



Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC dla strefy euro¹ Marzec 2017

Ożywienie gospodarcze w strefie euro powinno dalej się umacniać, w tempie nieco wyższym, niż wcześniej oczekiwano. W całym horyzoncie projekcji mają temu sprzyjać: spodziewane ożywienie gospodarcze na świecie i stabilny popyt wewnętrzny, podtrzymywany przez bardzo łagodne nastawienie polityki pieniężnej, dotychczasowy postęp w procesie delewarowania we wszystkich sektorach oraz dalsza poprawa sytuacji na rynkach pracy.

Oczekuje się, że wskutek niedawnego wzrostu cen ropy naftowej średnioroczna inflacja HICP w bieżącym roku wyniesie 1,7%, ale presja inflacyjna w horyzoncie projekcji będzie rosła stopniowo.

1 Gospodarka realna

Z wskaźników krótkoterminowych wynika, że wzrost gospodarczy w krótkim okresie będzie nadal solidny. W czwartym kwartale 2016 realny PKB wzrósł o 0,4%. Ożywienie obejmuje coraz więcej sektorów i krajów w strefie euro. Sytuacja na rynkach pracy w ostatnich miesiącach nadal się poprawiała; stopa bezrobocia obniżyła się nieco bardziej, niż oczekiwano. Wskaźniki niepewności polityki gospodarczej wzrosły, natomiast wskaźniki niepewności finansowej i gospodarczej pozostają niskie (zob. ramka 1). Ponadto nadal poprawiały się wskaźniki zaufania, co wskazuje na stabilny wzrost w pierwszej połowie 2017 roku.

Projekcje wzrostu realnego PKB dla całego horyzontu czasowego to: 1,8% w 2017, 1,7% w 2018 i 1,6% w 2019. Od połowy 2013 roku fundamentem ożywienia gospodarczego jest popyt wewnętrzny, w tym spore spożycie prywatne i dodatnia kontrybucja inwestycji. Oczekuje się, że w horyzoncie projekcji będą go nadal podtrzymywać różne czynniki, w tym bardzo łagodne nastawienie polityki pieniężnej EBC. Także eksport strefy euro powinien w analizowanym okresie umocnić się, pod wpływem oczekiwanego ożywienia handlu światowego i wcześniejszego osłabienia się euro.

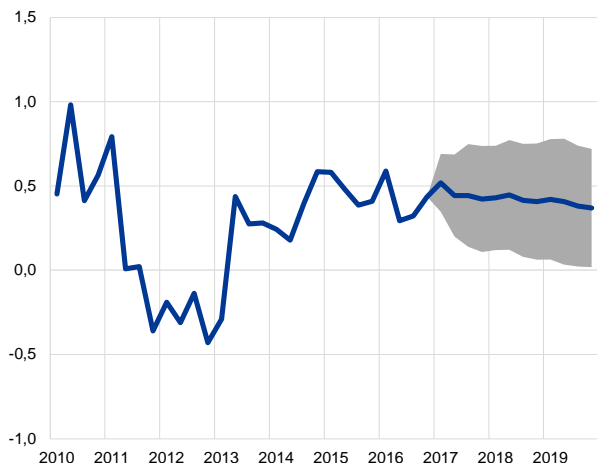
¹ Projekcje makroekonomiczne są opracowywane przez ekspertów EBC jako wkład do przeprowadzanej przez Radę Prezesów oceny sytuacji gospodarczej i zagrożeń dla stabilności cen. Projekcje ekspertów EBC lub Eurosystemu nie są zatwierdzane przez Radę Prezesów i nie muszą odzwierciedlać jej opinii o perspektywach 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 2), był 14 lutego 2017, zaś dla pozostałych informacji – 20 lutego 2017, z wyjątkiem kwartalnych rachunków narodowych dotyczących Niemiec, opublikowanych 23 lutego. Obecna runda projekcji makroekonomicznych obejmuje lata 2016–2019. Projekcje o tak długim horyzoncie czasowym są obciążone bardzo dużą niepewnością, o czym należy pamiętać podczas ich interpretacji. Zob. artykuł „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections” w *Biuletynie Miesięcznym EBC* z maja 2013.

Wykres 1 Projekcje makroekonomiczne¹⁾

(dane kwartalne)

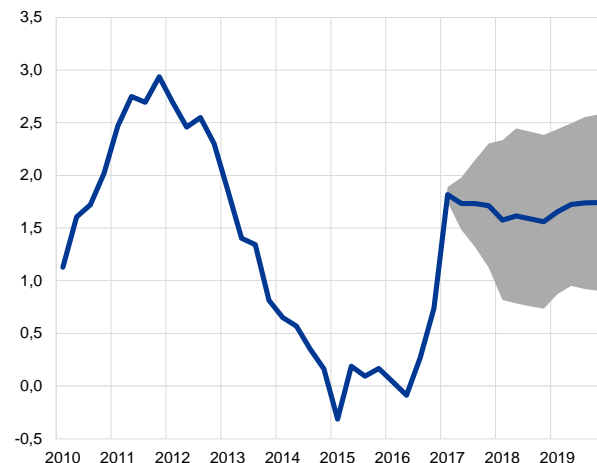
Realny PKB strefy euro²⁾

(zmiany kwartał do kwartału w proc.)



Inflacja HICP w strefie euro

(zmiany rok do roku w proc.)



1) Przedziały wokół projekcji centralnych 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.

2) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych.

Ramka 1

Znaczenie niepewności polityki gospodarczej dla perspektyw gospodarczych w strefie euro

Wskaźnik niepewności polityki gospodarczej (EPU – economic policy uncertainty)²⁾

w ostatnich miesiącach gwałtownie wzrósł. Było to prawdopodobnie związane z wynikami brytyjskiego referendum w sprawie wyjścia z UE oraz wyborów prezydenckich w USA. Obecnie wskaźnik ten może także odzwierciedlać niepewność co do zbliżających się wyborów w kilku krajach strefy euro. W tej ramce omawiamy wskaźnik EPU, oceniamy go na tle innych miar niepewności i wykazujemy, że jego znaczenie dla perspektyw gospodarczych jest w chwili obecnej dość ograniczone.

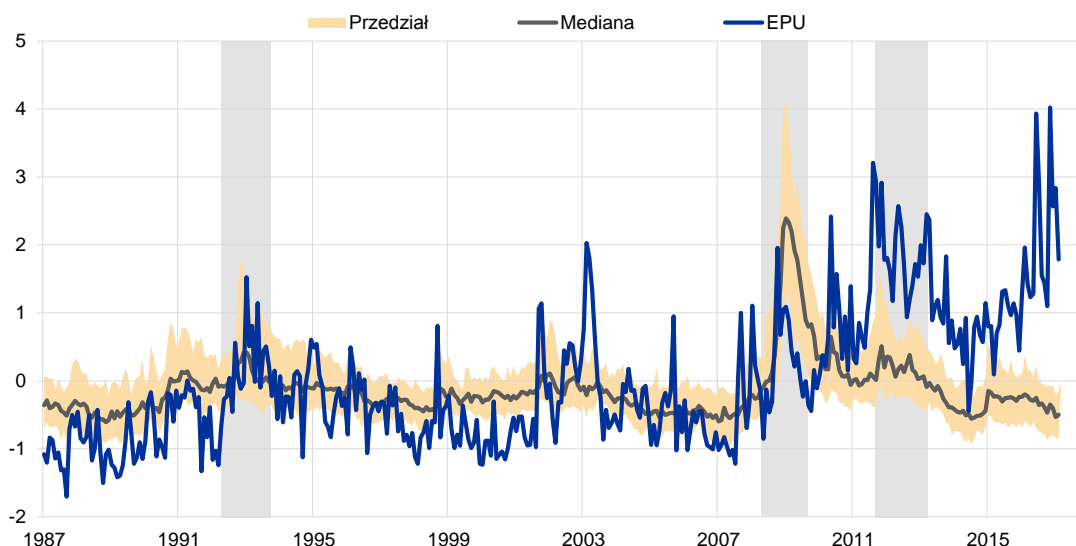
Podwyższona niepewność co do polityki gospodarczej zwykle wpływa niekorzystnie na aktywność, gdyż może skłaniać przedsiębiorstwa do anulowania lub odłożenia zaplanowanych inwestycji do czasu, gdy sytuacja stanie się pewniejsza. Może także negatywnie wpływać na decyzje gospodarstw domowych dotyczące poważnych zakupów, a także skłaniać je do zwiększenia zapobiegawczych oszczędności. Wreszcie – może odbijać się

²⁾ Wskaźnik EPU oddaje częstotliwość występowania w najpopularniejszych gazetach artykułów ze słowami „niepewny/niepewność”, „gospodarczy/gospodarka” lub „ekonomiczny/ekonomia” oraz jednym ze zbioru terminów z zakresu polityki gospodarczej, np. „deficyt” lub „regulacje”. Więcej informacji można znaleźć w publikacji Baker, S., Bloom, N., Davis, S., „Measuring economic policy uncertainty”, *NBER Working Paper Series*, nr 21633, październik 2015.

na aktywności przez wzrost kosztów finansowania wynikający z wyższych premii za ryzyko oraz osłabiać czynniki zachęcające banki do udzielania kredytów firmom i gospodarstwom domowym³.

Wybrane miary niepewności dla strefy euro

(odchylenie standardowe od średniej)



Źródła: Baker/Bloom/Davis; Consensus Economics; Eurostat; Komisja Europejska; EBC i obliczenia EBC.

Uwagi: szare pola oznaczają okresy recesji w strefie euro wskazane przez CEPR. Przedział przedstawia zakres od 25. do 75. percentyla dla ok. 130 wskaźników niepewności (finansowej, progностycznej, ekonomicznej i gospodarczopolitycznej) dla strefy euro.

Mimo niedawnego wzrostu niepewności gospodarczopolitycznej sytuacja gospodarcza w strefie euro wydaje się stabilniejsza. Obecne ożywienie gospodarcze w strefie euro ma szerszy zasięg niż poprzednie⁴; poza tym opiera się głównie na popycie wewnętrznym, dzięki czemu jest mniej wrażliwe na szoki zewnętrzne. Ponadto wszystkie sektory instytucjonalne są teraz stabilniejsze niż w okresie przedkryzysowym, gdyż wskaźniki dźwigni obniżono do bardziej zrównoważonego poziomu. Zaufanie wśród gospodarstw domowych i przedsiębiorstw pozostaje bardzo wysokie; nie wydaje się także, by rynki finansowe uwzględniały w wycenie znaczne ryzyka z ogona rozkładu.

Widoczny jest znaczny rozdział między podwyższonym wskaźnikiem EPU a dość niskimi wartościami innych wskaźników niepewności gospodarczej i finansowej. Na wykresie przedstawiono medianę ok. 130 miar niepewności obliczonych dla strefy euro, ich przedział od 25. do 75. percentyla oraz wskaźnik EPU⁵. Zastosowanie mediany wszystkich miar niepewności dla strefy euro, a nie pojedynczych wskaźników, pozwala lepiej uchwycić różne aspekty niepewności, zaś pasmo między 25. a 75. percentylem oddaje niepewność tych miar z wyłączeniem obserwacji odstających. Jak widać, zarówno mediana, jak i przedział percentylowy wskazują obecnie na niską

³ Różne kanały transmisji niepewności przedstawia publikacja Bloom, N., „Fluctuations in uncertainty”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 28, nr 2, 2014, s. 153-176.

⁴ Zob. ramka 1 pt. „Economic growth in the euro area is broadening”, *Biuletyn Ekonomiczny*, nr 1, EBC, 2017.

⁵ Szersze omówienie tego tematu przedstawia artykuł pt. „The impact of uncertainty on activity in the euro area”, *Biuletyn Ekonomiczny*, nr 8, EBC, 2016. Zob. także Haddow, A., Hare, C., Hooley, J., Shakir, T., „Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?”, *Quarterly Bulletin*, Second Quarter, Bank of England, 2013.

niepewność. Natomiast wskaźnik EPU jest aktualnie obserwacją odstającą, nawet w większym stopniu niż przez ostatnich sześć lat.

Zatem w chwili obecnej nie trzeba traktować wskaźnika EPU jako wiarygodnego miernika podwyższonej niepewności. Po pierwsze, nie ma w nim rozróżnienia na niepewność co do polityki krajowej i polityk zagranicznych. Zatem – przy założeniu, że firmy i konsumenci rozróżniają wewnętrzne źródła niepewności od zewnętrznych i skupiają się głównie na tych pierwszych – może to wyjaśniać stosunkowo słabe skorelowanie wskaźnika EPU z innymi miarami niepewności i jego niewielką przydatność empiryczną do przewidywania trendów gospodarczych dla strefy euro. Po drugie, wskaźnik EPU opiera się na artykułach z tylko dwóch największych gazet z każdego kraju; tak mała próba może nie być reprezentatywna dla opinii ogółu społeczeństwa. Po trzecie, jest on znacznie bardziej zmienny niż inne miary niepewności i na jego wykresie piki często występują tam, gdzie inne wskaźniki mają przebieg umiarkowany lub gdzie w ogóle nie widać reakcji gospodarki. Wszystko to przemawia za zachowaniem ostrożności podczas stosowania wskaźnika EPU do prognozowania sytuacji gospodarczej⁶.

Dynamika spożycia prywatnego w horyzoncie projekcji według przewidywań pozostanie solidna. Wskaźniki zaufania konsumentów w ostatnich miesiącach nadal były podwyższone, co wynikało z poprawy ogólnych oczekiwań co do sytuacji gospodarczej i korzystniejszych finansowych oczekiwań podmiotów gospodarczych. Ponieważ także sytuacja na rynkach pracy jest coraz lepsza, oczekuje się dalszego wzrostu spożycia prywatnego w krótkim okresie.

Nominalny wzrost dochodów do dyspozycji pozostaje solidny. Kontrybucja płac brutto w horyzoncie projekcji ma nadal rosnąć.

Korzystne warunki zaciągania kredytów, wzmocnione przez środki polityki pieniężnej, powinny przyczynić się do wzrostu spożycia prywatnego. Choć niski poziom stóp procentowych odbił się zarówno na przychodach odsetkowych, jak i na płatnościach odsetkowych gospodarstw domowych, to ogólnym skutkiem jest redystrybucja zasobów z tych gospodarstw, w których oszczędności przeważają nad zadłużeniem (oszczędzający netto), do dłużników netto. Ponieważ ci drudzy mają na ogół wyższą krańcową skłonność do konsumpcji, redystrybucja ta powinna dalej umacniać łączne spożycie prywatne. Do wzrostu spożycia powinny się także przyczynić postępy w procesie delewarowania oraz przewidywany wzrost majątku netto gospodarstw domowych, odzwierciedlający dalsze spodziewane podwyżki cen nieruchomości.

Wyższe ceny ropy wywierają jednak niekorzystny wpływ na realne dochody do dyspozycji, mimo że ich wpływ na spożycie ma zostać częściowo zneutralizowany przez wyrównywanie poziomu spożycia. Stopa oszczędności od połowy 2015 do połowy 2016 roku rosła, gdyż gospodarstwa domowe oszczędzały część ponadplanowych dochodów związanych z cenami ropy.

⁶ Zob. także Forbes, K., „Uncertainty about uncertainty”, wystąpienie na konferencji J.P. Morgan Cazenove „Best of British”, która odbyła się 23 listopada 2016 w Londynie; autorka czyni podobne spostrzeżenia w odniesieniu do Wielkiej Brytanii.

Szacuje się, że ten przejściowy efekt zaczął ustępować w drugiej połowie 2016 roku i dalej będzie zanikać w 2017 roku, co zostanie dodatkowo wzmocnione przez ostatni wzrost cen ropy. Przez pozostałą część analizowanego okresu stopa oszczędności ma się utrzymać na niezmiennym poziomie: presja spadkowa, która wynika z obniżania się bezrobocia, poprawy warunków kredytowych i niskich stóp procentowych, jest równoważona przez presję wzrostową będącą wynikiem bieżącej potrzeby delewarowania i procyklicznego wyrównywania poziomu spożycia.

Ramka 2

Założenia techniczne dotyczące stóp procentowych, kursów walutowych i cen surowców

Zmiany w założeniach technicznych w porównaniu z projekcjami z grudnia 2016 są następujące: nieco wyższe długoterminowe stopy procentowe, znacznie wyższe dolarowe ceny ropy i niewielka deprecjacja efektywnego kursu euro. Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe; datą graniczną jest 14 lutego 2017. Stopy krótkoterminowe odnoszą się do 3-miesięcznej stawki EURIBOR, a oczekiwania rynkowe są wyprowadzane ze stóp terminowych. Z metodologii tej wynika średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych równy -0,3% w 2017, -0,2% w 2018 i 0,0% w 2019. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro wynikająca z oczekiwań rynkowych wynosi średnio 1,3% w 2017, 1,6% w 2018 i 1,9% w 2019⁷. W porównaniu z projekcjami grudniowymi oczekiwania rynkowe dotyczące krótkoterminowych stóp procentowych nie zmieniły się, natomiast oczekiwania dotyczące stóp długoterminowych zrewidowano w górę o 10–20 punktów bazowych. Oczekuje się, że łączne oprocentowanie kredytów bankowych dla niefinansowego sektora prywatnego strefy euro w roku 2017 zasadniczo się nie zmieni, po czym w latach 2018 i 2019 nieco wzrośnie, zgodnie z kształtowaniem się stóp procentowych na rynku terminowym i stopniowym przekładaniem się zmian stóp rynkowych na oprocentowanie kredytów.

W zakresie cen surowców, na podstawie tendencji wyprowadzonej jako średnia cen terminowych z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (14 lutego), przyjęto założenie, że cena ropy Brent wzrośnie z 44,0 USD/b w 2016 do 56,4 USD/b w 2017 i 56,5 USD/b w 2018, a następnie w 2019 spadnie do 55,9 USD/b. Z takiego przebiegu wynika, że w porównaniu z projekcjami grudniowymi dolarowe ceny ropy w 2017 są wyższe o 14,3%, w 2018 o 7,3%, zaś w 2019 o 2,5%. Przyjęto także, że dolarowe ceny surowców nieenergetycznych w roku 2017 znacznie wzrosną, zaś w kolejnych latach będą rosnąć bardziej umiarkowanie⁸.

Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na poziomie równym średniej z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (14 lutego). Z założenia tego wynika kurs USD do EUR wynoszący 1,11 w całym okresie 2017–2019, wobec 1,09 w projekcjach

⁷ 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.

⁸ Założenia dotyczące cen ropy i surowców żywnościowych do końca horyzontu projekcji opierają się na cenach kontraktów terminowych. W odniesieniu do innych nieenergetycznych surowców mineralnych zakłada się, że do pierwszego kwartału 2018 ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami terminowymi, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

grudniowych. Efektywny kurs euro (wobec 38 partnerów handlowych) w latach 2017–2019 jest o 1,3% niższy, niż zakładano w projekcjach grudniowych.

Założenia techniczne

	Marzec 2017				Grudzień 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
3-miesięczna stopa EURIBOR (stopa roczna)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (stopa roczna)	0,8	1,3	1,6	1,9	0,8	1,2	1,5	1,7
Cena ropy naftowej (USD/b)	44,0	56,4	56,5	55,9	43,1	49,3	52,6	54,6
Ceny surowców nieenerget. w USD (zmiana proc. r/r)	-3,9	13,2	3,5	4,6	-4,0	6,6	3,8	4,5
Kurs USD/EUR	1,11	1,07	1,07	1,07	1,11	1,09	1,09	1,09
Nominalny efektywny kurs euro (EER38) (zmiana proc. r/r)	3,7	-1,0	0,0	0,0	3,8	0,1	0,0	0,0

Inwestycje mieszkaniowe w strefie euro powinny nadal rosnać. W 2016 roku nastąpiło ich wyraźne ożywienie, do którego przyczyniły się mocny wzrost dochodów do dyspozycji i korzystne warunki finansowania. W przyszłości ich dalszemu ożywieniu powinny sprzyjać: przewidywany wzrost nominalnych dochodów do dyspozycji, bardzo niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych i niewielkie możliwości inwestycyjne w innych obszarach. O korzystnych perspektywach dla inwestycji mieszkaniowych świadczą także rosnąca liczba pozwoleń na budowę i zwiększanie się popytu na kredyty mieszkaniowe związane z poprawą warunków ich zaciągania. Ponadto w niektórych krajach strefy euro najwyraźniej zakończyły się korekty na rynkach mieszkaniowych i ceny nieruchomości poszły w górę. Niemniej jednak wysokie bezrobocie i potrzeba dalszego delewarowania w niektórych krajach będą w dalszym ciągu działać hamująco na inwestycje mieszkaniowe. W innych krajach tempo wzrostu tych inwestycji ma być osłabiane przez ich już dość wysoki poziom w stosunku do dochodów do dyspozycji oraz niekorzystną sytuację demograficzną.

W inwestycjach przedsiębiorstw spodziewane jest ożywienie. Ma się do niego przyczyniać wiele czynników: wskaźniki zaufania w dalszym ciągu się poprawiają pod wpływem korzystnych oczekiwań dotyczących produkcji, rosnących zamówień i odwrócenia się oczekiwań dotyczących cen sprzedaży; wykorzystanie mocy produkcyjnych przekracza przeciętny poziom sprzed kryzysu; warunki finansowania są nadal bardzo korzystne; popyt wewnętrzny ma być nadal solidny, zaś popyt zewnętrzny powinien się umocnić; istnieje potrzeba modernizacji majątku produkcyjnego po latach niskich inwestycji; powinny wzrosnąć marże w już zasobnym w gotówkę sektorze przedsiębiorstw. Ponadto silny wzrost cen akcji, który trwa od kilku lat, i umiarkowany wzrost finansowania dłużnego spowodowały, że średnia wartość wskaźnika długu do aktywów ogółem w sektorze przedsiębiorstw jest rekordowo niska. Niemniej jednak ożywienie inwestycji przedsiębiorstw będzie nadal hamowane przez sztywność rynku produktów, oczekiwanie słabszego niż w przeszłości wzrostu produktu potencjalnego i potrzebę dalszego delewarowania w niektórych krajach. Ponadto niska rentowność banków i nadal wysoki poziom

kredytów zagrożonych w bilansach banków w części krajów nadal ograniczają zdolności niektórych sektorów bankowych do pełnienia funkcji pośrednika finansowego.

Ramka 3

Otoczenie międzynarodowe

Oczekuje się, że aktywność gospodarcza na świecie będzie się nadal umacniać. Ostatnio opublikowane dane potwierdzają oczekiwaną poprawę aktywności w drugim półroczu 2016 i wskazują na dalszy wzrost w krótkim okresie. Perspektywy zarówno w grupie gospodarek rozwiniętych, jak i w grupie gospodarek wschodzących są nadal dość zróżnicowane. Jeśli chodzi o gospodarki rozwinięte, oczekuje się, że w Stanach Zjednoczonych korzystne warunki finansowania, poprawa sytuacji na rynku pracy i bodźce fiskalne będą sprzyjać aktywności gospodarczej, w Wielkiej Brytanii zwiększona niepewność będzie niekorzystnie wpływać na średniokresowe perspektywy wzrostu gospodarczego, natomiast w Japonii tempo wzrostu pozostanie umiarkowane. W odniesieniu do rynków wschodzących globalny wzrost gospodarczy będzie wspierany przez stabilny wzrost większych z tych gospodarek oraz stopniowe ustępowanie głębokich recesji w niektórych krajach eksportujących surowce na większą skalę, a hamowany – przez stopniowe spowolnienie gospodarki Chin. Ogólny wpływ wzrostu cen ropy na aktywność gospodarczą powinien być ograniczony: wspiera on wprawdzie w pewnym stopniu aktywność w krajach produkujących ten surowiec, ale nadal występuje w nich potrzeba dostosowań (w tym konsolidacji fiskalnej) wynikająca z trwającego od 2014 roku znacznego spadku cen ropy. Oczekuje się jednocześnie, że część tego szoku zostanie zamortyzowana przez niższą stopę oszczędności po stronie konsumentów w krajach importujących surowce. Aktywność gospodarcza na świecie (z wyłączeniem strefy euro) ma zgodnie z projekcją wzrosnąć z 3,1% w 2016 do 3,5% w 2017 i 3,8% w 2018 i 2019; w porównaniu z poprzednią rundą projekcji zrewidowano ją nieznacznie w górę.

Otoczenie międzynarodowe

(zmiany rok do roku w proc.)

	Marzec 2017				Grudzień 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Realny PKB na świecie (bez strefy euro)	3,1	3,5	3,8	3,8	3,0	3,5	3,7	3,8
Handel światowy (bez strefy euro) ¹⁾	1,2	3,4	3,7	3,8	0,9	2,8	3,7	3,8
Popyt zewnętrzny strefy euro ²⁾	1,6	2,8	3,4	3,5	1,5	2,4	3,4	3,6

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

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

Handel światowy w drugim półroczu 2016 przyspieszył i w horyzoncie projekcji powinien utrzymać tempo wzrostu. W średnim okresie ma rosnąć w takim samym tempie jak aktywność globalna (zob. tabela). W porównaniu z projekcjami grudniowymi popyt zewnętrzny strefy euro na rok 2017 został zrewidowany w górę o 0,4 pkt proc., natomiast na dalszy okres pozostał zasadniczo bez zmian.

Eksport poza strefę euro powinien być podtrzymywany przez ożywienie popytu światowego i nieco słabszy kurs euro. Oczekuje się, że tempo wzrostu popytu zewnętrznego strefy euro w horyzoncie projekcji się utrzyma, jako że popyt importowy rośnie zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących (w tym Rosji i Brazylii). Dynamikę popytu zewnętrznego będzie jednak tłumić słaby wzrost importu w Wielkiej Brytanii. Ogólnie ma ona pozostać dużo niższa niż przed kryzysem. Oczekuje się, że eksport poza strefę euro będzie rosł szybciej niż popyt zewnętrzny, zwłaszcza w 2017 roku, z powodu słabszego kursu euro. Import spoza strefy euro ma rosł szybciej niż eksport i zgodnie ze swoją historyczną elastycznością względem popytu łącznego. Nadwyżka na rachunku bieżącym powinna być w horyzoncie projekcji stosunkowo stabilna: w 3,1–3,3% PKB.

Ujemna luka PKB w horyzoncie projekcji powinna się systematycznie zwaćzać, pod wpływem zaledwie umiarkowanego wzrostu potencjalnego. Szacuje się, że wzrost produktu potencjalnego będzie w horyzoncie projekcji wynosił nieco powyżej 1%, a więc pozostanie wyraźnie słabszy od faktycznego wzrostu realnego PKB, szacowanego na ok. 1,7%. Słaba dynamika produktu potencjalnego odzwierciedla przede wszystkim dość niską kontrybucję kapitału po długim okresie rekordowo niskich inwestycji. Kontrybucja pracy powinna wzrosnąć na skutek zwiększania się liczby ludności w wieku produkcyjnym w związku z napływem imigrantów oraz wzrostu wskaźników aktywności zawodowej, będącego wynikiem reform strukturalnych, ale z powodu starzenia się społeczeństwa pozostanie nieco niższa od średniej sprzed kryzysu. Kontrybucja całkowitej wydajności czynników produkcji powinna być jedynie nieznacznie poniżej poziomu sprzed kryzysu.

Sytuacja na rynkach pracy w strefie euro w horyzoncie projekcji powinna nadal się poprawiać. Przewiduje się, że zatrudnienie w tym okresie będzie rosło, choć tempo tego wzrostu ma stopniowo maleć. W krótkim okresie wynika to głównie z ustępowania niektórych czynników mających korzystny wpływ na dynamikę zatrudnienia. Przez pozostałą część analizowanego okresu w niektórych krajach powinien być silniej odczuwalny niedobór wykwalifikowanej siły roboczej, co będzie osłabiać dynamikę zatrudnienia i prowadzić do wzrostu liczby przepracowanych godzin na osobę. Taka sytuacja w dziedzinie zatrudnienia przekłada się na wzrost wydajności pracy z 0,4% w 2016 do 0,8% w 2019; jest to zgodne z procyklicznym trendem coraz większego wykorzystania kapitału i siły roboczej. Ponieważ wzrost zatrudnienia zwalnia szybciej niż wzrost siły roboczej, oczekuje się, że stopa bezrobocia będzie się obniżać, choć wolniej niż w ostatnim okresie.

W porównaniu z projekcjami z grudnia 2016 perspektywy wzrostu realnego PKB na lata 2017 i 2018 zrewidowano nieznacznie w górę. Szacuje się, że nieco mocniejszy popyt zewnętrzny w krótkim okresie, słabszy kurs euro i lepsze nastroje w gospodarce z naddatkiem zrównoważą negatywny wpływ wyższych cen ropy na aktywność gospodarczą.

Krótkookresowe perspektywy inflacji ogółem zrewidowano znacznie w górę w następstwie ostatniego wzrostu cen ropy; obecnie oczekuje się, że w latach 2017–2019 inflacja wyniesie średnio 1,7%. W inflacji cen energii i inflacji z wyłączeniem energii widać jednak przeciwstawne tendencje. Przewiduje się, że w latach 2016–2017 na ceny energii przypadnie 1,2 pkt proc. umocnienia się inflacji HICP. Ostry zwrot w cenach energii (z wartości znacznie poniżej zera do mocno powyżej zera) wynika z dodatniego efektu bazy oraz niedawnego dużego wzrostu cen ropy. Jednak krzywa cen terminowych ropy w horyzoncie projekcji jest w większości płaska, co wskazuje, że dodatnia kontrybucja składowej „energia” do inflacji ogółem w latach 2018 i 2019 będzie mniejsza.

W przeciwieństwie do inflacji cen energii, oczekiwany wzrost inflacji HICP z wyłączeniem energii i żywności w horyzoncie projekcji ma być znacznie wolniejszy. Przewiduje się, że w 2017 roku wyniesie ona średnio 1,1%, a następnie wzrośnie do 1,5% w 2018 i 1,8% w 2019. Głównym czynnikiem jej stopniowego wzrostu jest przewidywane zwiększanie się jednostkowych kosztów pracy w miarę postępu i konsolidacji ożywienia gospodarczego. Zmniejszanie się niewykorzystanych mocy produkcyjnych na rynku pracy i stopniowe ustępowanie czynników związanych z kryzysem, które przez ostatnich kilka lat hamowały wzrost płac, powinny doprowadzić do odbicia dynamiki przeciętnego wynagrodzenia i – w związku z mniejszym przewidywanym ożywieniem wydajności – dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Poza tym tę wzrostową presję kosztową ma pośrednio wzmocniać wzrost cen ropy, poprzez wyższe koszty produkcji i wpływ na płace nominalne. Oczekuje się, że marże będą rosnąć w stabilnym tempie, choć mają je nieco osłabiać rosnące koszty pracy i niedawne pogorszenie się warunków wymiany handlowej.

Rosnące ceny ropy i surowców nieenergetycznych to główne czynniki, które spowodowały odwrócenie się zewnętrznej presji cenowej. Po czteroletnim okresie spadku cen importu, związanego zwłaszcza z wcześniejszym ostrym spadkiem cen surowców, w 2017 roku roczna dynamika cen importu powinna być dodatnia. Głównym czynnikiem tego zwrotu jest odbicie cen ropy i surowców nieenergetycznych. Oczekuje się, że z czasem będzie go wzmocniać także stopniowy wzrost światowej presji inflacyjnej. Wzrost globalnych kosztów produkcji wynika jednak nie tylko z cen surowców – powoli pobudza go także zmniejszanie się niewykorzystanych mocy produkcyjnych na świecie. Mimo to, w związku z wciąż znacznym poziomem niewykorzystanych mocy produkcyjnych na świecie i dużą konkurencją ze strony krajów o niskich kosztach produkcji, globalna presja cenowa powinna pozostać umiarkowana.

Poprawa warunków na rynkach pracy ma w horyzoncie projekcji coraz mocniej przekładać się na wzrost kosztów pracy. Oczekuje się, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia w 2016 roku wzrośnie do 1,3%, zaś w 2019 osiągnie 2,4%. Głównym czynnikiem tego wyraźnego wzrostu jest przewidywana poprawa warunków na rynkach pracy; niektóre kraje strefy euro będą coraz bardziej odczuwać brak siły roboczej. Poza tym skutek niedawnego znacznego wzrostu inflacji, który przełożył

się na ostry spadek realnej dynamiki płac, zmniejszyło się ryzyko wystąpienia w krótkim okresie negatywnych efektów drugiej rundy. W niektórych krajach wyższa inflacja może z czasem wywrzeć także korzystny wpływ na dynamikę płac, jeżeli negocjacje płacowe w ramach układu zbiorowego w znacznym stopniu opierają się na danych retrospektywnych. Jednak w 2017 roku możliwość przełożenia się wzrostu inflacji na poziom płac negocjowanych jest ograniczona przez to, że w wielu krajach negocjacje dotyczące płac na ten rok już się w większości zakończyły. Ponadto należy zauważyć, że ostatnio w niektórych krajach znacznie zmniejszono stopień indeksacji płac. Poza tym w części krajów strefy euro w istniejących jeszcze systemach indeksacji płac stosuje się inflację z wyłączeniem cen energii importowanej, która na razie znacznie nie odbiła. Pomijając wpływ inflacji, w niektórych krajach potrzeba ograniczenia wzrostu płac w celu odzyskania konkurencyjności cenowej („pent-up wage restraint”) powinna w horyzoncie projekcji stopniowo ustępować, co będzie korzystnie wpływać na dynamikę płac. W miarę jak cykliczne ożywienie postępuje i ma coraz szerszy zasięg, mogą osłabiać się także negatywne skutki reform rynku pracy wdrożonych w niektórych krajach w czasie kryzysu. W miarę ożywiania się gospodarki powinno również maleć hamujące oddziaływanie efektów strukturalnych na wzrost płac, ponieważ w porównaniu z poprzednimi latami wzrost zatrudnienia ma obejmować więcej sektorów, a nie tylko te, w których produktywność, więc i płace, są niskie.

Przewiduje się, że marże będą w horyzoncie projekcji nadal rosły w tempie zbliżonym do tego, które obserwowano ostatnio, lub nieco wolniejszym.

Korzystny wpływ na marże w badanym okresie będzie wywierać trwające ożywienie gospodarcze. Jednak w krótkim okresie ich wzrost będzie hamowany przez niedawne podwyżki cen ropy naftowej, których przedsiębiorstwa mogą nie przerzucać w całości na ceny, zwłaszcza że poprzedni spadek cen ropy prawdopodobnie korzystnie wpłynął na marże. Ponadto wzrost marż będzie hamowany w horyzoncie projekcji przez oczekiwany wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

W porównaniu z projekcjami z grudnia 2016 roku perspektywy inflacji HICP na rok 2017 zrewidowano znacznie w górę, a na 2018 – lekko w górę. Duża rewizja w górę inflacji HICP cen energii na rok 2017 jest związana z wyższymi, niż przyjęto w projekcjach grudniowych, cenami ropy. Ponieważ krzywa cen terminowych ropy na następny okres jest dużo bardziej płaska niż w projekcjach z grudnia, składowa „energia” począwszy od 2018 roku została zrewidowana nieznacznie w dół. Natomiast inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności na lata 2018 i 2019 została rewidowana lekko w górę, z powodu efektów pośrednich i drugiej rundy wynikających z wyższych cen ropy, a także niewielkiego efektu wzrostowego związanego z niższym kursem euro. Te wzrostowe efekty powinny być nieco większe niż skutki rewizji w dół inflacji HICP cen energii na rok 2018 oraz zasadniczo zrównoważyć rewizję w dół składnika „energia” na 2019.

Oczekuje się, że nastawienie polityki fiskalnej w latach 2017–2019 będzie w większości neutralne. Nastawienie to jest mierzone jako zmiana salda pierwotnego skorygowanego o zmiany cykliczne, po odjęciu pomocy publicznej dla sektora finansowego. Lekko ekspansywne nastawienie polityki fiskalnej w 2016 roku wynikało głównie z dyskrejonalnych środków fiskalnych; czynniki niedyskrejonalne odgrywały mniejszą rolę i wiązały się przede wszystkim z niewielkim spadkiem przychodów niepodatkowych.

Oczekuje się, że wskaźniki deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w horyzoncie projekcji będą na ścieżce spadkowej. W latach 2017–2019 dalsze obniżanie się płatności odsetkowych i poprawa składnika cyklicznego pociągną za sobą dalszą redukcję deficytu budżetowego, natomiast saldo pierwotne skorygowane o zmiany cykliczne powinno pozostać ogólnie niezmienione. Stopniowemu ograniczaniu długu publicznego w horyzoncie projekcji będzie sprzyjać głównie korzystna różnica między stopą wzrostu a stopą procentową. Pozytywny wpływ na spodziewane kształtowanie się zadłużenia powinna mieć także przewidywana nadwyżka pierwotna.

W porównaniu z projekcjami z grudnia 2016 roku perspektywy w zakresie wskaźnika deficytu są korzystniejsze, a krzywa wskaźnika długu została zrewidowana w dół. W latach 2017–2019 poprawa deficytu wynika po części z pozytywnego efektu przeniesienia z 2016 roku, a po części – z niższych oczekiwanych wydatków pierwotnych. Rewizja w dół wskaźnika długu publicznego do PKB wiąże się ze wspomnianą poprawą perspektyw fiskalnych i większą kontrybucją różnicy między stopą wzrostu a stopą procentową do ograniczenia długu, głównie w 2017 roku, co wynika z lepszych perspektyw w zakresie nominalnego PKB w strefie euro.

Tabela 1

Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro¹⁾

(zmiany rok do roku w proc.)

	Marzec 2017				Grudzień 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Realny PKB¹⁾	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6
		[1,5–2,1] ²⁾	[0,7–2,7] ²⁾	[0,5–2,7] ²⁾	[1,6–1,8] ²⁾	[1,1–2,3] ²⁾	[0,6–2,6] ²⁾	[0,4–2,8] ²⁾
Spożycie prywatne	1,9	1,4	1,4	1,4	1,7	1,5	1,5	1,4
Spożycie publiczne	2,0	1,1	1,0	1,1	2,0	1,3	1,1	1,1
Nakłady brutto na środki trwałe	2,5	2,8	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1	2,7
Eksport³⁾	2,9	4,3	4,1	4,0	2,7	3,7	3,9	4,0
Import³⁾	3,5	4,6	4,4	4,2	3,3	4,1	4,3	4,1
Zatrudnienie	1,3	1,0	1,0	0,8	1,4	1,1	0,8	0,8
Stopa bezrobocia (jako procent siły roboczej)	10,0	9,4	8,9	8,4	10,0	9,5	9,1	8,7
HICP	0,2	1,7	1,6	1,7	0,2	1,3	1,5	1,7
		[1,4–2,0] ²⁾	[0,9–2,3] ²⁾	[0,8–2,6] ²⁾	[0,2–0,2] ²⁾	[0,8–1,8] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾	[0,9–2,5] ²⁾
HICP z wyłączeniem energii	0,9	1,2	1,6	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
HICP z wyłączeniem energii i żywności	0,9	1,1	1,5	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
HICP z wyłączeniem energii, żywności i zmian podatków pośrednich⁴⁾	0,8	1,1	1,5	1,8	0,8	1,1	1,4	1,7
Jednostkowe koszty pracy	0,9	1,1	1,4	1,6	0,8	1,0	1,3	1,5
Przeciętne wynagrodzenie	1,3	1,8	2,1	2,4	1,2	1,7	2,1	2,4
Wydajność pracy	0,4	0,7	0,7	0,8	0,3	0,6	0,8	0,9
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (jako procent PKB)	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
Saldo strukturalne (jako procent PKB)⁵⁾	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (jako procent PKB)	89,3	88,0	86,4	84,5	89,4	88,5	87,3	85,7
Saldo rachunku bieżącego (jako procent PKB)	3,4	3,1	3,2	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1

1) Dane skorygowane 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 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.

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.

Ramka 4

Analizy wrażliwości i scenariuszy

Projekcje w znacznym stopniu opierają się 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 tych zmiennych. Przedstawiono także implikacje potencjalnych kierunków polityki nowej administracji amerykańskiej dla perspektyw gospodarczych Stanów Zjednoczonych, świata i strefy euro.

1) Alternatywny przebieg cen ropy

Modele alternatywne wskazują na ryzyko szybszego wzrostu cen ropy naftowej w horyzoncie projekcji, niż wynika z cen terminowych. Według założeń technicznych opartego na rynkach terminowych scenariusza bazowego krzywa cen ropy jest dość płaska i do końca 2019 roku cena ropy Brent utrzymuje się na poziomie ok. 56 USD/b. Jest to spójne z umiarkowanym ożywieniem światowego popytu na ropę – taki scenariusz wiąże się z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego na świecie. Wycena kontraktów terminowych na ropę nie wydaje się jednak przewidywać długotrwałych skutków umowy OPEC, prawdopodobnie ze względu na bliski historycznego maksimum poziom zapasów oraz możliwy wzrost wydobycia ropy z łupków. Połączenie alternatywnych modeli stosowanych przez ekspertów EBC⁹ do przewidywania cen ropy wskazuje na wyższy poziom tych cen w horyzoncie projekcji, niż przyjęto w założeniach technicznych. Spełnienie się alternatywnego scenariusza, w którym ceny ropy do 2019 roku są o 12,4% wyższe niż w scenariuszu bazowym, miałyby minimalny ujemny wpływ na wzrost realnego PKB, oznaczałoby natomiast szybszy wzrost inflacji HICP (o 0,1 pkt proc. w 2017 i 0,2 pkt proc. w 2018 i 2019).

2) Alternatywny przebieg kursu walutowego

W analizie wrażliwości sprawdzono także, w celach poglądowych, potencjalny wpływ niższego niż w scenariuszu bazowym kursu euro. Ryzyko deprecjacji euro wynika głównie stąd, że rozbieżność w nastawieniu polityki pieniężnej po obu stronach Atlantyku może okazać się większa, niż się obecnie oczekuje. W szczególności może wystąpić jeszcze mocniejsza presja spadkowa na euro, jeśli stopa funduszy federalnych w Stanach Zjednoczonych będzie rosła szybciej, niż przewidywano. Mogłoby to wiązać się zwłaszcza ze wzrostem oczekiwań inflacyjnych w USA w obliczu ekspansywnej polityki fiskalnej i zacieśnienia rynku pracy. Alternatywny scenariusz kursu euro jest oparty na 25. percentylu rozkładu gęstości kursu USD/EUR wynikającego z kwotowań opcji na 14 lutego 2017, przy założeniu neutralności względem ryzyka. Z takiego przebiegu wynika stopniowa deprecjacja euro wobec dolara do 0,98 USD/EUR w 2019 roku, czyli 7,6% poniżej wartości przyjętej na ten rok w scenariuszu bazowym. Odpowiednie założenia dotyczące nominalnego efektywnego kursu euro są zgodne z prawidłowością obserwowaną w przeszłości – zmiany kursu USD/EUR odzwierciedlają zmianę kursu efektywnego z elastycznością ok. 52%. W wyniku przyjęcia tego założenia efektywny kurs euro stopniowo odbiega w dół od poziomu przyjętego w scenariuszu bazowym i w 2019 wypada 4% poniżej tego poziomu. W takim scenariuszu średnia wyników uzyskanych z różnych modeli

⁹ Zob. połączenie czterech modeli opisane w artykule „Forecasting the price of oil”, *Biuletyn Ekonomiczny*, nr 4, EBC, 2015.

makroekonomicznych stosowanych przez ekspertów wskazuje na wyższy wzrost realnego PKB (o 0,1–0,3 pkt proc. rocznie) oraz wyższą inflację HICP (o 0,1 pkt proc. w 2017 i 0,3–0,4 pkt proc. w 2018 i 2019).

3) Scenariusze dotyczące polityki nowej administracji amerykańskiej – implikacje dla perspektyw gospodarczych Stanów Zjednoczonych, świata i strefy euro

Wprowadzenie zaproponowanego przez partię republikańską podatku „granicznego” – uzależnionego od miejsca przeznaczenia przepływu środków pieniężnych – oznaczałoby gruntowną reorganizację amerykańskiego systemu opodatkowania przedsiębiorstw, która mogłaby mieć poważne skutki dla perspektyw gospodarczych USA, oddziałujące także na sytuację globalną i strefę euro¹⁰. Poniżej przedstawiamy scenariusz potencjalnego wpływu projektowanej reformy podatkowej na gospodarkę amerykańską, światową i strefy euro.

Projekt reformy obejmuje cztery główne elementy: (a) „korektę graniczną”, czyli możliwość odliczenia od dochodu do opodatkowania wpływów eksportowych, ale już nie kosztów z tytułu importu; (b) przejście z systemu opartego na miejscu pochodzenia (w którym przedsiębiorstwa są opodatkowane według miejsca pochodzenia, czyli tego, czy ich aktywa znajdują się w USA) na system oparty na miejscu przeznaczenia (w którym opodatkowane są jedynie zyski ze sprzedaży zrealizowanej w USA). Oznacza to, że zyski ze sprzedaży poza USA nie będą już opodatkowane, niezależnie od tego, gdzie zlokalizowane są aktywa spółki. Zmiana ta zniechęcałaby firmy do przenoszenia zysków do rajów podatkowych, a zachęcałaby do lokowania podlegających opodatkowaniu dochodów zagranicznych w USA; (c) obniżenie stopy podatku dochodowego od osób prawnych z 35% do 20%; (d) ulgi podatkowe zachęcające do lokowania nowych inwestycji w USA. Oznacza to pełne odliczenie nakładów inwestycyjnych i uniemożliwienie odliczania płatności odsetkowych od podstawy opodatkowania.

Wprowadzenie subwencji dla eksporterów i opodatkowania importerów oznaczałoby znaczną poprawę konkurencyjności USA i spadek popytu importowego w tym kraju, co przełożyłoby się na wzrost amerykańskiego PKB. Efekt ten zostałby jednak prawdopodobnie częściowo zniwelowany przez aprecjację dolara. Jednocześnie nastąpiłby wzrost inflacji w USA, gdyż importerzy przenieśliby część dodatkowych kosztów wynikających z wyższych podatków na ceny krajowe, a silniejsza aktywność gospodarcza i wyższe zatrudnienie doprowadziłyby do wzrostu płac krajowych. Wyższa inflacja mogłaby z kolei spowodować obniżenie realnego spożycia prywatnego. Ogólnie rzecz biorąc, reforma podatkowa może doprowadzić do zmiany ogólnej struktury gospodarki amerykańskiej, w tym spadku deficytu handlowego, jednak przy możliwym jednoczesnym zmniejszeniu się dobrobytu konsumentów w związku ze spadkiem spożycia.

Skutki podatku „granicznego” dla zagranicy byłyby niekorzystne. Wystąpiłyby dwa przeciwstawne efekty, które wpłynęłyby na popyt importowy w USA. Z jednej strony bodziec fiskalny wynikający z obniżenia stopy podatkowej prowadziłby do wzrostu amerykańskiego popytu, więc także importu. Z drugiej strony z powodu nowego podatku importowego towary i usługi produkowane za granicą stałyby się mniej konkurencyjne na rynku amerykańskim. W sumie zakłócenia w handlu spowodowane przez podatek „graniczny” – o ile nie zostaną w pełni zrównoważone przez zmianę kursu walutowego – prawdopodobnie przeważą nad pozytywnym oddziaływaniem bodźca fiskalnego na import.

¹⁰ Zob. „A better way – our vision for a confident America”, 24 czerwca 2016, https://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf

W scenariuszu zbiorowych retorsji za podatek „graniczny” doszłoby do znacznie większego osłabienia handlu światowego, natomiast korzystny wpływ na gospodarkę amerykańską byłby słabszy. Jako że wprowadzenie tego podatku byłoby bardzo niekorzystne dla gospodarki światowej, należy się liczyć z działaniami odwetowymi wobec USA. Gdyby zostały one podjęte, np. w postaci opodatkowania towarów amerykańskich za granicą, wpłynęłyby niekorzystnie na wzrost amerykańskiego PKB z powodu utraty konkurencyjności cenowej. Jednak ten ujemny efekt retorsji handlowych mógłby zostać skompensowany przez dodatnie oddziaływanie niższej stopy podatkowej na krajową aktywność gospodarczą. Niemniej jednak przy takim scenariuszu handel światowy znacznie bardziej by się osłabił.

Jeśli chodzi o wpływ na strefę euro, skutki gospodarcze netto zależałyby od siły transmisji szoku wynikającego ze zmiany polityki USA, od jej skutków globalnych i od reakcji zagranicy. Bez zastosowania retorsji wpływ na PKB strefy euro byłby wyraźnie ujemny. Pogorszyłyby się warunki wymiany handlowej wszystkich partnerów USA, w tym strefy euro. W sumie obniżyłyby się popyt zewnętrzny na towary i usługi ze strefy euro oraz ceny konkurentów, co odbiłoby się na popycie eksportowym strefy euro.

Gdyby doszło do retorsji wobec USA, negatywny wpływ na PKB strefy euro byłby słabszy. Wzmocnienie konkurencyjności gospodarki amerykańskiej przez subwencjonowanie eksportu mogłoby zostać w pewnym stopniu zniwelowane przez nałożenie dwustronnych cel importowych przez inne kraje. Niemniej jednak bezpośrednie ujemne oddziaływanie słabszego popytu importowego w USA w połączeniu z ujemnymi skutkami dla zagranicznego wzrostu gospodarczego prawdopodobnie spowodowałyby obniżenie popytu zewnętrznego i PKB w strefie euro.

Skutki globalne byłyby silniejsze, gdyby doszło do mocnych wahań kursu dolara i zacieśnienia warunków finansowania, co doprowadziłoby do poważnych napięć finansowych w gospodarkach wschodzących. Scenariusze przedstawione powyżej opierają się na założeniu, że umocnienie dolara będzie ograniczone i nie spowoduje dalszych skutków finansowych dla tych rynków. Gdyby jednak do nich doszło, efekt globalny byłby znacznie bardziej niekorzystny.

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 EBC, 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 projekcji ekspertów EBC (wartości podane w tabeli w nawiasach).

Zestawienie prognoz wzrostu realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro

(zmiany rok do roku w proc.)

	Data publikacji	Dynamika PKB			Inflacja HICP		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Projekcje ekspertów EBC	marzec 2017	1,8 [1,5-2,1]	1,7 [0,7-2,7]	1,6 [0,5-2,7]	1,7 [1,4-2,0]	1,6 [0,9-2,3]	1,7 [0,8-2,6]
Komisja Europejska	luty 2017	1,6	1,8	–	1,7	1,4	–
OECD	luty 2017 / listopad 2016	1,6	1,6	–	1,2	1,4	–
Euro Zone Barometer	luty 2017	1,5	1,6	1,4	1,5	1,5	1,6
Consensus Economics Forecasts	luty 2017	1,6	1,5	1,3	1,6	1,4	1,6
Survey of Professional Forecasters	styczeń 2017	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6
MFW	styczeń 2017 / październik 2016	1,6	1,6	–	1,1	1,3	1,5

Źródła: Komisja Europejska: *European Economic Forecast*, zima 2017; MFW: *World Economic Outlook*, aktualizacja – styczeń 2017 (realny PKB), *World Economic Outlook*, październik 2016 (HICP); OECD: *Interim Economic Outlook*, marzec 2017 (realny PKB), *Economic Outlook*, listopad 2016 (HICP); *Consensus Forecasts*, luty 2017; *MJEconomics for the Euro Zone Barometer*, luty 2017; EBC: *Survey of Professional Forecasters*, styczeń 2017.

Uwagi: W projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu i EBC oraz w 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 2529-4563 (pdf)
Nr katalogowy UE QB-CE-17-001-PL-N (pdf)