



Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC dla strefy euro¹ Wrzesień 2017

Dynamika ożywienia gospodarczego w strefie euro w horyzoncie projekcji ma się utrzymać na poziomie znacznie powyżej potencjału. Średnioroczny wzrost realnego PKB – który w 2017 wyniósł 2,2%, najwięcej od czasu kryzysu – będzie w latach 2018 i 2019 wynosić według oczekiwań ok. 1,8%. Bardzo łagodne nastawienie polityki pieniężnej, dotychczasowe postępy w delewarowaniu w różnych sektorach i trwająca poprawa sytuacji na rynku pracy powinny wzmacniać popyt wewnętrzny. Jednocześnie przewiduje się, że mimo niedawnej aprecjacji euro ożywienie światowe będzie korzystne dla eksportu strefy euro.

Inflacja ogółem w krótkim okresie powinna się obniżyć, głównie pod wpływem efektu bazy związanego z cenami energii, a następnie rosnąć i w 2019 osiągnąć 1,5%. Inflacja bazowa, choć osłabiona przez niedawną aprecjację kursu euro, z czasem powinna stopniowo wzrosnąć, gdy nastąpi spodziewane wchłonięcie niewykorzystanych zasobów gospodarczych.

1

Gospodarka realna

Korzystne wskaźniki nastrojów pozwalają sądzić, że ożywienie gospodarcze nie straci tempa. W drugim kwartale 2017 realny PKB wzrósł o 0,6% pod wpływem znacznej kontrybucji popytu wewnętrznego. Sytuacja na rynkach pracy w ostatnich miesiącach nadal się poprawiała; stopa bezrobocia malała szybciej, niż oczekiwano. Jako że dynamika eksportu po wysokich odczytach z początku 2017 roku ma się nieco ustabilizować, w najbliższym czasie wzrost realnego PKB powinien nieznacznie zwolnić, choć pozostanie znacznie powyżej potencjału, zgodnie z wysokimi wskaźnikami nastrojów przedsiębiorców i konsumentów.

W średnim okresie motorem wzrostu nadal będzie popyt wewnętrzny, pobudzany przez korzystne warunki finansowania i poprawianie się sytuacji na

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 1), był 14 sierpnia 2017, zaś dla pozostałych informacji – 21 sierpnia 2017, z wyjątkiem kwartalnych rachunków narodowych dotyczących Hiszpanii, opublikowanych 24 sierpnia.

Obecna runda projekcji makroekonomicznych obejmuje lata 2017–2019. 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.

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

rynkach pracy. W perspektywie wychodzącej poza najbliższy okres oczekuje się, że różne sprzyjające czynniki będą wciąż korzystnie wpływać na spożycie prywatne i inwestycje w całym horyzoncie projekcji. Bardzo łagodne nastawienie polityki pieniężnej EBC nadal przenosi się na gospodarkę, a oczekiwania co do przyszłego poziomu rynkowych stóp procentowych (ujęte w założeniach technicznych do tej rundy projekcji) w całym horyzoncie czasowym pozostają niskie. Akcja kredytowa dla sektora prywatnego nadal rośnie pod wpływem niskich stóp procentowych i korzystnych warunków zaciągania kredytów bankowych. Spożyciu prywatnemu powinna sprzyjać trwająca poprawa sytuacji na rynkach pracy. W inwestycjach przedsiębiorstw nadal będzie trwać ożywienie, związane m.in. ze wzrostem marż przy mniejszej potrzebie delewarowania i zwiększaniu się presji popytowej. Inwestycje mieszkaniowe będą pobudzane przez korzystne perspektywy dochodowe i warunki finansowania oraz niską rentowność alternatywnych inwestycji. W związku z umacnianiem się aktywności gospodarczej na świecie i związaną z tym poprawą popytu zewnętrznego strefy euro wzrostowi powinna także sprzyjać sytuacja zewnętrzna.

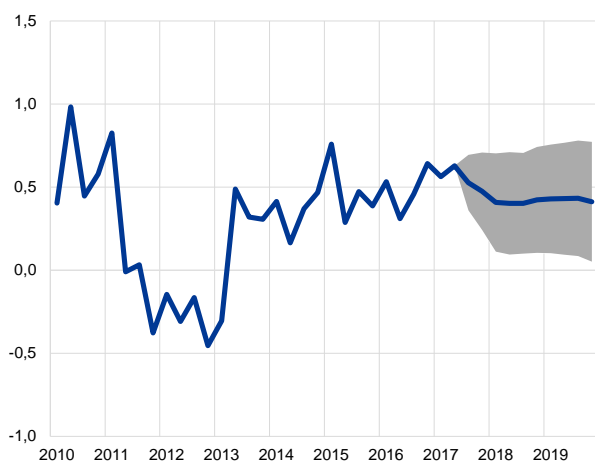
Wykres 1

Projekcje makroekonomiczne¹⁾

(dane kwartalne)

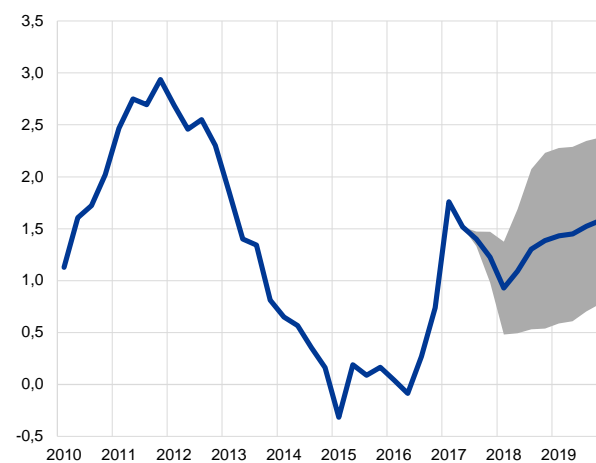
Realny PKB strefy euro²⁾

(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.

Spożycie prywatne według przewidywań pozostanie mocne w całym horyzoncie projekcji.

Z najnowszych wskaźników zaufania konsumentów, wciąż znacznie przewyższających średni poziom długookresowy, wynika, że w najbliższym okresie wydatki konsumpcyjne będą stabilne, do czego przyczyni się także trwająca poprawa sytuacji na rynku pracy. W średnim okresie spożycie prywatne będzie się kształtować podobnie jak dynamika realnych dochodów do dyspozycji.

Dynamika nominalnych dochodów do dyspozycji powinna się w horyzoncie projekcji umacniać, choć wzrost realnej siły nabywczej gospodarstw domowych prawdopodobnie będzie hamowany przez wzrost inflacji. Oczekuje się, że kontrybucja wynagrodzeń brutto do wzrostu nominalnych dochodów do dyspozycji w okresie objętym projekcjami pozostanie stosunkowo stabilna, gdyż niższą dynamikę zatrudnienia kompensuje w większości wzrost dynamiki przeciętnego wynagrodzenia. Dynamika pozostałych dochodów osobistych powinna być korzystna w związku z pozytywnym kształtowaniem się zysków oraz dochodów z nieruchomości. Choć wzrost realnych dochodów do dyspozycji ostatnio zwolnił, według oczekiwań w horyzoncie projekcji nieco się umocni i pozostanie stabilny.

Dynamikę spożycia prywatnego powinna także podtrzymywać poprawa warunków zaciągania kredytów bankowych, wzmacniana przez środki polityki pieniężnej EBC, oraz dotychczasowe postępy w delewarowaniu. Choć niski poziom stóp procentowych odbił się zarówno na przychodach odsetkowych, jak i na płatnościach odsetkowych gospodarstw domowych, 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 w horyzoncie projekcji powinna w większości mieć przebieg płaski. Za ogólną stabilnością tej stopy na poziomie całej strefy euro kryją się przeciwstawne czynniki. Presja spadkowa wynika z obniżania się bezrobocia (niższe oszczędności zapobiegawcze), poprawy warunków udzielania kredytów oraz niskich stóp procentowych, wzrostowa natomiast – z nadal obecnej potrzeby redukcji zadłużenia brutto oraz wyrównywania się poziomu spożycia w fazie ożywienia.

Ramka 1

Założenia techniczne dotyczące stóp procentowych, kursów walutowych i cen surowców

Założenia techniczne w porównaniu z projekcjami z czerwca 2017 obejmują znaczną aprecjację efektywnego kursu euro oraz nieco niższe stopy procentowe. Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe; datą graniczną jest 14 sierpnia 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, $-0,3\%$ w 2018 i $-0,1\%$ w 2019. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro wynikająca z oczekiwań rynkowych wynosi średnio $1,1\%$ w 2017, $1,3\%$ w 2018 i $1,6\%$ w 2019². W porównaniu

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.

z projekcjami z czerwca 2017 oczekiwania rynkowe dotyczące krótko- i długoterminowych stóp procentowych zrewidowano w dół o 10–20 punktów bazowych.

W zakresie cen surowców, na podstawie tendencji wyprowadzonej jako średnia cen terminowych z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (14 sierpnia), przyjęto założenie, że cena ropy Brent wzrośnie z 44,0 USD/b w 2016 do 51,8 USD/b w 2017, 52,6 USD/b w 2018 i 53,1 USD/b w 2019. Z takiego przebiegu wynika, że w porównaniu z projekcjami czerwcowymi dolarowe ceny ropy w 2017 są wyższe o 0,5%, w 2018 o 2,3%, zaś w 2019 o 3,0%. Przyjęto także, że dolarowe ceny surowców nieenergetycznych 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 (14 sierpnia). Z założenia tego wynika średni kurs USD do EUR wynoszący 1,13 w 2017 i 1,18 w latach 2018–2019, wobec 1,09 w projekcjach z czerwca 2017. Efektywny kurs euro (wobec 38 partnerów handlowych) jest w roku 2017 o 2,1% wyższy, a w latach 2018–2019 o ok. 4,4% wyższy, niż zakładano w czerwcu 2017.

Założenia techniczne

	Wrzesień 2017				Czerwiec 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
3-miesięczna stopa EURIBOR (stopa roczna)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (stopa roczna)	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,2	1,5	1,8
Cena ropy naftowej (USD/b)	44,0	51,8	52,6	53,1	44,0	51,6	51,4	51,5
Ceny surowców nieenerget. w USD (zmiana proc. r/r)	-3,9	9,0	5,4	4,2	-3,9	6,4	2,0	4,5
Kurs USD/EUR	1,11	1,13	1,18	1,18	1,11	1,08	1,09	1,09
Nominalny efektywny kurs euro (EER38) (zmiana proc. r/r)	3,8	2,3	2,6	0,0	3,7	-0,4	0,3	0,0

W inwestycjach mieszkaniowych powinno nadal trwać ożywienie. W wielu krajach strefy euro w ostatnich kwartałach inwestycje te znacznie wzrosły. Przyczyniły się do tego: korzystne warunki finansowania, wzrost udziału inwestycji mieszkaniowych w portfelach inwestycyjnych wobec niskiej rentowności alternatywnych inwestycji długoterminowych oraz trwająca poprawa sytuacji na rynku pracy. Ponadto w większości krajów strefy euro najwyraźniej zakończyły się korekty na rynkach mieszkaniowych. W horyzoncie projekcji utrzymują się podstawowe warunki do dalszego wzrostu inwestycji mieszkaniowych. Niemniej można się spodziewać ich lekkiego wyhamowania, w związku z osiągnięciem fazy dojrzałości w cyklu nieruchomościowym i zanikaniem wpływu bodźców inwestycyjnych w części krajów, potrzebą dalszego delewarowania w innych krajach oraz niekorzystnymi trendami demograficznymi.

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 zakłada się, że do trzeciego kwartału 2018 ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami terminowymi, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

W inwestycjach przedsiębiorstw spodziewane jest dalsze ożywienie w całym horyzoncie projekcji. Mają się do tego przyczyniać różne czynniki: pod wpływem bardzo korzystnych oczekiwań dotyczących produkcji i rosnących zamówień wskaźniki zaufania przedsiębiorców utrzymują się na wysokim poziomie; wykorzystanie mocy produkcyjnych nadal przekracza przeciętny poziom sprzed kryzysu; warunki finansowania mają w horyzoncie projekcji pozostać bardzo korzystne; istnieje potrzeba modernizacji majątku produkcyjnego po latach niskich nakładów; powinny też wzrosnąć marże w już zasobnym w gotówkę sektorze przedsiębiorstw. Ponadto w sektorze tym, w warunkach rosnących cen aktywów i umiarkowanego wzrostu finansowania dłużnego w krajach strefy euro, obniżyły się wskaźniki dźwigni. Jednocześnie nadal występują pewne czynniki obciążające perspektywy inwestycji przedsiębiorstw, w tym oczekiwanie słabszego wzrostu produktu potencjalnego oraz ograniczenie zdolności banków w niektórych krajach do pełnienia funkcji pośrednika finansowego.

Ramka 2

Otoczenie międzynarodowe

W gospodarce światowej dynamika wzrostu jest nadal mocna. Po przejściowym spowolnieniu, jakie wystąpiło na początku roku, „twarde” dane i badania ankietowe wskazują, że w drugim kwartale nastąpiło odbicie wzrostu realnego światowego PKB. Wskaźniki zaufania przedsiębiorców i konsumentów świadczą o wciąż dobrych nastrojach. Warunki finansowe w gospodarkach rozwiniętych, mimo wzrostu rentowności obligacji długoterminowych w ostatnich tygodniach, nadal są korzystne, do czego przyczynia się łagodna polityka pieniężna. Rynki finansowe gospodarek wschodzących pozostają stabilne, a napływ kapitału do tych gospodarek jest mocny. W następnym okresie aktywność gospodarcza na świecie powinna umiarkowanie przyspieszyć. Perspektywy gospodarek rozwiniętych obejmują postęp cyklicznego ożywienia w miarę stopniowego domykania się luki PKB. Poprawie aktywności sprzyja polityka pieniężna i fiskalna, choć oczekiwania dotyczące bodźców fiskalnych w Stanach Zjednoczonych zostały zrewidowane w dół po zwrocie w debacie politycznej. Jeśli chodzi o gospodarki wschodzące, w krajach importujących surowce, takich jak Indie i Chiny, wzrost pozostanie stabilny, natomiast w grupie eksporterów surowców, która doznała głębokiej recesji, spadek aktywności powinien się zatrzymać. Światowa aktywność gospodarcza (z wyłączeniem strefy euro) ma zgodnie z projekcją zwiększyć się o 3,7% w roku 2017 i 3,8% w latach 2018–2019. Wzrost aktywności od 2016 roku jest przede wszystkim odzwierciedleniem stopniowego ustępowania głębokiej recesji w krajach eksportujących surowce. W porównaniu z projekcjami z czerwca 2017 wzrost realnego światowego PKB zasadniczo się nie zmienił; obniżenie projekcji dla Stanów Zjednoczonych (wynikające z rewizji założeń dotyczących przyszłych bodźców fiskalnych) znosi się z oczekiwaniami dotyczącymi większej odporności gospodarek wschodzących.

Otoczenie międzynarodowe

(zmiany rok do roku w proc.)

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

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

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

Dynamika handlu światowego na początku 2017 roku była nadspodziewanie wysoka. Jeśli chodzi o dalsze perspektywy, w średnim okresie powinna rosnąć w takim samym tempie jak aktywność gospodarcza na świecie. Dynamika popytu zewnętrznego strefy euro ma według oczekiwań wzrosnąć o 4,7% w 2017, 3,4% w 2018 i 3,5% w 2019. W porównaniu z projekcjami z czerwca 2017 projekcja na rok 2017 została zrewidowana w górę o 1,1 pkt proc., co odzwierciedla przede wszystkim mocniejsze dane za pierwszy kwartał.

Eksport poza strefę euro ma być osłabiany przez spadek konkurencyjności wynikający z niedawnej aprecjacji euro. W pierwszym kwartale 2017 eksport poza strefę euro mocno wzrósł pod wpływem silnego popytu zewnętrznego oraz deprecjacji euro w drugim półroczu 2016 i na początku 2017. Jeśli chodzi o dalsze perspektywy, w horyzoncie projekcji dynamika eksportu poza strefę euro ma być mocna, co będzie się wiązać z wysokim popytem zewnętrznym ze strony gospodarek zarówno rozwiniętych, jak i wschodzących. Oczekuje się jednak, że będzie ją hamować mocniejszy przez cały horyzont projekcji kurs euro, co przekłada się na obniżenie szacunków kształtowania się udziałów w rynkach eksportowych – zgodnie z obecną projekcją mają się one obniżyć o 1,1 pkt proc. w całym analizowanym okresie. Import spoza strefy euro, w przeciwieństwie do eksportu, powinien skorzystać na nieco bardziej pozytywnym kształtowaniu się popytu wewnętrznego oraz mocniejszym kursie euro, przez co łączna kontrybucja salda handlu zagranicznego do wzrostu gospodarczego jest nieco mniejsza.

W warunkach umiarkowanego wzrostu potencjalnego niewykorzystane zasoby gospodarcze powinny w horyzoncie projekcji zostać wchłonięte przez rynek.

Podczas gdy faktyczna dynamika realnego PKB ma być stosunkowo wysoka, szacuje się, że produkt potencjalny wzrośnie w horyzoncie projekcji o nieco ponad 1%. Ten słaby wzrost odzwierciedla przede wszystkim dość niską kontrybucję kapitału po długim okresie historycznie niskich inwestycji. Kontrybucja pracy do wzrostu potencjalnego ma być nadal dodatnia, głównie w związku ze zwiększaniem się aktywności zawodowej w następstwie dotychczasowych reform strukturalnych, pozostanie jednak nieco niższa od średniej sprzed kryzysu w związku ze zmniejszaniem się udziału ludności w wieku produkcyjnym. Także kontrybucja całkowitej wydajności czynników produkcji ma być nieznacznie niższa od poziomu przedkryzysowego.

Sytuacja na rynkach pracy w horyzoncie projekcji ma się nadal poprawiać.

Liczba zatrudnionych w pierwszym kwartale 2017 zwiększyła się o 0,4% i szacuje się, że w drugim kwartale 2017 rosla w podobnym tempie. Niedawne umocnienie się dynamiki zatrudnienia miało szeroki zasięg terytorialny, ale mogło wynikać częściowo ze sprzyjających czynników przejściowych (takich jak bodźce fiskalne wprowadzone w niektórych krajach strefy euro). Jako że oddziaływanie tych czynników będzie stopniowo zanikać, przewiduje się, że tempo wzrostu zatrudnienia nieco spadnie, także w związku z rosnącym niedoborem wykwalifikowanych pracowników.

Wydajność pracy w średnim okresie powinna się umacniać, zgodnie z trendem koniunkturalnym. Na jej stabilny wzrost wskazują: coraz większe wykorzystanie kapitału i siły roboczej w warunkach zmniejszania się niewykorzystanych mocy produkcyjnych, wzrost liczby przepracowanych godzin na osobę oraz pewna poprawa całkowitej wydajności czynników produkcji.

Stopa bezrobocia powinna zgodnie z oczekiwaniami nadal spadać. W drugim kwartale 2017 obniżyła się do 9,2% – najniższego poziomu od marca 2009. Na następny okres przewiduje się dalszy znaczny spadek liczby bezrobotnych. W 2019 stopa bezrobocia ma się zmniejszyć do 8,1%, ale nadal będzie powyżej poziomu sprzed kryzysu (7,5% w 2007).

W porównaniu z projekcjami z czerwca 2017 wzrost realnego PKB na rok 2017 został zrewidowany w górę, zaś na następny okres pozostał zasadniczo bez zmian. Podwyższenie projekcji na rok 2017 wiąże się przede wszystkim z pozytywnie zaskakującymi najnowszymi danymi o PKB. W ujęciu ogólnym lepsze perspektywy popytu wewnętrznego, wynikające ze sprzyjających nastrojów przedsiębiorców i konsumentów oraz niższych stóp procentowych, zasadniczo się kompensują z negatywnym oddziaływaniem spadku konkurencyjności cenowej na eksport wskutek niedawnej aprecjacji euro.

2

Ceny i koszty

Krzywa inflacji HICP w horyzoncie projekcji będzie mieć kształt litery V, gdyż w najbliższym okresie będzie działał efekt bazy związany z cenami energii, który następnie ustąpi, co pozwoli na stopniowe odbicie inflacji bazowej.

Inflacja HICP ogółem w 2017 ma wynieść średnio 1,5%, w 2018 obniżyć się do 1,2%, po czym w 2019 wzrosnąć do 1,5%. Z efektu bazy wynika znaczny spadek kontrybucji inflacji HICP cen energii do inflacji ogółem w latach 2017–2018. Zakładany – choć niewielki – wzrost cen ropy w pozostałej części horyzontu projekcji, odzwierciedlony w krzywej cen terminowych ropy, przekłada się na lekkie odbicie inflacji HICP cen energii w 2019. Oczekuje się, że niedawne odbicie inflacji HICP cen żywności zasadniczo utrzyma się w horyzoncie projekcji, m.in. w związku z nieco silniejszym zakładanym wzrostem cen surowców żywnościowych. Postępujące ożywienie gospodarcze ma w horyzoncie projekcji stopniowo popychać w górę inflację HICP po wyłączeniu cen energii i żywności. Jednym z głównych

czynników tego procesu będzie spodziewany wzrost kosztów pracy w miarę zanikania wolnych mocy na rynku pracy.

Za główny czynnik wzrostu wewnętrznej presji kosztowej w najbliższych latach uznaje się poprawę warunków na rynku pracy. Dynamika przeciętnego wynagrodzenia ma się zwiększyć z 1,5% w 2017 do 2,3% w 2019. W związku ze spodziewanym cyklicznym wzrostem dynamiki wydajności oczekuje się, że wzrost jednostkowych kosztów pracy będzie nieco słabszy: z 0,8% w 2017 do 1,4% w 2019. Będzie to wynikiem zmniejszenia się niewykorzystanych mocy na rynku pracy w strefie euro i coraz bardziej odczuwalnego w niektórych krajach tej strefy niedoboru siły roboczej. Oprócz tego w tych krajach strefy euro, w których proces kształtowania wynagrodzeń obejmuje indeksację do wcześniejszych wskaźników lub oczekiwania na przyszłość, niedawny znaczny wzrost inflacji ogółem prawdopodobnie z czasem także przełoży się na szybszy wzrost płac nominalnych. Ponadto mają stopniowo zanikać różne czynniki hamujące obecnie wzrost wynagrodzeń. Należy do nich potrzeba ograniczenia wzrostu płac w celu odzyskania konkurencyjności cenowej w niektórych krajach oraz ograniczenie ich wzrostu związane z tym, że w czasie kryzysu wynagrodzenia nominalne nie spadły odpowiednio do zmiany aktywności (*pent-up wage restraint*). Przestaną także działać środki wprowadzone w celu obniżenia składek na ubezpieczenie społeczne.

Przewiduje się, że marże w horyzoncie projekcji wzrosną. Na początku 2017 wzrost marż był spowalniany przez podwyżki cen ropy i ich wpływ na koszty czynników produkcji i ogólnie relację cen eksportowych do importowych (*terms of trade*). Oczekuje się, że w miarę wygasania tych czynników hamujących wzrostowi marż będzie sprzyjać trwające ożywienie gospodarcze, a osłabiać go nieco, w horyzoncie projekcji, wzrost jednostkowych kosztów pracy.

Zewnętrzna presja cenowa w ostatnich kwartałach mocno się zwiększyła i oczekuje się, że także w horyzoncie projekcji tendencja wzrostowa w pewnym stopniu się utrzyma. Roczna dynamika cen importu ma w 2017 roku osiągnąć wartość dodatnią, po czterech latach spadków. Zwrot ten wynika przede wszystkim z odbicia cen ropy i surowców nieenergetycznych trwającego od 2016 roku. Spodziewane spowolnienie dynamiki cen importu w następnym okresie jest odzwierciedleniem bardziej umiarkowanego kształtowania się cen surowców i spadkowego wpływu niedawnej aprecjacji euro. Ogólnie globalna presja na inflację bazową w horyzoncie projekcji ma się stopniowo wzmacniać, w miarę wzrostu globalnych kosztów produkcji zgodnie ze zmniejszaniem się niewykorzystanych mocy produkcyjnych na świecie. Jednak z uwagi na nadal wysoki poziom wolnych mocy na świecie oraz globalną presję konkurencyjną nie przewiduje się, by wynikała stąd znaczna presja wzrostowa na ceny importu w strefie euro.

W porównaniu z projekcjami z czerwca 2017 perspektywy inflacji HICP zostały zrewidowane nieco w dół. W kierunku obniżenia inflacji HICP oddziałuje aprecjacja kursu euro, jaka wystąpiła od poprzedniej rundy projekcji. W przypadku inflacji bazowej ta presja spadkowa jest częściowo wyrównywana przez lepsze perspektywy popytu wewnętrznego strefy euro (zob. ramka 3).

Ramka 3

Ocena wpływu niedawnej aprecjacji euro na perspektywy inflacji w strefie euro

Nominalny efektywny kurs euro od kilku miesięcy się umacnia; w dacie granicznej obecnej rundy projekcji (14 sierpnia 2017) średnia dziesięciodniowa była 4,4% powyżej poziomu założonego w projekcjach z czerwca 2017. W tej ramce przedstawiono czynniki, które należy uwzględnić przy ocenie wpływu niedawnej aprecjacji na perspektywy inflacji w strefie euro.

Elastyczność wynikająca ze standardowych modeli – mimo znacznego zróżnicowania wyników – wskazuje ogólnie, że szok kursowy o takiej skali, jaką obserwowano w ostatnich miesiącach, powinien mieć niebagatelny wpływ na perspektywy inflacji w strefie euro⁴.

Jednak w modelach tych elastyczność dotyczy jedynie szoków kursowych o podłożu egzogenicznym. Natomiast ostatnia aprecjacja prawdopodobnie została w znacznym stopniu wywołana przez dalszą poprawę perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro, odzwierciedlającą z kolei poprawę perspektyw popytu wewnętrznego; należy o tym pamiętać przy ocenie wpływu tej aprecjacji na perspektywy inflacji.

W projekcjach z września 2017 uznaje się łączny wpływ aprecjacji na inflację za znacznie bardziej umiarkowany, niż wskazywałaby elastyczność wynikająca ze standardowych modeli, gdyż te odnoszą się w większości do egzogenicznego szoku kursowego. Najnowsze opracowania empiryczne potwierdzają endogeniczne podłoże zmian kursu i obrazują zależność ich wpływu na inflację od rodzaju szoku⁵. Innymi słowy, reakcja cen na zmianę kursu może być różna zależnie od charakteru szoku lub szoków, które uruchomiły tę zmianę, gdyż mogą one działać przez różne kanały transmisji. Jeżeli aprecjacja jest wywołana wyłącznie przez korzystny szok popytowy, szacunki empiryczne wskazują nawet na wzrostową presję cenową, wynikającą z lepszych perspektyw popytu wewnętrznego. Jako że jednym z głównych czynników niedawnego umocnienia się euro było oczekiwanie wyższego wzrostu gospodarczego (odzwierciedlające lepsze perspektywy popytu wewnętrznego), hamujący wpływ tej aprecjacji na inflację powinien być wyraźnie niższy niż w przypadku szoku kursowego wywołanego przez czynniki czysto egzogeniczne, jakiego wpływ jest ujęty w standardowych modelach elastyczności.

3 Perspektywy fiskalne

Oczekuje się, że nastawienie polityki fiskalnej w horyzoncie projekcji będzie przeciętnie neutralne. Nastawienie to jest mierzone jako zmiana salda pierwotnego skorygowanego o zmiany cykliczne, po odjęciu pomocy publicznej dla sektora finansowego. Na nastawienie w 2017 wpływa odbicie inwestycji publicznych po słabych wynikach z 2016 oraz jednorazowa płatność w Niemczech na rzecz

⁴ Zob. np. artykuł „Exchange rate pass-through into euro area inflation”, *Biuletyn Ekonomiczny*, wyd. 7, EBC, 2016.

⁵ Zob. np. Shambaugh, J., „A new look at pass-through”, *Journal of International Money and Finance*, tom 27, wyd. 4, s. 560–591, czerwiec 2008; Forbes, K., Hjortsoe, I. i Nenova, T., „The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through”, *Discussion Paper*, nr 43, Bank of England, External MPC Unit, listopad 2015; Ciccarelli, M. i Osbat, C., „Low inflation in the euro area: Causes and consequences”, *Occasional Paper Series*, nr 181, EBC, styczeń 2017.

producentów energii atomowej (ok. 0,2% krajowego PKB)⁶. Sumarycznie neutralne nastawienie jest wypadkową efektów po stronie zarówno wydatków, jak i przychodów.

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 pozostaje ogólnie niezmienione. Wskaźnik długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB ma w horyzoncie projekcji pozostać na ścieżce spadkowej, do czego będzie się przyczyniać poprawa salda pierwotnego i korzystna różnica między stopą procentową a stopą wzrostu PKB⁷.

W porównaniu z projekcjami z czerwca 2017 perspektywy deficytu budżetowego są ogólnie niezmienione, a wskaźnika długu – nieco niższe, głównie dlatego, że różnica między stopą procentową a stopą wzrostu PKB w 2017 jest korzystniejsza.

⁶ Było to następstwem wyroku trybunału konstytucyjnego, zgodnie z którym wprowadzenie podatku od paliwa reaktorowego za lata 2011–2016 było niezgodne z konstytucją.

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

Tabela 1

Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro¹⁾

(zmiany rok do roku w proc.)

	Wrzesień 2017				Czerwiec 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Realny PKB	1,8	2,2	1,8	1,7	1,7	1,9	1,8	1,7
		[2,1–2,3] ²⁾	[1,0–2,6] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾		[1,6–2,2] ²⁾	[0,8–2,8] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾
Spożycie prywatne	2,0	1,7	1,8	1,5	1,9	1,5	1,6	1,4
Spożycie publiczne	1,8	1,2	1,2	1,1	1,8	1,2	1,2	1,1
Nakłady brutto na środki trwałe	4,1	4,0	3,9	3,1	3,6	3,7	3,4	3,0
Eksport ³⁾	3,2	4,7	3,7	3,8	2,8	4,8	4,3	4,1
Import ³⁾	4,5	5,2	4,6	4,2	4,0	5,2	4,6	4,3
Zatrudnienie	1,4	1,5	1,0	0,8	1,4	1,4	1,0	0,9
Stopa bezrobocia (jako procent siły roboczej)	10,0	9,1	8,6	8,1	10,0	9,4	8,8	8,3
HICP	0,2	1,5	1,2	1,5	0,2	1,5	1,3	1,6
		[1,4–1,6] ²⁾	[0,6–1,8] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾		[1,4–1,6] ²⁾	[0,6–2,0] ²⁾	[0,7–2,5] ²⁾
HICP bez cen energii	0,9	1,2	1,3	1,5	0,9	1,2	1,4	1,6
HICP bez cen energii i żywności	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,7
HICP bez cen energii i żywności oraz zmian podatków pośrednich ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,5	0,8	1,1	1,4	1,7
Jednostkowe koszty pracy	0,8	0,8	1,2	1,4	0,9	1,1	1,3	1,5
Przeciętne wynagrodzenie	1,2	1,5	2,0	2,3	1,3	1,7	2,1	2,4
Wydajność pracy	0,4	0,7	0,8	0,9	0,3	0,5	0,8	0,9
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (jako procent PKB)	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
Saldo strukturalne (jako procent PKB) ⁵⁾	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (jako procent PKB)	89,1	87,5	86,0	84,2	89,2	87,9	86,4	84,7
Saldo rachunku bieżącego (jako procent PKB)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,4	2,8	2,8	2,9

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

2) Przedziały wokół projekcji 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.

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 tymczasowo 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

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

wiązującą 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 terminowych.

Według założeń technicznych scenariusza bazowego, który opiera się na rynkach terminowych, krzywa cen ropy lekko się wznosi i do końca 2019 roku cena ropy Brent ma wzrosnąć do ok. 53 USD/b. Scenariusz ten wynika z cen kontraktów terminowych na ropę i jest spójny z umiarkowanym wzrostem światowego popytu na ropę, co wiąże się z pewnym przyspieszeniem wzrostu gospodarczego na świecie. Jeśli chodzi o stronę podażową, przedłużenie umowy między krajami OPEC a głównymi producentami spoza OPEC nie spowodowało znacznego podniesienia krzywej cen terminowych ropy, prawdopodobnie w związku z nadal wysokim – choć malejącym – poziomem zapasów oraz obawami, że niektórzy spośród największych producentów mogą nie dotrzymać swoich zobowiązań. Ponadto cięcia wprowadzone przez producentów stosujących technologie konwencjonalne zostały częściowo zniwelowane przez szybki wzrost wydobycia ropy z łupków w Stanach Zjednoczonych. Połączenie alternatywnych modeli stosowanych przez ekspertów Eurosystemu⁸ do przewidywania cen ropy w horyzoncie projekcji wskazuje obecnie na nieco wyższy poziom tych cen, niż przyjęto w założeniach technicznych. Taki scenariusz może być spójny z nieoczekiwanymi dalszymi zakłóceniami podaży w krótkim i średnim okresie. To z kolei prowadziłoby do szybszego, niż się obecnie oczekuje, zacieśnienia relacji podaży do popytu, a w konsekwencji – do wzrostu cen ropy. Zmaterializowanie się alternatywnego scenariusza dla cen ropy, w którym do 2019 roku są one o 3,8% wyższe niż w scenariuszu bazowym, miałyby minimalny ujemny wpływ na wzrost realnego PKB, oznaczałoby natomiast nieco szybszy wzrost inflacji HICP (o 0,1 pkt proc. w 2019).

2) Alternatywny przebieg kursu walutowego

W analizie wrażliwości sprawdzono także, w celach poglądowych, jaki byłby automatyczny wpływ wyższego niż w scenariuszu bazowym kursu euro.

Zastosowany alternatywny scenariusz jest oparty na 75. percentylu rozkładu gęstości kursu USD/EUR wynikającego z kwotowań opcji na 14 sierpnia 2017, przy założeniu neutralności względem ryzyka. Z takiego scenariusza wynika stopniowa aprecjacja euro wobec dolara do 1,31 USD/EUR w 2019, czyli ok. 11% powyżej wartości przyjętej na ten rok w scenariuszu bazowym. Odpowiednie założenia dotyczące nominalnego efektywnego kursu euro są zgodne z prawidłowością obserwowaną w przeszłości – kurs USD/EUR reaguje na zmiany kursu efektywnego z elastycznością ok. 52%. W wyniku przyjęcia tego założenia efektywny kurs euro stopniowo odbiega w górę od poziomu bazowego i w 2019 roku wypada ok. 6% wyżej. Średnia wyników uzyskanych z różnych modeli makroekonomicznych stosowanych przez ekspertów wskazuje, że przy takim scenariuszu wzrost realnego PKB byłby niższy o 0,3 pkt proc. w 2018 i 2019, natomiast inflacja HICP byłaby niższa o 0,4 pkt proc. w 2018 i 0,5 pkt proc. w 2019. Należy podkreślić, że tak oszacowany wpływ na PKB i inflację dotyczy jedynie szoku kursowego o charakterze czysto egzogenicznym (por. ramka 3).

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

Ramka 5

Prognozy innych instytucji

Wiele instytucji – zarówno organizacji międzynarodowych, jak i podmiotów sektora prywatnego – sporządza prognozy dla strefy euro. Jednak prognozy te nie są w pełni porównywalne ani między sobą, ani z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów 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 generalnie 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	wrzesień 2017	2,2 [2,1–2,3]	1,8 [1,0–2,6]	1,7 [0,6–2,8]	1,5 [1,4–1,6]	1,2 [0,6–1,8]	1,5 [0,7–2,3]
Komisja Europejska	maj 2017	1,7	1,8	–	1,6	1,3	–
OECD	czerwiec 2017	1,8	1,8	–	1,7	1,4	–
Euro Zone Barometer	sierpień 2017	2,0	1,8	1,5	1,6	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	sierpień 2017	2,0	1,8	1,4	1,5	1,3	1,7
Survey of Professional Forecasters	lipiec 2017	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,6
MFW	lipiec 2017	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5	1,7

Źródła: Komisja Europejska: European Economic Forecast, wiosna 2017; MFW: sprawozdanie krajowe na podstawie art. IV, 25 lipca 2017; OECD: Economic Outlook, czerwiec 2017; Consensus Economics Forecasts, sierpień 2017; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, sierpień 2017; EBC: Survey of Professional Forecasters, lipiec 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 2529-4563 (pdf)
Nr katalogowy UE QB-CE-17-002-PL-N (pdf)