



Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu dla strefy euro Czerwiec 2017¹

Według projekcji ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie postępować, i to szybciej, niż wcześniej oczekiwano. Przez cały horyzont projekcji realny PKB ma rosnać w tempie ok. 1,8% rocznie. Spodziewane ożywienie gospodarcze na świecie będzie wywierać korzystny wpływ na eksport strefy euro, a bardzo łagodne nastawienie polityki pieniężnej, dotychczasowe postępy w procesie delewarowania we wszystkich sektorach oraz dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy będą w całym horyzoncie projekcji podtrzymywać popyt wewnętrzny.

Krzywa inflacji będzie mieć kształt litery V; w 2019 roku wskaźnik HICP ma osiągnąć 1,6%. Inflacja HICP cen energii w 2017 roku będzie mocno oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji ogółem, po czym w latach 2018 i 2019 wpływ ten nieco osłabnie. Inflacja HICP po wyłączeniu cen energii i żywności będzie stopniowo rosła, w miarę zmniejszania się niewykorzystanych mocy produkcyjnych.

1

Gospodarka realna

W pierwszym kwartale 2017 wzrost gospodarczy był mocny, a z korzystnych wskaźników krótkoterminowych wynika, że w najbliższym okresie jego dynamika pozostanie wysoka. Warunki na rynku pracy w ostatnich miesiącach w dalszym ciągu się poprawiały: dzięki zwiększaniu się podaży siły roboczej w niektórych krajach strefy euro maleją przeszkody dla wzrostu zatrudnienia, a bezrobocie w większości krajów spada. Wskaźniki zaufania przedsiębiorców i konsumentów we wszystkich sektorach i krajach, już wcześniej wysokie, w ostatnich miesiącach jeszcze się poprawiły, co pozwala oczekiwać utrzymania się mocnego wzrostu w najbliższym okresie.

¹ Projekcje makroekonomiczne opracowywane przez ekspertów Eurosystemu stanowią wkład do przeprowadzanej przez Radę Prezesów oceny sytuacji gospodarczej i zagrożeń dla stabilności cen. Projekcje ekspertów EBC lub Eurosystemu nie są zatwierdzane przez Radę Prezesów i nie muszą odzwierciedlać jej opinii o perspektywach strefy euro. Informacje o zastosowanych procedurach i technikach można znaleźć w publikacji *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, EBC, lipiec 2016, dostępnej na stronie internetowej EBC. Datą graniczną dla założeń technicznych, np. cen ropy i kursów walutowych (zob. ramka 1), był 16 maja 2017, zaś dla pozostałych informacji – 23 maja 2017. 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.

Projekcje wzrostu realnego PKB dla całego horyzontu czasowego to: 1,9% w 2017, 1,8% w 2018 i 1,7% w 2019. Oczekuje się, że w analizowanym okresie popyt wewnętrzny będzie w dalszym ciągu podtrzymywany przez różne korzystne czynniki. Bardzo łagodne nastawienie polityki pieniężnej EBC nadal przekłada się na gospodarkę, a oczekiwania rynków co do przyszłego poziomu stóp procentowych, ujęte w założeniach technicznych projekcji, w całym horyzoncie czasowym pozostają niskie. Akcja kredytowa dla przedsiębiorstw wciąż się ożywia pod wpływem niskich stóp procentowych oraz rosnącego popytu na kredyty i korzystnych warunków ich udzielania. Popyt wewnętrzny jest też podtrzymywany przez dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy i mniejszą potrzebę delewarowania. W horyzoncie projekcji ma się także umacniać ożywienie w gospodarce światowej, co będzie sprzyjać eksportowi strefy euro.

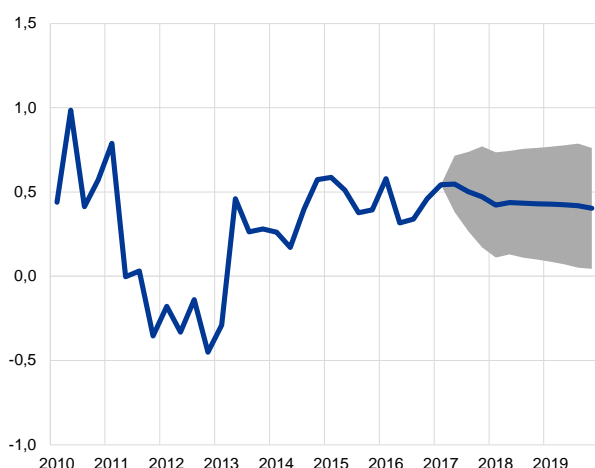
Wykres 1

Projekcje makroekonomiczne¹⁾

(dane kwartalne)

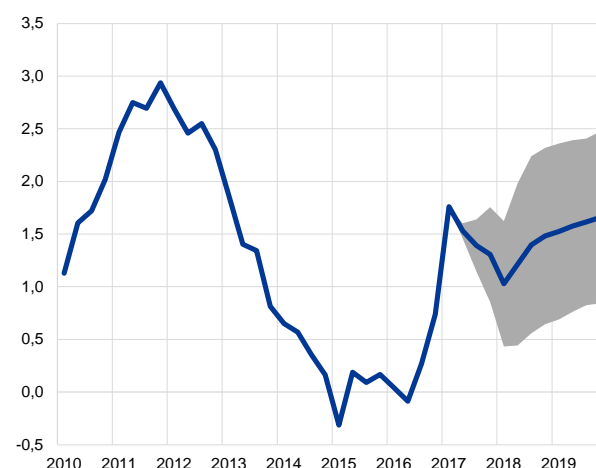
Realny PKB strefy euro²⁾

(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 będzie według projekcji dalej rosnąć, choć nieco wolniej

niż w 2016 roku. Wskaźniki zaufania konsumentów we wszystkich krajach

w ostatnich miesiącach znów się podniosły, do poziomu znacznie powyżej średnich długookresowych, pod wpływem polepszenia się ogólnych oczekiwań co do sytuacji gospodarczej i korzystniejszych indywidualnych oczekiwań finansowych.

Na krótkookresowe perspektywy spożycia prywatnego pozytywnie wpływa także dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy w ostatnim okresie.

Dynamika nominalnych dochodów do dyspozycji ma w horyzoncie projekcji stopniowo rosnąć, choć realną siłę nabywczą gospodarstw domowych będzie osłabiać wyższa inflacja. Oczekuje się, że kontrybucja wynagrodzeń brutto do

wzrostu nominalnych dochodów do dyspozycji w okresie objętym projekcjami będzie rosła pod wpływem zarówno ciągłego wzrostu zatrudnienia, jak i coraz wyższej dynamiki przeciętnego wynagrodzenia. Dynamika realnych dochodów do dyspozycji

ma w 2017 roku znacznie spaść, głównie w związku z przewidywanym wzrostem inflacji cen energii, a następnie – stopniowo odbijać.

Poprawa warunków zaciągania kredytów, wzmacniana przez środki polityki pieniężnej EBC, 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 jego 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 dalej umacniać łączne spożycie prywatne. Do pobudzenia spożycia powinny się ponadto przyczynić postępy w delewarowaniu.

Stopa oszczędności, po ustaniu wzrostu związanego z cenami ropy, ma według oczekiwań pozostać w horyzoncie projekcji na niezmiennym poziomie.

Za tym ogólnym wynikiem kryją się przeciwstawne czynniki występujące w różnych krajach strefy euro. Presja spadkowa wynika z obniżania się bezrobocia, poprawy warunków udzielania kredytów oraz z niskich stóp procentowych, wzrostowa natomiast – z nadal obecnej potrzeby zmniejszenia zadłużenia brutto oraz z wyrównywania się poziomu spożycia w warunkach cyklicznego ożywienia. W sumie według projekcji roczna dynamika spożycia prywatnego ma spaść z 1,9% w roku 2016 do ok. 1,5% w latach 2017–2019.

Ramka 1

Założenia techniczne dotyczące stóp procentowych, kursów walutowych i cen surowców

Założenia techniczne w porównaniu z projekcjami z marca 2017 obejmują: znacznie niższe dolarowe ceny ropy, aprecjację efektywnego kursu euro oraz niższe długoterminowe stopy procentowe. Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe; datą graniczną jest 16 maja 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 roku 2017, -0,2% w 2018 i 0,0% w 2019. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro wynikająca z oczekiwań rynkowych wynosi średnio 1,2% w roku 2017, 1,5% w 2018 i 1,8% w 2019². W porównaniu z projekcjami z marca 2017 oczekiwania rynkowe dotyczące krótkoterminowych stóp procentowych w większości pozostały niezmiennione, natomiast oczekiwania dotyczące stóp długoterminowych 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 (16 maja), przyjęto założenie, że cena ropy Brent wzrośnie z 44,0 USD/b w 2016 do 51,6 USD/b w 2017, a następnie w latach 2018–2019 pozostanie na mniej więcej takim samym poziomie. Z takiego przebiegu wynika, że w porównaniu z projekcjami

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.

marcowymi dolarowe ceny ropy są niższe w 2017 o 8,6%, w 2018 o 9,1%, zaś w 2019 o 7,9%. 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 (16 maja). Z założenia tego wynika średni kurs USD do EUR wynoszący 1,08 w roku 2017 i 1,09 w latach 2018–2019, wobec 1,07 w projekcjach z marca 2017. Efektywny kurs euro (wobec 38 partnerów handlowych) jest w roku 2017 o 0,6% wyższy, a w latach 2018–2019 o ok. 1,0% wyższy, niż zakładano w marcu 2017.

Założenia techniczne

	Czerwiec 2017				Marzec 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
3-miesięczna stopa EURIBOR (stopa roczna)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (stopa roczna)	0,8	1,2	1,5	1,8	0,8	1,3	1,6	1,9
Cena ropy naftowej (USD/b)	44,0	51,6	51,4	51,5	44,0	56,4	56,5	55,9
Ceny surowców nieenerget. w USD (zmiana proc. r/r)	-3,9	6,4	2,0	4,5	-3,9	13,2	3,5	4,6
Kurs USD/EUR	1,11	1,08	1,09	1,09	1,11	1,07	1,07	1,07
Nominalny efektywny kurs euro (EER38) (zmiana proc. r/r)	3,7	-0,4	0,3	0,0	3,7	-1,0	0,0	0,0

W inwestycjach mieszkaniowych powinno nadal trwać ożywienie. W 2016 roku inwestycje te bardzo się zwiększyły, do czego przyczyniły się mocny wzrost dochodów do dyspozycji i korzystne warunki finansowania. Nadal istnieją podstawowe warunki do ich dalszego wzrostu. O korzystnych perspektywach inwestycji mieszkaniowych świadczą rosnąca liczba pozwoleń na budowę i zwiększanie się popytu na kredyty mieszkaniowe, związane z poprawą warunków ich zaciągania. Aktualny trend wzrostowy na rynkach mieszkaniowych jest nadal podtrzymywany przez korzystne perspektywy dochodowe i warunki finansowania. Oczekuje się jednak, że dynamika inwestycji mieszkaniowych w horyzoncie projekcji nieco osłabnie, co będzie związane z wygasaniem wpływu bodźców fiskalnych w niektórych krajach oraz niekorzystnymi trendami demograficznymi, których oddziaływanie w końcu zacznie być odczuwalne.

Inwestycje przedsiębiorstw mają kształtować się zgodnie z cyklicznym ożywieniem. Oczekuje się ich dalszego wzrostu w miarę umacniania się popytu zewnętrznego i działania środków fiskalnych w niektórych krajach. Do ożywienia inwestycji ma się przyczyniać wiele czynników: wskaźniki zaufania przedsiębiorców w dalszym ciągu się poprawiają pod wpływem bardzo korzystnych oczekiwań

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

dotyczących produkcji, rosnących zamówień i odwrócenia się oczekiwań dotyczących cen sprzedaży; wykorzystanie mocy produkcyjnych na początku 2017 roku przekraczało przeciętny poziom sprzed kryzysu; warunki finansowania mają się w horyzoncie projekcji zacieśnić jedynie nieznacznie i nadal być bardzo korzystne; istnieje potrzeba modernizacji majątku produkcyjnego po latach niskich nakładów; powinny też wzrosnąć marże w już zasobnym w gotówkę sektorze przedsiębiorstw. Ponadto silny wzrost cen akcji w ostatnich latach i umiarkowany wzrost finansowania dłużnego spowodowały, że wskaźnik dźwigni finansowej (długu do aktywów ogółem) w sektorze przedsiębiorstw osiągnął historyczne minimum. Perspektywy inwestycji przedsiębiorstw nadal obciąża jednak kilka czynników. Należą do nich oczekiwanie słabszego niż w przeszłości wzrostu produktu potencjalnego oraz ograniczenie zdolności banków w niektórych krajach do pełnienia funkcji pośrednika finansowego.

Ramka 2

Otoczenie międzynarodowe

Oczekuje się, że aktywność gospodarcza na świecie będzie się nadal umacniać. W pierwszym kwartale 2017 dynamika światowego PKB spadła, ale wskaźniki zaufania i badania ankietowe wskazują na jej odbicie w następnych miesiącach. Warunki finansowe w gospodarkach rozwiniętych pozostają korzystne, do czego przyczynia się łagodna polityka pieniężna w tych gospodarkach oraz oczekiwanie wprowadzenia bodźców fiskalnych w USA. Po amerykańskich wyborach pod koniec 2016 roku odbiły także rynki finansowe w gospodarkach wschodzących. W następnym okresie aktywność gospodarcza na świecie powinna rosnać w umiarkowanym tempie. Perspektywy gospodarek zaawansowanych obejmują postępujące ożywienie zgodne z cyklem koniunkturalnym w miarę stopniowego domykania się luki PKB. Jeśli chodzi o gospodarki wschodzące, w krajach importujących surowce, takich jak Indie i Chiny, wzrost powinien pozostać stabilny, natomiast w grupie eksporterów surowców, która doznała głębokiej recesji, spadek aktywności powinien się zatrzymać. Aktywność gospodarcza na świecie (z wyłączeniem strefy euro) ma wzrosnąć w roku 2017 o 3,5%, a w latach 2018 i 2019 o 3,8%; tyle samo przewidywano w poprzedniej rundzie projekcji.

Otoczenie międzynarodowe

(zmiany rok do roku w proc.)

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

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

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

Handel światowy, który w ostatnich miesiącach znacznie się umocnił, w horyzoncie projekcji powinien nadal stopniowo rosnać. W średnim okresie ma rosnać w takim samym tempie jak aktywność gospodarcza na świecie. W porównaniu z projekcjami z marca 2017 popyt zewnętrzny strefy euro na ten rok został zrewidowany w górę, głównie dlatego, że najnowsze dane okazały się lepsze, niż oczekiwano.

Eksport poza strefę euro będzie wspierany przez ożywienie popytu

światowego. Według szacunków w drugim półroczu 2016 i na początku 2017 roku dynamika popytu zewnętrznego strefy euro zwiększyła się w związku ze wzrostem popytu importowego w gospodarkach zarówno rozwiniętych (zwłaszcza w USA i Japonii), jak i wschodzących (przede wszystkim w Chinach, Rosji i Brazylii). Na nadchodzący okres przewiduje się, że popyt importowy w gospodarkach rozwiniętych i wschodzących będzie rósł, przy czym w Wielkiej Brytanii pozostanie słaby. Oczekuje się, że wzrost popytu zewnętrznego w horyzoncie projekcji będzie wywierać korzystny wpływ na eksport poza strefę euro. Import spoza strefy euro ma rosnąć szybciej niż eksport i zgodnie ze swoją historyczną elastycznością względem popytu łącznego. Nadwyżka na rachunku bieżącym strefy euro ma w horyzoncie projekcji nieco się zmniejszyć, m.in. w związku z zanikaniem wcześniejszego wpływu cen ropy na relację cen eksportowych do importowych (*terms of trade*).

Przewiduje się, że w horyzoncie projekcji nastąpi domknięcie ujemnej luki

PKB. Wzrost produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji będzie według szacunków wynosić nieco powyżej 1%, a więc pozostanie wyraźnie słabszy od faktycznego wzrostu realnego PKB, szacowanego na ok. 1,8%. Słaba dynamika produktu potencjalnego odzwierciedla przede wszystkim dość niską kontrybucję kapitału po długim okresie wyjątkowo niskich inwestycji. Natomiast kontrybucja pracy powinna się zwiększyć na skutek wzrostu wskaźników aktywności zawodowej będącego wynikiem przeprowadzonych reform strukturalnych; z powodu starzenia się społeczeństwa pozostanie jednak nieco niższa od średniej sprzed kryzysu. Kontrybucja całkowitej wydajności czynników produkcji powinna być tylko nieznacznie niższa od poziomu przedkryzysowego.

Sytuacja na rynku pracy w strefie euro w horyzoncie projekcji powinna nadal się poprawiać.

Przez cały analizowany okres zatrudnienie ma w dalszym ciągu rosnąć, ale tempo tego wzrostu będzie stopniowo maleć. W krótkim okresie wynika to głównie z ustępowania niektórych czynników przejściowych mających korzystny wpływ na dynamikę zatrudnienia. Założono, że przez pozostałą część analizowanego okresu w niektórych krajach coraz silniej będzie odczuwalny niedobór wykwalifikowanej siły roboczej, co będzie osłabiać dynamikę zatrudnienia i prowadzić do wzrostu liczby przepracowanych godzin na osobę. Taka sytuacja w dziedzinie zatrudnienia przekłada się na wzrost wydajności pracy, odzwierciedlający coraz większe wykorzystanie kapitału i siły roboczej w warunkach zmniejszania się niewykorzystanych mocy produkcyjnych. W 2019 stopa bezrobocia ma spaść do 8,3%, ale nadal będzie powyżej poziomu sprzed kryzysu (7,5% w 2007).

Wzrost realnego PKB został zrewidowany w górę w porównaniu z projekcjami z marca 2017.

Bardzo korzystne nastroje przedsiębiorców i konsumentów w połączeniu z silniejszym popytem zewnętrznym wskazują, że w najbliższym okresie wzrost ten będzie nieco wyższy, niż zakładano wcześniej. W dłuższym okresie zwykłe oddziaływanie niższych cen ropy, niższych długookresowych stóp procentowych i wyższych cen akcji, a także mocniejszego spożycia publicznego i inwestycji publicznych, jest jedynie częściowo osłabiane przez spadkowy wpływ aprecjacji kursu euro.

Oczekuje się, że inflacja HICP w 2017 roku wyniesie średnio 1,5%, w 2018 obniży się do 1,3%, a w 2019 – podskoczy do 1,6%. Taki przebieg inflacji, w kształcie litery V, wynika przede wszystkim z rozbieżności w kształtowaniu się HICP cen energii oraz inflacji HICP po wyłączeniu cen energii i żywności w horyzoncie projekcji. Inflacja HICP cen energii w 2017 roku mocno wzrośnie w porównaniu z 2016, a następnie będzie się zwiększać bardziej umiarkowanie; jest to odzwierciedleniem niedawnego wzrostu cen ropy oraz stosunkowo płaskiego przebiegu jej cen terminowych w dalszej perspektywie. Dodatnia kontrybucja inflacji HICP cen energii do inflacji ogółem w 2017 roku wyniesie 0,4 pkt proc., a w ciągu następnych dwóch lat znacznie spadnie.

Oczekuje się, że inflacja HICP po wyłączeniu cen energii i żywności w horyzoncie projekcji będzie stopniowo rosła. Będzie to przede wszystkim wynikać ze zwiększania się jednostkowych kosztów pracy w miarę postępu i umacniania się ożywienia gospodarczego. Jednym z czynników wzrostu inflacji HICP bez energii i żywności jest spodziewane zmniejszenie się niewykorzystanych mocy produkcyjnych na rynku pracy, które powinno wzmocnić wzrost płac. Oczekuje się ponadto, że czynniki hamujące w ostatnich latach dynamikę płac, takie jak potrzeba odzyskania konkurencyjności cenowej w niektórych krajach, będą stopniowo zanikać, co powinno dodatkowo wspierać spodziewany wzrost dynamiki przeciętnego wynagrodzenia. Jednostkowe koszty pracy mają w horyzoncie projekcji wzrosnąć nieco mniej niż płace. Ponadto wzrostową presję kosztową powinien nieco nasilać – pośrednio, przez wyższe koszty produkcji i ich standardowo opóźniony wpływ na płace nominalne – trwający od początku 2016 roku wzrost cen ropy.

Wzrost cen konsumpcyjnych w strefie euro w horyzoncie projekcji nie powinien być już hamowany przez zewnętrzną presję cenową. Po czterech latach spadków roczna dynamika cen importu ma w 2017 roku osiągnąć wartość dodatnią. Zwrot ten wynika przede wszystkim z odbicia cen ropy i surowców nieenergetycznych trwającego od 2016 roku. Także spowolnienie wzrostu cen importu w następnym okresie odzwierciedla bardziej umiarkowane zmiany cen surowców. Gdy pominiemy ceny surowców, ogólna presja inflacyjna na świecie powinna się stopniowo zwiększać. Globalne koszty produkcji mają stopniowo rosnąć w miarę zmniejszania się niewykorzystanych mocy produkcyjnych na świecie. Światowa presja cenowa będzie jednak osłabiana przez nadal wysoki poziom wolnych mocy oraz dużą konkurencję ze strony krajów o niskich kosztach produkcji.

Za główny czynnik wzrostu wewnętrznej presji kosztowej w najbliższych latach uznaje się poprawę warunków na rynku pracy. Oczekuje się, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia wzrośnie z 1,7% w roku 2017 do 2,4% w 2019. Będzie to wynikiem zmniejszenia się niewykorzystanych mocy produkcyjnych na rynku pracy w strefie euro i coraz bardziej odczuwalnego w niektórych krajach tej strefy niedoboru siły roboczej. W tych krajach strefy euro, w których na kształtowanie się wynagrodzeń mają wpływ ceny z poprzednich okresów, niedawny znaczny wzrost inflacji ogółem prawdopodobnie przełoży się na szybszy wzrost płac nominalnych. Efekt ten może być jednak bardziej widoczny dopiero od 2018, ponieważ w części

krajów negocjacje dotyczące płac na rok 2017 prawie się zakończyły. Nawet wtedy jednak będzie słaby, ponieważ dotyczy tylko tych krajów, w których (dorozumiana) indeksacja wynagrodzeń jest powiązana z inflacją ogółem. Ogranicza go także zmniejszenie w ostatnich latach przez niektóre kraje stopnia indeksowania płac inflacją. Dynamika płac w horyzoncie projekcji powinna być dodatkowo wzmocniana przez oczekiwany wzrost wydajności. Co więcej, w tym horyzoncie czasowym mają słabnąć różne czynniki hamujące. Należy do nich np. ograniczenie wzrostu płac związane z tym, że w czasie kryzysu wynagrodzenia nominalne nie spadły odpowiednio do zmiany aktywności. W niektórych krajach przestaną także działać środki wprowadzone w celu obniżenia składek na ubezpieczenie społeczne i ograniczenia wzrostu płac w sektorze publicznym.

Przewiduje się, że marże będą w horyzoncie projekcji rosły nieco szybciej niż w ostatnim okresie. Do ich nieco większego wzrostu niż w poprzednich kwartałach przyczyni się wygasanie hamującego wpływu niedawnych podwyżek cen ropy naftowej w warunkach utrzymującego się ożywienia gospodarczego. Jednak w horyzoncie projekcji dynamika marż będzie prawdopodobnie nieco osłabiana przez oczekiwany wzrost jednostkowych kosztów pracy i światowej presji konkurencyjnej.

W porównaniu z projekcjami z marca 2017 perspektywy inflacji HICP zostały zrewidowane nieco w dół. Założenie niższych niż w projekcjach marcowych cen ropy naftowej pociągnęło za sobą rewizję w dół inflacji HICP cen energii na lata 2017 i 2018. Również projekcje cen żywności obniżono w całym horyzoncie czasowym. Ponadto zrewidowano w dół projekcję inflacji HICP po wyłączeniu cen energii i żywności na lata 2018 i 2019. Rewizja ta odzwierciedla m.in. pośredni wpływ niższych cen ropy naftowej i nieco mocniejszego kursu euro, ale także przewidywaną niższą bazową presję kosztową i cenową w różnych gospodarkach strefy euro.

3 Perspektywy fiskalne

Oczekuje się, że nastawienie polityki fiskalnej w latach 2017–2019 będzie w większości neutralne. Nastawienie to jest mierzone jako zmiana salda pierwotnego skorygowanego o zmiany cykliczne, po odjęciu pomocy publicznej dla sektora finansowego. Wpływ czynników niedyskrecjonalnych oraz środków dyskrecjonalnych ocenia się jako neutralny w całym horyzoncie projekcji.

Oczekuje się, że wskaźniki deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w horyzoncie projekcji będą na ścieżce spadkowej. Poprawa salda budżetu wynika z dalszego obniżania się płatności odsetkowych w horyzoncie projekcji oraz poprawy składnika cyklicznego, z nadwyżką wyrównujących niewielkie pogorszenie się salda pierwotnego skorygowanego o zmiany cykliczne. Stopniowa redukcja długu publicznego w horyzoncie projekcji wynika z korzystnej różnicy

między stopą wzrostu a stopą procentową⁴ oraz z przewidywanej nadwyżki pierwotnej.

W porównaniu z projekcjami z marca 2017 perspektywy wskaźników deficytu budżetowego i długu publicznego pozostały zasadniczo niezmienione.

Tabela 1

Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro¹⁾

(zmiany rok do roku w proc.)

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

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 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.

⁴ Różnicę tę oblicza się przez pomniejszenie nominalnego efektywnego oprocentowania długu o stopę wzrostu nominalnego PKB.

Ramka 3

Analizy wrażliwości

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.

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 jest dość płaska i do końca 2019 roku cena ropy Brent utrzymuje się na poziomie ok. 51,5 USD/b. Jest to spójne z umiarkowanym ożywieniem światowego popytu na ropę – taki scenariusz wiąże się z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego na świecie. Niedawne przedłużenie umowy OPEC na razie nie wywołało przesunięcia w górę krzywej cen ropy, prawdopodobnie ze względu na poziom zapasów, który jest bliski historycznego maksimum, możliwy wzrost wydobywania ropy z łupków oraz obawy, że niektórzy najwięksi producenci mogą nie zastosować się do uzgodnień. 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 7,2% 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 roku 2018 i 0,2 pkt proc. w 2019).

2) Alternatywny przebieg kursu walutowego

W analizie wrażliwości sprawdzono także, w celach poglądowych, potencjalny wpływ niższego niż w scenariuszu bazowym kursu euro. Ryzyko deprecjacji euro wynika głównie stąd, że rozbieżność w nastawieniu polityki pieniężnej po obu stronach Atlantyku może okazać się większa, niż się obecnie oczekuje. W szczególności presja spadkowa na euro jeszcze się nasili, 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, gdy zmaleje niepewność co do działań nowej administracji amerykańskiej. Alternatywny scenariusz kursu euro jest oparty na 25. percentylu rozkładu gęstości kursu USD/EUR wynikającego z kwotowań opcji na 16 maja 2017, przy założeniu neutralności względem ryzyka. Z takiego przebiegu wynika stopniowa deprecjacja euro wobec dolara do 1,06 USD/EUR w 2019 roku, czyli ok. 3% poniżej 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 dół od poziomu przyjętego w scenariuszu bazowym i w 2019 wypada 1,8% niżej. W takim scenariuszu średnia wyników uzyskanych z różnych modeli

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

makroekonomicznych stosowanych przez ekspertów wskazuje, że inflacja HICP i wzrost PKB będą wyższe o 0,1 pkt proc. w 2018 i 0,2 pkt proc. w 2019.

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 ogólnie w przedziałach wokół projekcji ekspertów Eurosystemu (podanych 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 Eurosystemu	czerwiec 2017	1,9 [1,6–2,2]	1,8 [0,8–2,8]	1,7 [0,6–2,8]	1,5 [1,4–1,6]	1,3 [0,6–2,0]	1,6 [0,7–2,5]
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	maj 2017	1,8	1,7	1,5	1,7	1,5	1,7
Consensus Economics Forecasts	maj 2017	1,7	1,6	1,4	1,6	1,4	1,7
Survey of Professional Forecasters	kwiecień 2017	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,7
MFW	kwiecień 2017	1,7	1,6	1,6	1,7	1,5	1,6

Źródła: Komisja Europejska: *European Economic Forecast*, wiosna 2017; MFW: *World Economic Outlook*, kwiecień 2017; OECD: *Economic Outlook*, czerwiec 2017; *Consensus Economics Forecasts*, maj 2017; *MJEconomics for the Euro Zone Barometer*, maj 2017; EBC: *Survey of Professional Forecasters*, kwiecień 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 2529-4784 (pdf)
Nr katalogowy UE QB-CF-17-001-PL-N (pdf)