



Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu dla strefy euro¹ Grudzień 2016

Ożywienie gospodarcze w strefie euro powinno się utrzymać i w porównaniu z projekcjami z września 2016 jego tempo się nie zmieni. W całym horyzoncie czasowym mają temu sprzyjać: spodziewane ożywienie gospodarcze na świecie i solidny popyt wewnętrzny, podtrzymywany przez bardzo łagodne nastawienie polityki pieniężnej, dotychczasowy postęp w procesie delewarowania we wszystkich sektorach oraz dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy. Oczekuje się, że realny PKB w 2016 roku wzrośnie w ujęciu rocznym o 1,7%, zaś w 2018 i 2019 o 1,6%.

Inflacja HICP ma znacznie wzrosnąć: z 0,2% w roku 2016 do 1,3% w 2017, 1,5% w 2018 i 1,7% w 2019; w krótkim okresie będzie to wynikać zwłaszcza z odwrócenia się trendu cen ropy. Ponadto w miarę zmniejszania się niewykorzystanych mocy produkcyjnych na rynku pracy inflację HICP w horyzoncie projekcji powinny także wzmacniać podwyżki płac i wzrost jednostkowych kosztów pracy.

1

Gospodarka realna

W III kw. 2016 realny PKB wzrósł o 0,3%, głównie pod wpływem popytu wewnętrznego. Z dostępnych informacji za ten kwartał wynika, że spożycie prywatne i nakłady na środki trwale oddziaływały w kierunku wzrostu aktywności, natomiast eksport rósł wolniej niż import, przez co kontrybucja salda handlu zagranicznego była ujemna. Sytuacja na rynkach pracy w ostatnich miesiącach nadal się poprawiała; wzrost zatrudnienia był wyższy, zaś stopa bezrobocia obniżyła się bardziej, niż oczekiwano. Poprawiały się wskaźniki zaufania na poziomie sektorów i krajów, co wskazuje, że w najbliższym okresie tempo wzrostu powinno być stabilne.

Projekcje wzrostu realnego PKB dla całego horyzontu czasowego to 1,7% w 2016 i 1,6% w 2018 i 2019. Fundamentem tego wzrostu ma być nadal solidny popyt wewnętrzny, podtrzymywany przez bardzo łagodne nastawienie polityki pieniężnej EBC. Prognozowany wzrost eksportu w związku ze spodziewanym

¹ Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu stanowią wkład do przeprowadzanej przez Radę Prezesów oceny sytuacji gospodarczej i zagrożeń dla stabilności cen. Informacje o zastosowanych procedurach i technikach można znaleźć w publikacji *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, EBC, lipiec 2016, dostępnej w serwisie internetowym EBC. Datą graniczną dla założeń technicznych, np. cen ropy i kursów walutowych (zob. ramka 2), był 17 listopada 2016, zaś dla pozostałych informacji – 24 listopada 2016. 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.

stopniowym ożywieniem w gospodarce światowej wskazuje na łagodną poprawę kontrybucji salda handlu zagranicznego w horyzoncie projekcji.

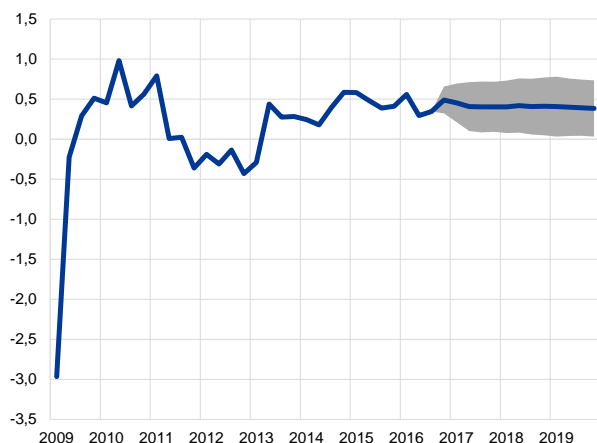
Wykres 1

Projekcje makroekonomiczne¹⁾

(dane kwartalne)

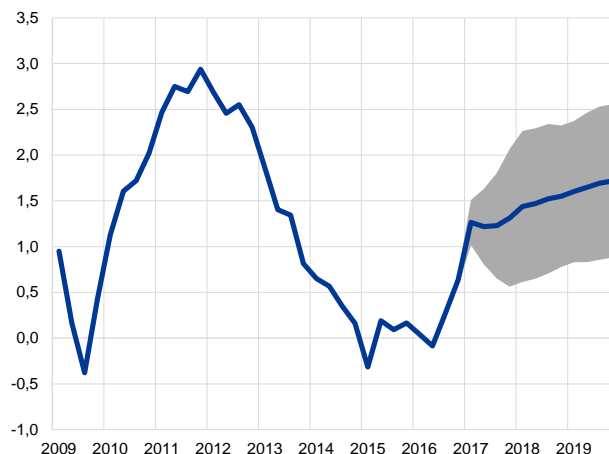
Realny PKB strefy euro²⁾

(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 w serwisie internetowym EBC.

2) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych.

Dynamika spożycia prywatnego według projekcji utrzyma się w całym

horyzoncie czasowym. Wskaźniki zaufania konsumentów w ostatnich miesiącach znów się poprawiły pod wpływem polepszania się ogólnych oczekiwań co do sytuacji gospodarczej i korzystniejszych finansowych oczekiwań podmiotów gospodarczych.

Średniookresowe perspektywy nominalnego wzrostu dochodów do dyspozycji są w dalszym ciągu pozytywne.

Przewiduje się, że kontrybucja płac brutto w analizowanym okresie wzrośnie, gdyż słabszy wzrost zatrudnienia będzie z nadwyżką kompensowany przez większe przyspieszenie wzrostu przeciętnego wynagrodzenia. Dynamika pozostałych dochodów osobistych będzie się umacniać, spójnie z dynamiką zysków, natomiast kontrybucja salda transferów fiskalnych powinna wynosić nieco poniżej zera. Jednocześnie oczekuje się, że realny wzrost dochodów do dyspozycji w 2017 roku zwolni z powodu odbicia inflacji cen konsumpcyjnych, a następnie pozostanie na stałym poziomie.

Poprawa warunków zaciągania kredytów, wzmacniana przez środki polityki pieniężnej, powinna 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 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. W sumie według projekcji roczna dynamika spożycia prywatnego ma nieco zwolnić: z 1,7% w roku 2016 do 1,5% w 2017 i 2018 oraz 1,4% w 2019.

Oczekuje się, że stopa oszczędności do połowy 2017 roku będzie się obniżać, a potem utrzyma się na niezmiennym poziomie. Według szacunków stopa oszczędności od połowy 2015 roku rośnie, prawdopodobnie dlatego, że gospodarstwa domowe zaoszczędziły część ponadplanowych dochodów związanych z cenami ropy. Oczekuje się, że zjawisko to ma charakter tymczasowy i prawdopodobnie w miarę jego zanikania w ciągu 2017 roku stopa oszczędności będzie się obniżać. Następnie do końca horyzontu projekcji ma się utrzymać na niezmiennym poziomie: w kierunku jej obniżenia w niektórych krajach mogą oddziaływać postępujący spadek bezrobocia, poprawianie się warunków kredytowych i niskie stopy procentowe, a w kierunku podwyższenia – wciąż istniejąca potrzeba zmniejszenia dźwigni finansowej i procykliczne wyrównywanie poziomu spożycia.

Ramka 1

Założenia techniczne dotyczące stóp procentowych, kursów walutowych i cen surowców

Zmiany w założeniach technicznych w porównaniu z projekcjami z września są następujące: wyższe stopy procentowe, wyższe dolarowe ceny ropy i niewielka aprecjacja efektywnego kursu euro. Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe; datą graniczną jest 17 listopada 2016. 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 2016 i 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 0,8% w 2016, 1,2% w 2017, 1,5% w 2018 i 1,7% w 2019². Oczekuje się, że łączne oprocentowanie kredytów bankowych dla niefinansowego sektora prywatnego strefy euro w roku 2017 nieznacznie wzrośnie, po czym w latach 2018 i 2019 będzie dalej rosła, 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 (17 listopada), przyjęto założenie, że cena baryłki ropy Brent spadnie z 52,4 USD w 2015 do 43,1 USD w 2016, po czym wzrośnie do 49,3 USD w 2017, a następnie do 52,6 USD w 2018 i 54,6 USD w 2019, czyli w porównaniu z projekcjami z września będzie w latach 2017–2018 średnio wyższa o ok. 2 USD. Przyjęto także, że dolarowe ceny surowców nieenergetycznych w roku 2016 nieco spadną, zaś w 2017 i kolejnych latach wzrosną³. Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie

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 IV kw. 2017 ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami terminowymi, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

projekcji utrzymają się na poziomie równym średniej z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (17 listopada). Z założenia tego wynika kurs USD do EUR wynoszący 1,11 w roku 2016 oraz 1,09 w latach 2017–2019, wobec 1,11 w projekcjach wrześniowych. Efektywny kurs euro (wobec 38 partnerów handlowych) w 2016 jest o 0,2% wyższy, a w 2017 i 2018 o 0,4% wyższy, niż zakładano w projekcjach wrześniowych.

Założenia techniczne

	Grudzień 2016				Wrzesień 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
3-miesięczna stopa EURIBOR (stopa roczna)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,4
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (stopa roczna)	0,8	1,2	1,5	1,7	0,7	0,6	0,8
Cena ropy naftowej (USD/b)	43,1	49,3	52,6	54,6	42,8	47,4	50,6
Ceny surowców nieenerget. w USD (zmiana proc. r/r)	-4,0	6,6	3,8	4,5	-3,0	5,3	4,2
Kurs USD/EUR	1,11	1,09	1,09	1,09	1,11	1,11	1,11
Nominalny efektywny kurs euro (EER38) (zmiana proc. r/r)	3,8	0,1	0,0	0,0	3,6	-0,1	0,0

Inwestycje mieszkaniowe w strefie euro powinny nadal rosnąć. Do ich trwałego ożywienia mają się przyczyniać spodziewane przyspieszenie wzrostu 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 oraz coraz większy popyt na kredyty mieszkaniowe związany z poprawą warunków zaciągania kredytów, zwłaszcza niższymi marżami dla normalnych kredytów. Ponadto w niektórych krajach najwyraźniej zakończyły się korekty na rynkach mieszkaniowych i ceny nieruchomości zaczęły rosnąć. Przewiduje się jednak, że w części krajów hamujący wpływ wysokiego bezrobocia i znacznego zadłużenia gospodarstw domowych na inwestycje mieszkaniowe będzie ustępować jedynie stopniowo. W innych krajach wzrost tych inwestycji jest osłabiany przez ich już dość wysoki poziom w stosunku do dochodów do dyspozycji oraz niekorzystną sytuację demograficzną.

W inwestycjach przedsiębiorstw spodziewany jest stabilny wzrost. Ma się do niego przyczyniać wiele czynników: wskaźniki zaufania w dalszym ciągu poprawiają się pod wpływem korzystnych oczekiwań dotyczących produkcji, rosnącego poziomu zamówień i odwrócenia się oczekiwań dotyczących cen sprzedaży; wykorzystanie mocy produkcyjnych jest obecnie na najwyższym poziomie od połowy 2008 roku; warunki finansowania są nadal bardzo korzystne, do czego przyczyniają się niestandardowe środki polityki pieniężnej zastosowane przez EBC; popyt wewnętrzny ma być nadal solidny, zaś popyt zewnętrzny powinien się umocnić; pojawiła się potrzeba modernizacji majątku produkcyjnego po latach niskich inwestycji; powinny wzrosnąć marże zysku w już zasobnym w gotówkę sektorze przedsiębiorstw. Ponadto silny wzrost cen akcji, trwający od kilku lat, i umiarkowany wzrost finansowania dłużnego spowodowały, że wskaźnik dźwigni finansowej (długu do aktywów ogółem) w sektorze przedsiębiorstw zbliżył się do historycznego

minimum. Jednak ożywienie inwestycji przedsiębiorstw będzie wciąż hamowane przez sztywność rynku produktów oraz oczekiwanie słabszego niż w przeszłości wzrostu produktu potencjalnego.

Eksport poza strefę euro powinien w horyzoncie projekcji przyspieszyć, zgodnie z kształtowaniem się popytu zewnętrznego. Oczekuje się, że popyt zewnętrzny od końca 2016 roku przyspieszy, jako że potrzeby importowe rosą zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących (w tym Rosji i Brazylii). Na jego silniejszy wzrost nie pozwoli jednak słaby wzrost importu w Wielkiej Brytanii. W sumie tempo wzrostu popytu zewnętrznego według projekcji pozostanie dużo niższe niż przed kryzysem⁴. Eksport poza strefę euro ma przyspieszać od IV kw. 2016, podobnie jak popyt zewnętrzny. Import spoza strefy euro będzie według oczekiwań rosł nieco szybciej niż eksport i zgodnie ze swoją historyczną elastycznością względem popytu łącznego. Kontrybucja salda wymiany handlowej do wzrostu realnego PKB ma stać się w horyzoncie projekcji korzystniejsza. Nadwyżka na rachunku bieżącym powinna pozostać stałym poziomem ok. 3,1% PKB.

Ramka 2

Otoczenie międzynarodowe

Oczekuje się, że aktywność gospodarcza na świecie w horyzoncie projekcji się umocni.

Dane opublikowane od poprzedniej rundy projekcji zdają się potwierdzać taką ocenę na drugie półrocze br. – wskazują na względnie stabilny wzrost w gospodarkach rozwiniętych i niewielką poprawę w gospodarkach wschodzących. Jeśli chodzi o dalsze perspektywy, aktywność gospodarcza na świecie powinna nadal się umacniać, chociaż nie osiągnie poziomu sprzed kryzysu. Perspektywy w grupie zarówno gospodarek rozwiniętych, jak i wschodzących są zróżnicowane. Oczekuje się, że w Stanach Zjednoczonych nadal zasadniczo łagodna polityka i poprawa sytuacji na rynku pracy będą sprzyjać aktywności gospodarczej, w Japonii tempo wzrostu powinno pozostać umiarkowane, natomiast w Wielkiej Brytanii zwiększona niepewność będzie niekorzystnie wpływać na średniookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego.

Na perspektywach gospodarek wschodzących odbije się prawdopodobnie trwające spowolnienie wzrostu gospodarczego Chin, zaś stopniowe ustępowanie głębokich recesji w niektórych krajach eksportujących surowce na większą skalę będzie w dalszej perspektywie nadal wspierać wzrost gospodarczy na świecie.

Handel światowy, po słabym pierwszym półroczu, w drugiej połowie br. prawdopodobnie przyspieszył.

Dane dotyczące importu światowego (z wyłączeniem strefy euro) za pierwsze półrocze 2016 zrewidowano nieznacznie w górę, a dostępne wskaźniki wskazują na pozytywne sygnały co do perspektyw krótkoterminowych. W średnim okresie handel światowy powinien się umocnić pod wpływem ożywienia aktywności gospodarczej na świecie. Dynamika popytu zewnętrznego strefy euro ma według oczekiwań wzrosnąć o 1,5% w roku 2016, 2,4% w 2017, 3,4% w 2018 i 3,6% w 2019.

⁴ Zob. IRC Trade Task Force, „Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?”, *Occasional Paper Series* nr 178, EBC, wrzesień 2016.

Otoczenie międzynarodowe

(zmiany rok do roku w proc.)

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

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

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

W porównaniu z projekcjami z września 2016 nie ma większych zmian w perspektywach ożywienia w gospodarce światowej i popytu zewnętrznego.

Oczekuje się, że w związku z jedynie umiarkowanym wzrostem produktu potencjalnego na koniec horyzontu projekcji nastąpi domknięcie ujemnej luki PKB. Szacuje się, że dynamika produktu potencjalnego w analizowanym okresie będzie nadal słaba i pozostanie znacznie poniżej poziomu sprzed kryzysu, który wynosił ok. 1,7%. Wiąże się to przede z wszystkim niską kontrybucją kapitału po długim okresie bardzo słabego wzrostu inwestycji. Kontrybucja pracy powinna lekko wzrosnąć na skutek zwiększania się liczby ludności w wieku produkcyjnym oraz wzrostu wskaźników aktywności zawodowej, będącego wynikiem reform strukturalnych, ale z powodu starzenia się społeczeństwa pozostanie nieco niższa od średniej sprzed kryzysu. Ponieważ projekcja faktycznego wzrostu PKB jest zdecydowanie wyższa od umiarkowanego trendu produktu potencjalnego, oczekuje się, że ujemna luka PKB będzie się systematycznie zawężać i do końca horyzontu projekcji nastąpi jej domknięcie.

Sytuacja na rynkach pracy w strefie euro w horyzoncie projekcji powinna nadal się poprawiać. Zatrudnienie ma dalej rosnąć, choć nieco wolniej niż w ostatnich kwartałach. W krótkim okresie wynika to głównie z unormowania się sytuacji w związku z wygasaniem pewnych przejściowych czynników wzrostowych, zaś później do końca horyzontu – z założenia, że w niektórych częściach strefy euro silniej odczuwalny będzie niedobór wykwalifikowanej siły roboczej. Taka dynamika zatrudnienia przekłada się na wzrost wydajności pracy z 0,3% w 2016 do 0,9% w 2019. Jest to zgodne z trendem procyklicznym: zwiększa się wykorzystanie kapitału i siły roboczej, wzrasta liczba przepracowanych godzin na osobę, a także widoczna jest pewna poprawa całkowitej wydajności czynników produkcji. Oczekuje się, że stopa bezrobocia będzie się obniżać, choć wolniej niż w ostatnim okresie, ponieważ wzrost zatrudnienia zwalnia szybciej niż wzrost siły roboczej.

W porównaniu z projekcjami z września 2016 perspektywy wzrostu realnego PKB w krótkim okresie zostały zrewidowane lekko w górę, natomiast na dalszy okres pozostały zasadniczo bez zmian. Rewizja ta wynika z poprawy wskaźników krótkoterminowych oraz korzystnych nowych danych z rynku pracy i rynku mieszkaniowego.

Projekcja inflacji HICP wskazuje na jej mocny skok między rokiem 2016 a 2017 – z 0,2% do 1,3%, a później dalszy nieznaczny wzrost – do 1,5% w 2018 i 1,7% w 2019. Około czterech piątych wzrostu inflacji w latach 2016–2017 przypada na ceny energii. Skok inflacji ogółem w 2017, zwłaszcza na początku roku, ma być wynikiem ustępowania oddziaływania przeszłych spadków cen ropy, jakie występowało w latach 2015 i 2016. Na następny okres ze spłaszczającej się krzywej cen terminowych ropy wynika, że w dalszej części 2017 roku inflacja cen energii będzie nieco słabsza, a następnie jej przebieg ma być płaski.

Inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności powinna w horyzoncie projekcji stopniowo rosnąć w związku z nasilaniem się wewnętrznej presji kosztowej.

Trwająca poprawa warunków na rynku pracy, która przejawia się w stabilnym wzroście zatrudnienia, ma doprowadzić do zmniejszenia się poziomu niewykorzystanych mocy produkcyjnych w zakresie siły roboczej. To z kolei powinno przyczynić się do wyraźnego wzrostu płac i jednostkowych kosztów pracy do końca 2019 roku. W miarę domykania się luki PKB dalej zwiększać się mają także wskaźniki rentowności, chociaż ich dynamika będzie już przeważnie stała lub nawet wolniejsza niż w poprzednim okresie. Ponadto do wzrostu inflacji HICP z wyłączeniem energii i żywności powinno pośrednio przyczyniać się również zanikanie spowalniającego oddziaływania przeszłych spadków cen ropy, a także spodziewany wzrost cen tego surowca. Perspektywy tej składowej inflacji osłabia natomiast zanikanie wzrostowego oddziaływania wcześniejszej deprecjacji euro i spadkowe działanie jego późniejszej aprecjacji. W sumie oczekuje się, że inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności w 2016 roku wyniesie średnio 0,9%, a potem do końca horyzontu projekcji będzie stopniowo rosnąć i w 2019 dojdzie do 1,7%. Od połowy 2017 roku ta składowa będzie głównym czynnikiem umacniania się inflacji HICP.

W najbliższym okresie głównym czynnikiem oczekiwanego umocnienia się inflacji ma być spodziewany zwrot w cenach importu.

Po wyjątkowo długim okresie stopniowego spadku tych cen ich roczna dynamika ma w 2017 roku osiągnąć wartość dodatnią. Kluczowym czynnikiem tego zwrotu jest zakładany wzrost cen surowców, w szczególności ropy. Istotną rolę w odwróceniu się rocznej dynamiki deflatora importu między rokiem 2016 a 2017 odgrywa również silny dodatni efekt bazy. W nasilaniu się zewnętrznej presji cenowej w strefie euro powinien także mieć udział stopniowy wzrost globalnej presji inflacyjnej w zakresie składowych innych niż surowce, pod wpływem zmniejszania się wolnych mocy produkcyjnych na świecie. Globalna presja cenowa, choć zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami miała wzrosnąć, według projekcji powinna pozostać umiarkowana; osłabiać ją będą: wciąż znaczny poziom niewykorzystanych mocy produkcyjnych na świecie, zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących, oraz wynikająca z tego duża konkurencja ze strony krajów o niskich kosztach produkcji.

Dynamika płac w horyzoncie projekcji ma wyraźnie wzrastać w miarę zmniejszania się niewykorzystanych mocy produkcyjnych na rynku pracy oraz stopniowego ustępowania innych czynników hamujących. Dynamika

przeciętnego wynagrodzenia powinna się zwiększyć z 1,2% w 2016 do 2,4% w 2019. Będzie to wynikać głównie ze spodziewanej poprawy warunków na rynku pracy oraz oczekiwanego wzrostu inflacji, który powinien przełożyć się również na płace, jako że w niektórych krajach strefy euro w negocjacjach płacowych w ramach układu zbiorowego w znacznym stopniu korzysta się z danych za poprzednie okresy. Ponadto potrzeba wyhamowania wzrostu płac w celu odzyskania konkurencyjności cenowej w niektórych krajach lub ograniczenia dynamiki płac powinna w horyzoncie projekcji stopniowo ustępować. Co więcej, ponieważ cykliczne ożywienie postępuje i ma coraz szerszy zakres, osłabi się ujemny wpływ, jaki na dynamikę płac wywierają strukturalne reformy rynku pracy wdrożone w niektórych krajach w czasie kryzysu. Powinny również zanikać efekty związane z przekrojem rynku pracy, ponieważ w porównaniu z poprzednimi latami wzrost zatrudnienia ma obejmować więcej sektorów, a nie tylko te, w których produktywność i płace są niskie.

Oczekuje się, że dzięki trwającemu ożywieniu gospodarczemu wskaźniki rentowności będą w horyzoncie projekcji nadal wzrastać, jednak znacznie wolniej niż w roku 2015. Bodźcem do wzrostu tych wskaźników w 2015 był gwałtowny spadek cen ropy, który najwyraźniej nie znalazł pełnego odzwierciedlenia w cenach konsumpcyjnych, a także słaba dynamika jednostkowych kosztów pracy. Ponieważ w 2016 roku ustępuje oddziaływanie cen ropy i wzrastają jednostkowe koszty pracy, oczekuje się, że dynamika wskaźników rentowności się osłabi. Do końca horyzontu projekcji dynamika ta ma pozostać zasadniczo niezmienną i umiarkowaną, co jest spójne ze spodziewanym ożywieniem cyklicznym i niedużym ujemnym wpływem wzrostu jednostkowych kosztów pracy.

W porównaniu z projekcjami z września 2016 perspektywy inflacji HICP pozostały zasadniczo niezmiennione. Chociaż trend inflacji bazowej jest trochę słabszy od podanego we wrześniu, w 2017 roku jest to zawiązką kompensowane przez wyższą inflację cen energii.

3 Perspektywy fiskalne

Oczekuje się, że nastawienie polityki fiskalnej w 2016 roku będzie ekspansywne, a od 2017 do 2019 – w większości neutralne. Nastawienie to jest mierzone jako zmiana salda pierwotnego skorygowanego o zmiany cykliczne, po odjęciu pomocy publicznej dla sektora finansowego. Ekspansywne nastawienie polityki fiskalnej w 2016 roku wynika głównie z dyskrejonalnych środków fiskalnych; czynniki niedyskrejonalne odgrywają nieznaczną rolę i wiążą 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 2016 pogorszenie się salda pierwotnego skorygowanego o zmiany cykliczne zostanie zawiązką skompensowane przez spadek płatności odsetkowych i poprawę składnika cyklicznego. W latach 2017–2019 dalszy spadek płatności odsetkowych i poprawa składnika cyklicznego doprowadzą do dalszego obniżenia się deficytu budżetowego, przy czym saldo pierwotne skorygowane o zmiany cykliczne pozostanie bez zmian. W świetle projekcji ożywienia gospodarczego i założenia

niskich stóp procentowych stopniowemu ograniczaniu długu publicznego w horyzoncie projekcji ma sprzyjać głównie korzystna różnica między stopą wzrostu a stopą procentową. Pozytywny wpływ na spodziewane kształtowanie się zadłużenia powinna mieć także nadwyżka pierwotna.

W porównaniu z projekcjami z września perspektywy fiskalne w zakresie wskaźnika deficytu pozostały w większości niezmienione, zaś wskaźnik długu publicznego do PKB został na lata 2017–2018 zrewidowany w górę. Rewizja ta wynika głównie z mniejszej kontrybucji różnicy między stopą wzrostu a stopą procentową do ograniczenia długu, co wynika z rewizji w dół nominalnego PKB w strefie euro.

Tabela 1

Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro¹⁾

(zmiany rok do roku w proc.)

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

-
- 1) Dane skorygowane 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 w serwisie internetowym 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 3

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 pewnych 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 scenariusza bazowego dotyczących kształtowania się cen ropy, opartych na rynkach terminowych, ceny te będą wzrastać i na koniec 2019 roku ropa Brent będzie kosztować ok. 55 USD/b. Jest to spójne z umiarkowanym ożywieniem światowego popytu na ropę – taki scenariusz wiąże się z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego na świecie, a także z niewielkim spadkiem podaży tego surowca. Połączenie alternatywnych modeli stosowanych przez ekspertów Eurosystemu⁵ do przewidywania cen ropy w horyzoncie projekcji wskazuje obecnie na wyższy poziom tych cen, niż przyjęto w założeniach technicznych. Zmaterializowanie się alternatywnego scenariusza, w którym ceny ropy do 2019 roku są o 19% 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, 0,2 pkt proc. w 2018 i 0,3 pkt proc. w 2019 roku).

Już po sporządzeniu projekcji kraje OPEC uzgodniły 30 listopada 2016, że ograniczą dostawy ropy, wskutek czego krótkoterminowe kontrakty futures na ceny ropy mocno wzrosły, a przez resztę horyzontu czasowego krzywa terminowa ma iść lekko w górę. Zmaterializowanie się takiej ścieżki cenowej spowodowałoby, że w 2017 roku inflacja HICP byłaby wyższa niż w scenariuszu bazowym, natomiast wpływ na przebieg inflacji w 2018 i 2019 byłby słabszy.

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

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

z rozbieżności w nastawieniu polityki pieniężnej po obu stronach Atlantyku. 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 17 listopada 2016, przy założeniu neutralności względem ryzyka. Z takiego przebiegu wynika stopniowa deprecjacja euro wobec dolara do 0,95 USD/EUR w 2019 roku, czyli 9,7% 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. 50%. W rezultacie tego założenia efektywny kurs euro stopniowo odbiega w dół od poziomu przyjętego w scenariuszu bazowym i w 2019 wypada 5,2% poniżej tego poziomu. W takim scenariuszu średnia wyników uzyskanych z różnych modeli makroekonomicznych stosowanych przez ekspertów wskazuje na wyższy wzrost realnego PKB (o 0,2–0,3 pkt proc. rocznie) oraz wyższą inflację HICP (o 0,2 pkt proc. w roku 2017 i 0,4–0,5 pkt proc. w 2018 i 2019).

3) Scenariusze związane z nową administracją amerykańską – implikacje dla perspektyw gospodarczych Stanów Zjednoczonych, świata i strefy euro

Wciąż brak ostatecznych informacji o potencjalnych zmianach polityki amerykańskiej pod nową administracją, którą kierować będzie prezydent elekt Donald Trump. Choć szczegóły tej polityki nie są jeszcze znane i nie mogły zostać ujęte w scenariuszu bazowym, Trump podczas kampanii wyborczej przedstawił następujące plany: (a) duży pakiet bodźców fiskalnych, który może obejmować obniżki podatku od osób fizycznych i znaczne obniżki podatku od przedsiębiorstw oraz zwiększenie nakładów na infrastrukturę i obronę, (b) zaostrzenie polityki imigracyjnej oraz (c) zwiększenie protekcjonizmu handlowego. Poniżej opisano wpływ tych trzech obszarów polityki, z zastrzeżeniem że są one obciążone znaczną niepewnością.

Taki pakiet fiskalny prawdopodobnie spowoduje wzrost inflacji w Stanach Zjednoczonych, natomiast jego wpływ na aktywność gospodarczą będzie zależeć od ostatecznego charakteru przyjętych rozwiązań. Środki fiskalne będą pobudzać wzrost realnego PKB i inflację, lecz ich oddziaływanie prawdopodobnie zostanie osłabione przez wyższe stopy procentowe i aprecjację dolara. Zaostrzenie polityki imigracyjnej może doprowadzić do jedynie niewielkiego osłabienia aktywności, jeżeli spadek siły roboczej zostanie w większości zrównoważony przez wyższą stopę aktywności zawodowej i wzrost zatrudnienia wśród innych grup ludności krajowej. Protekcjonizm w handlu polegający na wprowadzeniu wyższych ceł importowych może wywołać analogiczną reakcję partnerów handlowych i doprowadzić do spadku realnego PKB Stanów Zjednoczonych w horyzoncie projekcji wskutek spadku eksportu.

Skutki globalne będą zależeć od względnej siły oddziaływania zastosowanych środków przez poszczególne kanały transmisji. Jeśli protekcjonizm mocno uderzy w gospodarki wschodzące, może się to negatywnie odbić na wroście ich PKB, natomiast inne regiony mogą początkowo skorzystać na amerykańskich bodźcach fiskalnych i efekcie substytucji.

Jeśli chodzi o skutki dla strefy euro, należy rozważyć kilka kanałów transmisji. Po pierwsze, ekspansja fiskalna w USA pobudziłaby popyt krajowy, osłabiła kurs euro względem dolara i doprowadziła do wzrostu popytu na towary i usługi ze strefy euro. Po drugie, ponieważ wskutek podniesienia ceł i wprowadzenia innych bodźców handlowych może dojść do obniżenia aktywności

gospodarczej i importu w Stanach Zjednoczonych i gospodarkach wschodzących, bezpośredni efekt popytowy amerykańskiej polityki handlowej byłby niekorzystny dla strefy euro. Natomiast gdyby wyższe stawki celne nie dotyczyły strefy euro, odniosłaby ona korzyści z tytułu konkurencyjności cenowej w porównaniu z krajami, do których wyższe cła miałyby zastosowanie. Oznaczałoby to globalny efekt substytucji korzystny dla strefy euro. W sumie jednak wpływ przyszłej polityki amerykańskiej jest obecnie wysoce niepewny i zależy od tego, jakie rozwiązania wybierze ostatecznie nowa administracja USA.

Ramka 4

Prognozy innych instytucji

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

Jak widać w tabeli, dostępne obecnie projekcje innych instytucji dotyczące wzrostu realnego PKB i inflacji HICP mieszczą się swobodnie w przedziałach wokół projekcji ekspertów Eurosystemu (zob. 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		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projekcje ekspertów Eurosystemu	grudzień 2016	1,7 [1,6–1,8]	1,7 [1,1–2,3]	1,6 [0,6–2,6]	0,2 [0,2–0,2]	1,3 [0,8–1,8]	1,5 [0,7–2,3]
Komisja Europejska	listopad 2016	1,7	1,5	1,7	0,3	1,4	1,4
OECD	listopad 2016	1,7	1,6	1,7	0,2	1,2	1,4
Euro Zone Barometer	listopad 2016	1,6	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6
Consensus Economics Forecasts	listopad 2016	1,6	1,3	1,4	0,2	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	październik 2016	1,6	1,4	1,5	0,2	1,2	1,4
MFW	październik 2016	1,7	1,5	1,6	0,3	1,1	1,3

Źródła: Komisja Europejska: *European Economic Forecast*, jesień 2016; MFW: *World Economic Outlook*, październik 2016; OECD: *Economic Outlook*, listopad 2016; *Consensus Economics Forecasts*, listopad 2016; *MJEconomics for the Euro Zone Barometer*, listopad 2016; EBC: *Survey of Professional Forecasters*, październik 2016.

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 2016

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.