



# Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu dla strefy euro Czerwiec 2018<sup>1</sup>

*Choć początek roku był nadspodziewanie słaby, oczekuje się, że ożywienie gospodarcze w strefie euro pozostanie mocne i będzie postępować dalej w tempie wyższym od potencjału. Podobnie jak w poprzednich rundach projekcji przewiduje się, że wzrost realnego PKB w analizowanym horyzoncie czasowym będzie stopniowo zwalniać – z 2,1% w 2018 do 1,7% w 2020<sup>2</sup> – wraz z powolnym wygasaniem pewnych czynników pro wzrostowych. Inflacja HICP we wszystkich latach objętych projekcją ma wynosić 1,7%, choć w ujęciu kwartalnym widać pewną zmienność. Stabilna ścieżka średniorocznej stopy inflacji jest wypadkową spadku rocznej inflacji cen energii i stopniowego wzrostu inflacji HICP z wyłączeniem energii i żywności, przy coraz silniej odczuwalnym niedoborze mocy produkcyjnych.*

1

## Gospodarka realna

**Spadek dynamiki realnego PKB w pierwszym kwartale 2018 jest po części odzwierciedleniem czynników przejściowych, ale wskazuje także, że spowolnienie nastąpiło wcześniej, niż dotychczas oczekiwano.** Dynamika realnego PKB, która przez cztery kwartały 2017 utrzymywała się na mocnym poziomie 0,7%, w pierwszym kwartale 2018 obniżyła się do 0,4%. Częściowym wyjaśnieniem tego spowolnienia są różne czynniki przejściowe, w tym zła pogoda, strajki w kilku krajach strefy euro oraz niezwykle wysoka liczba zwolnień chorobowych wskutek sezonowej epidemii grypy w Niemczech. Ponadto niekorzystne oddziaływanie wcześniejszej aprecjacji euro mogło być mocniejsze, a ograniczenia w podaży siły roboczej – uwidocznic się wcześniej, niż oczekiwano. I wreszcie, spowolnienie może wiązać się także z pewną normalizacją po bardzo wysokim wzroście notowanym przez cały rok 2017.

<sup>1</sup> Projekcje makroekonomiczne opracowywane przez ekspertów Eurosystemu stanowią wkład do przeprowadzanej przez Radę Prezesów oceny sytuacji gospodarczej i zagrożeń dla stabilności cen. Projekcje ekspertów EBC i 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 22 maja 2018, zaś dla pozostałych informacji – 31 maja 2018. Obecna runda projekcji makroekonomicznych obejmuje lata 2018–2020. Projekcje o tak długim horyzoncie czasowym są obciążone bardzo dużą niepewnością, o czym należy pamiętać przy 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.

<sup>2</sup> Podane wartości dotyczą danych skorygowanych o liczbę dni roboczych.

**Jednak na następny okres przewiduje się, że wzrost realnego PKB w najbliższych kwartałach pozostanie mocny, zgodnie z nadal wysokimi wskaźnikami nastrojów przedsiębiorców i konsumentów.** Po wyraźnym spadku, jaki zaobserwowano w pierwszym kwartale 2018, w kwietniu i maju wskaźniki zaufania ustabilizowały się i pozostają wysokie na tle wartości historycznych. Wprawdzie niektóre wskaźniki opublikowane po dacie granicznej są nieco słabsze, niż oczekiwano, ale nadal są zasadniczo zgodne z prognozowaną ścieżką wzrostu.

**Tabela 1**  
Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro<sup>1)</sup>

(zmiany rok do roku w proc.)

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

1) Realny PKB i jego składowe na podstawie danych skorygowanych o liczbę dni roboczych. Opublikowane przez Eurostat 7 czerwca 2018 (po dacie granicznej) dane o PKB i jego głównych składowych wskazują, że w 2017 stopa wzrostu realnego PKB skorygowana o liczbę dni roboczych wyniosła 2,6%.

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 przedstawiono w ramce „Cyclical adjustment of the government budget balance” w *Biuletynie Miesięcznym* EBC z marca 2012 oraz w ramce „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” w *Biuletynie Miesięcznym* EBC z września 2014.

**W perspektywie średniookresowej w dalszym ciągu występują podstawowe warunki do dalszego wzrostu.** Popyt wewnętrzny będzie nadal podtrzymywany przez szereg sprzyjających czynników. Na gospodarkę wciąż przekłada się bardzo łagodne nastawienie polityki pieniężnej EBC. Pod wpływem niskich stóp procentowych i korzystnych warunków zaciągania kredytów bankowych ciągle rośnie akcja kredytowa dla sektora prywatnego. Mniejsza potrzeba delewarowania będzie się też przyczyniać do wzrostu dynamiki wydatków prywatnych. Ponadto dobre warunki panujące na rynku pracy i wzrost majątku netto powinny wywierać korzystny wpływ na spożycie prywatne i dynamikę inwestycji mieszkaniowych. Jednocześnie nadal będą rosnąć inwestycje przedsiębiorstw, m.in. w związku ze wzrostem zysków w warunkach rosnącej presji popytowej i wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych. Także eksport strefy euro powinien pozostać mocny, gdyż korzystnie wpływa na niego trwające ożywienie aktywności gospodarczej na świecie i związany z tym wzrost popytu zewnętrznego.

**W horyzoncie czasowym projekcji wzrost realnego PKB będzie jednak sukcesywnie zwalniać w miarę stopniowego wygasania pewnych czynników pro wzrostowych.** W analizowanym okresie będzie stopniowo maleć oddziaływanie wprowadzonych wcześniej środków polityki pieniężnej. Pewne spowolnienie wzrostu popytu zewnętrznego strefy euro ma osłabiać dynamikę eksportu. Przewiduje się, że zmaleje także dynamika zatrudnienia, m.in. w związku z coraz mocniej odczuwalnym w niektórych krajach strefy euro niedoborem siły roboczej. Ponadto zmniejszy się dynamika spożycia prywatnego, co będzie odzwierciedleniem normalizacji niskiej wcześniej stopy oszczędności w fazie ożywienia koniunktury w części krajów strefy euro.

**Dynamika realnych dochodów do dyspozycji w latach 2018 i 2019 powinna się umocnić wobec wzrostu płac i obniżek podatków bezpośrednich, po czym w 2020 ma się osłabić.** Oczekuje się, że kontrybucja wynagrodzeń brutto do dynamiki dochodów do dyspozycji w 2018 wyraźnie się zwiększy pod wpływem mocniejszego wzrostu płac, po czym przez resztę okresu będzie nieco słabsza, gdyż dalszy wzrost dynamiki wynagrodzeń nominalnych nie wystarczy, by w pełni zrównoważyć wpływ spowolnienia wzrostu zatrudnienia. Dynamika pozostałych dochodów osobistych według projekcji minimalnie wzrośnie, zgodnie ze wzrostem zysków. Oczekuje się, że ujemna kontrybucja salda transferów fiskalnych w 2018 i 2019 zmaleje w ujęciu bezwzględny w wyniku cięć składek na ubezpieczenie społeczne i podatków bezpośrednich, po czym w 2020 w ujęciu bezwzględny z powrotem wzrośnie. Ogólnie struktura dynamiki realnych dochodów do dyspozycji będzie coraz mniej korzystna dla wydatków gospodarstw domowych, gdyż spożycie zwykle reaguje nieco mocniej na dodatkowe dochody wynikające ze wzrostu zatrudnienia niż na zmiany płac realnych.

**Jednym z głównych czynników wzrostu w całym horyzoncie projekcji ma być spożycie prywatne.** Korzystne wskaźniki zaufania konsumentów, przewidywana dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy i wzrost przeciętnej płacy realnej wskazują na jego mocny wzrost przez kilka następnych kwartałów. Jednak w horyzoncie projekcji 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 podtrzymywać lepsze 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 gospodarstw domowych, jak i na ich płatnościach odsetkowych, to generalnie jest korzystniejszy dla dłużników netto (gospodarstw, w których zadłużenie przeważa nad oszczędnościami) niż dla oszczędzających netto. Ponieważ ci pierwsi mają na ogół wyższą krańcową skłonność do konsumpcji, obecna sytuacja powinna wspierać łączne spożycie prywatne. Powinno ono być także podtrzymywane przez wzrost majątku netto gospodarstw domowych i dotychczasowe postępy w zmniejszaniu dźwigni finansowej.

**Stopa oszczędności gospodarstw domowych, obecnie rekordowo niska, w horyzoncie projekcji powinna stopniowo rosnąć.** Stopa ta w ostatnim okresie zmalała, głównie wskutek poprawy sytuacji gospodarczo-finansowej gospodarstw domowych, pewnego zaspokojenia stłumionego popytu (odkładanych dotąd na później kosztownych zakupów) oraz wpływu bardzo niskich stóp procentowych na skłonność do oszczędzania. Przewiduje się, że w horyzoncie projekcji stopa oszczędności wzrośnie, przede wszystkim w wyniku pewnej normalizacji w fazie ożywienia cyklicznego. 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 marca 2018 założenia techniczne obejmują słabszy kurs euro, zwłaszcza wobec dolara amerykańskiego, oraz wyższe dolarowe ceny ropy i niższe stopy procentowe.** Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe; datą graniczną jest 22 maja 2018. Stopy krótkoterminowe odnoszą się do 3-miesięcznej stawki EURIBOR, a oczekiwania rynkowe są wyprowadzane ze stawek kontraktów terminowych. Z metodologii tej wynika średni poziom krótkoterminowych stóp procentowych równy  $-0,3\%$  w 2018,  $-0,2\%$  w 2019 i  $0,2\%$  w 2020. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro wynikająca z oczekiwań rynkowych wynosi średnio  $1,2\%$  w 2018,  $1,5\%$  w 2019 i  $1,7\%$  w 2020<sup>3</sup>. W porównaniu z projekcjami z marca 2018 oczekiwania rynkowe dotyczące krótkoterminowych stóp procentowych zrewidowano w dół o 10 pkt bazowych na rok 2019 i o 20 pkt bazowych na 2020, natomiast oczekiwania dotyczące stóp długoterminowych zrewidowano w dół o 15 pkt bazowych w całym horyzoncie projekcji.

<sup>3</sup> 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.

W zakresie cen surowców, na podstawie tendencji wyprowadzonej jako średnia cen terminowych z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (22 maja 2018), przyjęto założenie, że cena ropy Brent wzrośnie z 54,4 USD/b w 2017 do 74,5 USD/b w 2018, a następnie spadnie do 73,5 USD/b w 2019 i 68,7 USD/b w 2020. Z takiego przebiegu wynika, że w porównaniu z projekcjami marcowymi dolarowe ceny ropy w 2018 są wyższe o 14,6%, w 2019 o 20,2%, zaś w 2020 o 17,7%. Jeśli chodzi o dolarowe ceny surowców nieenergetycznych, przyjęto, że w roku 2018 znacznie wzrosną, zaś w kolejnych latach ich wzrost będzie nieco wolniejszy<sup>4</sup>.

Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe utrzymają się w horyzoncie projekcji na poziomie równym średniej z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (22 maja 2018). Z założenia tego wynika średni kurs USD do EUR wynoszący 1,20 w roku 2018 i 1,18 w latach 2019–2020, wobec 1,24 w projekcjach z marca 2018. Efektywny kurs euro (wobec 38 partnerów handlowych) jest o 0,3% słabszy niż w projekcjach marcowych.

#### Założenia techniczne

	Czerwiec 2018				Marzec 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
3-miesięczna stopa EURIBOR (stopa roczna)	-0,3	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,4
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (stopa roczna)	1,0	1,2	1,5	1,7	1,0	1,3	1,6	1,9
Cena ropy naftowej (USD/b)	54,4	74,5	73,5	68,7	54,4	65,0	61,2	58,3
Ceny surowców nieenerget. w USD (zmiana proc. r/r)	7,9	9,3	2,5	4,1	7,9	7,4	3,2	4,5
Kurs USD/EUR	1,13	1,20	1,18	1,18	1,13	1,23	1,24	1,24
Nominalny efektywny kurs euro (EER38) (zmiana proc. r/r)	2,2	4,4	-0,1	0,0	2,2	4,5	0,1	0,0

**W inwestycjach mieszkaniowych przewiduje się dalsze ożywienie, choć wolniejsze niż przez ostatnie dwa lata.** Dynamika tych inwestycji w drugim półroczu 2017 osłabła, gdyż w niektórych krajach strefy euro sektor budowlany zaczął coraz silniej odczuwać ograniczenia podażowe, w szczególności – niedobór siły roboczej. Nadal utrzymują się podstawowe warunki do dalszego ożywienia inwestycji mieszkaniowych w horyzoncie projekcji; badania ankietowe wskazują, że coraz więcej gospodarstw domowych planuje zakup, budowę bądź (u większości) remont domu lub mieszkania w ciągu najbliższych dwóch lat. Popyt na nieruchomości mieszkaniowe jest wysoki, jednak jego dynamikę mają osłabiać ograniczenia w podaży mocy produkcyjnych coraz mocniej odczuwalne w sektorze budowlanym, pewne zaostrzenie warunków finansowania i niekorzystne trendy demograficzne.

**Inwestycje przedsiębiorstw powinny w horyzoncie projekcji nadal rosnąć, choć coraz wolniej.** Do ich wzrostu mają w dalszym ciągu przyczyniać się różne czynniki: po pierwsze, pod wpływem korzystnych oczekiwań dotyczących produkcji

<sup>4</sup> Założenia dotyczące cen ropy i surowców żywnościowych do końca horyzontu projekcji opierają się na stawkach kontraktów terminowych. W odniesieniu do innych nieenergetycznych surowców mineralnych zakłada się, że do drugiego kwartału 2019 ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami terminowymi, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

oraz dużych zamówień wskaźniki zaufania przedsiębiorców utrzymują się na bardzo wysokim poziomie; po drugie, wykorzystanie mocy produkcyjnych pozostaje znacznie powyżej średniej długookresowej i coraz częściej jako czynnik ograniczający produkcję w przetwórstwie przemysłowym wymienia się braki w oprzyrządowaniu; po trzecie, warunki finansowania mają w horyzoncie projekcji pozostać bardzo korzystne; po czwarte, powinny wzrosnąć zyski w już teraz 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. Natomiast skonsolidowane zadłużenie brutto (relacja długu do dochodów) obniżyło się w znacznie 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 nadal trwa ożywienie, ale najnowsze dane wskazują na lekkie osłabienie jego tempa.** Rosnące rentowności, zmienność rynku akcji i aprecjacja dolara przyczyniły się do pewnego zacieśnienia warunków finansowych – w ostatnich tygodniach na rynkach finansowych niektórych gospodarek wschodzących wystąpiły wyraźne napięcia. Wzrost cen ropy osłabił perspektywy gospodarcze krajów będących importerami tego surowca. Niemniej jednak najbliższe perspektywy gospodarki światowej pozostają zasadniczo mocne. Krajom rozwiniętym sprzyja łagodna polityka pieniężna, zaś Stany Zjednoczone zyskały na wprowadzeniu znacznych bodźców fiskalnych. Gospodarki nastawione na eksport korzystają na ożywieniu handlu światowego, zaś eksporterom surowców sprzyja wzrost ich cen. Nasiliły się wprawdzie obawy dotyczące protekcjonizmu, ale bezpośrednie skutki makroekonomiczne dotychczas wprowadzonych ceł (na amerykański import stali i aluminium) prawdopodobnie będą niewielkie, choć ogólna tendencja wzrostu protekcjonizmu może się odbić na zaufaniu inwestorów. Jeśli chodzi o dalszą przyszłość, oczekuje się, że w średnim okresie dynamika aktywności gospodarczej będzie słabnąć w miarę wchodzenia gospodarek rozwiniętych w fazę wysycenia koniunktury i stopniowego zmniejszania się wsparcia ze strony polityki pieniężnej i fiskalnej. Obciążeniem dla perspektyw będzie prawdopodobnie wejście Chin na ścieżkę wolniejszego wzrostu, mniej zależną od instrumentów bodźcowych. Ponadto gospodarki eksportujące surowce, mimo trwającego ożywienia, nadal wymagają konsolidacji fiskalnej. W sumie światowy wzrost aktywności (z wyłączeniem strefy euro) ma zgodnie z projekcją przyspieszyć z 3,8% w 2017 do 4,0% w 2018, a następnie zwolnić i w 2020 wynieść 3,7%. W porównaniu z marcem 2018 projekcję wzrostu światowego PKB na lata 2018 i 2019 zrewidowano w dół o 0,1 pkt proc. Rewizja na rok 2018 odzwierciedla mniej optymistyczne dane na początku roku w gospodarkach rozwiniętych, a na rok 2019 – słabsze perspektywy części gospodarek wschodzących.



## Otoczenie międzynarodowe

(zmiany rok do roku w proc.)

	Czerwiec 2018				Marzec 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Realny PKB na świecie (bez strefy euro)	3,8	4,0	3,9	3,7	3,8	4,1	3,9	3,7
Handel światowy (bez strefy euro) <sup>1)</sup>	5,2	5,1	4,6	4,0	5,6	4,9	4,5	3,9
Popyt zewnętrzny strefy euro <sup>2)</sup>	5,2	5,2	4,3	3,7	5,5	4,7	4,1	3,6

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

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

**Wskaźniki handlu światowego wskazują na niewielkie spowolnienie w pierwszych miesiącach br., po silnym wzroście w 2017.** Niemniej trwające cykliczne ożywienie koniunktury powinno w najbliższym okresie stanowić dla handlu światowego bodziec wzrostowy przeważający nad niekorzystnym oddziaływaniem wyższych ceł wprowadzonych w Stanach Zjednoczonych i Chinach. Oczekuje się jednak, że w miarę słabnięcia bodźców cyklicznych dynamika handlu będzie zwalniać i w średnim okresie zrówna się z dynamiką aktywności. Stopa wzrostu popytu zewnętrznego strefy euro w 2018 ma według oczekiwań wynieść 5,2%, a do 2020 zmniejszyć się do 3,7%. W porównaniu z projekcjami z marca 2018 roczna dynamika popytu zewnętrznego strefy euro na rok 2018 została podwyższona o 0,5 pkt proc. po uwzględnieniu rewizji w górę danych za czwarty kwartał 2017, która zrównoważyła nieco słabszy wzrost importu światowego na początku 2018. Na lata 2019 i 2020 dynamika popytu zewnętrznego strefy euro została nieco podwyższona, głównie w związku z oczekiwaniami większego udziału handlu we wzroście w niektórych gospodarkach środkowo- i wschodnioeuropejskich.

**Dynamikę eksportu poza strefę euro będą osłabiać wcześniejsza aprecjacja euro oraz spowolnienie popytu zewnętrznego.** Wskutek umocnienia się euro eksport poza strefę euro powinien rosnać wolniej niż popyt zewnętrzny, z czego wynika dalsze niewielkie zmniejszenie się udziałów w rynkach eksportowych. Importowi spoza strefy euro ma sprzyjać korzystne kształtowanie się popytu wewnętrznego, a w najbliższych kwartałach – także silniejsze euro. Ponieważ spowolnienie w imporcie ma być mniejsze niż w eksporcie, kontrybucja salda handlu zagranicznego do wzrostu gospodarczego (która w 2017 wykazywała mocne wartości dodatnie) w horyzoncie projekcji będzie jedynie minimalnie powyżej zera.

**Wzrost zatrudnienia według projekcji ma zwalniać, w miarę jak w niektórych krajach coraz bardziej odczuwalny będzie niedobór siły roboczej.** W czwartym kwartale 2017 liczba zatrudnionych w strefie euro zwiększyła się o 0,3% i szacuje się, że w pierwszym kwartale br. nadal rosła w podobnym tempie. Niedawne umocnienie się wzrostu zatrudnienia miało szeroki zasięg terytorialny, a progностyczne badania ankietowe wskazują na jego stabilną kontynuację w najbliższym okresie. Jednak dynamika zatrudnienia prawdopodobnie nieco się zmniejszy. Oczekuje się, że w 2018 będzie stopniowo zanikać wpływ pewnych korzystnych czynników przejściowych (np. bodźców fiskalnych w niektórych krajach), a w części krajów zwolni wzrost zatrudnienia w sektorze publicznym. Potem w niektórych krajach ma się nasilać niedobór siły roboczej.

**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 tymi pozytywnymi czynnikami zacznie stopniowo przeważać niekorzystny wpływ starzenia się społeczeństwa – odpływ starszych pracowników będzie szybszy niż napływ młodszych, a współczynnik aktywności zawodowej tych pierwszych jest niższy (choć przewiduje się, że nieco wzrośnie).

**W 2020 roku stopa bezrobocia wyniesie według oczekiwań 7,3%.** W pierwszym kwartale 2018 spadła do 8,6% – najniższego poziomu od ostatnich miesięcy 2008. W kolejnych kwartałach liczba bezrobotnych ma się nadal mocno zmniejszać i zbliżyć do minimum przedkryzysowego.

**Dynamika wydajności pracy, kształtująca się zgodnie z trendem koniunkturalnym, pozostanie niezmienną.** W 2017 wydajność pracy wzrosła o 0,9%. Jeśli chodzi o dalsze perspektywy, wspomniane spowolnienie wzrostu zatrudnienia, coraz większe wykorzystanie kapitału w warunkach zmniejszania się niewykorzystanych mocy produkcyjnych, wzrost liczby przepracowanych godzin na pracownika oraz pewna poprawa całkowitej jednostkowej wydajności czynników produkcji wskazują, że dynamika wydajności pracy w horyzoncie projekcji powinna zasadniczo się utrzymać. Niemniej oczekuje się, że pozostanie nieco niższa niż średnia sprzed kryzysu, wynosząca 1%.

**Wzrost realnego PKB w horyzoncie projekcji powinien utrzymać się powyżej potencjału.** Szacuje się, że wzrost produktu potencjalnego w ostatnich latach nieco przyspieszył pod wpływem wyższych kontrybucji produktywności kapitału i łącznej produktywności czynników produkcji. Pod koniec horyzontu projekcji dynamika wzrostu potencjalnego, choć nie dogoni jeszcze faktycznej dynamiki realnego PKB, powinna być nieco niższa niż przed kryzysem. Należy jednak zaznaczyć, że ani wzrostu potencjalnego, ani jego determinant nie da się dokładnie zmierzyć, więc szacunki te są bardzo niepewne.

**W porównaniu z projekcjami z marca 2018 wzrost realnego PKB na rok 2018 został zrewidowany w dół, zaś na lata 2019–2020 pozostał zasadniczo bez zmian.** Obniżenie projekcji na rok 2018 wiąże się głównie ze słabszym, niż wcześniej oczekiwano, wzrostem realnego PKB w pierwszym kwartale.



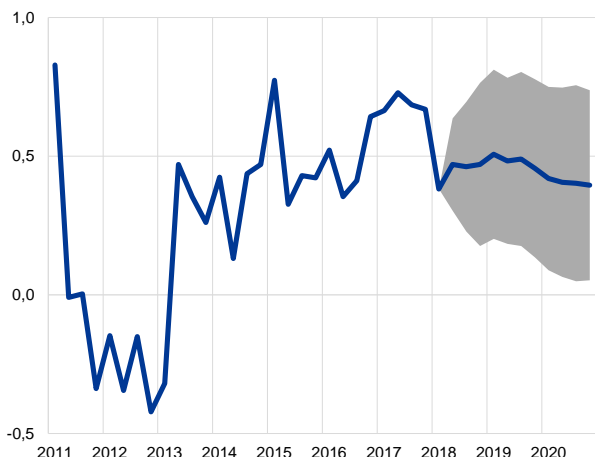
## Wykres 1

### Projekcje makroekonomiczne<sup>1)</sup>

(dane kwartalne)

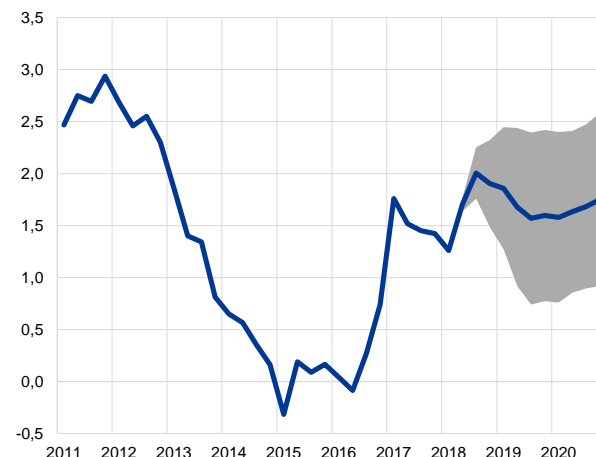
#### Realny PKB strefy euro<sup>2)</sup>

(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.

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych.

## 2

### Ceny i koszty

**Inflacja HICP we wszystkich latach objętych projekcją utrzyma się na stałym poziomie 1,7%, gdyż spadkowa tendencja wskaźnika HICP dla cen energii będzie się znosić ze stopniowo umacniającą się inflacją HICP z wyłączeniem energii i żywności.** Wprawdzie w najbliższych miesiącach inflacja HICP cen energii powinna wzrosnąć wskutek niedawnych podwyżek cen ropy i pewnego dodatniego efektu bazy, jednak od końca 2018 do połowy 2019, w wyniku mocnego ujemnego efektu bazy, ma gwałtownie spaść. Następnie jej kontrybucja do inflacji HICP ogółem ma być ujemna, mimo niewielkiego dodatniego wpływu podatków od energii, co wiąże się ze spadkowym nachyleniem krzywej cen terminowych ropy. Inflacja HICP cen żywności powinna w horyzoncie projekcji przebiegać płasko na poziomie ok. 2,0%. Inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności będzie rosła w miarę nasilania się ograniczeń w podaży czynników produkcji. W szczególności coraz mocniejsze zacieśnianie się rynku pracy oraz nasilanie się niedoboru siły roboczej w niektórych krajach będą przyczyniać się do szybszego wzrostu płac, a wynikające z tego wyższe jednostkowe koszty pracy powinny – przy płaskim przebiegu wydajności pracy – przekładać się, przynajmniej częściowo, na ceny. Oczekuje się, że do wzrostu inflacji HICP z wyłączeniem energii i żywności będzie się w pewnym stopniu przyczyniać sytuacja cenowa poza strefą euro, jako że na tę składową inflacji oddziałują pośrednio wcześniejsze podwyżki cen ropy i zakładany wzrost cen surowców nieenergetycznych. Inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności będzie według projekcji stopniowo rosła, by w 2020 osiągnąć 1,9%.

**Wzrost płac powinien w horyzoncie projekcji znacznie przyspieszyć, gdyż zacieśnia się rynek pracy i wygasają środki, które w ostatnich latach hamowały wzrost wynagrodzeń w niektórych krajach.** Oczekuje się, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia wzrośnie z 1,6% w roku 2017 do 2,7% w 2020<sup>5</sup>. Wzrost jednostkowych kosztów pracy ma się umocnić w podobnym stopniu jak wzrost przeciętnego wynagrodzenia, co wynika z ogólnie niezmiennego w horyzoncie projekcji tempa wzrostu wydajności. Głównym czynnikiem wzrostu dynamiki płac jest przewidywana dalsza poprawa warunków na rynku pracy w strefie euro, przy czym w niektórych częściach strefy rynek ten coraz bardziej się zacieśnia i występuje wyraźny niedobór siły roboczej. Wyniki negocjacji płacowych przeprowadzonych niedawno w części krajów strefy euro wskazują na korzystne tempo wzrostu płac w miarę zmniejszania się niewykorzystanych mocy produkcyjnych. Oczekuje się, że w tych krajach strefy euro, w których proces kształtowania wynagrodzeń obejmuje indeksację do wcześniejszych wskaźników, do wzrostu dynamiki płac przyczyni się – oprócz koniunktury – znaczny wzrost inflacji ogółem, jaki nastąpił w 2017 roku w porównaniu z poprzednimi trzema latami. Co więcej, w miarę jak ożywienie gospodarcze w strefie euro przyspiesza i obejmuje kolejne kraje, powinny stopniowo ustępować czynniki związane z kryzysem, które hamowały dotąd dynamikę płac, np. konieczność ograniczenia ich wzrostu w niektórych krajach w celu odzyskania konkurencyjności cenowej lub fakt, że w czasie kryzysu wynagrodzenia nominalne nie spadły współmiernie do zmiany aktywności. Oczekuje się ponadto, że mniejsze znaczenie będą mieć pewne środki rządowe, które w przeszłości ograniczały wzrost płac.

**Nie oczekuje się, by marże zysku miały w horyzoncie projekcji zwiększać presję inflacyjną.** Z uwagi na ograniczoną zdolność przedsiębiorstw do dyktowania cen oczekuje się, że dynamikę marż, zwłaszcza pod koniec horyzontu projekcji, będzie hamować przewidywany wzrost jednostkowych kosztów pracy i jednostkowych podatków pośrednich netto.

**Zewnętrzna presja cenowa powinna pozostać dodatnia, ale w horyzoncie projekcji ma słabnąć.** Deflator importu w 2017 mocno wzrósł w związku z odbiciem cen ropy i innych surowców. W horyzoncie projekcji ceny importu powinny kształtować się bardziej umiarkowanie. Jest to odzwierciedleniem spadkowej tendencji w cenach ropy i wcześniejszej aprecjacji euro – czynniki te ograniczą oddziaływanie wzrostu cen surowców innych niż ropa i stopniowego wzrostu presji cenowej na świecie, związanego ze zmniejszaniem się niewykorzystanych mocy produkcyjnych.

**W porównaniu z projekcjami z marca 2018 perspektywy inflacji HICP na lata 2018 i 2019 zrewidowano mocno w górę.** Znaczne podwyższenie założeń dotyczących dolarowych cen ropy wraz z deprecjacją kursu euro do dolara przełożyły się na mocną rewizję w górę krótkookresowych perspektyw inflacji cen

<sup>5</sup> 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 pracodawców. 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.

konsumpcyjnych energii. Inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności na lata 2019 i 2020 została zrewidowana lekko w górę dla uwzględnienia występującego z opóźnieniem zwykowego pośredniego oddziaływania podwyżek cen ropy i niewielkiego podwyższenia projekcji wzrostu przeciętnego wynagrodzenia.

### 3 Perspektywy fiskalne

**Oczekuje się, że nastawienie polityki fiskalnej w strefie euro w 2018 roku będzie lekko ekspansywne, a w latach 2019–2020 przeciętnie neutralne.**

Nastawienie to jest mierzone jako zmiana salda pierwotnego skorygowanego o zmiany cykliczne, po odjęciu pomocy publicznej dla sektora finansowego. Głównymi czynnikami powodującymi ekspansywne nastawienie polityki fiskalnej w 2018 są cięcia podatków bezpośrednich i składek na ubezpieczenie społeczne oraz założenie bardziej dynamicznego wzrostu inwestycji publicznych. Przeciętnie neutralne nastawienie tej polityki w latach 2019–2020 wynika stąd, że dalsze cięcia podatków bezpośrednich i składek na ubezpieczenie społeczne mają być równoważone przez wolniejszy wzrost wydatków publicznych.

**Oczekuje się, że w horyzoncie projekcji wskaźniki zarówno deficytu publicznego, jak i zadłużenia 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; wpływ tych czynników zostanie częściowo zneutralizowany przez łagodne pogorszenie się salda pierwotnego skorygowanego o czynniki koniunkturalne. Wskaźnik zadłużenia 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 PKB<sup>6</sup> oraz poprawa salda pierwotnego. W porównaniu z projekcjami z marca 2018 perspektywy deficytu nie zmieniły się istotnie, natomiast relacja długu do PKB została zrewidowana lekko w górę, głównie z powodu mniej korzystnej różnicy między stopą wzrostu a stopą procentową.

#### Ramka 3

##### 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 poszczególnych zmiennych.

<sup>6</sup> Różnicę tę oblicza się przez pomniejszenie nominalnego efektywnego oprocentowania długu o stopę wzrostu nominalnego PKB.

## 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 tego surowca – ceny te będą maleć i na koniec 2020 roku ropa Brent będzie kosztować ok. 67 USD/b. Scenariusz ten wynika z cen kontraktów terminowych i jest spójny ze stabilnym wzrostem popytu światowego na ropę, wynikającym z przyspieszenia ożywienia gospodarczego na świecie. Jeśli chodzi o stronę podażową, ceny kontraktów terminowych na ropę będą prawdopodobnie odzwierciedlać także to, że niskowe oddziaływanie wzrostu wydobywania ropy z łupków w Stanach Zjednoczonych zostanie częściowo zrównoważone przez napięcia geopolityczne oraz porozumienie między krajami OPEC i niektórymi producentami spoza OPEC o zmniejszeniu wydobywania. Połączenie alternatywnych modeli stosowanych przez ekspertów EBC do prognozowania cen ropy<sup>7</sup> wskazuje obecnie na wyższy poziom tych cen w horyzoncie projekcji, niż przyjęto w założeniach technicznych. Zmaterializowanie się alternatywnego scenariusza wyprowadzonego z tych modeli, w którym ceny ropy do 2020 roku są o 8,8% wyższe niż w scenariuszu bazowym, miałyby minimalny ujemny wpływ na wzrost realnego PKB (mniej niż 0,1 pkt proc. w 2019 i 2020), oznaczałoby natomiast szybszy wzrost inflacji HICP (o 0,1 pkt proc. w 2019 i 0,2 pkt proc. w 2020).

## 2) Alternatywny przebieg kursu walutowego

### **W analizie wrażliwości sprawdzono także wpływ potencjalnego umocnienia się kursu euro.**

Jednym ze źródeł ryzyka aprecjacji jest mocniejsze od oczekiwanego ożywienie gospodarcze w strefie euro, którego skutkiem byłaby zwykła presja inflacyjna. Taki scenariusz jest spójny z rozkładem gęstości kursu USD/EUR wynikającego z kwotowań opcji na 22 maja 2018, przy założeniu neutralności względem ryzyka – jest on mocno przechylony w stronę aprecjacji euro. Z 75. percentyla tego rozkładu wynika stopniowa aprecjacja euro wobec dolara do 1,36 USD/EUR w 2020, czyli 14,8% powyżej 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 wzrost realnego PKB w 2019 byłby niższy o 0,5 pkt proc., a w 2020 – o 0,3 pkt proc. Inflacja HICP byłaby niższa o 0,5 pkt proc. w 2019 i 2020.

---

## 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

---

<sup>7</sup> Zob. połączenie czterech modeli opisane w artykule „Forecasting the price of oil”, *Biuletyn Ekonomiczny*, nr 4, EBC, 2015.

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 Eurosystemu (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 Eurosystemu	czerwiec 2018	2,1 [1,8–2,4]	1,9 [0,9–2,9]	1,7 [0,6–2,8]	1,7 [1,6–1,8]	1,7 [1,0–2,4]	1,7 [0,9–2,5]
Komisja Europejska	maj 2018	2,3	2,0	–	1,5	1,6	–
OECD	maj 2018	2,2	2,1	–	1,6	1,8	–
Euro Zone Barometer	maj 2018	2,3	1,9	1,6	1,5	1,5	1,8
Consensus Economics Forecasts	maj 2018	2,3	1,9	1,4	1,5	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	kwiecień 2018	2,4	2,0	1,6	1,5	1,6	1,7
MFW	kwiecień 2018	2,4	2,0	1,7	1,5	1,6	1,8

Źródła: Komisja Europejska: prognoza gospodarcza, wiosna 2018; MFW: World Economic Outlook, kwiecień 2018; OECD: Economic Outlook, maj 2018; Consensus Economics Forecasts, maj 2018 (wartość na rok 2020 pochodzi z długookresowej prognozy opartej na danych ankietowych z kwietnia 2018); Euro Zone Barometer: MJEconomics, maj 2018; Survey of Professional Forecasters: EBC, kwiecień 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](http://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-18-001-PL-N (pdf)