



Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu dla strefy euro¹ Grudzień 2017

Ożywienie gospodarcze w strefie euro ma pozostać mocne: wzrost gospodarczy powinien być wyższy, niż oczekiwano, i znacznie powyżej potencjału. Przewiduje się, że wzrost realnego PKB będzie stopniowo zwalniał – z 2,4% w 2017 do 1,7% w 2020 – w miarę jak powoli wygasać będzie wpływ różnych czynników pro wzrostowych. Inflacja HICP w nadchodzących kwartałach będzie zasadniczo stabilna, po czym w 2020 wzrośnie do 1,7%, pod wpływem wzrostu inflacji bazowej w warunkach silniej odczuwalnych ograniczeń mocy produkcyjnych. Inflacja HICP w krótkim okresie została nieco podwyższona wskutek wyższych cen ropy i żywności.

1

Gospodarka realna

Bardzo korzystne wskaźniki świadczą o tym, że realny wzrost PKB w krótkim okresie powinien być nadal mocny. Zgodnie z ostatnimi danymi Eurostatu realny PKB w trzecim kwartale 2017 wzrósł o 0,6% w wyniku znacznej kontrybucji popytu wewnętrznego, a zwłaszcza – nakładów na środki trwałe. Sytuacja na rynkach pracy w ostatnich miesiącach nadal się poprawiała, nawet szybciej, niż oczekiwano: w trzecim kwartale 2017 stopa bezrobocia spadła do 9,0%, tj. najniższego poziomu od końca 2008. Przewiduje się, że wzrost realnego PKB w najbliższym okresie pozostanie mocny, zgodnie z bardzo wysokimi wskaźnikami nastrojów przedsiębiorców i konsumentów.

W średnim okresie korzystny wpływ na wzrost gospodarczy nadal będą wywierać dobre warunki finansowania, poprawa sytuacji na rynkach pracy i dalsze ożywienie na świecie. W perspektywie wychodzącej poza najbliższy okres oczekuje się, że różne sprzyjające czynniki nadal będą podtrzymywać spożycie prywatne i inwestycje. Na gospodarkę wciąż przekłada się łagodne nastawienie

¹ Projekcje makroekonomiczne opracowywane przez ekspertów Eurosystemu stanowią wkład do przeprowadzanej przez Radę Prezesów oceny sytuacji gospodarczej i zagrożeń dla stabilności cen. Projekcje ekspertów EBC lub Eurosystemu 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 22 listopada 2017, zaś dla pozostałych informacji – 30 listopada 2017. Obecna runda projekcji makroekonomicznych obejmuje lata 2017–2020. 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.

polityki pieniężnej EBC. Akcja kredytowa dla sektora prywatnego ciągle rośnie pod wpływem niskich stóp procentowych i korzystnych warunków zaciągania kredytów bankowych. Do wzrostu dynamiki wydatków prywatnych będzie się też przyczyniać mniejsza potrzeba delewarowania. Korzystny wpływ na spożycie prywatne i dynamikę inwestycji mieszkaniowych powinna mieć także dalsza poprawa warunków na rynku pracy. Jednocześnie nadal będą rosnąć inwestycje przedsiębiorstw, m.in. pod wpływem umacniania się marż w kontekście rosnącej presji popytowej. Eksport strefy euro powinien pozostać mocny, do czego przyczyniać się będzie trwające ożywienie aktywności gospodarczej na świecie i związany z tym wzrost popytu zewnętrznego wobec strefy euro.

Tabela 1
Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro¹⁾

(zmiany rok do roku w proc.)

	Grudzień 2017				Wrzesień 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Realny PKB	2,4	2,3	1,9	1,7	2,2	1,8	1,7
	[2,3–2,5] ²⁾	[1,7–2,9] ²⁾	[0,9–2,9] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾	[2,1–2,3] ²⁾	[1,0–2,6] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾
Spożycie prywatne	1,9	1,7	1,6	1,5	1,7	1,8	1,5
Spożycie publiczne	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Nakłady brutto na środki trwałe	4,4	4,3	3,4	2,9	4,0	3,9	3,1
Eksport³⁾	5,0	5,1	4,1	3,7	4,7	3,7	3,8
Import³⁾	5,1	5,2	4,4	3,9	5,2	4,6	4,2
Zatrudnienie	1,7	1,3	1,0	0,8	1,5	1,0	0,8
Stopa bezrobocia (jako procent ludności aktywnej zawodowo)	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,6	8,1
HICP	1,5	1,4	1,5	1,7	1,5	1,2	1,5
	[1,5–2,9] ²⁾	[0,9–1,9] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾	[0,8–2,6] ²⁾	[1,4–1,6] ²⁾	[0,6–1,8] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾
HICP bez cen energii	1,2	1,3	1,6	1,9	1,2	1,3	1,5
HICP bez cen energii i żywności	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
HICP bez energii, żywności i zmian podatków pośrednich⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
Jednostkowe koszty pracy	0,9	1,2	1,1	1,8	0,8	1,2	1,4
Przeciętne wynagrodzenie	1,7	2,1	1,9	2,7	1,5	2,0	2,3
Wydajność pracy	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (jako proc. PKB)	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5	-1,3	-1,0	-0,9
Saldo strukturalne (jako proc. PKB)⁵⁾	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,4	-1,3	-1,2
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (jako proc. PKB)	87,0	85,1	83,1	80,7	87,5	86,0	84,2
Saldo rachunku bieżącego (jako proc. PKB)	3,1	2,9	2,7	2,8	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 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.

W horyzoncie czasowym projekcji wzrost realnego PKB powinien jednak nieco zwolnić w miarę stopniowego wygasania wielu czynników pro wzrostowych.

Oddziaływanie podjętych wcześniej środków polityki pieniężnej ma w horyzoncie projekcji stopniowo maleć. Aprecjacja euro trwająca od kwietnia 2017 i spowolnienie stopy wzrostu popytu zewnętrznego będą osłabiać dynamikę eksportu. Przewiduje się także spowolnienie dynamiki zatrudnienia, wynikające m.in. z niedoboru siły roboczej.

Spożycie prywatne pozostanie mocne w całym horyzoncie projekcji. Bardzo korzystne wskaźniki zaufania konsumentów, dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy i wzrost przeciętnej płacy realnej wskazują na kontynuację mocnego wzrostu spożycia przez kilka następnych kwartałów; będzie się on kształtował zasadniczo zgodnie z realną siłą nabywczą. Kontrybucja wynagrodzeń brutto do wzrostu nominalnych dochodów do dyspozycji w okresie objętym projekcjami zasadniczo się nie zmieni, gdyż spowolnienie dynamiki zatrudnienia zostanie skompensowane przez umocnienie się nominalnego wzrostu wynagrodzeń. Dynamika pozostałych dochodów osobistych powinna się umocnić w związku z pozytywnym kształtowaniem się zysków oraz dochodów z nieruchomości.

Dynamikę spożycia prywatnego powinna także podtrzymywać poprawa warunków zaciągania kredytów bankowych, wzmacniana przez środki polityki pieniężnej EBC, oraz postępy w delewarowaniu. Choć niski poziom stóp procentowych odbił się zarówno na przychodach odsetkowych gospodarstw domowych, jak i na ich płatnościach odsetkowych, to ogólnym skutkiem jest redystrybucja zasobów od oszczędzających netto (gospodarstw, w których oszczędności przeważają nad zadłużeniem) do dłużników netto. Ponieważ ci drudzy mają na ogół wyższą krańcową skłonność do konsumpcji, redystrybucja ta powinna wspierać łączne spożycie prywatne. Do pobudzenia spożycia powinny się ponadto przyczyniać postępy w delewarowaniu.

Stopa oszczędności gospodarstw domowych, obecnie rekordowo niska, w horyzoncie projekcji powinna stopniowo rosnąć. Stopa ta przez ostatnie kwartały malała, głównie wskutek poprawy sytuacji gospodarczo-finansowej gospodarstw domowych i wpływu bardzo niskich stóp procentowych na ich skłonność do oszczędzania. Przewiduje się, że w horyzoncie projekcji stopa ta odbije, przede wszystkim w wyniku wyrównywania się poziomu spożycia w fazie ożywienia cyklicznego. Oczekuje się także, że stopa oszczędności w kategorii gospodarstw domowych wzrośnie pod wpływem obniżek podatków bezpośrednich w niektórych krajach.

Ramka 1

Założenia techniczne dotyczące stóp procentowych, kursów walutowych i cen surowców

W porównaniu z projekcjami z września 2017 założenia techniczne obejmują znacznie wyższe dolarowe ceny ropy i jedynie niewielkie modyfikacje kursów i innych założeń finansowych. Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe, z datą graniczną 22 listopada 2017. Stopy krótkoterminowe odnoszą się do 3-miesięcznej stawki EURIBOR, a oczekiwania rynkowe są wprowadzane ze stóp terminowych.

Z metodologii tej wynika średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych równy -0,3% w 2017 i 2018, -0,1% w 2019 i 0,1% w 2020. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro wynikająca z oczekiwań rynkowych wynosi średnio 1,1% w 2017 i 2018, 1,4% w 2019 i 1,7% w 2020². W porównaniu z projekcjami z września 2017 oczekiwania rynkowe dotyczące krótkoterminowych stóp procentowych zostały nieco obniżone, natomiast oczekiwania dotyczące stóp długoterminowych zrewidowano w dół o 10 punktów bazowych na 2018 roku i o 20 na 2019.

W zakresie cen surowców, na podstawie tendencji wyprowadzonej jako średnia cen terminowych z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (22 listopada), przyjęto założenie, że cena ropy Brent wzrośnie z 54,3 USD/b w 2017 do 61,6 USD/b w 2018, a następnie spadnie do 58,9 USD/b w 2019 i 57,3 USD/b w 2020. Z takiego przebiegu wynika, że w porównaniu z projekcjami wrześniowymi dolarowe ceny ropy w 2017 są wyższe o 4,8%, w 2018 o 17,2%, zaś w 2019 o 11,0%. Jeśli chodzi o dolarowe ceny surowców nieenergetycznych, przyjęto, że w roku 2017 znacznie wzrosną, zaś w kolejnych latach ich wzrost będzie nieco wolniejszy³.

Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na poziomie równym średniej z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (22 listopada). Z założenia tego wynika średni kurs USD do EUR wynoszący 1,13 w 2017 i 1,17 w latach 2018–2020, wobec 1,18 z projekcji wrześniowych. Efektywny kurs euro (wobec 38 partnerów handlowych) jest zasadniczo taki sam jak w projekcjach wrześniowych.

Założenia techniczne

	Grudzień 2017				Wrzesień 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
3-miesięczna stopa EURIBOR (stopa roczna)	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,1
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (stopa roczna)	1,1	1,1	1,4	1,7	1,1	1,3	1,6
Cena ropy naftowej (USD/b)	54,3	61,6	58,9	57,3	51,8	52,6	53,1
Ceny surowców nieenerget. w USD (zmiana proc. r/r)	7,9	3,3	3,4	4,3	9,0	5,4	4,2
Kurs USD/EUR	1,13	1,17	1,17	1,17	1,13	1,18	1,18
Nominalny efektywny kurs euro (EER-38) (zmiana proc. r/r)	2,2	2,8	0,0	0,0	2,3	2,6	0,0

W inwestycjach mieszkaniowych powinno nadal trwać ożywienie. Inwestycje te w ostatnich kwartałach mocno odbiły, do czego przyczyniły się: korzystne warunki finansowania, zwiększenie się udziału inwestycji mieszkaniowych w portfelach inwestycyjnych w związku z niską rentownością alternatywnych inwestycji

² Podstawą założenia dotyczącego nominalnej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro jest średnia rentowności 10-letnich obligacji benchmarkowych poszczególnych krajów ważona wartościami rocznego PKB i przedłużona zgodnie ze ścieżką terminową wyprowadzoną z obliczanej przez EBC 10-letniej rentowności parytetowej wszystkich obligacji emitowanych w strefie euro, przy czym 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.

³ Założenia dotyczące cen ropy i surowców żywnościowych do końca horyzontu projekcji opierają się na cenach kontraktów terminowych. W odniesieniu do innych nieenergetycznych surowców mineralnych przyjęto, że do czwartego kwartału 2018 ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami terminowymi, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

długoterminowych i rosnąca dynamika dochodów związana z trwającym wzrostem zatrudnienia. Ponadto w wielu krajach najwyraźniej zakończyła się już korekta spadkowa na rynkach mieszkaniowych. W horyzoncie projekcji utrzymują się warunki do dalszego wzrostu inwestycji mieszkaniowych. Niemniej oczekuje się lekkiego wyhamowania, w związku z osiągnięciem fazy dojrzałości w cyklu nieruchomościowym i zanikaniem wpływu bodźców fiskalnych w części krajów, a także niekorzystnymi trendami demograficznymi.

Inwestycje przedsiębiorstw w ostatnich kwartałach odbiły i zgodnie z oczekiwaniami powinny w horyzoncie projekcji nadal rosnać, choć coraz wolniej. Do wzrostu tych inwestycji mają się przyczyniać różne czynniki: pod wpływem bardzo korzystnych oczekiwań dotyczących produkcji i rosnących zamówień wskaźniki zaufania przedsiębiorców utrzymują się na bardzo wysokim poziomie; wykorzystanie mocy produkcyjnych nadal przekracza przeciętny poziom sprzed kryzysu; warunki finansowania mają w horyzoncie projekcji pozostać bardzo korzystne; powinny też wzrosnąć marże w już zasobnym w gotówkę sektorze przedsiębiorstw. Ponadto silne odbicie cen akcji obserwowane w ostatnich latach oraz umiarkowany wzrost finansowania dłużnego spowodowały, że wskaźnik dźwigni finansowej (dług do aktywów ogółem) w sektorze przedsiębiorstw spadł do historycznego minimum. Perspektywy inwestycji przedsiębiorstw mają być jednak nadal osłabiane przez oczekiwany słabszy wzrost produktu potencjalnego oraz ograniczenie zdolności banków w niektórych krajach do pełnienia funkcji pośrednika finansowego. Stopniowe wyhamowywanie tych inwestycji w horyzoncie projekcji wynika także z ogólnego zwalniania dynamiki popytu wewnętrznego i zewnętrznego.

Ramka 2

Otoczenie międzynarodowe

W gospodarce światowej w drugim półroczu 2017 utrzymało się stabilne ożywienie, a wzrost aktywności i handlu obejmował kolejne regiony. Wskaźniki oparte na danych ankietowych wskazują na stabilny wzrost na świecie w trzecim kwartale bieżącego roku: globalny złożony indeks menedżerów logistyki PMI (z wyłączeniem strefy euro) zbliżył się do średniej długookresowej. Jednocześnie pojawiły się oznaki synchronizacji ożywienia na świecie. W gospodarkach rozwiniętych wskaźniki nastrojów na rynkach finansowych pozostały mocne – ceny na rynkach akcji rosły, a zmienność nadal malała. W gospodarkach wschodzących spadły stopy procentowe, co przyczyniło się do niewielkiego złagodzenia warunków finansowych, zaś napływ kapitału powrócił do poziomu z 2015 roku. Na nadchodzący okres przewiduje się, że dynamika światowej aktywności gospodarczej będzie zasadniczo stabilna i utrzyma się na poziomie sprzed kryzysu, zgodnie z niższym wzrostem potencjalnym. Perspektywy gospodarek rozwiniętych obejmują silny wzrost, który w horyzoncie projekcji powinien zwalniać, w miarę jak ożywienie będzie wchodzić w fazę dojrzałości, a luka PKB zacznie stopniowo wykazywać wartości dodatnie. W gospodarkach wschodzących perspektywy stają się bardziej dynamiczne, co wynika ze stopniowego umacniania się aktywności w krajach eksportujących surowce, w szczególności w Brazylii i Rosji, oraz stabilnego wzrostu w Indiach i Chinach, mimo że w Chinach nadal wykazuje on trend spadkowy. Przewiduje się, że dynamika aktywności na świecie w horyzoncie projekcji będzie wynosić między 3,7% a 3,9%. W porównaniu z projekcjami z września 2017 dynamika światowego PKB na 2017 i 2018 rok została minimalnie podwyższona; rewizje w górę dotyczą głównie Stanów Zjednoczonych i Chin.

Otoczenie międzynarodowe

(zmiany rok do roku w proc.)

	Grudzień 2017				Wrzesień 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Realny PKB na świecie (bez strefy euro)	3,7	3,9	3,8	3,7	3,7	3,8	3,8
Handel światowy (bez strefy euro) ¹⁾	5,6	4,5	4,2	3,7	5,3	3,8	3,8
Popyt zewnętrzny wobec strefy euro ²⁾	5,5	4,4	3,8	3,5	4,7	3,4	3,5

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

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

Dynamika handlu światowego, po osiągnięciu wyjątkowo wysokiego poziomu w pierwszym półroczu 2017, w nadchodzących kwartałach powinna pozostać mocna, zgodnie z korzystnymi wskaźnikami handlu światowego. W średnim okresie perspektywy handlu mają w większym stopniu kształtować się zgodnie z rozwojem aktywności na świecie (przy elastyczności handlu światowego wobec wzrostu PKB na świecie oscylującej wokół 1). Dynamika popytu zewnętrznego wobec strefy euro ma według oczekiwań wzrosnąć o 5,5% w 2017, 4,4% w 2018, 3,8% w 2019 i 3,5% w 2020. W porównaniu z projekcjami z września 2017 światowy wzrost gospodarczy został nieco podwyższony, zaś popyt zewnętrzny – mocniej podwyższony. Wyższy popyt zewnętrzny odzwierciedla korekty danych w górę oraz – w związku z korzystniejszymi wskaźnikami handlu światowego – bardziej optymistyczne założenia w odniesieniu do dynamiki tego popytu w nadchodzących kwartałach.

Ramka 3

Eksport poza strefę euro i popyt zewnętrzny – stan obecny i perspektywy

Po słabych początkach 2016 roku zarówno dynamika eksportu poza strefę euro, jak i dynamika popytu zewnętrznego ostatnio nabrały tempa. W ujęciu rok do roku popyt zewnętrzny od połowy 2016 znacznie się umocnił, przy czym w drugim kwartale 2017 zbliżył się do poziomu najwyższego od sześciu lat. Także dynamika eksportu poza strefę euro od początków 2016 roku się poprawiła.

Aktualny wzrostowy trend popytu zewnętrznego wobec strefy euro jest odzwierciedleniem trwającego ożywienia gospodarki światowej, ale może także wynikać z pewnej procykliczności w zakresie elastyczności reakcji handlu na zmiany aktywności na świecie. Ciągłe zawyżanie szacunków popytu zewnętrznego w latach 2011–2016 brało się z niewystarczającego uwzględnienia spadku (w większości mającego charakter strukturalny) dochodowej elastyczności handlu światowego, czego wynikiem było zawyżenie dynamiki handlu światowego w relacji do dynamiki światowego PKB. Jednak w ostatnich kwartałach wzrost popytu zewnętrznego był silniejszy, niż zakładano w ostatnich rundach projekcji, w związku z ożywieniem na świecie. Pojawia się zatem pytanie, czy elastyczność handlu wykazuje obecnie pewną procykliczność (niedostatecznie odzwierciedloną w dotychczasowych projekcjach), polegającą na tym, że dynamika handlu zwiększa się wraz ze wzrostem dynamiki gospodarki światowej⁴.

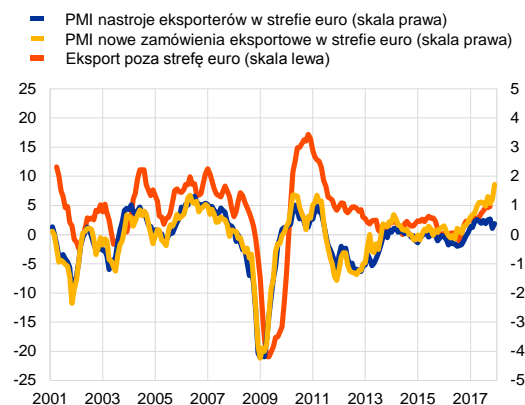
⁴ Por. Borin, A., Di Nino, V., Mancini, M., Sbracia, M., „The cyclicalities of the income elasticity of trade”, *Working Papers*, nr 1126, Banca d'Italia, lipiec 2017.

W związku z tym, oraz biorąc pod uwagę najnowsze dane, projekcję popytu zewnętrznego w obecnej rundzie znacznie podwyższono.

Rewizja w górę projekcji popytu zewnętrznego jest uzasadniona także ze względu na umocnienie się wskaźników handlu na świecie i w strefie euro. Wskaźniki te sygnalizują ciągle mocny wzrost zarówno popytu zewnętrznego, jak i eksportu poza strefę euro. Badania ankietowe dotyczące wymiany handlowej w strefie euro (np. indeks PMI nowych zamówień eksportowych w przetwórstwie przemysłowym czy indeks PMI nastrojów eksporterów) wskazują na trwające ożywienie handlu (zob. wykres A). Ponadto dane dla strefy euro dotyczące nowych zamówień eksportowych w przetwórstwie przemysłowym i produkcji przemysłowej pozostają mocne mimo niedawnej aprecjacji efektywnego kursu euro. Również wskaźniki handlu światowego, takie jak globalny indeks PMI nowych zamówień eksportowych czy wskaźnik wyprzedzający aktywności opracowywany przez Goldman Sachs, w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy znacznie się umocniły (zob. wykres B).

Wykres A
Wskaźniki handlu w strefie euro

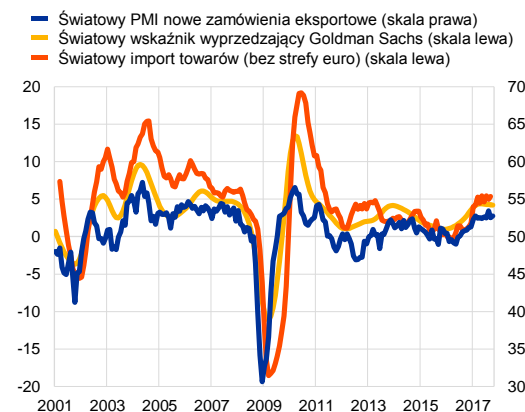
(skala lewa: roczne zmiany proc. trzy miesiące do trzech miesięcy; skala prawa: indeks, wystandaryzowany)



Źródła: Markit, Eurostat i obliczenia EBC.
Uwagi: Wielkość handlu wyrażona w obrotach. Najnowsze odczyty: wrzesień 2017 dla eksportu i listopad 2017 dla indeksów PMI nastrojów eksporterów i nowych zamówień eksportowych w przetwórstwie przemysłowym.

Wykres B
Wskaźniki handlu światowego

(skala lewa: roczne zmiany proc. trzy miesiące do trzech miesięcy; skala prawa: indeks)

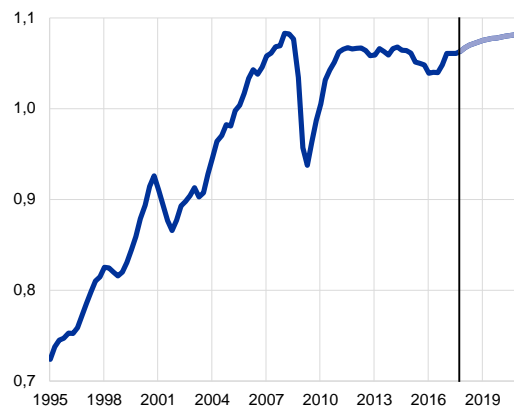


Źródła: Haver Analytics, Goldman Sachs, Dutch Central Planning Bureau i obliczenia EBC.
Uwagi: Najnowsze odczyty: wrzesień 2017 dla indeksu CPB i październik 2017 dla indeksów Goldman Sachs i PMI.

Wykres C

Współczynnik światowego importu do PKB

(Indeks: 2005 = 1)



W średnim okresie determinanty

dochodowej elastyczności popytu na

poziomie bliskim jedności pozostają jednak

zasadniczo niezmienione. Wzrost wymiany

handlowej w tempie dwukrotnie szybszym niż

wzrost PKB przez dwadzieścia lat przed

tzw. wielką recesją był anomalią historyczną,

wywołaną przede wszystkim przez liberalizację

handlu (zwłaszcza w gospodarkach

wschodzących), powstawanie globalnych

łańcuchów wartości oraz zmiany

w geograficznej strukturze handlu⁵. Jak widać

na wykresie C, w latach 1995–2007 import rósł

dwukrotnie szybciej niż aktywność globalna.

Jednak w przyszłości wymienione wyżej

czynniki prawdopodobnie nie będą już wpływać

na elastyczność handlu. Liberalizacja

w większości dobiegła końca, a jeśli chodzi o strukturę geograficzną, krzywa elastyczności handlu

światowego nachyla się w stronę niższych wartości z gospodarek wschodzących. Przez ostatnich

kilka lat import światowy i światowa aktywność gospodarcza rosły w równym tempie i przewiduje

się, że tak samo będzie w horyzoncie projekcji.

Eksport poza strefę euro w najbliższych kwartałach ma pozostać mocny pod wpływem bardzo korzystnych wskaźników handlowych, mimo niedawnej aprecjacji euro. Następnie w horyzoncie projekcji prawdopodobnie zwolni, wraz z pewnym spowolnieniem popytu zewnętrznego, co przekłada się na brak

zasadniczych zmian w udziałach w rynkach eksportowych. Oczekuje się, że importowi spoza strefy euro będą sprzyjać – choć mniej niż eksportowi – korzystne kształtowanie się popytu wewnętrznego i silniejsze euro; w efekcie łączna kontrybucja salda handlu zagranicznego do wzrostu gospodarczego ma mieć niskie wartości dodatnie.

Choć napływające dane dotyczące zatrudnienia są wciąż mocne, jego dynamika powinna z czasem nieco zwolnić. Jej niedawne umocnienie się miało

szeroki zasięg terytorialny, ale mogło wynikać częściowo ze sprzyjających czynników przejściowych (takich jak bodźce fiskalne wprowadzone w niektórych krajach). Jako

że oddziaływanie tych czynników będzie stopniowo zanikać, a w niektórych krajach zmniejszy się zatrudnienie w sektorze publicznym, tempo wzrostu zatrudnienia

w nadchodzących kwartałach prawdopodobnie nieco osłabnie.

Wzrost liczby ludności aktywnej zawodowo ma być coraz bardziej osłabiany przez niedostateczną podaż siły roboczej. Oczekuje się, że liczba ludności

⁵ Zob. ECB IRC Trade Task Force, „Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?”, *Occasional Paper Series* nr 178, EBC, 2016.

aktywnej zawodowo w horyzoncie projekcji będzie się zwiększać w związku z dodatnim saldem migracji pracowników, spodziewaną integracją uchodźców i efektem zachęcenia pracowników do poszukiwania zatrudnienia. Niemniej nad tymi pozytywnymi efektami będzie stopniowo przeważać wpływ coraz niekorzystniejszej sytuacji demograficznej. Przyczynia się to także do spowolnienia wzrostu zatrudnienia.

Oczekuje się, że stopa bezrobocia będzie mimo to nadal spadać. W trzecim kwartale 2017 stopa ta obniżyła się do 9,0%, a w nadchodzącym okresie liczba bezrobotnych według projekcji będzie nadal mocno maleć. W 2020 roku stopa bezrobocia ma wynieść 7,3%.

Dynamika wydajności powinna w horyzoncie projekcji rosnąć. Jej silne ożywienie w roku bieżącym i następnym jest odzwierciedleniem wygasania wpływu środków, które przejściowo pobudziły zatrudnienie w 2016 roku. Później w horyzoncie projekcji jednostkowa wydajność pracy jest napędzana głównie przez niewielki wzrost dynamiki łącznej wydajności czynników produkcji, intensywniejsze wykorzystanie kapitału i wzrost czasu pracy na zatrudnionego. Dwa ostatnie czynniki odzwierciedlają trwającą poprawę koniunktury i coraz mocniejsze zacieśnianie się rynku pracy.

Wzrost realnego PKB ma do 2020 roku utrzymywać się powyżej potencjału.

Szacuje się, że wzrost produktu potencjalnego w ostatnich latach nieco przyspieszył pod wpływem korzystniejszej kontrybucji kapitału, pracy i łącznej wydajności czynników produkcji. Oczekuje się, że w horyzoncie projekcji produkt potencjalny będzie rosnąć nieco wolniej niż przed kryzysem. Kontrybucja pracy ma w horyzoncie projekcji maleć, głównie z powodu malejącej dynamiki liczby ludności w wieku produkcyjnym. Kontrybucja kapitału prawdopodobnie pozostanie stosunkowo silna, co będzie odzwierciedleniem odbicia inwestycji w środki trwałe. Szacuje się, że także kontrybucja łącznej wydajności czynników produkcji będzie dość mocna jak na obecne warunki, co wynika z efektywniejszej alokacji zasobów po kryzysie, reform strukturalnych na rynkach produktów i pracy, poprawy sytuacji w zakresie kapitału ludzkiego, modernizacji majątku produkcyjnego i dalszego zbliżenia się do granicy technologicznej. Należy jednak zaznaczyć, że ani wzrostu potencjalnego, ani jego determinant nie da się dokładnie zmierzyć, więc szacunki są bardzo niepewne.

W porównaniu z projekcjami z września 2017 wzrost realnego PKB został znacznie podwyższony.

Rewizja na rok 2017 wiąże się częściowo z nadspodziewanie dobrymi najnowszymi danymi o PKB, których pozytywne efekty przenoszą się także na rok 2018. Ponadto wyższe, niż zakładano wcześniej, tempo wzrostu jest efektem bardzo korzystnych nastrojów przedsiębiorców i konsumentów. Rewizja w górę perspektyw wzrostu na lata 2018–2019 wynika także z wyższego popytu zewnętrznego i nieco niższych długoterminowych stóp procentowych.

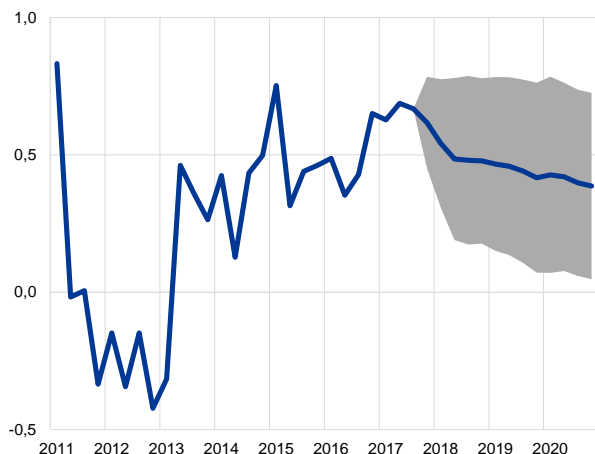
Wykres 1

Projekcje makroekonomiczne¹⁾

(dane kwartalne)

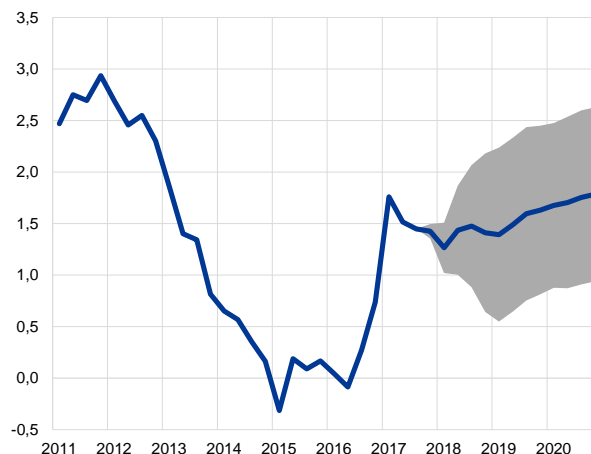
Realny PKB strefy euro²⁾

(zmiany kwartał do kwartału w proc.)



Inflacja HICP w strefie euro

(zmiany rok do roku w proc.)



1) Przedziały wokół projekcji centralnych wyznaczone 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.
2) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych.

2

Ceny i koszty

Choć ujemne efekty bazy związane z cenami energii prawdopodobnie spowodują niewielki spadek inflacji HICP w krótkim okresie, to potem powinna ona wykazywać trend wzrostowy i w 2020 osiągnąć 1,7%. Ujemne efekty bazy w komponencie „energia”, które z nadwyżką wyrównują niedawny wzrost cen ropy, spowodują w pierwszym kwartale 2018 spadek inflacji do rekordowo niskiego poziomu 1,3%. Potem do końca horyzontu projekcji przewiduje się jedynie niewielki wzrost inflacji, odzwierciedlający spadkowy trend krzywej cen terminowych ropy w połączeniu z dodatnim efektem podatków od energii. Inflacja HICP cen żywności, od kilku lat słaba, ma umiarkowanie wzrosnąć pod wpływem zakładanych podwyżek międzynarodowych cen surowców żywnościowych i dodatnim efektem wzrostu podatków od wyrobów tytoniowych. Jako że gospodarka rośnie w tempie szybszym od potencjału, w horyzoncie projekcji oczekuje się wzrostu bazowej presji cenowej. Dodatkowo do wzrostu inflacji bazowej będą się przyczyniać wzrost płac, odzwierciedlający rosnące zacieśnianie się rynku pracy, oraz wyraźne niedobory siły roboczej w niektórych krajach, a także dodatnie efekty podatków pośrednich netto. Z uwagi na pewne pośrednie efekty niedawnych podwyżek cen ropy oraz zakładane podwyżki cen surowców nieenergetycznych, a także oczekiwane ogólne zwiększanie się presji inflacyjnej na świecie, oczekuje się, że do wzrostu inflacji HICP po wyłączeniu cen energii i żywności w horyzoncie projekcji będzie się także w pewnym stopniu przyczyniać zewnętrzna presja cenowa. W sumie inflacja ogółem na wynieść średnio 1,5% w 2017, 1,4% w 2018, 1,5% w 2019 i 1,7% w 2020.

Głównymi czynnikami powodującymi odbicie kosztów pracy w horyzoncie projekcji są zacieśnianie się warunków na rynku pracy i wygasanie środków, które w ostatnich latach hamowały wzrost wynagrodzeń w niektórych krajach.

Oczekuje się, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia wzrośnie z 1,7% w 2017 do 2,7% w 2020, z przejściowym spowolnieniem w 2019. Spowolnienie to wiąże się z przekształceniem we Francji ulgi podatkowej na rzecz konkurencyjności i zatrudnienia (CICE) w stałe obniżenie składek na ubezpieczenie społeczne odprowadzanych przez pracodawców⁶. W związku ze spodziewaną cykliczną poprawą wzrostu wydajności takie kształtowanie się płac oznacza wzmocnienie dynamiki jednostkowych kosztów pracy: z 0,9% w 2017 do 1,8% w 2020. W ujęciu bardziej ogólnym do ważnych czynników stojących za spodziewanym wzrostem dynamiki płac należą poprawa warunków na rynku pracy w strefie euro oraz rosnący niedobór siły roboczej w niektórych krajach tej strefy. W miarę jak ożywienie gospodarcze w strefie euro przyspiesza i obejmuje kolejne kraje, ustępuje potrzeba ograniczania wzrostu płac w niektórych krajach w celu odzyskania konkurencyjności cenowej po kryzysie oraz ograniczenie ich wzrostu związane z tym, że w czasie kryzysu wynagrodzenia nominalne nie spadły odpowiednio do zmiany aktywności (*pent-up wage restraint*). Poza tym można oczekiwać, że do zwiększania się dynamiki płac w 2017 będzie się przyczyniać znaczny – w porównaniu z poprzednimi trzema latami – wzrost inflacji HICP. Czynnikiem pobudzającym łączny wzrost płac w horyzoncie projekcji będą też wyższe wynagrodzenia w sektorze publicznym.

Marże w pierwszej części horyzontu projekcji mają się przeciętnie zwiększać nieco szybciej niż przez ostatni rok. W ostatnich kwartałach odbijał się na nich spadek indeksu *terms of trade* spowodowany przez wzrost cen ropy. Gdy jego wpływ ustanie, marże powinny się zwiększać nieco szybciej niż w ostatnim okresie, do czego będzie się przyczyniać trwające ożywienie gospodarcze. Jednak ich dynamikę w horyzoncie projekcji powinien hamować spodziewany wzrost jednostkowych kosztów pracy i podatków pośrednich.

Zewnętrzna presja cenowa odbiła w 2017 i w horyzoncie projekcji powinna pozostać dodatnia, ale bardziej umiarkowana niż w ostatnim okresie. Dość mocny wzrost cen importu, jaki nastąpił w bieżącym roku, wiąże się z odbiciem cen ropy i surowców nieenergetycznych. Po końcu 2017 oczekuje się spowolnienia dynamiki cen importu w związku z zakładanym bardziej umiarkowanym kształtowaniem się cen surowców w horyzoncie projekcji oraz osłabiającym oddziaływaniem niedawnej aprecjacji euro. Oczekuje się jednak, że globalna presja na inflację bazową w horyzoncie projekcji będzie się stopniowo wzmagać wraz ze wzrostem globalnych kosztów produkcji w miarę zmniejszania się niewykorzystanych mocy produkcyjnych na świecie.

W porównaniu z projekcjami z września 2017 roku perspektywy inflacji HICP na rok 2018 zostały podwyższone o 0,2 pkt proc., a na następny okres pozostały niezmienione. Rewizja na rok 2018 wiąże się z wyższym wzrostem

⁶ Jako że spadek przeciętnego wynagrodzenia i jednostkowych kosztów pracy zostanie w większości zneutralizowany przez odpowiadający mu wzrost marż, jego wpływ na kształtowanie się cen powinien być ograniczony.

wskaźników HICP dla energii i żywności, z uwagi na wyższe od oczekiwanych ostatnie dane dla tych komponentów, wyższe założenia dotyczące cen ropy i dodatnie efekty związane z podatkami od energii i wyrobów tytoniowych. Inflacja HICP po wyłączeniu cen żywności i energii w krótkim okresie została zrewidowana w dół, m.in. w związku z tym, że najnowsze dane są niższe, niż oczekiwano.

3 Perspektywy fiskalne

Nastawienie polityki fiskalnej w strefie euro powinno w horyzoncie projekcji pozostać neutralne. Nastawienie to jest mierzone jako zmiana salda pierwotnego skorygowanego o zmiany cykliczne, po odjęciu pomocy publicznej dla sektora finansowego. W 2017 cięcia podatków bezpośrednich i wyższe transfery na rzecz gospodarstw domowych są całkowicie wyrównane przez podwyżki podatków bezpośrednich i słabszą dynamikę spożycia publicznego. Głównymi czynnikami wpływającymi na nastawienie w roku 2018 są cięcia podatków bezpośrednich i składek na ubezpieczenie społeczne oraz założenie bardziej dynamicznego wzrostu inwestycji publicznych – wpływ tych czynników jest jedynie częściowo neutralizowany przez podwyżki podatków pośrednich i słaby wzrost transferów do gospodarstw domowych. Oczekuje się, że także w latach 2019–2020 nastawienie polityki fiskalnej będzie przeciętnie neutralne.

Oczekuje się, że w horyzoncie projekcji wskaźniki zarówno deficytu publicznego, jak i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych będą na ścieżce spadkowej. Projekcja fiskalna obejmuje stopniowe obniżanie się deficytu przez cały analizowany okres, głównie w wyniku poprawy składnika cyklicznego i zmniejszania się płatności odsetkowych. Saldo pierwotne skorygowane o czynniki koniunkturalne będzie przez cały czas stabilne. Wskaźnik długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB ma w horyzoncie projekcji pozostać na ścieżce spadkowej, do czego będą się przyczyniać korzystna różnica między stopą procentową a stopą wzrostu PKB⁷ oraz nadwyżka pierwotna. W porównaniu z projekcjami z września 2017 perspektywy deficytu budżetowego są ogólnie niezmiennione, a wskaźnika długu – nieco niższe, głównie dlatego, że różnica między stopą procentową a stopą wzrostu PKB w latach 2018 i 2019 jest korzystniejsza.

Ramka 4

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.

⁷ Różnicę tę oblicza się przez pomniejszenie nominalnego efektywnego oprocentowania długu o stopę wzrostu nominalnego PKB.

1) Alternatywny przebieg cen ropy

Modele alternatywne wskazują na ryzyko wyższych cen ropy naftowej w horyzoncie projekcji, niż wynika z cen terminowych. Według założeń technicznych scenariusza bazowego dotyczących kształtowania się cen ropy – opartych na rynkach terminowych – ceny te będą maleć i na koniec 2020 roku ropa Brent będzie kosztować ok. 57 USD/b. Taki scenariusz wynikający z cen kontraktów terminowych na ropę jest spójny z umiarkowanym wzrostem światowego popytu na ten surowiec, co wiąże się z niewielkim przyspieszeniem wzrostu gospodarczego na świecie. Po stronie popytowej przedłużenie umowy między krajami OPEC a głównymi producentami spoza OPEC, choć zostało podpisane 30 listopada, czyli już po dacie granicznej (22 listopada), zostało najprawdopodobniej uwzględnione w oczekiwaniach rynkowych. Jednak zmniejszenie wydobycia z użyciem technologii konwencjonalnych powinno zostać częściowo zrównoważone przez wzrost wydobycia ropy z łupków w Stanach Zjednoczonych. Połączenie alternatywnych modeli stosowanych przez ekspertów Eurosystemu⁸ do przewidywania cen ropy w horyzoncie projekcji wskazuje na nieco mocniejszy wzrost tych cen, niż przyjęto w założeniach technicznych, co wiąże się z szybszym od oczekiwanego zacieśnianiem się relacji podaży do popytu. Zmaterializowanie się alternatywnego scenariusza dla cen ropy, w którym do 2020 roku są one o 11% wyższe niż w scenariuszu bazowym, miałyby minimalny ujemny wpływ na wzrost realnego PKB, oznaczałoby natomiast nieco szybszy wzrost inflacji HICP (o 0,2 pkt proc. w 2019 i 2020).

2) Alternatywny przebieg kursu walutowego

W analizie wrażliwości sprawdzono także potencjalny wpływ dalszego umacniania się kursu euro. Jednym z możliwych źródeł ryzyka aprecjacji jest mocniejsze od oczekiwanego ożywienie gospodarcze w strefie euro. Scenariusz wyprowadzono z 75. percentyla rozkładu gęstości kursu USD/EUR wynikającego z kwotowań opcji na 22 listopada 2017, przy założeniu neutralności względem ryzyka. Wynika z niego stopniowa aprecjacja euro wobec dolara do 1,36 USD/EUR w 2020, czyli ok. 16% 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 52%. Średnia wyników uzyskanych z różnych modeli makroekonomicznych stosowanych przez ekspertów wskazuje, że przy takim scenariuszu wzrost realnego PKB byłby niższy o 0,2 pkt proc. w 2018, 0,6 pkt proc. w 2019 i 0,2 pkt proc. w 2020. Inflacja HICP byłaby niższa o 0,2 pkt proc. w 2018, 0,5 pkt proc. w 2019 i 0,6 pkt proc. w 2020. Należy podkreślić, że tak oszacowany wpływ na PKB i inflację dotyczy jedynie szoku kursowego o charakterze czysto egzogenicznym.

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

⁸ Zob. połączenie czterech modeli opisane w artykule „Forecasting the price of oil”, *Biuletyn Ekonomiczny*, nr 4, EBC, 2015.

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 projekcji ekspertów Eurosystemu (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 Eurosystemu	Grudzień 2017	2,3 [1,7–2,9]	1,9 [0,9–2,9]	1,7 [0,6–2,8]	1,4 [0,9–1,9]	1,5 [0,7–2,3]	1,7 [0,8–2,6]
Komisja Europejska	listopad 2017	2,1	1,9	–	1,4	1,6	–
OECD	listopad 2017	2,1	1,9	–	1,5	1,7	–
Euro Zone Barometer	listopad 2017	2,0	1,7	1,5	1,4	1,6	1,8
Consensus Economics Forecasts	Grudzień 2017	2,1	1,5	1,3	1,4	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	październik 2017	1,9	1,7	–	1,4	1,6	–
MFW	październik 2017	1,9	1,7	1,6	1,4	1,7	1,8

Źródła: Komisja Europejska: *European Economic Forecast*, jesień 2017; MFW: *World Economic Outlook*, 10 października 2017; OECD: *Economic Outlook*, listopad 2017; *Consensus Economics Forecasts*, grudzień 2017; *MJEconomics for the Euro Zone Barometer*, listopad 2017; EBC: *Survey of Professional Forecasters*, październik 2017.

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 2017

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

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

ISSN 2529-4687 (pdf)
Nr katalogowy UE QB-CF-17-001-PL-N (pdf)