny będzie nadal podtrzymywany przez szereg sprzyjających czynników. Na gospodarkę wciąż przekłada się bardzo łagodne nastawienie polityki pieniężnej EBC. Pod wpływem niskich stóp procentowych i korzystnych warunków zaciągania kredytów bankowych ciągle rośnie akcja kredytowa dla sektora prywatnego. Mniejsza potrzeba delewarowania będzie też pobudzać dynamikę wydatków prywatnych. Oczekuje się, że nastawienie polityki

fiskalnej w 2019 roku stanie się lekko ekspansywne, a w 2020 będzie przeciętnie neutralne. Dobre warunki panujące na rynku pracy i wzrost majątku netto powinny wywierać korzystny wpływ na wzrost spożycia prywatnego i inwestycji mieszkaniowych. Jednocześnie, w związku ze wzrostem zysków i wysokim wykorzystaniem mocy produkcyjnych, nadal będą rosnąć inwestycje przedsiębiorstw. Na eksport strefy euro korzystnie wpływać będzie trwające ożywienie aktywności gospodarczej na świecie i związany z tym wzrost popytu zewnętrznego strefy euro.

**W horyzoncie czasowym projekcji wzrost realnego PKB ma jednak nieco zwalniać w miarę stopniowego wygasania pewnych czynników**

**pro wzrostowych.** Osłabienie popytu zewnętrznego strefy euro będzie skutkowało spowolnieniem dynamiki eksportu w 2018 i 2019. Przewiduje się, że w 2019 i 2020 znacznie zmaleje dynamika zatrudnienia, głównie w związku z coraz mocniej odczuwalnym w niektórych krajach niedoborem siły roboczej. Dynamikę spożycia prywatnego będzie ponadto hamować normalizacja niskiej wcześniej stopy oszczędności w fazie ożywienia koniunktury w części krajów.

**Realne dochody do dyspozycji będą się w 2018 i 2019 zwiększać, a w 2020 – zmniejszać.**

Przewiduje się, że kontrybucja wynagrodzeń brutto do wzrostu nominalnych dochodów do dyspozycji w 2018 wyraźnie się zwiększy pod wpływem mocniejszego wzrostu płac, po czym przez resztę analizowanego okresu będzie lekko słabnąć, gdyż nad dalszym wzrostem dynamiki wynagrodzeń nominalnych przeważą spowolnienie wzrostu zatrudnienia. Dynamika pozostałych dochodów osobistych w horyzoncie projekcji będzie stopniowo wzrastać, wraz ze wzrostem zysków. Oczekuje się, że kontrybucja salda transferów fiskalnych w 2018 pozostanie ujemna. Następnie w 2019 przyjmie wartość dodatnią, w wyniku obniżenia podatków bezpośrednich w połączeniu ze zwiększeniem transferów do gospodarstw domowych, po czym w 2020 stanie się neutralna. Ogólnie struktura dynamiki nominalnych dochodów do dyspozycji ma być coraz mniej korzystna dla wydatków gospodarstw domowych wraz z coraz większym wpływem płac – w porównaniu z zatrudnieniem – na dochody do dyspozycji, gdyż spożycie zwykle reaguje nieco mocniej na zmiany zatrudnienia.

**Spożycie prywatne pozostanie w horyzoncie projekcji stabilne, do czego będą się przyczyniać korzystne warunki zaciągania kredytów bankowych – wzmocnione przez środki polityki pieniężnej EBC – oraz dotychczasowe postępy w delewarowaniu.**

Choć niski poziom stóp procentowych odbił się zarówno na przychodach odsetkowych gospodarstw domowych, jak i na ich płatnościach odsetkowych, to generalnie jest korzystniejszy dla dłużników netto (gospodarstw, w których zadłużenie przeważa nad oszczędnościami) niż dla oszczędzających netto. Ponieważ ci pierwsi mają na ogół wyższą krańcową skłonność do konsumpcji, obecna sytuacja powinna wspierać łączne spożycie prywatne. Powinno ono być także podtrzymywane przez wzrost majątku netto gospodarstw domowych i dotychczasowe postępy w delewarowaniu.

**Stopa oszczędności gospodarstw domowych, obecnie rekordowo niska, w horyzoncie projekcji powinna stopniowo rosnać.** Stopa ta zmalała w 2017, głównie w wyniku poprawy sytuacji gospodarczo-finansowej gospodarstw domowych, pewnego zaspokojenia stłumionego popytu (odkładanych dotąd na

później kosztownych zakupów) oraz wpływu bardzo niskich stóp procentowych na skłonność do oszczędzania. Przewiduje się, że w horyzoncie projekcji stopa oszczędności wzrośnie, przede wszystkim w następstwie pewnej normalizacji w fazie ożywienia cyklicznego. Ponadto oczekuje się, że gospodarstwa domowe będą zwiększać swoje oszczędności w reakcji na obniżki podatków bezpośrednich w niektórych krajach.

## Ramka 1

### Założenia techniczne dotyczące stóp procentowych, kursów walutowych i cen surowców

---

**W porównaniu z projekcjami z czerwca 2018 założenia techniczne obejmują umocnienie się efektywnego kursu euro, niższe dolarowe ceny ropy i niższe stopy procentowe.** Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe; datą graniczną jest 21 sierpnia 2018. Stopy krótkoterminowe odnoszą się do 3-miesięcznej stawki EURIBOR, a oczekiwania rynkowe są wyprowadzane ze stawek kontraktów terminowych. Z metodologii tej wynika średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych równy -0,3% w 2018, -0,2% w 2019 i 0,0% w 2020. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro wynikająca z oczekiwań rynkowych wynosi średnio 1,1% w 2018, 1,3% w 2019 i 1,6% w 2020<sup>2</sup>. W porównaniu z projekcjami z czerwca 2018 oczekiwania rynkowe dotyczące krótkoterminowych stóp procentowych przewidziano w dół o 6 pkt bazowych na rok 2019 i o 19 pkt bazowych na 2020, natomiast oczekiwania dotyczące stóp długoterminowych przewidziano w dół o 8 pkt bazowych na rok 2018, o 15 pkt bazowych na 2019 i o 17 pkt bazowych na 2020.

W zakresie cen surowców, na podstawie tendencji wyprowadzonej jako średnia cen terminowych z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (21 sierpnia 2018), przyjęto założenie, że cena ropy Brent wzrośnie z 54,4 USD/b w 2017 do 71,5 USD/b w 2018 i 71,7 USD/b w 2019, a następnie w 2020 spadnie do 69,0 USD/b. Z takiego przebiegu wynika, że w porównaniu z projekcjami czerwcowymi dolarowe ceny ropy w 2018 są niższe o 4,0%, w 2019 niższe o 2,5%, zaś w 2020 wyższe o 0,4%. Jeśli chodzi o dolarowe ceny surowców nieenergetycznych, przyjęto, że w roku 2018 nieznacznie wzrosną, w 2019 spadną, zaś w 2020 ponownie wzrosną<sup>3</sup>.

Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe utrzymają się w horyzoncie projekcji na poziomie równym średniej z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (21 sierpnia 2018). Z założenia tego wynika średni kurs USD do EUR wynoszący 1,18 w 2018 i 1,14 w latach 2019–2020, wobec 1,18 w projekcjach z czerwca 2018. Efektywny kurs euro (wobec 38 partnerów handlowych) jest o 1,5% mocniejszy niż w projekcjach czerwcowych.

---

<sup>2</sup> 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 w horyzoncie projekcji początkowa różnica między oboma szeregami pozostaje stała. Założono, że spready między rentownościami obligacji skarbowych poszczególnych krajów a odpowiednią średnią dla strefy euro będą w horyzoncie projekcji stałe.

<sup>3</sup> Założenia dotyczące cen ropy i surowców żywnościowych do końca horyzontu projekcji opierają się na stawkach kontraktów terminowych. W odniesieniu do innych nieenergetycznych surowców mineralnych zakłada się, że do trzeciego kwartału 2019 ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami terminowymi, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

## Założenia techniczne

	Wrzesień 2018				Czerwiec 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
3-miesięczny EURIBOR (stopa roczna)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,2
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (stopa roczna)	1,0	1,1	1,3	1,6	1,0	1,2	1,5	1,7
Cena ropy naftowej (USD/b)	54,4	71,5	71,7	69,0	54,4	74,5	73,5	68,7
Ceny surowców nieenerget. w USD (zmiana proc. r/r)	8,0	1,9	-2,6	4,2	7,9	9,3	2,5	4,1
Kurs USD/EUR	1,13	1,18	1,14	1,14	1,13	1,20	1,18	1,18
Nominalny efektywny kurs euro (EER38) (zmiana proc. r/r)	2,2	5,1	0,6	0,0	2,2	4,4	-0,1	0,0

### **Inwestycje mieszkaniowe powinny nadal rosnąć, choć w niższym tempie.**

W 2016 i 2017 roku inwestycje te znacznie się zwiększyły, do czego przyczyniły się bardzo korzystne warunki finansowania i coraz szybszy wzrost dochodów związany ze wzrostem zatrudnienia. Wydaje się jednak, że ożywienie w inwestycjach mieszkaniowych na początku 2018 osiągnęło już poziom maksymalny. W horyzoncie projekcji nadal utrzymują się podstawowe warunki do dalszego zwiększania tych inwestycji; badania ankietowe wskazują, że na najbliższe dwa lata coraz więcej gospodarstw domowych planuje zakup lub budowę domu lub mieszkania bądź, zwłaszcza, rozpoczęcie remontu. Jednak pomimo wysokiego popytu dynamikę inwestycji mieszkaniowych będą osłabiać ograniczenia w podaży mocy produkcyjnych coraz mocniej odczuwalne w sektorze budowlanym i niekorzystne trendy demograficzne w niektórych krajach. Ponadto nastąpi niewielkie zaostrzenie warunków finansowania, a w miarę jak będą rosły rentowności, prawdopodobnie zaczną się sukcesywnie pojawiać alternatywne możliwości inwestowania długoterminowego.

### **Inwestycje przedsiębiorstw powinny w horyzoncie projekcji nadal rosnąć, choć coraz wolniej.**

Do ich wzrostu mają w dalszym ciągu przyczyniać się różne czynniki: po pierwsze, pod wpływem korzystnych oczekiwań dotyczących produkcji oraz dużych zamówień wskaźniki zaufania przedsiębiorców utrzymują się na bardzo wysokim poziomie; po drugie, wykorzystanie mocy produkcyjnych pozostaje znacznie powyżej średniej długookresowej i coraz częściej jako czynnik ograniczający produkcję w przetwórstwie przemysłowym wymienia się braki w oprzyrządowaniu; po trzecie, warunki finansowania mają w horyzoncie projekcji pozostać bardzo korzystne; po czwarte, powinny wzrosnąć zyski w już teraz zasobnym w gotówkę sektorze przedsiębiorstw niefinansowych; wreszcie – firmy mogą zwiększać inwestycje, aby skompensować ograniczenia związane z podażą siły roboczej. Ponadto silne odbicie cen akcji obserwowane w ostatnich latach, utrzymująca się akumulacja aktywów oraz umiarkowany wzrost finansowania dłużnego spowodowały, że wskaźnik dźwigni finansowej (dług do aktywów ogółem) w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych zbliżył się do historycznego minimum. Natomiast skonsolidowane zadłużenie brutto (relacja długu do dochodów) obniżyło się w znacznie mniejszym stopniu i nadal jest nieco powyżej poziomu sprzed kryzysu. Stopniowe wyhamowywanie inwestycji przedsiębiorstw w horyzoncie projekcji wynika z ogólnego zmniejszania się dynamiki popytu wewnętrznego i zewnętrznego.

## Ramka 2

### Otoczenie międzynarodowe

**Przewiduje się, że wobec narastających zagrożeń i niepewności ożywienie gospodarcze na świecie w horyzoncie projekcji będzie stopniowo słabnąć.** W pierwszym półroczu 2018 gospodarka światowa nadal równomiernie rosła. Dynamika przetwórstwa przemysłowego na świecie od kilku miesięcy słabnie, ale z badań ankietowych wynika, że w sumie aktywność gospodarcza na świecie pozostaje stabilna. Oczekuje się jednak, że w najbliższym okresie tempo ogólnoświatowego wzrostu wyhamuje. Z jednej strony gospodarkom rozwiniętym nadal sprzyja łagodna polityka pieniężna i znaczne bodźce fiskalne w Stanach Zjednoczonych. Odbicie cen ropy w poprzednim okresie pomogło także w stabilizacji inwestycji w wielu krajach eksportujących ten surowiec. Z drugiej strony wzrosła niepewność co do przyszłych relacji handlowych, co w nadchodzącym okresie prawdopodobnie odbije się na zaufaniu i inwestycjach. Obawy dotyczące handlu, stopniowa normalizacja polityki pieniężnej w gospodarkach rozwiniętych i niepewność polityki doprowadziły w ostatnich miesiącach do zacieśnienia warunków finansowych, zwłaszcza w niektórych gospodarkach wschodzących. W średnim okresie oczekuje się spowolnienia aktywności gospodarczej w miarę wygasania bodźców cyklicznych. W większości gospodarek rozwiniętych już nastąpiło lub trwa domykanie ujemnej luki popytowej, a wsparcie ze strony polityki będzie się stopniowo zmniejszać. Obciążeniem dla perspektyw Chin ma być wejście tego kraju na ścieżkę wolniejszego wzrostu (mniej zależną od instrumentów bodźcowych). Z kolei gospodarki krajów będących eksporterami surowców mimo trwającego ożywienia nadal wymagają konsolidacji fiskalnej. Ogólnie światowy wzrost gospodarczy (z wyłączeniem strefy euro) ma zgodnie z projekcją w 2018 wynieść 3,9%, a następnie spaść do 3,7% w 2020. W porównaniu z projekcjami z czerwca 2018 wzrost światowego PKB zrewidowano w dół: na rok 2018 o 0,1 pkt proc., a na 2019 o 0,2 pkt proc. Zmiany te są odzwierciedleniem pogorszenia się perspektyw niektórych gospodarek wschodzących, zwłaszcza Turcji. Ponadto uznaje się, że nasilanie się napięć w stosunkach handlowych i podwyższona niepewność co do perspektyw gospodarki światowej będą w nadchodzących kwartałach powodować osłabienie inwestycji na świecie.

### Otoczenie międzynarodowe

(zmiany rok do roku w proc.)

	Wrzesień 2018				Czerwiec 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Realny PKB na świecie (bez strefy euro)	3,8	3,9	3,7	3,7	3,8	4,0	3,9	3,7
Handel światowy (bez strefy euro) <sup>1)</sup>	5,4	4,6	3,9	3,8	5,2	5,1	4,6	4,0
Popyt zewnętrzny strefy euro <sup>2)</sup>	5,3	4,1	3,6	3,6	5,2	5,2	4,3	3,7

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

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

**Handel światowy, który w drugim kwartale br. gwałtownie zwolnił, według oczekiwań umiarkowanie się ożywi, ale jego dynamika pozostanie stosunkowo niska, co wynika z nasilania się niepewności dotyczącej protekcjonizmu.** W pierwszych miesiącach br. handel światowy zwolnił, po silnym wzroście w 2017. Jeśli chodzi o kolejny okres, dotychczas wprowadzone cła wpływają jedynie na stosunkowo niewielką część światowej wymiany handlowej. Spowodowały jednak wzrost obaw dotyczących perspektyw polityki handlowej i gospodarki światowej, co ma się odbić na aktywności gospodarczej na świecie i perspektywach handlu. Według projekcji w średnim okresie handel światowy będzie się ożywiać w zasadniczo podobnym tempie co aktywność gospodarcza. W sumie popyt zewnętrzny strefy euro ma w 2018 wzrosnąć



o 4,1%, a następnie do 2020 zwolnić do 3,6%. W porównaniu z projekcjami z czerwca 2018 wzrost popytu zewnętrznego na lata 2018, 2019 i 2020 zrewidowano w dół, odpowiednio, o 1,1 pkt proc., 0,7 pkt proc. i 0,1 pkt proc. Zmiany te w krótkim okresie odzwierciedlają przede wszystkim widoczny w danych spadek dynamiki, zaś w dłuższym okresie – wpływ wyższych stawek celnych i oddziaływanie przewidywanej słabszej aktywności gospodarczej.

---

**Dynamikę eksportu poza strefę euro będzie osłabiać spowolnienie popytu zewnętrznego.** Oczekuje się, że tempo wzrostu eksportu poza strefę euro będzie nadal podobne do tempa wzrostu popytu zewnętrznego, co oznacza, że udziały w rynkach eksportowych powinny być zasadniczo stabilne. Importowi spoza strefy euro ma sprzyjać korzystne kształtowanie się popytu wewnętrznego, a w najbliższych kwartałach – także silniejsze euro. Ponieważ import ma rosnąć w nieco szybszym tempie niż eksport, kontrybucja salda handlu zagranicznego do wzrostu gospodarczego (która w 2017 wykazywała mocne wartości dodatnie) w horyzoncie projekcji będzie zasadniczo neutralna.

**Wzrost zatrudnienia ma według projekcji zwalniać, w miarę jak w niektórych krajach coraz bardziej odczuwalny będzie niedobór siły roboczej.** W pierwszym i drugim kwartale 2018 liczba zatrudnionych w strefie euro zwiększyła się o 0,4%. Niedawne umocnienie się wzrostu zatrudnienia miało szeroki zasięg terytorialny, a progностyczne badania ankietowe wskazują na jego stabilną kontynuację w najbliższym okresie. Jednak dynamika zatrudnienia prawdopodobnie nieco się zmniejszy. Oczekuje się, że w 2018 będzie stopniowo zanikać wpływ pewnych korzystnych czynników przejściowych (np. bodźców fiskalnych w niektórych krajach strefy euro). Zakłada się, że pod koniec horyzontu projekcji będą się pogłębiać niedobory siły roboczej w niektórych krajach.

**Zgodnie z przewidywaniami wzrost zatrudnienia będzie w horyzoncie projekcji umiarkowany.** Oczekuje się, że ludności aktywnej zawodowo będzie w analizowanym okresie nadal przybywać w związku z dodatnim saldem migracji pracowników, spodziewaną integracją uchodźców i dalszym wzrostem współczynników aktywności zawodowej (w tym odwróceniem się tendencji zniechęcenia pracowników do poszukiwania zatrudnienia). Jednak w horyzoncie projekcji nad tymi pozytywnymi czynnikami będą stopniowo przeważać niekorzystne skutki starzenia się społeczeństwa – odpływ starszych pracowników będzie szybszy niż napływ młodszych.

**W 2020 roku stopa bezrobocia wyniesie według oczekiwań 7,4%.** W drugim kwartale 2018 spadła do 8,3% – najniższego poziomu od ostatnich miesięcy 2008. W kolejnych kwartałach liczba bezrobotnych ma się nadal mocno zmniejszać i zbliżać do minimum sprzed kryzysu.

**Wydajność pracy w 2019 i 2020 powinna zacząć ponownie rosnąć, zgodnie z trendem koniunkturalnym.** Po dużym wzroście wydajności pracy, jaki nastąpił w 2017, w pierwszej połowie 2018 jej dynamika zmalała, co wynikało z nieprzewidzianego osłabienia się aktywności gospodarczej. W drugiej połowie 2018 ma nastąpić umiarkowany wzrost wydajności, odzwierciedlający przesuniętą w czasie reakcję zatrudnienia na słabszą aktywność gospodarczą na początku roku.

Jeśli chodzi o dalsze perspektywy, wspomniane spowolnienie wzrostu zatrudnienia, coraz większe wykorzystanie kapitału w warunkach zmniejszania się niewykorzystanych mocy produkcyjnych, wzrost liczby przepracowanych godzin na pracownika oraz pewna poprawa całkowitej wydajności czynników produkcji wskazują, że w dalszej części horyzontu projekcji dynamika wydajności pracy będzie się zwiększać i stopniowo zbliżać do średniej sprzed kryzysu, wynoszącej 1,0%.

**Wzrost realnego PKB w horyzoncie projekcji powinien utrzymać się powyżej potencjału.** Szacuje się, że wzrost produkcji potencjalnej w ostatnich latach nieco przyspieszył pod wpływem wyższych kontrybucji produktywności kapitału i łącznej produktywności czynników produkcji. Pod koniec horyzontu projekcji dynamika produkcji potencjalnej powinna rosnać nieco wolniej niż przed kryzysem, choć nadal będzie niższa od faktycznej dynamiki realnego PKB. Należy jednak zaznaczyć, że ani wzrostu potencjalnego, ani jego determinant nie da się dokładnie zmierzyć, więc szacunki te są w znacznym stopniu niepewne.

**W porównaniu z projekcjami z czerwca 2018 perspektywy wzrostu realnego PKB na lata 2018 i 2019 zostały zrewidowane nieco w dół.** Zmiany te wynikają przede wszystkim ze zmniejszenia się (w stosunku do wcześniejszych przewidywań) kontrybucji salda handlu zagranicznego w wyniku obniżenia projekcji popytu zewnętrznego oraz aprecjacji efektywnego kursu euro. Czynniki te przeważają nad dodatnim wpływem niższego oprocentowania kredytów i bodźców fiskalnych na popyt wewnętrzny.

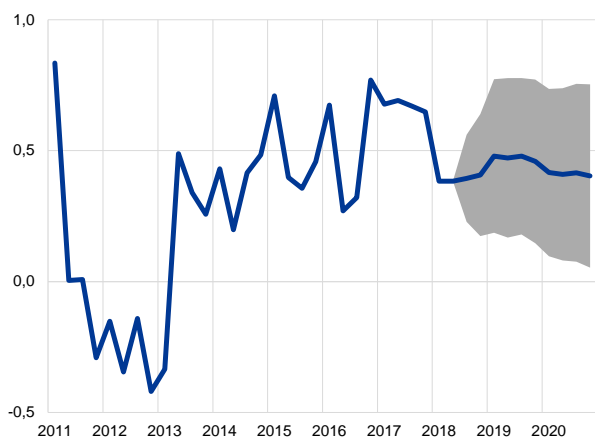
## Wykres 1

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

(dane kwartalne)

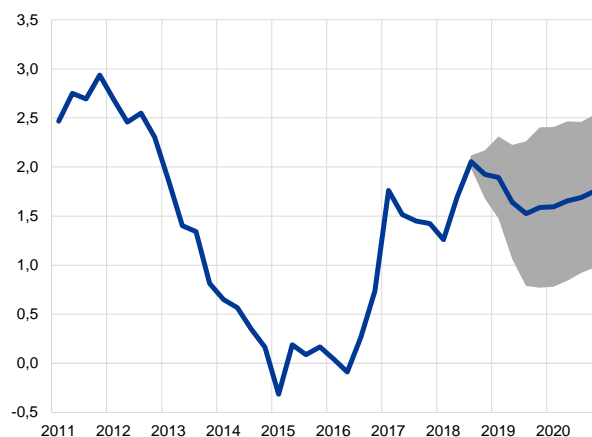
#### Realny PKB strefy euro<sup>2)</sup>

(zmiany kwartał do kwartału w proc.)



#### Inflacja HICP w strefie euro

(zmiany rok do roku w proc.)



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

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych.



**Średnioroczna inflacja HICP we wszystkich latach objętych projekcją ma wynieść 1,7%, gdyż spadkowa tendencja wskaźnika HICP dla cen energii będzie się znosić ze stopniowym wzrostem inflacji HICP z wyłączeniem energii i żywności.** Inflacja cen energii według projekcji będzie spadać w całym analizowanym okresie, w związku z ujemnym efektem bazy i niewielkim spadkiem cen terminowych ropy naftowej. Inflacja bazowa ma rosnąć w wyniku poprawiania się cyklicznej pozycji gospodarki oraz związanego z tym wzrostu płac. Dodatkowo w kierunku wzrostu inflacji bazowej powinien oddziaływać rozwój sytuacji cenowej poza strefą euro, jako że podwyżki cen ropy z poprzedniego okresu będą pośrednio wpływać na inflację HICP z wyłączeniem energii i żywności. W sumie inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności będzie według projekcji stopniowo rosła: z 1,1% w 2018 do 1,8% w 2020.

**Wzrost płac powinien w horyzoncie projekcji wyraźnie przyspieszyć wraz z zacieśnianiem się rynku pracy i wygasaniem wpływ czynników, które w ostatnich latach hamowały wzrost wynagrodzeń w niektórych krajach.**

Oczekuje się, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia w horyzoncie projekcji znacznie wzrośnie i w 2020 osiągnie 2,7%. Wzrost jednostkowych kosztów pracy ma się umacniać wraz ze wzrostem przeciętnego wynagrodzenia, w wyniku stosunkowo niewielkiego w horyzoncie projekcji tempa wzrostu wydajności. Głównym czynnikiem wzrostu dynamiki płac jest oczekiwana dalsza poprawa warunków na rynku pracy w strefie euro, przy czym w niektórych częściach strefy rynek ten coraz bardziej się zacieśnia i występuje wyraźny niedobór siły roboczej. Korzystne warunki na rynku pracy już znalazły odzwierciedlenie we wzroście płac negocjowanych. W tych krajach strefy euro, w których proces kształtowania wynagrodzeń obejmuje indeksację do wcześniejszych wskaźników, do wzrostu dynamiki płac powinien się przyczyniać także znaczny niedawny wzrost inflacji ogółem. Co więcej, w miarę jak ożywienie gospodarcze w strefie euro przyspiesza i obejmuje kolejne kraje, powinny stopniowo ustępować hamujące dynamikę płac czynniki związane z kryzysem, np. konieczność ograniczenia wzrostu płac w niektórych krajach w celu odzyskania konkurencyjności cenowej lub fakt, że w czasie kryzysu wynagrodzenia nominalne nie spadły współmiernie do zmiany aktywności. Oczekuje się ponadto, że mniejsze znaczenie będą mieć pewne środki rządowe, które w przeszłości ograniczały wzrost płac.

**Jeśli chodzi o marże zysku, nie oczekuje się, by w horyzoncie projekcji miały one stanowić dodatkowy czynnik inflacyjny.** Głównym źródłem narastania presji inflacyjnej, której miernikiem jest deflator PKB, ma być wzrost jednostkowych kosztów pracy i jednostkowych podatków pośrednich netto. Oczekuje się, że w związku z łagodnym osłabianiem się wzrostu aktywności tempo wzrostu marż zysku będzie ograniczone, zwłaszcza pod koniec horyzontu projekcji.

**Zewnętrzna presja cenowa powinna pozostać dodatnia, ale w horyzoncie projekcji ma słabnąć.** Spadkowa tendencja deflatora importu, rozpoczynająca się w przyszłym roku, odzwierciedla łagodne obniżanie się zakładanych cen ropy – osłabi ono oddziaływanie wzrostu cen innych surowców – oraz stopniowe

zwiększanie się bazowej presji cenowej na świecie związane ze zmniejszaniem się niewykorzystanych mocy produkcyjnych.

**W porównaniu z czerwcową rundą projekcji inflacja HICP się nie zmieniła.**

Inflacja HICP z wyłączeniem żywności i energii na lata 2019 i 2020 została zrewidowana lekko w dół, zgodnie z nieco słabszymi perspektywami wzrostu gospodarczego. Zmiany te znoszą się z rewizją w górę inflacji HICP cen energii, wynikającą z wyższych cen energii elektrycznej i gazu w niektórych krajach w 2018 oraz z założeń dotyczących cen ropy w euro, których przewidywany spadek jest mniej gwałtowny niż w poprzedniej rundzie projekcji.

### 3 Perspektywy fiskalne

**Oczekuje się, że nastawienie polityki fiskalnej w strefie euro w 2018 roku będzie ogólnie neutralne, w 2019 lekko ekspansywne, a w 2020 znów ogólnie neutralne.**

Nastawienie to jest mierzone jako zmiana salda pierwotnego skorygowanego o cykl koniunkturalny, po odjęciu pomocy publicznej dla sektora finansowego. Środki dyskrecjonalne zastosowane w 2018 mają charakter ekspansywny, po części z powodu cięć w składkach na ubezpieczenie społeczne i podatkach dochodowych od osób prawnych, a po części – bardziej dynamicznego wzrostu wydatków publicznych. Jednak pobudzające oddziaływanie tych środków jest w znacznym stopniu neutralizowane przez wysoki poziom wpływów z podatków bezpośrednich. W 2019 największy udział w ekspansywnym nastawieniu polityki fiskalnej mają cięcia podatków bezpośrednich i wyższe wydatki publiczne w jednym z krajów strefy euro; ich oddziaływanie znosi się częściowo z wpływem konsolidacji w innym kraju tej strefy. W 2020 dalsze cięcia podatków bezpośrednich i składek na ubezpieczenie społeczne są częściowo równoważone przez słabszy wzrost transferów i dotacji oraz spożycia publicznego.

**Oczekuje się, że w horyzoncie projekcji wskaźniki zarówno deficytu publicznego, jak i zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych będą na ścieżce spadkowej.**

Projekcja fiskalna obejmuje obniżanie się deficytu przez cały analizowany okres, głównie w wyniku poprawy składnika cyklicznego i zmniejszania się płatności odsetkowych wskutek zastępowania starego, drogiego zadłużenia nowym, o niższym oprocentowaniu. Jest to częściowo neutralizowane przez pogorszenie się salda pierwotnego skorygowanego o cykl. Spadkową ścieżkę wskaźnika zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB wspierają stale dodatnie saldo pierwotne i korzystna różnica między stopą procentową zadłużenia a stopą wzrostu PKB<sup>4</sup>. W porównaniu z projekcjami z czerwca 2018 perspektywy deficytu zasadniczo się nie zmieniły, natomiast relacja długu do PKB na rok 2020 została zrewidowana lekko w górę, głównie z powodu mniej korzystnej różnicy między stopą procentową a stopą wzrostu.

<sup>4</sup> Różnicę tę oblicza się przez pomniejszenie nominalnego efektywnego oprocentowania długu o stopę wzrostu nominalnego PKB.

## Ramka 3

### Analizy wrażliwości

---

**Projekcje są w znacznym stopniu oparte na założeniach technicznych dotyczących kształtowania się pewnych kluczowych zmiennych.** Jako że niektóre z tych zmiennych mogą wywierać duży wpływ na projekcje dla strefy euro, przeprowadzenie analizy wrażliwości na zmianę założeń może pomóc w ocenie ryzyk związanych z projekcjami. W tej ramce omówiono niepewność wiążącą się z niektórymi kluczowymi założeniami oraz wrażliwość projekcji względem poszczególnych zmiennych.

#### 1) Alternatywny przebieg cen ropy

**Modele alternatywne wskazują na ryzyko wyższych cen ropy naftowej w horyzoncie projekcji, niż wynika z cen kontraktów terminowych na ropę naftową.** Według założeń technicznych scenariusza bazowego dotyczących kształtowania się cen ropy – opartych na rynkach terminowych tego surowca – ceny te będą powoli maleć i w 2020 roku ropa Brent będzie kosztować 69 USD/b. Jest to spójne z dalszym wzrostem światowego popytu na ropę. Jeśli chodzi o stronę podażową, ceny kontraktów terminowych na ropę prawdopodobnie odzwierciedlają także niżkowe oddziaływanie złagodzenia polityki zmniejszania dostaw przez kraje OPEC, które może przeważać nad spodziewanym niewielkim obniżeniem w krótkim okresie oczekiwanej produkcji ropy w USA (z powodu zatorów transportowych) oraz obawami dotyczącymi zmniejszenia dostaw z Iranu w następstwie sankcji amerykańskich. Połączenie alternatywnych modeli stosowanych przez ekspertów EBC do prognozowania cen ropy<sup>5</sup> wskazuje obecnie na wyższy poziom tych cen w horyzoncie projekcji, niż przyjęto w założeniach technicznych. Zmaterializowanie się alternatywnego scenariusza wyprowadzonego z tych modeli, w którym ceny ropy do 2020 roku są o 4,7% wyższe niż w scenariuszu bazowym, miałyby minimalny ujemny wpływ na wzrost realnego PKB (mniej niż 0,1 pkt proc. w 2019 i 2020), oznaczałoby natomiast nieco szybszy wzrost inflacji HICP (o 0,1 pkt proc. w 2020).

#### 2) Alternatywny przebieg kursu walutowego

**W analizie wrażliwości sprawdzono także wpływ potencjalnego umocnienia się kursu euro.** Jednym ze źródeł ryzyka aprecjacji jest mocniejsze od oczekiwanego ożywienie gospodarcze w strefie euro, którego skutkiem byłaby zwykła presja inflacyjna. Taki scenariusz jest spójny z rozkładem gęstości kursu USD/EUR wynikającego z kwotowań opcji na 21 sierpnia 2018, przy założeniu neutralności względem ryzyka – jest on mocno przechylony w stronę aprecjacji euro. Z 75. percentyla tego rozkładu wynika stopniowa aprecjacja euro wobec dolara do 1,33 USD/EUR w 2020, czyli ok. 16,5% powyżej wartości przyjętej na ten rok w scenariuszu bazowym. Odpowiednie założenie dotyczące nominalnego efektywnego kursu euro jest zgodne z prawidłowością obserwowaną w przeszłości – kurs USD/EUR reaguje na zmiany kursu efektywnego z elastycznością minimalnie wyższą niż 50%. Średnia wyników uzyskanych z różnych modeli makroekonomicznych stosowanych przez ekspertów wskazuje, że przy takim scenariuszu wzrost realnego PKB w 2019 byłby niższy o 0,4 pkt proc., a w 2020 – o 0,5 pkt proc. Inflacja HICP byłaby niższa o 0,5 pkt proc. w 2019 i o 0,6 pkt proc. w 2020.

---

<sup>5</sup> Zob. połączenie czterech modeli opisane w artykule „Forecasting the price of oil”, *Biuletyn Ekonomiczny*, nr 4, EBC, 2015.

## Ramka 4

### Prognozy innych instytucji

**Wiele instytucji – zarówno organizacji międzynarodowych, jak i podmiotów sektora prywatnego – sporządza prognozy dla strefy euro.** Jednak prognozy te nie są w pełni porównywalne ani między sobą, ani z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC i Eurosystemu, ponieważ finalizuje się je w różnych terminach. Ponadto stosuje się w nich różne (częściowo niesprecyzowane) metody wyprowadzania założeń dotyczących zmiennych fiskalnych, finansowych i zewnętrznych, w tym cen ropy naftowej i innych surowców. Przyjmuje się także różne podejścia do korygowania danych o liczbę dni roboczych (zob. tabela).

**Jak widać w tabeli, dostępne obecnie projekcje innych instytucji dotyczące wzrostu realnego PKB i inflacji HICP mieszczą się w przedziałach wokół obecnych projekcji ekspertów EBC (podanych w tabeli w nawiasach).**

### Zestawienie prognoz dynamiki realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro

(zmiany rok do roku w proc.)

	Data publikacji	Dynamika PKB			Inflacja HICP		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projekcje ekspertów EBC	wrzesień 2018	2,0 [1,8–2,2]	1,8 [1,0–2,6]	1,7 [0,6–2,8]	1,7 [1,6–1,8]	1,7 [1,1–2,3]	1,7 [0,9–2,5]
Komisja Europejska	lipiec 2018	2,1	2,0	–	1,7	1,7	–
OECD	maj 2018	2,2	2,1	–	1,6	1,8	–
Euro Zone Barometer	sierpień 2018	2,1	1,8	1,6	1,7	1,6	1,7
Consensus Economics Forecasts	sierpień 2018	2,1	1,8	1,3	1,7	1,6	1,6
Survey of Professional Forecasters	lipiec 2018	2,2	1,9	1,6	1,7	1,7	1,7
MFW	lipiec/kwiecień 2018	2,2	1,9	1,7	1,5	1,6	1,8

Źródła: Okresowa prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z lata 2018; *World Economic Outlook Update* MFW z lipca 2018 (PKB), *World Economic Outlook* MFW z kwietnia 2018 (HICP); *OECD Economic Outlook* z maja 2018; prognozy Consensus Economics z sierpnia 2018 (wartość dynamiki PKB na 2020 pochodzi z badania *Trends in Productivity and Wages* z sierpnia 2018, a wartość inflacji HICP na 2020 – z długookresowej prognozy opartej na danych ankietowych z lipca 2018); *Euro Zone Barometer* MJEconomics z sierpnia 2018; *Survey of Professional Forecasters* EBC z lipca 2018.

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

#### © Europejski Bank Centralny 2018

Adres do korespondencji: 60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefon: +49 69 1344 0  
Internet: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

ISSN 2529-4563 (pdf)  
Nr katalogowy UE QB-CE-18-002-PL-N (pdf)