



Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC dla strefy euro¹

Wrzesień 2016

Oczekuje się, że ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie postępować, choć jego tempo ma być nieco niższe, niż przewidywano w projekcjach z czerwca 2016. Czynnikiem spowalniającym dynamikę eksportu w strefie euro będzie według projekcji znaczna rewizja w dół popytu zewnętrznego, związana głównie z dużo słabszym popytem importowym w Wielkiej Brytanii w następstwie referendum w sprawie członkostwa w UE. Niemniej głosowanie nad „Brexitem” na razie w niewielkim stopniu odbiło się na wskaźnikach nastrojów i niepewności w strefie euro, dzięki czemu perspektywy ożywienia pozostają w większości niezmienione. W horyzoncie projekcji czynnikami podtrzymującymi wzrost popytu wewnętrznego w warunkach stopniowego ożywienia gospodarki światowej powinny być: łagodne nastawienie polityki pieniężnej, wciąż stosunkowo niskie ceny ropy, poprawa warunków na rynku pracy oraz postępy w zmniejszaniu dźwigni finansowej w różnych sektorach. Oczekuje się, że realny PKB w 2016 roku wzrośnie w ujęciu rocznym o 1,7%, zaś w 2017 i 2018 o 1,6%.

Inflacja HICP, silnie osłabiona przez ujemną kontrybucję inflacji HICP cen energii związaną z wcześniejszym gwałtownym spadkiem cen ropy, ma w 2016 wynieść średnio 0,2%. Po wygaśnięciu tego efektu na początku 2017 roku inflacja HICP ma w ciągu tego roku znacznie wzrosnąć – do 1,2%. Trwające ożywienie gospodarcze i zmniejszanie się niewykorzystanych mocy produkcyjnych mają w horyzoncie projekcji stopniowo prowadzić do wzrostu inflacji HICP z wyłączeniem energii i żywności, co powinno przyczynić się do dalszego wzrostu inflacji ogółem – w 2018 ma ona wynieść 1,6%.

1

Gospodarka realna

Oczekuje się, że ożywienie aktywności w strefie euro będzie postępować. PKB strefy euro w 2015 znacznie zrewidowano w górę w związku z dużą rewizją w górę PKB Irlandii, co z kolei wynikało przede wszystkim z restrukturyzacji dużych

¹ Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC 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 11 sierpnia 2016, zaś dla pozostałych informacji – 18 sierpnia 2016, z wyjątkiem danych o PKB Niemiec (opublikowanych 24 sierpnia) i Hiszpanii (opublikowanych 25 sierpnia). Obecna runda projekcji makroekonomicznych obejmuje lata 2016–2018. 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.

przedsiębiorstw wielonarodowych, której skutkiem był istotny wzrost poziomu aktywów kapitałowych w tym kraju. Rewizja ta oznacza zmianę poziomu PKB, ale nie odzwierciedla silniejszej dynamiki wzrostu ani w strefie euro, ani w gospodarce irlandzkiej. Według najnowszych szacunków Eurostatu tempo wzrostu realnego PKB w II kw. 2016 powróciło do poziomu 0,3%, z 0,5% w I kw., wskutek wygaśnięcia korzystnego wpływu pewnych czynników przejściowych. Mimo wyniku brytyjskiego referendum nastroje wśród przedsiębiorców i konsumentów w strefie euro pozostały dość stabilne, zaś wskaźniki zmienności rynków finansowych i ogólnej niepewności makroekonomicznej utrzymały się na niskim poziomie (zob. ramka 1). Ze wskaźników tych wynika, że w najbliższym okresie wzrost gospodarczy powinien się utrzymać.

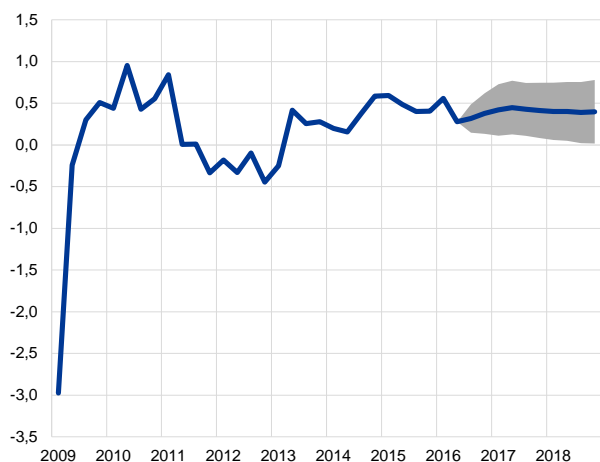
Wykres 1

Projekcje makroekonomiczne¹⁾

(dane kwartalne)

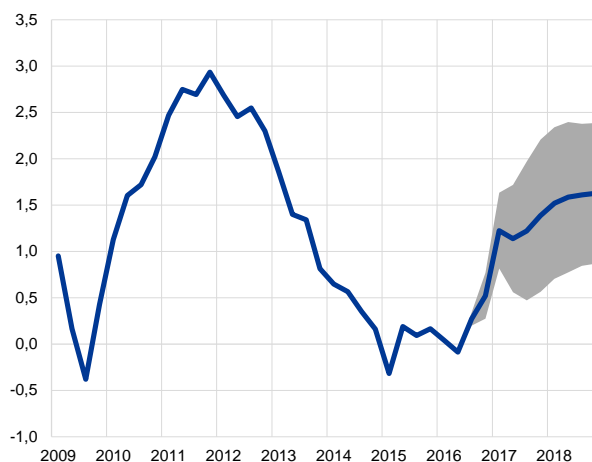
Realny PKB strefy euro²⁾

(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.

Oczekuje się, że realny PKB w 2016 roku wzrośnie w ujęciu rocznym o 1,7%, zaś w 2017 i 2018 o 1,6%. Fundamentem tego wzrostu ma być nadal odporny popyt wewnętrzny, podtrzymywany zwłaszcza przez łagodne nastawienie polityki pieniężnej EBC i sprzyjającą politykę fiskalną w 2016. Dynamika eksportu ma nieco przyspieszyć pod wpływem spodziewanego stopniowego ożywienia na świecie, ale nie przewyższy dynamiki importu, przy czym ujemna kontrybucja wymiany handlowej netto będzie w horyzoncie projekcji stopniowo maleć.

Ramka 1

Wpływ wyniku brytyjskiego referendum w sprawie członkostwa w UE na perspektywy gospodarcze strefy euro

Oczekuje się, że decyzja Wielkiej Brytanii o opuszczeniu Unii Europejskiej niekorzystnie wpłynie na gospodarkę strefy euro, głównie z racji powiązań handlowych; perspektywy gospodarki brytyjskiej zostały znacznie zrewidowane w dół. Osią obecnego scenariusza bazowego dla tego kraju jest przewlekły wzrost niepewności, ciężący na aktywności gospodarczej. Przewiduje się, że w drugim półroczu 2016 i w 2017 dynamika PKB w Wielkiej Brytanii znacznie się obniży. Przyczyną spowolnienia ma być wyraźny spadek inwestycji i wolniejszy wzrost spożycia prywatnego. Założono, że na zmiennych związanych z handlem dodatkowo zaważy niepewność dotycząca wyniku negocjacji handlowych, gdyż firmy mogą zwlekać z zawarciem nowych umów długoterminowych, dopóki nie będzie znany kształt przyszłych relacji między Wielką Brytanią a Unią Europejską. Z tego powodu – a także w związku z osłabieniem się kursu funta szterlinga – wartości importu brytyjskiego w całym horyzoncie projekcji zrewidowano znacznie w dół w porównaniu z projekcjami z czerwca 2016. Zrewidowano też w dół dynamikę eksportu brytyjskiego, ale mniej niż w przypadku importu, w przewidywaniu, że będzie ją nieco podtrzymywać deprecjacja efektywnego kursu funta. Oczekuje się, że w 2018 aktywność gospodarcza w Wielkiej Brytanii nieco się ożywi dzięki ekspansywnej polityce pieniężnej.

Aktywność gospodarcza w strefie euro odczuje negatywny wpływ Brexitu głównie poprzez niższy eksport. Gdy uwzględnimy skutki globalne, w horyzoncie projekcji wynik referendum będzie mieć znaczny ujemny wpływ na popyt zewnętrzny strefy euro – w ujęciu skumulowanym ok. 1,3 pkt proc. Niekorzystny wpływ niższego popytu zewnętrznego na dynamikę realnego PKB kraje strefy euro odczuwają w różnym stopniu, zależnie od skali ich powiązań handlowych z Wielką Brytanią. Oprócz efektów handlowych wystąpią także efekty kursowe na poziomie krajowym, wynikające z silnej deprecjacji funta wobec euro w następstwie referendum. Jednak w przypadku wszystkich krajów strefy euro z wyjątkiem Irlandii aprecjacja euro wobec funta została zawiązką skompensowana przez deprecjację efektywnego kursu euro wobec innych głównych walut. Ponadto po referendum nastąpiły znaczne rewizje w dół długoterminowych stóp procentowych, mogące odzwierciedlać zmiany oczekiwań dotyczących przyszłego kierunku polityki pieniężnej w strefie euro i na świecie. Te dwa czynniki osłabiają niekorzystny wpływ Brexitu na perspektywy gospodarcze strefy euro.

Projekcje wzrostu gospodarczego strefy euro uwzględniają także dodatkowe czynniki spadkowe odnoszące się do konkretnych krajów. Dotyczą one na przykład niekorzystnego wpływu na wskaźniki zaufania w krajach mających bliskie powiązania z Wielką Brytanią, a także osłabienia się ruchu turystycznego i niekorzystnych procesów na rynku nieruchomości w niektórych krajach. Ponadto, jako że rewizja w dół perspektyw wzrostu dla Wielkiej Brytanii wynika głównie z dużo niższego poziomu inwestycji, w nieproporcjonalnym stopniu dotknie partnerów handlowych, którzy dostarczają do Wielkiej Brytanii dobra inwestycyjne.

Ryzyka związane z Brexitem, które ciążą na projekcjach, są znaczne. Negocjacje brytyjsko-unijne mogą okazać się trudniejsze, niż oczekiwano, co jeszcze mocniej zaważyłoby na perspektywach handlu. Utrzymująca się niepewność może doprowadzić do dalszego spadku zaufania i osłabienia aktywności gospodarczej w horyzoncie projekcji. Z kolei niższy popyt Brytyjczyków na nieruchomości za granicą może także niekorzystnie wpłynąć na inwestycje

mieszkańców na niektórych rynkach w strefie euro. Jednocześnie w niektórych krajach można dostrzec wzrostowe czynniki ryzyka związane z przeniesieniem do strefy euro siedzib firm świadczących usługi finansowe lub przekierowaniem przepływów finansowych związanych z bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi dotyczącymi Wielkiej Brytanii do kraju pochodzenia lub innych krajów strefy euro.

Wydatki na spożycie prywatne w br. według projekcji mocno wzrosną, a później ich dynamika pozostanie dość wysoka. Zaufanie konsumentów utrzymuje się znacznie powyżej średnich historycznych, co wskazuje na dalszy wzrost spożycia prywatnego w drugim półroczu 2016. Perspektywy wzrostu nominalnych dochodów do dyspozycji są wciąż korzystne, gdyż utrzymującemu się wzrostowi zatrudnienia towarzyszy lekkie umocnienie dynamiki przeciętnego wynagrodzenia. Kontrybucja pozostałych dochodów osobistych do wzrostu nominalnych dochodów do dyspozycji powinna być dodatnia i kształtować się podobnie jak zyski. Oczekuje się, że tempo wzrostu realnych dochodów do dyspozycji w 2016 roku przyspieszy, po czym w 2017 i kolejnych latach będzie zwalniać, głównie pod wpływem kształtowania się inflacji cen energii. Jednocześnie wzrost spożycia prywatnego powinna podtrzymywać poprawa warunków zaciągania kredytów, pobudzana środkami polityki pieniężnej zastosowanymi przez EBC. Choć wpływ niższych stóp procentowych na przychody odsetkowe i płatności odsetkowe gospodarstw domowych jest kwotowo podobny – w związku z czym średnie przychody odsetkowe netto gospodarstw domowych w strefie euro zasadniczo się nie zmieniają – jego skutkiem jest przesunięcie zasobów od gospodarstw, w których oszczędności przeważają nad zadłużeniem (oszczędzający netto), do dłużników netto. Ponieważ ci drudzy mają na ogół wyższą krańcową skłonność do konsumpcji, taka redystrybucja przychodów i płatności odsetkowych powinna dalej umacniać łączne spożycie. Do pobudzania wzrostu spożycia prywatnego powinny się ponadto przyczynić postępy w zmniejszaniu dźwigni finansowej. W sumie roczna dynamika spożycia prywatnego według projekcji wyniesie średnio 1,7% w 2016 roku, 1,6% w 2017 i 1,5% w 2018.

Oczekuje się, że stopa oszczędności do połowy 2017 roku będzie się obniżać, a potem utrzyma się na niezmiennym poziomie. Według szacunków stopa oszczędności nieco wzrosła w drugim półroczu 2015 i ponownie w pierwszym półroczu 2016, co wynikało z częściowego i stopniowego przekładania się na wydatki konsumpcyjne dodatkowych dochodów realnych związanych z cenami ropy. Oczekuje się, że dodatnie oddziaływanie tych czynników będzie przejściowe, a ich ustępowanie oznacza, że między końcem roku 2016 a połową 2017 stopa oszczędności zmaleje. Potem do końca horyzontu projekcji powinna pozostać bez zmian, wskutek oddziaływania kilku przeciwstawnych czynników. W niektórych krajach spadek bezrobocia, poprawa warunków kredytowych i niskie stopy procentowe wskazują na obniżenie się stopy oszczędności, natomiast w części krajów znajdujących się w trudnej sytuacji potrzeba zmniejszenia dźwigni finansowej spowoduje prawdopodobnie, że stopa ta wzrośnie.

Ramka 2

Założenia techniczne dotyczące stóp procentowych, kursów walutowych i cen surowców

Zmiany w założeniach technicznych w porównaniu z projekcjami z czerwca są następujące: nieco niższe dolarowe ceny ropy, niewielka deprecjacja efektywnego kursu euro oraz znacznie niższe długoterminowe rynkowe stopy procentowe.

Założenia techniczne

	Wrzesień 2016				Czerwiec 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
3-miesięczna stopa EURIBOR (stopa roczna)	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (stopa roczna)	1,2	0,7	0,6	0,8	1,2	0,9	1,1	1,4
Cena ropy naftowej (USD/b)	52,4	42,8	47,4	50,6	52,4	43,4	49,1	51,3
Ceny surowców nieenerget. w USD (zmiana proc. r/r)	-19,9	-3,0	5,3	4,2	-19,9	-3,3	4,3	4,6
Kurs USD/EUR	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,13	1,14	1,14
Nominalny efektywny kurs euro (EER38) (zmiana proc. r/r)	-7,1	3,6	-0,1	0,0	-7,1	4,2	0,2	0,0

Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe; datą graniczną jest 11 sierpnia 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 oraz -0,4% w 2017 i 2018. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro wynikająca z oczekiwań rynkowych wynosi średnio 0,7% w 2016, 0,6% w 2017 i 0,8% w 2018². Oczekuje się, że łączne oprocentowanie kredytów bankowych dla niefinansowego sektora prywatnego strefy euro w roku 2016 nieco się obniży, w 2017 jeszcze nieznacznie spadnie, po czym w 2018 minimalnie wzrośnie, zgodnie z kształtowaniem się stóp procentowych na rynku terminowym i stopniowym przekładaniem się zmian stóp rynkowych na oprocentowanie kredytów. W zakresie cen surowców, na podstawie tendencji wyprowadzonej jako średnia cen terminowych z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (11 sierpnia), przyjęto założenie, że cena baryłki ropy Brent spadnie z 52,4 USD w 2015 do 42,8 USD w 2016, po czym wzrośnie do 47,4 USD w 2017 i 50,6 USD w 2018, czyli w porównaniu z projekcjami czerwcowymi będzie w horyzoncie projekcji niższa o średnio ok. 1 USD. Przyjęto także, że dolarowe ceny surowców nieenergetycznych w roku 2016 nieco spadną, zaś w latach 2017 i 2018 wzrosną³. Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe w horyzoncie projekcji utrzymają się na poziomie

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

równym średniej z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (11 sierpnia). Z założenia tego wynika kurs USD do EUR wynoszący w horyzoncie projekcji 1,11, wobec 1,14 w projekcjach czerwcowych. Pomimo silnej deprecjacji funta szterlinga wobec euro, jaka nastąpiła po brytyjskim referendum, efektywny kurs euro (wobec 38 partnerów handlowych) w 2016 jest słabszy o 0,5%, zaś w 2017 i 2018 niższy o 0,9% od zakładanego w czerwcu.

Inwestycje mieszkaniowe w strefie euro powinny nieco odbić. Do ich trwałego ożywienia mają się przyczyniać spodziewane przyspieszenie wzrostu nominalnych dochodów do dyspozycji oraz bardzo niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych. Świadczą o tym również rosnąca liczba pozwoleń na budowę oraz wzrastający popyt na kredyty mieszkaniowe, czemu towarzyszy poprawa warunków zaciągania kredytów. Ponadto w niektórych krajach najwyraźniej zakończyły się korekty na rynkach mieszkaniowych i ceny nieruchomości zaczęły rosnąć. Na silniejszy wzrost inwestycji mieszkaniowych nie pozwalają jednak wysokie bezrobocie i znaczne zadłużenie gospodarstw domowych w niektórych krajach, a także niekorzystna sytuacja demograficzna.

W inwestycjach przedsiębiorstw spodziewane jest dalsze ożywienie. Ma się do niego przyczyniać wiele czynników: zaufanie w dalszym ciągu poprawia się pod wpływem korzystnych oczekiwań dotyczących produkcji i odwrócenia się oczekiwań dotyczących cen sprzedaży; wykorzystanie mocy produkcyjnych wzrosło powyżej wieloletniej średniej; w warunkach finansowania i zaciągania kredytów nastąpiła znaczna poprawa, którą pobudziły niestandardowe środki zastosowane przez EBC; popyt wewnętrzny powinien pozostać stabilny, zaś popyt zewnętrzny ma się umocnić; pojawiła się potrzeba modernizacji majątku produkcyjnego po latach niskich inwestycji; powinny też umocnić się marże zysku w już zasobnym w gotówkę sektorze przedsiębiorstw. Ponadto silne odbicie cen akcji obserwowane w ostatnich latach oraz umiarkowany wzrost finansowania dłużnego spowodowały, że wskaźnik dźwigni finansowej (dług do aktywów ogółem) w sektorze przedsiębiorstw zbliżył się do historycznego minimum. Jednak ożywienie inwestycji przedsiębiorstw będzie wciąż hamowane przez sztywność rynków pracy i produktów oraz oczekiwanie słabszego niż w przeszłości wzrostu produktu potencjalnego.

Na eksport poza strefę euro bardzo niekorzystnie oddziałuje rewizja w dół popytu zewnętrznego, w znacznej mierze związana ze słabszymi perspektywami sytuacji w Wielkiej Brytanii. Oczekuje się, że popyt zewnętrzny od połowy 2016 roku przyspieszy tylko w niewielkim stopniu, zgodnie z ożywieniem aktywności na świecie, a siłą napędową wzrostu będą głównie gospodarki wschodzące. Niemniej spodziewane tempo wzrostu popytu zewnętrznego utrzyma się na poziomie dużo niższym niż przed kryzysem. Wynikający z tego niekorzystny wpływ na eksport poza strefę euro jest jedynie częściowo łagodzony przez pozytywne oddziaływanie słabszego efektywnego kursu euro. W sumie eksport poza strefę euro od drugiego półrocza 2016 ma przyspieszyć tylko w niewielkim stopniu. Udziały w rynkach eksportowych powinny w krótkim okresie nieznacznie się zwiększyć wskutek słabszego kursu euro, a następnie pozostać bez zmian.

Dynamika importu spoza strefy euro ma w horyzoncie projekcji pozostać stosunkowo niewielka. Powinien on rosnąć zgodnie ze swoją historyczną elastycznością względem popytu łącznego, choć wciąż nieco szybciej niż eksport. W związku z tym oczekuje się, że nadwyżka na rachunku bieżącym zmniejszy się w 2018 do 3,3%.

Ramka 3

Otoczenie międzynarodowe

Oczekuje się, że aktywność gospodarcza na świecie będzie się stopniowo umacniać. Wraz z Brexitem zmaterializowało się spadkowe ryzyko obciążające i tak już słabe perspektywy gospodarki światowej. Zmienność globalnych rynków finansowych po brytyjskim referendum okazała się wprawdzie krótkotrwała – jej rozprzestrzenieniu się zapobiegły m.in. oczekiwania dotyczące dalszego złagodzenia polityki – ale perspektywy samej Wielkiej Brytanii się pogorszyły, co zaważyło na popycie światowym. Ponadto mimo wstępnych oznak, że aktywność w dużych gospodarkach wschodzących będących eksporterami surowców przestała już spadać, wskaźniki światowe jeszcze przed referendum wskazywały na niewielkie tempo wzrostu globalnego. Oczekuje się, że w następnym okresie ożywienie na świecie będzie postępować bardzo powoli. Łagodna polityka powinna korzystnie wpływać na perspektywy wzrostu gospodarek rozwiniętych, natomiast stopniowe ustępowanie głębokiej recesji w dużych gospodarkach wschodzących, zwłaszcza w Rosji i Brazylii, powinno stanowić globalny bodziec wzrostowy niwelujący wpływ strukturalnego spowolnienia gospodarki chińskiej.

Handel światowy nadal jest słaby. Jego dynamikę w ostatnich kwartałach osłabiały niekorzystne czynniki związane z cyklem koniunkturalnym w gospodarkach wschodzących, zwłaszcza w krajach eksportujących surowce, gdzie nastąpiło wyhamowanie inwestycji. Gdy oddziaływanie tych czynników osłabnie, import światowy powinien w nadchodzących kwartałach nieco się umocnić. W średnim okresie w projekcji przyjęto, że elastyczność handlu światowego wobec wzrostu gospodarczego na świecie będzie bliska 1, czyli znacznie niższa niż przed kryzysem. Dynamika popytu zewnętrznego strefy euro powinna wzrosnąć z 1,6% w 2016 roku do 2,6% w 2017 i 3,5% w 2018.

Otoczenie międzynarodowe

(zmiany rok do roku w proc.)

	Wrzesień 2016				Czerwiec 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Realny PKB na świecie (bez strefy euro)	3,2	3,0	3,5	3,7	3,1	3,1	3,7	3,8
Handel światowy (bez strefy euro) ¹⁾	0,7	0,9	2,8	3,7	0,7	1,8	3,5	4,0
Popyt zewnętrzny strefy euro ²⁾	0,6	1,6	2,6	3,5	0,6	2,0	3,5	4,0

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

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

W porównaniu z projekcjami z czerwca 2016 aktywność na świecie i popyt zewnętrzny strefy euro zostały zrewidowane w dół. Rewizja popytu zewnętrznego – o 0,4 pkt proc. w 2016 roku, 0,9 pkt proc. w 2017 i 0,5 pkt proc. w 2018 – odzwierciedla przede wszystkim oczekiwania dotyczące słabszego wzrostu importu z Wielkiej Brytanii i jego skutków dla aktywności światowej.

W horyzoncie projekcji ujemna luka PKB w strefie euro powinna się systematycznie zmniejszać pod wpływem umiarkowanego wzrostu produktu potencjalnego. Szacuje się, że jego dynamika w horyzoncie projekcji wzrośnie, ale pozostanie znacznie poniżej poziomu sprzed kryzysu – ok. 1,7%. Słaby wzrost produktu potencjalnego odzwierciedla przede wszystkim dość niską kontrybucję kapitału w następstwie długotrwałego bardzo słabego wzrostu inwestycji. Kontrybucja pracy w horyzoncie projekcji powinna się poprawiać na skutek zwiększania się liczby ludności w wieku produkcyjnym w związku z napływem uchodźców oraz wzrostu wskaźników aktywności zawodowej, będącego wynikiem m.in. wcześniejszych reform strukturalnych. Niemniej z powodu starzenia się społeczeństwa kontrybucja pracy pozostanie nieco niższa od średniej sprzed kryzysu. Natomiast spodziewana kontrybucja łącznej wydajności czynników produkcji jest w większości na takim poziomie jak przed kryzysem.

Sytuacja na rynkach pracy w strefie euro powinna w horyzoncie projekcji nadal się poprawiać. Przewiduje się dalszy wzrost zatrudnienia w horyzoncie projekcji, choć nieco niższy 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 założeniem, że w niektórych częściach strefy euro silniej odczuwalny będzie niedobór wykwalifikowanej siły roboczej. Oczekuje się, że stopa bezrobocia będzie się obniżać, choć wolniej niż w 2015, gdyż wpływ rosnącego zatrudnienia na stopę bezrobocia prawdopodobnie zostanie częściowo zniwelowany przez mocniejszy wzrost siły roboczej, związany z napływem uchodźców i chęcią do poszukiwania zatrudnienia. Z takiego kształtowania się dynamiki zatrudnienia wynika wzrost wydajności pracy – która jest tradycyjnie procykliczna – z 0,4% w 2016 do 0,9% w 2018.

W porównaniu z projekcjami z czerwca 2016 perspektywy wzrostu realnego PKB zrewidowano nieco w dół w całym horyzoncie projekcji. Jest to przede wszystkim odzwierciedleniem niekorzystnego wpływu rewizji w dół popytu zewnętrznego strefy euro, jedynie częściowo skompensowanego przez korzystne oddziaływanie niższego poziomu długoterminowych stóp procentowych, słabszego efektywnego kursu euro i pewnego dodatkowego wsparcia fiskalnego.

2 Ceny i koszty

Według projekcji średnia stopa inflacji HICP w 2016 roku wyniesie 0,2%, a następnie wyraźnie wzrośnie: do 1,2% w 2017 i 1,6% w 2018. Oczekuje się, że ustąpienie mocnego ujemnego oddziaływania wcześniejszego spadku cen ropy naftowej na początku 2017 roku doprowadzi do znacznego wzrostu inflacji ogółem, która w I kw. osiągnie 1,2%. Na podstawie krzywej cen terminowych ropy oczekuje się, że kontrybucja cen energii w inflacji HICP do inflacji ogółem wzrośnie z -0,6 pkt proc. w 2016 roku do między +0,1 a +0,2 pkt proc. w 2017 i 2018, czyli przełoży się na 0,7 pkt proc. wzrostu inflacji ogółem w latach 2016–2017.

Inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności ma według oczekiwań rosnąć w miarę zmniejszania się niewykorzystanych mocy produkcyjnych. Dynamika płac powinna w horyzoncie projekcji stopniowo rosnąć, do czego będzie się przyczyniać poprawa warunków na rynku pracy, o której świadczy wyraźny spadek stopy bezrobocia. Podczas trwającego ożywienia gospodarczego czynnikami podtrzymującymi inflację bazową mają także być większa zdolność przedsiębiorstw do dyktowania cen i związany z tym wzrost marż zysku. Do spodziewanego wzrostu inflacji HICP z wyłączeniem energii i żywności ma się także przyczyniać zanikanie pośrednich spadkowych efektów związanych z kształtowaniem się cen energii i surowców nieenergetycznych. Dodatnie oddziaływanie powinien też mieć ogólny wzrost presji cenowych na świecie, ale oczekuje się, że wzrost inflacji HICP z wyłączeniem energii i żywności w horyzoncie projekcji będzie hamowany przez stopniowe wygasanie wzrostowej presji wcześniejszej deprecjacji euro. W sumie oczekuje się, że inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności w 2016 roku wyniesie średnio 0,9%, by następnie wzrosnąć do 1,3% w 2017 i 1,5% w 2018.

Do wzrostu inflacji będzie się przyczyniać zewnętrzna presja cenowa. Oczekuje się, że inflacja cen importu, których roczna dynamika od czterech lat była ujemna, w 2017 stanie się dodatnia. Zakłada się, że deflator importu w 2016 roku będzie wciąż spadać, ale w 2017 i 2018 odbije. Jednym z kluczowych czynników odwrócenia się presji związanej z cenami importu jest zakładany wzrost cen surowców, a zwłaszcza ropy naftowej (na co wskazują krzywe terminowe) po ostrych spadkach z poprzednich lat. Istotną rolę w odwróceniu się rocznej dynamiki deflatora importu między rokiem 2016 a 2017 odgrywa także silny dodatni efekt bazy. Oprócz tych czynników do nasilania się zewnętrznej presji cenowej w strefie euro powinien się także przyczyniać ogólny stopniowy wzrost presji inflacyjnej na świecie, o którym świadczy na przykład prognozowany wzrost globalnej inflacji cen konsumpcyjnych.

Zmniejszanie się niewykorzystanych mocy produkcyjnych na rynku pracy i wzrost inflacji ogółem w 2017 i 2018 roku będą według oczekiwań podtrzymywać wzrost wynagrodzeń. Mimo trwającego od kilku lat spadku niewykorzystanych mocy produkcyjnych na rynku pracy wzrost wynagrodzeń pozostawał dotychczas w większości stabilny. Do czynników, które podczas trwającego ożywienia prawdopodobnie nadal hamują wzrost płac, należą – oprócz niewykorzystanych mocy produkcyjnych i niskiej inflacji – dokonywane w różnych krajach dostosowania mające na celu odzyskanie lub utrzymanie konkurencyjności cenowej, wzmocnione przez reformy rynku pracy przeprowadzone podczas kryzysu. Wydaje się ponadto, że pojawiły się nowe miejsca pracy, zwłaszcza w sektorach o niskiej wydajności pracy i – co za tym idzie – niskich płacach, co przez efekty związane z przekrojem rynku pracy odbija się na łącznym wzroście wynagrodzeń. Znaczenie takich osłabiających efektów dla płac w horyzoncie projekcji ma nieco zmaleć, a poziom niewykorzystanych mocy produkcyjnych na rynku pracy – jeszcze się obniżyć, co powinno pozwolić na umocnienie się dynamiki przeciętnego wynagrodzenia z 1,2% w 2016 roku do 1,8% w 2017 i 2,2% w 2018.

Trwające ożywienie gospodarcze powinno w horyzoncie projekcji korzystnie wpływać na wskaźnik marż zysku. W 2015 bodźcem do wzrostu tych marż była słaba dynamika kosztów pracy, a także gwałtowny spadek cen ropy, który najwyraźniej nie znalazł pełnego odzwierciedlenia w cenach konsumpcyjnych. W 2016 ten drugi efekt powinien wygasnąć, w związku z czym można oczekiwać, że wskaźnik marż zysku się obniży. Jednak mimo hamującego oddziaływania rosnących kosztów pracy oczekuje się, że spodziewana poprawa aktywności gospodarczej w horyzoncie projekcji, związana z cyklem koniunkturalnym, będzie nadal korzystnie wpływać na zdolność przedsiębiorstw do dyktowania cen, a zatem – na marże zysku.

W porównaniu z projekcjami z czerwca 2016 perspektywy inflacji HICP w całym horyzoncie projekcji pozostały zasadniczo niezmienione.

3 Perspektywy fiskalne

Oczekuje się, że nastawienie polityki fiskalnej w 2016 roku będzie ekspansywne, a w 2017 i 2018 zmieni się na 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 wynika głównie z dyskrecyjnych środków fiskalnych; czynniki niedyskrecyjne odgrywają mniejszą rolę i wiążą się m.in. 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 i 2018 dalsze obniżanie się płatności odsetkowych w połączeniu z poprawą zarówno składnika cyklicznego, jak i salda pierwotnego pociągną za sobą dalszą redukcję deficytu budżetowego. 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 powinny mieć także niewielkie nadwyżki pierwotne.

W porównaniu z projekcjami z czerwca perspektywy fiskalne w zakresie wskaźnika deficytu pozostały w większości niezmienione, a w zakresie wskaźnika długu są bardziej korzystne. Także wskaźnik długu publicznego do PKB ma być w horyzoncie projekcji niższy, głównie w związku z rewizją w górę PKB nominalnego Irlandii na rok 2015, wskutek której wskaźnik dla całej strefy euro obniżył się o ok. 0,4%.

Tabela 1**Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro¹⁾**

(zmiany rok do roku w proc.)

	Wrzesień 2016				Czerwiec 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Realny PKB ¹⁾	1,9	1,7 [1,5–1,9] ²⁾	1,6 [0,7–2,5] ²⁾	1,6 [0,4–2,8] ²⁾	1,6	1,6 [1,3–1,9] ²⁾	1,7 [0,7–2,7] ²⁾	1,7 [0,5–2,9] ²⁾
Spożycie prywatne	1,7	1,7	1,6	1,5	1,7	1,9	1,7	1,5
Spożycie publiczne	1,4	1,7	0,9	1,0	1,3	1,5	0,8	0,9
Nakłady brutto na środki trwałe	2,9	3,1	3,3	3,3	2,7	3,2	3,4	3,3
Eksport ³⁾	6,1	2,6	3,7	4,1	5,2	3,2	4,2	4,4
Import ³⁾	6,1	3,3	4,4	4,7	6,0	4,7	4,7	4,8
Zatrudnienie	1,1	1,3	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	0,9
Stopa bezrobocia (jako procent siły roboczej)	10,9	10,1	9,9	9,6	10,9	10,2	9,9	9,5
HICP	0,0	0,2 [0,1–0,3] ²⁾	1,2 [0,6–1,8] ²⁾	1,6 [0,8–2,4] ²⁾	0,0	0,2 [0,1–0,3] ²⁾	1,3 [0,6–2,0] ²⁾	1,6 [0,7–2,5] ²⁾
HICP z wyłączeniem energii	0,9	0,9	1,2	1,5	0,9	0,9	1,2	1,6
HICP z wyłączeniem energii i żywności	0,8	0,9	1,3	1,5	0,8	1,0	1,2	1,5
HICP z wyłączeniem energii, żywności i zmian podatków pośrednich ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	0,9	1,2	1,5
Jednostkowe koszty pracy	0,4	0,8	1,0	1,3	0,8	0,8	1,0	1,3
Przeciętne wynagrodzenie	1,3	1,2	1,8	2,2	1,3	1,3	1,8	2,2
Wydajność pracy	0,9	0,4	0,7	0,9	0,6	0,5	0,8	0,9
Saldo sektora finansów publicznych (jako procent PKB)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Saldo strukturalne budżetu (jako procent PKB) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Dług SFP brutto (jako procent PKB)	90,3	89,5	88,4	87,0	90,7	90,0	89,0	87,4
Saldo na rachunku bieżącym (jako procent PKB)	3,2	3,5	3,4	3,3	3,2	2,9	2,8	2,8

1) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych.

2) Przedziały wokół projekcji wyznaczono na podstawie różnic między rzeczywistymi wynikami a wcześniejszymi projekcjami z wielu lat. Rozpiętość przedziałów jest równa dwukrotności średniej wartości bezwzględnej tych różnic. Zastosowana metoda wyznaczania przedziałów, uwzględniająca korektę z tytułu zdarzeń nadzwyczajnych, została przedstawiona w publikacji *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, EBC, grudzień 2009, dostępnej 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 finansów publicznych skorygowane o zmiany przejściowe związane z cyklem koniunkturalnym oraz środki tymczasowe zastosowane przez rząd (metoda ESBC – zob. *Working Paper Series nr 77*, EBC, wrzesień 2001, oraz *Working Paper Series nr 579*, EBC, styczeń 2007). Projekcja salda strukturalnego nie jest wyprowadzana z łącznej miary luki PKB. Zgodnie z metodologią ESBC składniki cykliczne dla poszczególnych pozycji przychodów i wydatków oblicza się osobno. Więcej informacji przedstawia ramka „Cyclical adjustment of the government budget balance” w *Biuletynie Miesięcznym* EBC z marca 2012 oraz ramka „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” w *Biuletynie Miesięcznym* EBC z września 2014.

Ramka 4

Analiza 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 nieco 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 2018 ropa Brent będzie kosztować 51,6 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 EBC⁴ do przewidywania cen ropy w horyzoncie projekcji wskazuje obecnie na wyższy poziom tych cen w 2017 i 2018, niż przyjęto w założeniach technicznych. Prognozy te mogą się urzeczywistnić w wyniku silniejszego odbicia światowego popytu na ropę, spowodowanego mocniejszym od oczekiwanego ożywieniem aktywności gospodarczej na świecie, lub większego obniżenia się podaży ropy wskutek spadku inwestycji w sektorze wydobywczym, a co za tym idzie – ograniczenia mocy produkcyjnych w niektórych krajach. Zmaterializowanie się alternatywnego scenariusza, w którym ceny ropy do 2018 roku są o 11% wyższe niż w scenariuszu bazowym, miałyby minimalny ujemny wpływ na wzrost realnego PKB, oznaczałoby natomiast nieco szybszy wzrost inflacji HICP (o 0,1 pkt proc. w 2017 i 0,3 pkt proc. w 2018 roku).

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 z rozbieżności w nastawieniu polityki pieniężnej po obu stronach Atlantyku. Dalsze złagodzenie tej polityki w strefie euro oraz podniesienie stopy funduszy federalnych w Stanach Zjednoczonych wcześniej, niż przewidywano, mogą zwiększyć presję spadkową na euro. Alternatywny scenariusz kursu euro wyprowadzono z 25. percentyla rozkładu gęstości kursu USD/EUR wynikającego z kwotowań opcji na 11 sierpnia 2016, przy założeniu neutralności względem ryzyka. Z takiego przebiegu wynika stopniowa deprecjacja euro wobec dolara do 1,04 USD/EUR w 2018, czyli 6,3% 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%.

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

W rezultacie tego założenia efektywny kurs euro stopniowo odbiega w dół od poziomu przyjętego w scenariuszu bazowym i w 2018 wypada 3,3% poniżej tego poziomu. W takim scenariuszu średnia wyników uzyskanych z różnych modeli makroekonomicznych stosowanych przez ekspertów wskazuje na wyższy wzrost realnego PKB (o 0,1–0,2 pkt proc.) oraz wyższą inflację HICP (o 0,1–0,2 pkt proc.) w latach 2017 i 2018.

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 swobodnie w przedziałach wokół projekcji ekspertów EBC (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 EBC	wrzesień 2016	1,7 [1,5–1,9]	1,6 [0,7–2,5]	1,6 [0,4–2,8]	0,2 [0,1–0,3]	1,2 [0,6–1,8]	1,6 [0,8–2,4]
Komisja Europejska	maj 2016	1,6	1,8	–	0,2	1,4	–
OECD	czerwiec 2016	1,6	1,7	–	0,2	1,2	–
Euro Zone Barometer	sierpień 2016	1,5	1,3	1,6	0,3	1,3	1,6
Consensus Economics Forecasts	sierpień 2016	1,5	1,2	1,6	0,2	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters	lipiec 2016	1,5	1,4	1,6	0,3	1,2	1,5
MFW	lipiec (PKB) / kwiecień (HICP) 2016	1,6	1,4	1,6	0,4	1,1	1,3

Źródła: Komisja Europejska: *European Economic Forecast*, wiosna 2016, maj 2016 (w lipcu 2016 Komisja opublikowała dwa scenariusze dotyczące wpływu wyniku brytyjskiego referendum na perspektywę gospodarcze strefy euro; w scenariuszu łagodnym wzrost PKB strefy euro wynosi 1,6% w 2016 i 1,5% w 2017, zaś w scenariuszu skrajnym 1,5% w 2016 i 1,3% w 2017); MFW: *World Economic Outlook*, aktualizacja lipiec 2016 (PKB), *World Economic Outlook*, kwiecień 2016 (HICP); OECD: *Economic Outlook*, czerwiec 2016; *Consensus Economics Forecasts*, sierpień 2016; *MJEconomics for the Euro Zone Barometer*, sierpień 2016; EBC: *Survey of Professional Forecasters*, lipiec 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.