



Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC dla strefy euro¹ Marzec 2018

Ożywienie gospodarcze w strefie euro ma pozostać mocne: dynamika wzrostu powinna utrzymać się na poziomie znacznie powyżej potencjału. Przewiduje się, że wzrost realnego PKB zwolni z 2,5% w 2017 do 1,7% w 2020² w związku z wygasaniem pewnych czynników pro wzrostowych. Inflacja HICP ma w 2020 wzrosnąć do 1,7% pod wpływem sukcesywnego wzrostu inflacji bazowej w warunkach silnie odczuwalnych ograniczeń mocy produkcyjnych.

1 Gospodarka realna

Bardzo korzystne wskaźniki świadczą o tym, że wzrost realnego PKB w krótkim okresie powinien nadal być mocny. Zgodnie z ostatnimi danymi Eurostatu realny PKB w czwartym kwartale 2017 wzrósł o 0,6% w wyniku dodatniej kontrybucji popytu wewnętrznego, a zwłaszcza nakładów na środki trwałe, oraz salda handlu zagranicznego. Sytuacja na rynkach pracy nadal się poprawiała: w styczniu 2018 stopa bezrobocia spadła do 8,6%, tj. najniższego poziomu od ostatnich miesięcy 2008. Przewiduje się, że wzrost realnego PKB w pierwszym półroczu 2018 pozostanie mocny, zgodnie z bardzo wysokimi wskaźnikami nastrojów przedsiębiorców i konsumentów.

W średnim okresie utrzymają się podstawowe warunki do dalszego wzrostu.

Oczekuje się, że popyt wewnętrzny będzie nadal podtrzymywany przez szereg sprzyjających czynników. Na gospodarkę w dalszym ciągu przekłada się bardzo łagodne nastawienie polityki pieniężnej EBC. Akcja kredytowa dla sektora prywatnego ciągle rośnie pod wpływem niskich stóp procentowych i korzystnych warunków zaciągania kredytów bankowych. Do wzrostu dynamiki wydatków prywatnych będzie się też przyczyniać mniejsza potrzeba delewarowania. Ponadto korzystny wpływ na spożycie prywatne i dynamikę inwestycji mieszkaniowych powinny wywierać dalsza poprawa warunków na rynku pracy i wzrost majątku netto

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 w serwisie internetowym EBC. Datą graniczną dla założeń technicznych, np. cen ropy i kursów walutowych (zob. ramka 1), był 13 lutego 2018, zaś dla pozostałych informacji – 19 lutego 2018.

Obecna runda projekcji makroekonomicznych obejmuje lata 2018–2020. 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.

² Na podstawie danych skorygowanych o liczbę dni roboczych.

gospodarstw domowych. Jednocześnie nadal będą rosnać inwestycje przedsiębiorstw, m.in. pod wpływem umacniania się marż w kontekście rosnącej presji popytowej. Eksport strefy euro powinien pozostać mocny, do czego przyczyniać się będzie trwające ożywienie aktywności gospodarczej na świecie i związany z tym wzrost popytu zewnętrznego strefy euro.

Tabela 1
Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro¹⁾

(zmiany rok do roku w proc.)

	Marzec 2018				Grudzień 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Realny PKB	2,5	2,4	1,9	1,7	2,4	2,3	1,9	1,7
		[2,1–2,7] ²⁾	[0,9–2,9] ²⁾	[0,7–2,7] ²⁾	[2,3–2,5] ²⁾	[1,7–2,9] ²⁾	[0,9–2,9] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾
Spożycie prywatne	1,9	1,7	1,7	1,5	1,9	1,7	1,6	1,5
Spożycie publiczne	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Nakłady brutto na środki trwałe	3,7	4,4	3,4	2,8	4,4	4,3	3,4	2,9
Eksport ³⁾	5,2	5,3	4,1	3,8	5,0	5,1	4,1	3,7
Import ³⁾	4,6	5,1	4,5	4,0	5,1	5,2	4,4	3,9
Zatrudnienie	1,7	1,4	1,1	0,8	1,7	1,3	1,0	0,8
Stopa bezrobocia (jako procent ludności aktywnej zawodowo)	9,1	8,3	7,7	7,2	9,1	8,4	7,8	7,3
HICP	1,5	1,4	1,4	1,7	1,5	1,4	1,5	1,7
		[1,1–1,7] ²⁾	[0,6–2,2] ²⁾	[0,8–2,6] ²⁾	[1,5–1,5] ²⁾	[0,9–1,9] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾	[0,8–2,6] ²⁾
HICP bez cen energii	1,2	1,2	1,6	1,9	1,2	1,3	1,6	1,9
HICP bez cen energii i żywności	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
HICP bez energii, żywności i zmian podatków pośrednich ⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
Jednostkowe koszty pracy	0,8	1,1	1,2	1,8	0,9	1,2	1,1	1,8
Przeciętne wynagrodzenie	1,6	2,2	2,0	2,7	1,7	2,1	1,9	2,7
Wydajność pracy	0,8	1,0	0,8	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (jako proc. PKB)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
Saldo strukturalne (jako proc. PKB) ⁵⁾	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (jako proc. PKB)	86,7	84,4	82,1	79,7	87,0	85,1	83,1	80,7
Saldo rachunku bieżącego (jako procent PKB)	3,7	4,2	4,3	4,5	3,1	2,9	2,7	2,8

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 w serwisie internetowym EBC.

3) Z uwzględnieniem wymiany handlowej w obrębie strefy euro.

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

5) Obliczone jako saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych skorygowane o zmiany przejściowe związane z cyklem koniunkturalnym oraz środki tymczasowe zastosowane przez rządy (metoda ESBC – zob. *Working Paper Series* nr 77, EBC, wrzesień 2001, oraz *Working Paper Series* nr 579, EBC, styczeń 2007). Projekcja salda strukturalnego nie jest wyprowadzona z łącznej miary luki PKB. Zgodnie z metodologią ESBC składniki cykliczne dla różnych pozycji przychodów i wydatków oblicza się osobno. Więcej informacji przedstawiają ramka „Cyclical adjustment of the government budget balance” w *Biuletynie Miesięcznym* EBC z marca 2012 oraz ramka „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” w *Biuletynie Miesięcznym* EBC z września 2014.

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

Z czasem maleć ma oddziaływanie podjętych wcześniej środków polityki pieniężnej. Dynamikę wydatków konsumpcyjnych mogą osłabiać coraz wyższe oszczędności zapobiegawcze i spowolnienie wzrostu zatrudnienia, wynikające m.in. z coraz mocniej odczuwalnego niedoboru siły roboczej w niektórych krajach. Silna aprecjacja euro trwająca od kwietnia 2017 i spowolnienie stopy wzrostu popytu zewnętrznego strefy euro mają osłabiać dynamikę eksportu.

Dynamika realnych dochodów do dyspozycji nadal będzie mocna. Oczekuje się, że kontrybucja wynagrodzeń brutto do wzrostu nominalnych dochodów do dyspozycji w horyzoncie projekcji pozostanie zasadniczo bez zmian, gdyż umacnianie się nominalnego wzrostu wynagrodzeń jest niwelowane przez spowolnienie dynamiki zatrudnienia. Wzrost pozostałych dochodów osobistych powinien przyspieszyć w związku z pozytywnym kształtowaniem się zysków oraz dochodów z nieruchomości. Dynamika realnych dochodów do dyspozycji według projekcji w 2018 i 2019 nabierze tempa, po czym w 2020 osłabnie w wyniku umocnienia się inflacji cen konsumpcyjnych.

Dynamika spożycia prywatnego pozostanie korzystna. Na solidny wzrost spożycia przez kilka kolejnych kwartałów wskazują: bardzo wysokie wskaźniki zaufania konsumentów, spodziewana dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy i wzrost przeciętnej płacy realnej. Jednak w średnim okresie dynamika spożycia prywatnego ma być nieco słabsza niż dynamika realnych dochodów do dyspozycji, ponieważ gospodarstwa domowe będą prawdopodobnie przeznaczać coraz większą część swoich dochodów na oszczędności.

Dynamikę spożycia prywatnego powinny także podtrzymywać korzystne warunki zaciągania kredytów bankowych, wzmacniane 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, 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. Spożycie powinno być także podtrzymywane przez wzrost majątku netto gospodarstw domowych i dotychczasowe postępy w delewarowaniu.

Stopa oszczędności gospodarstw domowych, obecnie rekordowo niska, w horyzoncie projekcji powinna stopniowo rosnąć. W ostatnim okresie malała, głównie wskutek poprawy sytuacji gospodarczo-finansowej gospodarstw domowych i wpływu bardzo niskich stóp procentowych na ich skłonność do oszczędzania. Oczekuje się, że w horyzoncie projekcji stopa ta będzie rosła, odzwierciedlając spodziewane odbicie oszczędności zapobiegawczych w kontekście zwalniania koniunktury oraz większą kontrybucję dochodów nie pochodzących z pracy najemnej. Do jej wzrostu powinny się także przyczynić obniżki podatków bezpośrednich w niektórych krajach.

Ramka 1

Założenia techniczne dotyczące stóp procentowych, kursów walutowych i cen surowców

W porównaniu z projekcjami z grudnia 2017 założenia techniczne obejmują silniejszy kurs euro, w szczególności wobec dolara amerykańskiego, a także wyższe ceny ropy i wyższe stopy procentowe. Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe; datą graniczną jest 13 lutego 2018. Stopy krótkoterminowe odnoszą się do 3-miesięcznej stopy EURIBOR, a oczekiwania rynkowe są wyprowadzane ze stóp terminowych. Z metodologii tej wynika średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych równy -0,3% w 2018, -0,1% w 2019 i 0,4% w 2020. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro wynikająca z oczekiwań rynkowych wynosi średnio 1,3% w 2018, 1,6% w 2019 i 1,9% w 2020³. W porównaniu z projekcjami z grudnia 2017 oczekiwania rynkowe dotyczące krótkoterminowych stóp procentowych zrewidowano w górę o 10 punktów bazowych na 2019 i o 30 punktów bazowych na 2020, natomiast oczekiwania dotyczące stóp długoterminowych zrewidowano w górę o 20 punktów bazowych w całym horyzoncie projekcji.

W zakresie cen surowców, na podstawie tendencji wyprowadzonej jako średnia cen terminowych z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (13 lutego 2018), przyjęto założenie, że cena ropy Brent wzrośnie z 54,4 USD/b w 2017 do 65,0 USD/b w 2018, a następnie spadnie do 61,2 USD/b w 2019 i 58,3 USD/b w 2020. Z takiego przebiegu wynika, że w porównaniu z projekcjami z grudnia 2017 dolarowe ceny ropy w 2018 są wyższe o 5,5%, w 2019 o 3,8%, zaś w 2020 o 1,7%. Jeśli chodzi o dolarowe ceny surowców nieenergetycznych, przyjęto, że w dalszej części roku 2018 jeszcze znacznie wzrosną, zaś w kolejnych latach ich wzrost będzie nieco wolniejszy⁴.

Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na poziomie równym średniej z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (13 lutego 2018). Z założenia tego wynika średni kurs USD do EUR wynoszący 1,23 w 2018 i 1,24 w latach 2019–2020, wobec 1,17 z projekcji z grudnia 2017. Efektywny kurs euro (wobec 38 partnerów handlowych) jest o 1,6% wyższy niż w projekcjach grudniowych.

³ 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 odpowiadającą im średnią dla strefy euro będą w horyzoncie projekcji stałe.

⁴ 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 2019 ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami terminowymi, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

Założenia techniczne

	Marzec 2018				Grudzień 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
3-miesięczny EURIBOR (stopa roczna)	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	-0,3	-0,3	-0,1	0,1
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (stopa roczna)	1,0	1,3	1,6	1,9	1,1	1,1	1,4	1,7
Cena ropy naftowej (USD/b)	54,4	65,0	61,2	58,3	54,3	61,6	58,9	57,3
Ceny surowców nieenerget. w USD (zmiana proc. r/r)	7,9	7,4	3,2	4,5	7,9	3,3	3,4	4,3
Kurs USD/EUR	1,13	1,23	1,24	1,24	1,13	1,17	1,17	1,17
Nominalny efektywny kurs euro (EER38) (zmiana proc. r/r)	2,2	4,5	0,1	0,0	2,2	2,8	0,0	0,0

W inwestycjach mieszkaniowych powinno nadal trwać ożywienie. Inwestycje te w ostatnich kwartałach mocno odbiły, do czego przyczyniły się korzystne warunki finansowania i rosnąca dynamika dochodów związana ze wzrostem zatrudnienia. Ponadto w wielu krajach strefy euro najwyraźniej zakończyła się już korekta spadkowa na rynkach mieszkaniowych. Badania wskazują, że coraz więcej gospodarstw domowych planuje w ciągu najbliższych dwóch lat kupić lub wybudować dom bądź przeprowadzić remont. W horyzoncie projekcji utrzymują się podstawowe warunki do dalszego wzrostu inwestycji mieszkaniowych. Niemniej oczekuje się lekkiego wyhamowania, w związku z osiągnięciem fazy dojrzałości w cyklu nieruchomościowym i zanikaniem wpływu bodźców fiskalnych w części krajów, a także niekorzystnymi trendami demograficznymi.

Inwestycje przedsiębiorstw powinny w horyzoncie projekcji nadal rosnąć, choć coraz wolniej. Do ich wzrostu mają w dalszym ciągu przyczyniać się różne czynniki: pod wpływem bardzo korzystnych oczekiwań dotyczących produkcji i rosnących zamówień wskaźniki zaufania przedsiębiorców utrzymują się na bardzo wysokim poziomie; wykorzystanie mocy produkcyjnych nadal szybko wzrasta i zbliża się najwyższego poziomu sprzed kryzysu; warunki finansowania mają w horyzoncie projekcji pozostać bardzo korzystne; powinny też wzrosnąć marże w już zasobnym w gotówkę sektorze przedsiębiorstw. Ponadto silne odbicie cen akcji obserwowane w ostatnich latach (mimo niedawnej niewielkiej korekty) oraz umiarkowany wzrost finansowania dłużnego spowodowały, że wskaźnik dźwigni finansowej (dług do aktywów ogółem) w sektorze przedsiębiorstw zbliżył się do historycznego minimum. Niemniej jednak skonsolidowane zadłużenie brutto (relacja długu do dochodu) obniżyło się w o wiele mniejszym stopniu i obecnie jest na poziomie sprzed kryzysu. Stopniowe wyhamowywanie inwestycji przedsiębiorstw w horyzoncie projekcji wynika także z ogólnego zwalniania dynamiki popytu wewnętrznego i zewnętrznego.

Ramka 2

Otoczenie międzynarodowe

W gospodarce światowej w drugim półroczu 2017 ożywienie nabrało tempa, a wzrost aktywności i handlu obejmował kolejne regiony. Dane i wskaźniki oparte na badaniach ankietowych wskazują na stabilny wzrost na świecie w najbliższym okresie: globalny złożony indeks

menedżerów logistyki PMI (z wyłączeniem strefy euro) zbliżył się do średniej długookresowej. Globalne warunki finansowe pozostają korzystne, mimo wzrostu stóp procentowych na świecie od początku 2018. W lutym podwyższono długoterminowe stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych, a na światowych rynkach finansowych nastąpił gwałtowny spadek i jednocześnie wzrosła zmienność. Na nadchodzący okres przewiduje się, że dynamika światowej aktywności gospodarczej będzie zasadniczo stabilna, ale pozostanie poniżej stopy wzrostu potencjalnego sprzed kryzysu. Perspektywy gospodarek rozwiniętych obejmują silny wzrost. W najbliższym okresie aktywność gospodarczą będzie pobudzać reforma podatkowa przeprowadzona niedawno w Stanach Zjednoczonych. Później wzrost produktu potencjalnego ma nieco zwolnić, w miarę jak ożywienie będzie wchodzić w fazę dojrzałości, a luka PKB zacznie stopniowo wykazywać wartości dodatnie. Perspektywy gospodarek wschodzących są wspierane przez ożywienie w krajach eksportujących surowce, w szczególności w Brazylii i Rosji, oraz przez stabilny wzrost w Indiach i Chinach. Światowa aktywność gospodarcza (z wyłączeniem strefy euro) ma zgodnie z projekcją zwiększyć się o 4,1% w 2018, a następnie lekko zwolnić i w 2020 osiągnąć 3,7%. W porównaniu z projekcjami z grudnia 2017 dynamika światowego PKB na lata 2017–2019 została zrewidowana w górę, głównie ze względu na dodatnie oddziaływanie amerykańskiego pakietu fiskalnego.

Otoczenie międzynarodowe

(zmiany rok do roku w proc.)

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

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

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

Dynamika handlu światowego, która w pierwszym półroczu 2017 była wyjątkowo wysoka, w nadchodzących kwartałach powinna pozostać mocna, zgodnie z korzystnymi wskaźnikami handlu światowego. W średnim okresie perspektywy handlu powinny być spójniejsze z perspektywami rozwoju aktywności na świecie (przy elastyczności handlu wobec wzrostu PKB na świecie oscylującej wokół 1). Dynamika popytu zewnętrznego strefy euro ma według oczekiwań wzrosnąć o 5,5% w 2017, o 4,7% w 2018, o 4,1% w 2019 i o 3,6% w 2020. W porównaniu z projekcjami z grudnia 2017 dynamika ta została zrewidowana w górę, przede wszystkim ze względu na dodatni wpływ amerykańskiej reformy podatkowej, która powinna pobudzić popyt importowy w Stanach Zjednoczonych.

Ramka 3

Czynniki podtrzymujące perspektywy handlu światowego

Przez ostatnich 18 miesięcy, po dłuższym okresie niewielkiej dynamiki, w handlu światowym trwało ożywienie. Światowy import wzrósł w 2017 o 5,5%, znacznie powyżej średniej z lat 2012–2016. Ponadto jego dynamika przewyższyła dynamikę globalnej aktywności gospodarczej, co wskazuje na wzrost światowej elastyczności handlu wobec PKB. Niedawne umocnienie się handlu światowego wydaje się po części odzwierciedlać pewne jednorazowe czynniki, w szczególności gwałtowny wzrost wymiany handlowej w części azjatyckich gospodarek wschodzących oraz

inherentną zmienność danych dotyczących handlu światowego, jednak ożywienie handlu w ciągu ostatniego roku najwyraźniej miało szeroki zakres terytorialny. Spośród 32 największych gospodarek na świecie tylko pięć nie odnotowało w 2017 wzrostu importu w porównaniu ze średnią z ostatnich pięciu lat.

Do pobudzenia handlu przyczyniło się cykliczne ożywienie globalnej aktywności gospodarczej, w szczególności inwestycji. W ostatnich latach tempo wzrostu aktywności było niezadowalające, ale pojawiły się już oznaki cyklicznego ożywienia. Co więcej, inwestycje, które są składową popytu stosunkowo mocno związaną z importem, na początku 2016 osiągnęły minimum cykliczne i przestały dalej spadać, a w ostatnich kwartałach wyraźnie rosły i zbliżyły się już do średniej sprzed kryzysu. Wzrost aktywności i inwestycji wynika z różnych czynników: coraz korzystniejszej polityki w gospodarkach rozwiniętych, znoszenia ograniczeń fiskalnych i nadal bardzo łagodnego nastawienia polityki pieniężnej. Sprzyjającymi czynnikami są też korzystne warunki finansowania i wysoki poziom zaufania. Ponadto stabilne lub rosnące ceny surowców wpływały pozytywnie na inwestycje w krajach eksportujących surowce, których gospodarki wcześniej zwolniły w wyniku gwałtownego pogorszenia się warunków wymiany handlowej po 2014 roku.

Modele popytu importowego dla poszczególnych krajów odzwierciedlają rolę inwestycji jako czynnika podtrzymującego w ostatnim czasie handel. Dane oszacowane na podstawie standardowych modeli popytu importowego dla 19 krajów, na które przypada 75% importu światowego, potwierdzają, że ożywienie jest po części podtrzymywane przez rosnący popyt inwestycyjny na świecie. Modele wskazują również na inne wyjaśnienie niedawnego silnego wzrostu wymiany handlowej, mianowicie na wysoką procykliczność elastyczności dochodowej handlu – podczas poprawy koniunktury, gdy aktywność gospodarcza rośnie szybciej, niż wynika to z jej trendu, elastyczność ta zwykle również wzrasta. Taka interpretacja jest zgodna z wcześniejszymi doświadczeniami: gdy globalna aktywność podnosiła się po słabych wynikach z lat 2015 i 2016, handel światowy wzrastał jeszcze szybciej – co oznacza, że nastąpiło odbicie jego elastyczności dochodowej.

Oczekuje się, że korzystne czynniki, które doprowadziły do tego odbicia, będą w horyzoncie projekcji wygasać. Projekcje światowych inwestycji wskazują na jedynie umiarkowany dalszy wzrost, w miarę jak ożywienie będzie wchodzić w fazę dojrzałości, poziom wolnych mocy produkcyjnych maleć, a globalna aktywność – zwalniać. Ponadto tempo wzrostu gospodarczego na świecie powinno stać się bardziej umiarkowane. W związku z tym spowolnieniem oczekuje się, że elastyczność dochodowa handlu spadnie z powodu bardziej umiarkowanego wzrostu inwestycji, a także swojego procyklicznego charakteru. Co za tym idzie, pod koniec horyzontu projekcji wzrost importu powinien w większym stopniu przebiegać zgodnie z rozwojem aktywności. Jest to spójne z badaniami wskazującymi, że długoterminowe czynniki strukturalne, dzięki którym handel światowy rósł w szybkim tempie, przewyższającym dynamikę aktywności na świecie – zwłaszcza błyskawiczny rozwój globalnych łańcuchów wartości – od czasu kryzysu finansowego osłabły⁵.

⁵ Zob. Europejski System Banków Centralnych, International Relations Committee Task Force „Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?”, *Occasional Paper Series* nr 178, EBC, 2016.

Dynamikę eksportu poza strefę euro będzie osłabiać niedawna aprecjacja

euro. Po solidnym wzroście w drugim półroczu 2017 eksport wskutek aprecjacji euro ma rosnąć wolniej niż popyt zewnętrzny strefy euro, co wiąże się z pewnym zmniejszeniem udziałów w rynkach eksportowych. Import spoza strefy euro powinien być wspierany przez korzystne kształtowanie się popytu wewnętrznego oraz mocniejszy kurs euro. Dynamika importu ma zwolnić mniej niż dynamika eksportu, przez co kontrybucja salda wymiany handlowej do wzrostu gospodarczego w 2018 będzie lekko ujemna, a następnie – neutralna.

Wzrost zatrudnienia według projekcji zwolni. Liczba zatrudnionych w strefie euro w trzecim kwartale 2017 zwiększyła się o 0,4% i szacuje się, że w czwartym kwartale dalej rośnie. Niedawne umocnienie się wzrostu zatrudnienia miało szeroki zasięg terytorialny, a badania przyszłych tendencji wskazują na jego mocną kontynuację w najbliższym okresie. Później tempo tego wzrostu powinno nieco spaść, gdyż wpływ pewnych korzystnych czynników przejściowych (np. bodźców fiskalnych w niektórych krajach) ma stopniowo ustępować, a zatrudnienie w sektorze publicznym w pewnych krajach – maleć.

Wzrost liczby ludności aktywnej zawodowo ma być coraz bardziej osłabiany przez niedostateczną podaż siły roboczej. Oczekuje się, że w horyzoncie projekcji ludności aktywnej zawodowo będzie nadal przybywać w związku z dodatnim saldem migracji pracowników, spodziewaną integracją uchodźców i dalszym wzrostem współczynników aktywności zawodowej. Niemniej nad tym pozytywnym oddziaływaniem będzie stopniowo przeważać wpływ coraz niekorzystniejszej sytuacji demograficznej. Przyczynia się to także do spowolnienia wzrostu zatrudnienia w 2019 i 2020.

W 2020 roku stopa bezrobocia ma spaść do 7,2%. W styczniu 2018 obniżyła się do 8,6% – najniższego poziomu od ostatnich miesięcy 2008. Na następny okres przewiduje się dalszy znaczny spadek liczby bezrobotnych, która zbliży się do najniższej wartości sprzed kryzysu.

Wzrost wydajności pracy będzie wyższy niż w poprzednich latach, zgodnie z trendem koniunkturalnym. Dynamika wydajności pracy w 2017 przyspieszała w miarę ustępowania wspomnianego wyżej przejściowego pobudzenia zatrudnienia. Jeśli chodzi o dalsze perspektywy, coraz większe wykorzystanie kapitału w warunkach zmniejszania się niewykorzystanych mocy produkcyjnych, wzrost liczby przepracowanych godzin na pracownika oraz pewna poprawa całkowitej wydajności czynników produkcji wskazują, że dynamika wydajności pracy w horyzoncie projekcji powinna zasadniczo się utrzymać. Niemniej oczekuje się, że w latach 2019–2020 będzie nieco niższa niż średnia sprzed kryzysu, która wynosi 1%.

Wzrost realnego PKB ma do 2020 utrzymywać się powyżej potencjału. Szacuje się, że wzrost produktu potencjalnego w ostatnich latach nieco przyspieszył pod wpływem korzystniejszej kontrybucji kapitału, pracy i łącznej wydajności czynników produkcji. Pod koniec horyzontu projekcji wzrost potencjalny ma zasadniczo powrócić do poziomu tuż sprzed kryzysu, choć nadal będzie niższy niż faktyczna dynamika realnego PKB. Należy jednak zaznaczyć, że ani wzrostu potencjalnego,

ani jego determinant nie da się dokładnie zmierzyć, więc szacunki są bardzo niepewne.

W porównaniu z projekcjami z grudnia 2017 wzrost realnego PKB na rok 2018 został zrewidowany w górę, zaś na lata 2019–2020 pozostał bez zmian.

Podwyższenie projekcji na rok 2018 wynika przede wszystkim z lepszych, niż wcześniej oczekiwano, nastrojów przedsiębiorców i konsumentów, które wiążą się z wyższym tempem wzrostu oraz rewizją w górę popytu zewnętrznego. Później pozytywne oddziaływanie silniejszej dynamiki wzrostu ma być w znacznej mierze neutralizowane przez niekorzystny wpływ niedawnej aprecjacji euro na eksport poza strefę euro, a także przez wyższe długoterminowe stopy procentowe.

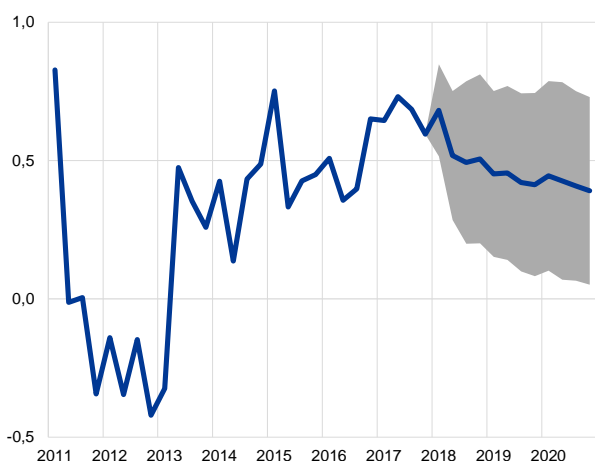
Wykres 1

Projekcje makroekonomiczne¹⁾

(dane kwartalne)

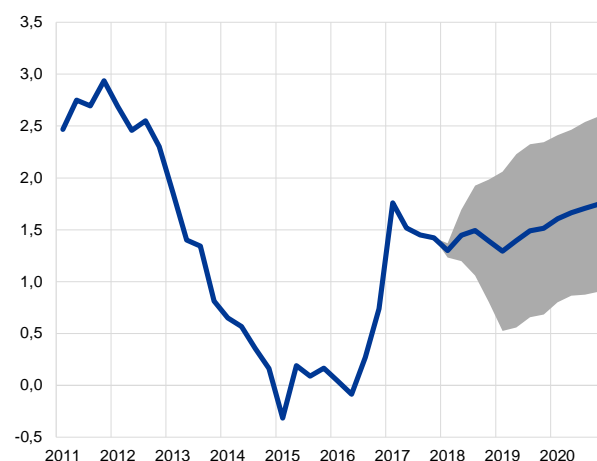
Realny PKB strefy euro²⁾

(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.

2 Ceny i koszty

Oczekuje się, że inflacja HICP zacznie rosnąć dopiero pod koniec horyzontu projekcji, ponieważ spadek inflacji HICP cen energii w 2018 i 2019 będzie w znacznej mierze neutralizował pewne umocnienie się inflacji bazowej.

Według projekcji średnia stopa inflacji HICP w 2018 i 2019 wyniesie 1,4%, a w 2020 wzrośnie do 1,7%. Jeśli chodzi o składowe, inflacja HICP cen energii ma wprawdzie w najbliższych miesiącach wzrosnąć wskutek niedawnych podwyżek cen ropy i pewnego dodatniego efektu bazy, jednak od końca 2018 powinna gwałtownie spadać i w połowie 2019 osiągnąć poziom bliski zera. Dalsza płaska ścieżka inflacji HICP cen energii jest wypadkową spadkowego trendu krzywej cen terminowych ropy i dodatniego oddziaływania podatków od energii. Inflacja HICP cen żywności powinna w horyzoncie projekcji umiarkowanie wzrosnąć, do czego mają się

przyczyniać zakładane podwyżki międzynarodowych cen surowców żywnościowych i dodatnie oddziaływanie wzrostu podatków od wyrobów tytoniowych. Jako że gospodarka rośnie w tempie szybszym od potencjału, a dodatnia luka PKB się rozszerza, bazowa presja cenowa powinna wzrosnąć. W szczególności coraz mocniejsze zacieśnianie się rynku pracy oraz wyraźne niedobory siły roboczej w niektórych krajach będą przyczyniać się do wzrostu płac, a wynikające z tego wyższe koszty powinny – w obecnych warunkach silnego wzrostu – przekładać się na ceny. Niedawne podwyżki cen ropy i oczekiwany wzrost cen surowców nieenergetycznych będą pośrednio wywierać przejściowy dodatni wpływ na inflację bazową. Oczekuje się, że niedawne umocnienie się kursu euro będzie mieć ujemny wpływ na inflację, jednak powinno to zostać częściowo zrównoważone przez silną obecnie dynamikę wzrostu w strefie euro, przy większej zdolności przedsiębiorstw do dyktowania cen. W sumie inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności według projekcji będzie stopniowo rosła i w 2020 osiągnie 1,8%.

Wzrost płac powinien w horyzoncie projekcji znacząco przyspieszyć, gdyż rynek pracy się zacieśnia, a środki, które w ostatnich latach hamowały wzrost wynagrodzeń w niektórych krajach, wygasają. Oczekuje się, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia wzrośnie z 1,6% w roku 2017 do 2,7% w 2020. Tymczasowe spowolnienie, które ma nastąpić w 2019, wiąże się z wprowadzeniem we Francji nowego środka fiskalnego, mianowicie przekształcenia ulgi podatkowej na rzecz konkurencyjności i zatrudnienia (CICE) w stałe obniżenie składek na ubezpieczenie społeczne odprowadzanych przez pracodawców⁶. Jednostkowe koszty pracy powinny wzrastać podobnie jak przeciętne wynagrodzenie (z 0,8% w 2017 do 1,8% w 2020), jako że tempo wzrostu produktywności w horyzoncie projekcji będzie zasadniczo stałe. Głównym czynnikiem wzrostu płac jest spodziewana dalsza poprawa warunków na rynkach pracy; niektóre kraje strefy euro będą coraz bardziej odczuwać zacieśnianie się rynku pracy i wyraźny niedobór siły roboczej. Ponadto w tych krajach strefy euro, w których proces kształtowania wynagrodzeń obejmuje indeksację do wcześniejszych wskaźników lub oczekiwania na przyszłość, znaczny wzrost inflacji ogółem w 2017 w porównaniu z poprzednimi trzema latami prawdopodobnie przełoży się na szybszy wzrost płac nominalnych. Co więcej, w miarę jak ożywienie gospodarcze w strefie euro przyspiesza i obejmuje kolejne kraje, stopniowo ustępują związane z kryzysem czynniki hamujące wzrost płac, np. potrzeba ograniczania go w niektórych krajach w celu odzyskania konkurencyjności cenowej po kryzysie oraz ograniczenie wzrostu związane z tym, że w czasie kryzysu wynagrodzenia nominalne nie spadły odpowiednio do zmiany aktywności (*pent-up wage restraint*). Poza tym w niektórych krajach będzie ustępować niekorzystny wpływ, jaki na płace wywierały środki wprowadzone w celu obniżenia składek na ubezpieczenie społeczne, ponieważ środki te przez najbliższe kilka lat będą stopniowo wygasać, a w sektorze publicznym ma nastąpić odmrożenie płac.

⁶ Jako że spadek dynamiki przeciętnego wynagrodzenia i jednostkowych kosztów pracy jest w dużej mierze równoważony przez powiązany wzrost marż, wpływ na kształtowanie się cen ma być ograniczony.

Marże w pierwszej części horyzontu projekcji mają się zwiększać nieco szybciej niż przez ostatni rok.

Niedawno zaczęły silniej się umacniać, co wynika z mniej niekorzystnego kształtowania się indeksu *terms of trade*, a także cyklicznej poprawy sytuacji gospodarczej. W kontekście trwającego ożywienia gospodarczego poprawa ta powinna się utrzymać. Jednak dynamikę marż, zwłaszcza pod koniec horyzontu projekcji, ma hamować przewidywany wzrost jednostkowych kosztów pracy i jednostkowych podatków pośrednich netto.

Inflacja cen importu w 2017 odbiła i w horyzoncie projekcji powinna pozostać dodatnia, ale bardziej umiarkowana niż w ostatnim okresie.

Dość mocny wzrost cen importu, jaki nastąpił w 2017, wynika głównie z odbicia cen ropy, ale także z dynamiki cen surowców nieenergetycznych. Spowolnienie wzrostu cen importu po 2017 również wiąże się z przyjętymi słabszymi perspektywami cen ropy, jak również z dość umiarkowaną dynamiką cen innych surowców. Ponadto wpływ zmian cen surowców i stopniowego nasilania się globalnej presji cenowej na ceny importu w strefie euro będzie ograniczany przez aprecjację euro. W ujęciu ogólnym oczekuje się, że globalna presja na inflację bazową w horyzoncie projekcji będzie się stopniowo wzmagać wraz ze wzrostem globalnych kosztów produkcji w miarę zmniejszania się niewykorzystanych mocy produkcyjnych na świecie.

W porównaniu z projekcjami z grudnia 2017 perspektywy inflacji HICP na 2019 zostały zrewidowane nieco w dół.

Podczas gdy wyższe założenia dotyczące dolarowych cen ropy na rok 2018 równoważą hamujący wpływ silniejszego kursu euro na inflację, na rok 2019 skutki aprecjacji euro przeważają, czego wynikiem są nieco niższe perspektywy inflacji HICP.

3 Perspektywy fiskalne

Nastawienie polityki fiskalnej w strefie euro powinno w horyzoncie projekcji pozostać zasadniczo neutralne.

Nastawienie to jest mierzone jako zmiana salda pierwotnego skorygowanego o zmiany cykliczne, po odjęciu pomocy publicznej dla sektora finansowego. W 2017 cięcia podatków bezpośrednich i wyższe transfery do gospodarstw domowych zostały całkowicie zrównoważone przez podwyżki podatków pośrednich i słabszy wzrost spożycia publicznego. Głównymi czynnikami wpływającymi na nastawienie fiskalne w roku 2018 są cięcia podatków bezpośrednich i składek na ubezpieczenie społeczne oraz założenie bardziej dynamicznego wzrostu inwestycji publicznych – wpływ tych czynników jest jedynie częściowo neutralizowany przez podwyżki podatków pośrednich i słabszy wzrost bieżących wydatków publicznych. Także w latach 2019–2020 nastawienie polityki fiskalnej powinno być przeciętnie neutralne, gdyż dalsze cięcia podatków bezpośrednich i składek na ubezpieczenie społeczne mają być równoważone przez większą kontrolę wydatków publicznych.

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

Projekcja fiskalna obejmuje stopniowe obniżanie się deficytu przez cały analizowany okres, głównie w wyniku poprawy składnika

cyklicznego i zmniejszania się płatności odsetkowych. Saldo pierwotne skorygowane o czynniki koniunkturalne będzie przez cały czas stabilne. Wskaźnik długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB ma w horyzoncie projekcji pozostać na ścieżce spadkowej, do czego będą się przyczyniać korzystna różnica między stopą procentową a stopą wzrostu PKB⁷ oraz nadwyżka pierwotna. W porównaniu z projekcjami z grudnia 2017 perspektywy fiskalne wskazują na nieco niższe wskaźniki zarówno deficytu publicznego, jak i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych, czemu sprzyja głównie korzystniejsza sytuacja makroekonomiczna.

Ramka 4

Analizy wrażliwości

Projekcje są w znacznym stopniu oparte na założeniach technicznych dotyczących kształtowania się pewnych kluczowych zmiennych. Jako że niektóre z tych zmiennych mogą wywierać duży wpływ na projekcje dla strefy euro, przeprowadzenie analizy wrażliwości na zmianę założeń może pomóc w ocenie ryzyk związanych z projekcjami. W tej ramce omówiono niepewność wiążącą się z niektórymi kluczowymi założeniami oraz wrażliwość projekcji względem tych 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 dotyczących kształtowania się cen ropy, opartych na rynkach terminowych, ceny te będą spadać i na koniec 2020 roku ropa Brent będzie kosztować ok. 58 USD/b. Taki scenariusz wynikający z cen kontraktów terminowych na ropę jest spójny z mocnym wzrostem światowego popytu na ten surowiec, co wiąże się z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego na świecie. Jeśli chodzi o stronę podażową, czynniki geopolityczne i umowa między krajami OPEC a głównymi producentami spoza OPEC o ograniczeniu produkcji mają zostać po części zrównoważone przez wzrost wydobycia ropy z łupków w Stanach Zjednoczonych. Połączenie alternatywnych modeli stosowanych przez ekspertów EBC⁸ do przewidywania cen ropy w horyzoncie projekcji wskazuje na wyższy poziom tych cen, niż przyjęto w założeniach technicznych. Zmaterializowanie się alternatywnego scenariusza dla cen ropy, w którym do 2020 roku są one o 13,5% wyższe niż w scenariuszu bazowym, miałoby minimalny ujemny wpływ na wzrost realnego PKB, oznaczałoby natomiast szybszy wzrost inflacji HICP (o 0,2 pkt proc. w 2019 i o 0,3 pkt proc. w 2020).

2) Alternatywny przebieg kursu walutowego

W analizie wrażliwości sprawdzono także potencjalny wpływ dalszego umacniania się kursu euro, w wyniku korzystnej dla tej waluty dalszej poprawy nastrojów przedsiębiorców. Scenariusz wyprowadzono z 75. percentyla rozkładu gęstości kursu USD/EUR wynikającego z kwotowań opcji na 13 lutego 2018, przy założeniu neutralności względem ryzyka. Wynika z niego stopniowa aprecjacja euro wobec dolara do 1,42 USD/EUR w 2020, czyli ok. 14,6% powyżej

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

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

wartości przyjętej na ten rok w scenariuszu bazowym. Odpowiednie założenie dotyczące nominalnego efektywnego kursu euro jest zgodne z prawidłowością obserwowaną w przeszłości – kurs USD/EUR reaguje na zmiany kursu efektywnego z elastycznością minimalnie wyższą niż 50%. Średnia wyników uzyskanych z różnych modeli makroekonomicznych stosowanych przez ekspertów wskazuje, że przy takim scenariuszu egzogenicznego szoku kursowego wzrost realnego PKB byłby niższy o 0,1 pkt proc. w 2018, o 0,5 pkt proc. w 2019 i o 0,2 pkt proc. w 2020. Inflacja HICP byłaby niższa o 0,1 pkt proc. w 2018, o 0,5 pkt proc. w 2019 i o 0,4 pkt proc. w 2020. Należy podkreślić, że tak oszacowany wpływ na PKB i inflację dotyczy jedynie szoku kursowego o charakterze czysto egzogenicznym.

Ramka 5

Prognozy innych instytucji

Wiele instytucji – zarówno organizacji międzynarodowych, jak i podmiotów sektora prywatnego – sporządza prognozy dla strefy euro. Jednak prognozy te nie są w pełni porównywalne ani między sobą, ani z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów 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 (podanych w tabeli w nawiasach).

Zestawienie prognoz dynamiki realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro

(zmiany rok do roku w proc.)

	Data publikacji	Dynamika PKB			Inflacja HICP		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projekcje ekspertów EBC	marzec 2018	2,4 [2,1–2,7]	1,9 [0,9–2,9]	1,7 [0,7–2,7]	1,4 [1,1–1,7]	1,4 [0,6–2,2]	1,7 [0,8–2,6]
Komisja Europejska	luty 2018	2,3	2,0	–	1,5	1,6	–
OECD	listopad 2017	2,1	1,9	–	1,5	1,7	–
Euro Zone Barometer	luty 2018	2,3	1,9	1,6	1,6	1,6	1,7
Consensus Economics Forecasts	luty 2018	2,3	1,9	1,3	1,5	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	styczeń 2018	2,3	1,9	1,7	1,5	1,7	1,8
MFW	październik 2017/ styczeń 2018	2,2	2,0	–	1,4	1,7	1,8

Źródła: Komisja Europejska: *Interim European Economic Forecast*, zima 2018; MFW: *World Economic Outlook*, styczeń 2018 – aktualizacja (realny PKB), *World Economic Outlook*, październik 2017 (HICP); OECD: *Economic Outlook*, listopad 2017; *Consensus Economics Forecasts*, luty 2018; dane na 2020 dla *Consensus Economics* pochodzą z badania długiego horyzontu czasowego z października 2017; *MJEconomics for the Euro Zone Barometer*, luty 2018; EBC: *Survey of Professional Forecasters*, styczeń 2018.

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

© Europejski Bank Centralny 2018

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

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

ISSN 2529-4563 (pdf)
Nr katalogowy UE QB-CE-18-001-PL-N (pdf)