



PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EUROSYSTEMU DLA STREFY EURO – CZERWIEC 2016¹

1 Perspektywy strefy euro: zarys i najważniejsze czynniki

Oczekuje się, że ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie postępować, podtrzymywane przez łagodne nastawienie polityki pieniężnej EBC, niskie ceny ropy, trwającą poprawę na rynku pracy i pewne luzowanie fiskalne w 2016 roku. Wzrost popytu wewnętrznego powinien być w horyzoncie projekcji wspierany także przez postępy w zakresie delewarowania w wielu sektorach. Jednocześnie przewiduje się, że dzięki oczekiwanemu stopniowemu ożywieniu handlu światowego będzie ustępować hamujące oddziaływanie słabego wzrostu eksportu. Realny PKB ma w ujęciu rocznym wzrosnąć o 1,6% w 2016 oraz o 1,7% w 2017 i 2018. Oczekuje się, że inflacja HICP w 2016 utrzyma się na bardzo niskim poziomie 0,2%; silnym czynnikiem hamującym będzie spadek cen energii, jaki nastąpił w poprzednim okresie. Na rok 2017 przewidywany jest znaczny wzrost inflacji ogółem – do 1,3%, który będzie wynikać głównie z dodatniego efektu bazy w składowej „energia”. W 2018 roku zmniejszanie się niewykorzystanych mocy produkcyjnych powinno popchnąć inflację jeszcze nieco w górę – do 1,6%.

Motorem ożywienia jest popyt wewnętrzny, któremu powinno sprzyjać wiele korzystnych czynników. W szczególności na gospodarkę nadal przekłada się łagodne nastawienie polityki pieniężnej EBC. Dynamika spożycia prywatnego, choć nieco zwalnia, ma według oczekiwań pozostać mocna, zwłaszcza w 2016 roku: wobec coraz lepszej sytuacji na rynku pracy gospodarstwa domowe, które dotychczas tłumiły swój popyt konsumpcyjny, prawdopodobnie wydadzą większość środków zaoszczędzonych wcześniej dzięki niższym cenom ropy. Przewidywane ożywienie gospodarcze przyczyni się także do ciągłego, choć stopniowego, wzrostu inwestycji, m.in. przez działanie akceleratora. W najbliższym okresie popytowi wewnętrznemu powinno też sprzyjać pewne poluzowanie polityki fiskalnej.

¹ Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu stanowią wkład do przeprowadzanej przez Radę Prezesów oceny sytuacji gospodarczej i zagrożeń dla stabilności cen. Informacje o zastosowanych procedurach i technikach można znaleźć w publikacji *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, EBC, czerwiec 2001, dostępnej w serwisie internetowym EBC. Datą graniczną dla założeń technicznych, np. cen ropy i kursów walutowych (zob. ramka 1), był 10 maja 2016, zaś dla pozostałych informacji – 18 maja 2016. Obecna runda projekcji makroekonomicznych obejmuje lata 2016–2018. 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. Gdy krajowe banki centralne ogłoszą swoje projekcje, co ma nastąpić dwa tygodnie po ukazaniu się tego artykułu, w serwisie internetowym EBC zostanie opublikowana tabela z projekcjami pewnych zmiennych krajowych, stanowiących podstawę projekcji danych łącznych dla strefy euro przedstawionych w tym artykule.

Niekorzystne czynniki zewnętrzne działają hamująco na perspektywy krótkookresowe, ale w średnim okresie powinny wygasać.

W pierwszym półroczu 2016 ożywienie popytu zewnętrznego strefy euro pozostanie umiarkowane, gdyż nadal będzie je hamować słaby popyt w gospodarkach wschodzących. Ten niekorzystny wpływ na dynamikę eksportu poza strefę euro jest jedynie częściowo łagodzony przez opóźnione pozytywne efekty wcześniejszej mocnej deprecjacji euro. Jeśli chodzi o dalsze perspektywy, aktywność gospodarcza na świecie z wyłączeniem strefy euro ma w horyzoncie projekcji stopniowo się umacniać, co powinno korzystnie wpływać na popyt zewnętrzny strefy euro, a tym samym – na eksport poza strefę euro.

Główną przyczyną zarówno niskiego poziomu inflacji ogółem w 2016 roku, jak i jej gwałtownego wzrostu przewidzianego na lata 2016–2017 jest w dalszym ciągu kształtowanie się cen energii jako składowej HICP.

Oczekuje się, że w 2016 nadal będą one mieć dużą ujemną kontrybucję do HICP, osłabiającą inflację ogółem. W 2017 wystąpi znaczny dodatni efekt bazy, w związku z czym inflacja HICP cen energii mocno wzrośnie i osiągnie wartość dodatnią. Gdy efekt ten wygaśnie, inflacja cen energii powinna do końca horyzontu projekcji pozostać stosunkowo stabilna. W horyzoncie projekcji ma stopniowo nasilać się presja wzrostowa na inflację HICP z wyłączeniem energii i żywności. Poprawa sytuacji na rynku pracy i oczekiwane dalsze umocnienie się ożywienia gospodarczego powinny pobudzić wzrost płac i marż zysku. Pośrednie oddziaływanie wzrostowe zakładanych podwyżek cen ropy i surowców nieenergetycznych na inflację HICP z wyłączeniem energii i żywności powinno się zwiększać i w końcu przeważać nad zanikającym ujemnym oddziaływaniem wcześniejszych spadków cen surowców. Ponadto oczekuje się, że w 2017 nadal będzie występować efekt wzrostowy związany z trwającym przekładaniem się na ceny wcześniejszej deprecjacji kursu euro.

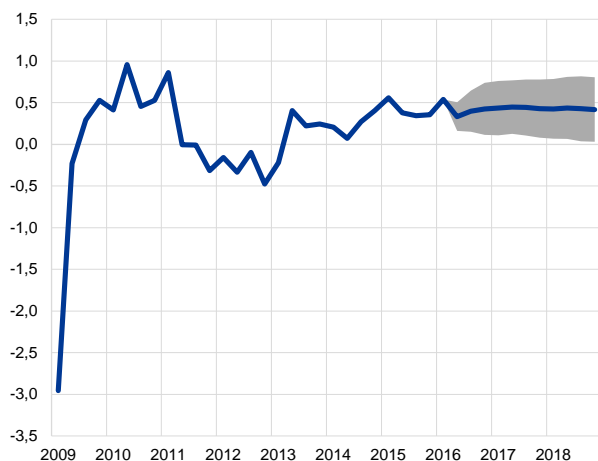
Wykres 1

Projekcje makroekonomiczne¹⁾

(dane kwartalne)

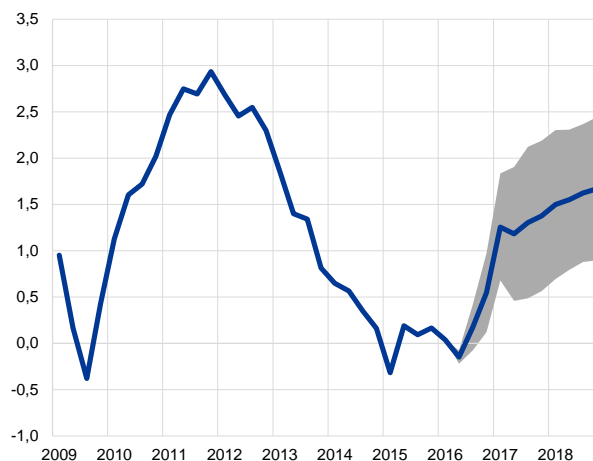
Realny PKB strefy euro²⁾

(zmiany kwartał do kwartału w proc.)



Inflacja HICP w strefie euro

(zmiany rok do roku w proc.)



1) Przedziały wokół projekcji centralnych wyznaczone na podstawie różnic między rzeczywistymi wynikami a wcześniejszymi projekcjami z wielu lat. Rozpiętość przedziałów jest równa dwukrotności średniej wartości bezwzględnej tych różnic. Zastosowana metoda wyznaczania przedziałów, uwzględniająca korektę z tytułu zdarzeń nadzwyczajnych, została przedstawiona w publikacji *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, EBC, grudzień 2009, dostępnej w serwisie internetowym EBC.
2) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych.

2

Gospodarka realna

Oczekuje się, że ożywienie aktywności gospodarczej w strefie euro nadal będzie stabilne.

W I kw. 2016 dynamika realnego PKB wzrosła do 0,5%. Najnowsze dane ankietowe pokazują, że nastroje wśród przedsiębiorców i konsumentów ustabilizowały się na poziomie przewyższającym średnie wieloletnie, co wskazuje, że w najbliższym okresie tempo wzrostu gospodarczego powinno się utrzymać.

Według projekcji wydatki na spożycie prywatne w 2016 roku mocno wzrosną, a później ich dynamika będzie stabilna.

Wzrost nominalnych dochodów do dyspozycji powinien w horyzoncie projekcji stopniowo przyspieszać pod wpływem poprawy zatrudnienia i coraz szybszego wzrostu przeciętnego wynagrodzenia. Kontrybucja dochodów osobistych nie pochodzących z pracy najemnej do wzrostu nominalnych dochodów do dyspozycji ma być dodatnia i kształtować się podobnie jak zyski. Przewiduje się, że wzrost realnych dochodów do dyspozycji w 2016 roku przyspieszy, po czym w 2017 i kolejnych latach jego tempo będzie się obniżać, głównie pod wpływem kształtowania się inflacji cen energii. Czynniki podtrzymującymi spożycie prywatne powinny być niskie koszty finansowania, niewielkie ożywienie akcji kredytowej i umiarkowany wzrost majątku netto gospodarstw domowych. Oczekuje się, że wpływ wszystkich tych czynników, wzmacnianych przez środki polityki pieniężnej EBC, zostanie tylko częściowo osłabiony przez niekorzystne oddziaływanie spadku wpływów odsetkowych netto na dochody do dyspozycji. Do pobudzenia wzrostu spożycia prywatnego powinny się

ponadto przyczyniać postępy w zmniejszaniu dźwigni finansowej. W sumie roczna dynamika spożycia prywatnego ma według projekcji wzrosnąć z 1,7% w 2015 do 1,9% w 2016, a następnie obniżyć się do 1,7% w 2017 i 1,5% w 2018.

Ramka 1

Założenia techniczne dotyczące stóp procentowych, kursów walutowych i cen surowców

Główne zmiany w założeniach technicznych w porównaniu z projekcjami z marca są następujące: znacznie wyższe dolarowe ceny ropy i surowców nieenergetycznych, niewielka deprecjacja efektywnego kursu euro oraz niższe długoterminowe rynkowe stopy procentowe.

Założenia techniczne

	Czerwiec 2016				Marzec 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
3-miesięczna stopa EURIBOR (stopa roczna)	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (stopa roczna)	1,2	0,9	1,1	1,4	1,2	1,2	1,4	1,7
Cena ropy naftowej (USD/b)	52,4	43,4	49,1	51,3	52,5	34,9	41,2	44,9
Ceny surowców nieenerget. w USD (zmiana proc. r/r)	-19,9	-3,3	4,3	4,6	-19,9	-14,8	3,0	4,7
Kurs USD/EUR	1,11	1,13	1,14	1,14	1,11	1,11	1,12	1,12
Nominalny efektywny kurs euro (EER38) (zmiana proc. r/r)	-7,1	4,2	0,2	0,0	-7,1	4,8	0,2	0,0

Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są

oczekiwania rynkowe; datą graniczną jest 10 maja 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 na lata 2016, 2017 i 2018 równy -0,3%. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro wynikająca z oczekiwań rynkowych wynosi średnio 0,9% w 2016, 1,1% w 2017 i 1,4% w 2018².

Oczekuje się, że łączne oprocentowanie kredytów bankowych dla niefinansowego sektora prywatnego strefy euro w roku 2016 nieznacznie spadnie, w 2017 będzie ogólnie stabilne, a w 2018 nieco 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 (10 maja), przyjęto założenie, że cena baryłki ropy Brent spadnie z 52,4 USD w 2015 do 43,4 USD w 2016, po czym wzrośnie do 49,1 USD w 2017 i 51,3 USD w 2018, czyli – w porównaniu z projekcjami marcowymi – w 2016 i 2017 będzie wyższa o ok. 8 USD, a w 2018 – o ok. 6 USD. Przyjęto także, że dolarowe ceny surowców

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 początkowa różnica między oboma szeregami w horyzoncie projekcji pozostaje stała. Założono, że spready między rentownościami obligacji skarbowych poszczególnych krajów a odpowiadającą im średnią dla strefy euro będą w horyzoncie projekcji stałe.

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 równym średniej z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (10 maja). Z założenia tego wynika średni kurs USD do EUR wynoszący 1,13 w 2016 oraz 1,14 w 2017 i 2018, wobec wartości 1,11 w 2016 oraz 1,12 w 2017 i 2018 podanych w projekcjach z marca. Przyjmuje się, że efektywny kurs euro (wobec 38 partnerów handlowych) będzie w horyzoncie projekcji o 0,6% słabszy od założonego w marcu.

Stopa oszczędności ma według oczekiwań obniżyć się do połowy 2017 roku, a potem pozostać zasadniczo niezmienną. W 2016 nadal będzie ją nieco podtrzymywać stopniowe przekładanie się na oszczędności dodatkowych dochodów realnych wynikających z cen ropy, które ustanie w 2017. W dalszej części horyzontu projekcji stopa oszczędności ma pozostać bez zmian, wskutek oddziaływania przeciwstawnych czynników. Ogólnie na jej spadek wskazują: obniżanie się bezrobocia, poprawa warunków kredytowych i niskie stopy procentowe. Oczekuje się jednak, że w niektórych krajach wpływ tych czynników zostanie zneutralizowany przez potrzebę zmniejszenia dźwigni finansowej i w efekcie stopa oszczędności wzrośnie.

Inwestycje mieszkaniowe w strefie euro powinny nieco odbić. Do ich trwałego ożywienia będą się przyczyniać przewidywane przyspieszenie wzrostu nominalnych dochodów do dyspozycji oraz bardzo niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych. Ponadto w wielu krajach najwyraźniej zakończyły się już korekty na rynku mieszkaniowym i ceny nieruchomości, po osiągnięciu minimum, ruszyły w górę. Na silniejszy wzrost inwestycji mieszkaniowych prawdopodobnie nie pozwoli jednak wysokie bezrobocie i znaczne zadłużenie gospodarstw domowych w niektórych krajach, a także niekorzystna sytuacja demograficzna.

W inwestycjach przedsiębiorstw spodziewane jest dalsze ożywienie. Do wzrostu nakładów kapitałowych ma się przyczyniać wiele czynników, w tym bardzo łagodne nastawienie polityki pieniężnej (wzmocnione jeszcze przez ostatnie środki zastosowane przez EBC), przewidywane umacnianie się popytu wewnętrznego i zewnętrznego, potrzeba modernizacji majątku produkcyjnego po latach niskich inwestycji, niski koszt i duża dostępność finansowania zewnętrznego, środki fiskalne zastosowane w niektórych krajach oraz wzrost marż zysku w zasobnym w gotówkę sektorze przedsiębiorstw. Ponadto trwający od kilku lat silny wzrost cen akcji i umiarkowany wzrost finansowania dłużnego spowodowały, że wskaźnik dźwigni finansowej (długu do aktywów ogółem) w sektorze przedsiębiorstw zbliżył się do historycznego minimum. Jednak ożywienie inwestycji przedsiębiorstw będzie osłabiane przez sztywność rynków pracy i produktów, oczekiwanie niższego niż

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

w przeszłości wzrostu produktu potencjalnego oraz zwiększoną niepewność sytuacji geopolitycznej.

Eksport poza strefę euro powinien rosnąć zgodnie z popytem zewnętrznym.

Od drugiej połowy 2016 roku popyt zewnętrzny ma stopniowo przyspieszać, w miarę umacniania się aktywności na świecie, ale jego dynamika pozostanie wyraźnie niższa niż przed kryzysem (zob. ramka 2). Przewiduje się, że udziały w rynkach eksportowych spoza strefy euro – po niedawnym wzroście – w horyzoncie projekcji już zasadniczo się nie zmienią. Import spoza strefy euro powinien rosnąć zgodnie ze swoją historyczną elastycznością względem popytu łącznego, ale nadal szybciej niż eksport, z czego wynika, że kontrybucja wymiany handlowej netto do wzrostu w 2016 będzie ujemna, a w następnych latach – zerowa. Nadwyżka na rachunku bieżącym według oczekiwań ma się minimalnie zmniejszyć: z 3,2% PKB w 2015 do 2,8% w 2018.

Ramka 2

Otoczenie międzynarodowe

Oczekuje się, że aktywność gospodarcza na świecie będzie się stopniowo umacniać, a jej motorem nadal będą perspektywy stabilnego wzrostu w większości gospodarek rozwiniętych oraz trwające ustępowanie głębokiej recesji, jaka wystąpiła w części dużych gospodarek wschodzących. Korzystny wpływ na perspektywy gospodarek rozwiniętych powinny wywierać sprzyjające warunki finansowania i poprawa na rynku pracy. Wzrost gospodarek wschodzących, zwłaszcza azjatyckich, będzie prawdopodobnie hamowany przez stopniowe zwalnianie gospodarki Chin. Chociaż niedawne odbicie cen surowców łagodzi niektóre z ostrzejszych presji, eksporterzy surowców będą kontynuować dostosowanie do niskiego poziomu cen. Ponadto mimo niedawnego odbicia na rynkach finansowych gospodarki wschodzące doświadczają zacieśnienia warunków finansowania zewnętrznego, m.in. w wyniku normalizacji polityki pieniężnej w USA. Poza tym popyt w niektórych krajach jest osłabiany przez niepewność sytuacji politycznej i napięcia geopolityczne.

Dynamika handlu światowego (z wyłączeniem strefy euro) w drugim półroczu 2015 powróciła do wartości dodatnich, po wyraźnym osłabieniu w pierwszym półroczu. W krótkim okresie na imporcie światowym nadal odbija się słabość niektórych gospodarek wschodzących, zwłaszcza Brazylii i Rosji. Następnie handel światowy powinien się stopniowo umacniać, zgodnie z ożywieniem aktywności na świecie. W projekcjach nadal zakłada się, że średniookresowa elastyczność handlu wobec wzrostu światowego wynosi ok. 1, czyli jest znacznie niższa niż przed kryzysem. W sumie oczekuje się, że dynamika popytu zewnętrznego strefy euro wzrośnie z 0,6% w 2015 do 2,0% w 2016, 3,5% w 2017 i 4,0% w 2018.

W porównaniu z projekcjami z marca 2016 aktywność na świecie i popyt zewnętrzny strefy euro zostały zrewidowane w dół.

Otoczenie międzynarodowe

(zmiany rok do roku w proc.)

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

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

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

Podsumowując, oczekuje się, że realny PKB wzrośnie w 2016 o 1,6%, zaś w 2017 i 2018 o 1,7%.

W horyzoncie projekcji ujemna luka PKB powinna się systematycznie zmniejszać, pod wpływem umiarkowanego wzrostu produktu potencjalnego.

Jego dynamika w omawianym okresie ma wzrosnąć, ale pozostać znacznie poniżej poziomu sprzed kryzysu, wynoszącego ok. 1,7%. Słaby wzrost produktu potencjalnego odzwierciedla przede wszystkim dość niską kontrybucję kapitału w następstwie długotrwałego słabego wzrostu inwestycji. Kontrybucja pracy w horyzoncie projekcji powinna się poprawiać, odzwierciedlając wzrost liczby ludności w wieku produkcyjnym związany z poprawą wskaźników aktywności zawodowej, będącą wynikiem m.in. reform strukturalnych, a także z trwającym napływem imigrantów.

Sytuacja na rynku pracy w strefie euro w horyzoncie projekcji powinna się nadal poprawiać – w nieco szybszym tempie, niż oczekiwano wcześniej.

Według projekcji przez cały analizowany okres zatrudnienie będzie w dalszym ciągu rosło. Podaż siły roboczej w 2016 i 2017 powinna się mocno zwiększyć, m.in. w związku z napływem uchodźców i chęcią do poszukiwania zatrudnienia. Stopa bezrobocia prawdopodobnie się obniży, ale na tle danych historycznych jej poziom nadal będzie wysoki. Kształtowanie się dynamiki zatrudnienia wskazuje na wzrost wydajności pracy – zgodnie z normalnym trendem procyklicznym – z 0,6% w 2015 do 0,9% w 2018.

W porównaniu z projekcjami z marca 2016 perspektywy wzrostu realnego PKB na rok 2016 zrewidowano w górę. Jest to odzwierciedleniem m.in. bardziej

pozytywnego efektu przeniesienia związanego z rewizjami danych historycznych, a także silniejszego, niż oczekiwano, wzrostu w I kw. br. i spadku niepewności wynikającego ze zmniejszenia się zmienności na rynkach finansowych. W horyzoncie dalszym niż krótki okres perspektywy wzrostu są ogólnie niezmiennione, co jest wypadkową ujemnego oddziaływania wyższych cen ropy i słabszego popytu zewnętrznego oraz korzystnego wpływu środków polityki pieniężnej wprowadzonych w marcu 2016.

W ostatnim okresie inflacja HICP kształtowała się pod wpływem niskich cen energii i umiarkowanego trendu inflacji HICP z wyłączeniem energii i żywności.

W maju 2016 inflacja HICP wyniosła -0,1%, przy czym składowa „energia” była na poziomie -8,1%, a HICP z wyłączeniem energii i żywności – na poziomie 0,8%.

Oczekuje się, że w horyzoncie projekcji zewnętrzna presja cenowa się zwiększy, co w istotny sposób przyczyni się do wzrostu inflacji ogółem.

W latach 2016–2017 głównymi czynnikami tego wzrostu powinny być: dodatni efekt bazy w składowej HICP „energia” związany z cenami ropy oraz zakładane dalsze podwyżki tych cen, na co wskazują ceny terminowe ropy. Presję na wzrost inflacji ogółem ma też nadal wywierać znaczna deprecjacja euro trwająca od połowy 2014. Inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności powinna w horyzoncie projekcji stopniowo wzrastać w miarę poprawy sytuacji na rynku pracy i umacniania się ożywienia gospodarczego, do czego przyczyniają się środki polityki pieniężnej zastosowane przez EBC.

Dynamika płac jest umiarkowana, ale według projekcji ma się nieco umacniać w miarę stopniowego zacieśniania się rynku pracy.

Czynnikami hamującymi wzrost płac są: podwyższone bezrobocie, niski wzrost wydajności, trwające w wielu krajach procesy dostosowawcze mające na celu odzyskanie konkurencyjności, a także większa elastyczność płac, będąca następstwem reform strukturalnych rynku pracy przeprowadzonych podczas kryzysu. Oczekuje się, że połączone oddziaływanie tych czynników będzie nadal hamowało łączny wzrost płac, ponieważ nowe miejsca pracy wydają się powstawać zwłaszcza w sektorach, w których wydajność pracy, a tym samym poziom wynagrodzeń są stosunkowo niższe. W sumie dynamika przeciętnego wynagrodzenia ma stopniowo rosnąć: z średnio 1,3% w 2016 do 1,8% w 2017 i 2,2% w 2018.

Trwające ożywienie gospodarcze powinno korzystnie wpłynąć na marże zysku.

Wzrost tych marż ma wynikać z poprawy zdolności przedsiębiorstw do dyktowania cen, będącej następstwem spodziewanego dalszego wzrostu popytu. W ostatnim okresie na marże zysku pozytywnie oddziaływały ponadplanowe dochody wynikające z niższych cen ropy. Jednak w najbliższej przyszłości wpływ ten ma wygasnąć z powodu niedawnego wzrostu cen tego surowca i spodziewanych dalszych podwyżek, na które wskazuje krzywa terminowa. Ponadto hamujący wpływ na marże zysku, zwłaszcza w 2018, ma wywierać spodziewany wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy w horyzoncie projekcji.

W porównaniu z projekcjami z marca perspektywy inflacji HICP na rok 2016 zostały zrewidowane lekko w górę, a na lata 2017 i 2018 pozostały zasadniczo niezmiennione. Rewizja w górę inflacji HICP cen energii na rok 2016 związana ze zmianą założeń dotyczących cen ropy nieznacznie przewyższyła rewizję w dół pozostałych składowych HICP na ten rok. Natomiast jeśli chodzi o 2017 i 2018, rewizja w górę składowych „energia” i „żywność” została w znacznej mierze

zrównoważona przez rewizję w dół inflacji HICP z wyłączeniem cen energii i żywności.

4 Perspektywy fiskalne

Oczekuje się, że nastawienie polityki fiskalnej w 2016 roku będzie mieć niewielką dodatnią kontrybucję do popytu, a w 2017 i 2018 stanie się ogólnie 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 cięć podatków bezpośrednich i składek na ubezpieczenie społeczne w kilku krajach oraz wzrostu wydatków w związku z napływem uchodźców.

Oczekuje się, że wskaźniki deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w horyzoncie projekcji będą na ścieżce spadkowej. Redukcja deficytu w 2016 roku wynika z obniżenia się płatności odsetkowych i poprawy składnika cyklicznego, które są częściowo neutralizowane przez luzowanie fiskalne. W latach 2017–2018 korzystny wpływ niższych płatności odsetkowych zostanie prawdopodobnie spotęgowany przez poprawę salda pierwotnego, wynikającą głównie z korzystnej koniunktury gospodarczej. W świetle spodziewanego ożywienia gospodarczego i zakładanych niskich stóp procentowych stopniowemu ograniczaniu długu publicznego w latach 2016–2018 ma sprzyjać przede wszystkim korzystna różnica między stopą wzrostu a stopą procentową. Pozytywny wpływ na kształtowanie się zadłużenia powinny mieć także niewielkie nadwyżki pierwotne.

W porównaniu z projekcjami z marca perspektywy fiskalne się poprawiły. Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych zostało zrewidowane w górę na cały analizowany okres, ponieważ założono, że w latach 2017–2018 wzrost spożycia publicznego, w tym wynagrodzeń funkcjonariuszy publicznych, będzie słabszy, a dynamika nominalnego PKB zasadniczo się nie zmieni. Oczekuje się, że wskaźnik długu publicznego do PKB w horyzoncie projekcji będzie niższy, w związku z większą nadwyżką pierwotną oraz bardziej korzystną – zwłaszcza w 2016 – różnicą między stopą wzrostu a stopą procentową, wynikającą ze zrewidowania w górę wzrostu nominalnego PKB.

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

(zmiany rok do roku w proc.)

	Czerwiec 2016				Marzec 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Realny PKB ¹⁾	1,6	1,6	1,7	1,7	1,5	1,4	1,7	1,8
		[1,3–1,9] ²⁾	[0,7–2,7] ²⁾	[0,5–2,9] ²⁾		[1,0–1,8] ²⁾	[0,7–2,7] ²⁾	[0,6–3,0] ²⁾
Spożycie prywatne	1,7	1,9	1,7	1,5	1,6	1,9	1,8	1,6
Spożycie publiczne	1,3	1,5	0,8	0,9	1,4	1,5	1,1	1,2
Nakłady brutto na środki trwałe	2,7	3,2	3,4	3,3	2,5	2,7	3,6	3,3
Eksport ³⁾	5,2	3,2	4,2	4,4	4,8	3,0	4,3	4,6
Import ³⁾	6,0	4,7	4,7	4,8	5,4	4,6	5,3	5,1
Zatrudnienie	1,0	1,1	0,9	0,9	1,1	0,9	0,8	0,9
Stopa bezrobocia (jako procent siły roboczej)	10,9	10,2	9,9	9,5	10,9	10,4	10,2	9,9
HICP	0,0	0,2	1,3	1,6	0,0	0,1	1,3	1,6
		[0,1–0,3] ²⁾	[0,6–2,0] ²⁾	[0,7–2,5] ²⁾		[-0,2–0,4] ²⁾	[0,6–2,0] ²⁾	[0,8–2,4] ²⁾
HICP z wyłączeniem energii	0,9	0,9	1,2	1,6	0,9	1,1	1,3	1,5
HICP z wyłączeniem energii i żywności	0,8	1,0	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
HICP z wyłączeniem energii, żywności i zmian podatków pośrednich ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
Jednostkowe koszty pracy	0,8	0,8	1,0	1,3	0,9	1,1	0,9	1,2
Przeciętne wynagrodzenie	1,3	1,3	1,8	2,2	1,3	1,5	1,9	2,1
Wydajność pracy	0,6	0,5	0,8	0,9	0,4	0,4	0,9	0,9
Saldo sektora finansów publicznych (jako procent PKB)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0
Saldo strukturalne budżetu (jako procent PKB) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1
Dług SFP brutto (jako procent PKB)	90,7	90,0	89,0	87,4	91,1	90,8	90,0	89,2
Saldo na rachunku bieżącym (jako procent PKB)	3,2	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0	2,6	2,5

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 rządy (metoda ESBC – zob. *Working Paper Series*, nr 77, EBC, wrzesień 2001 oraz *Working Paper Series*, nr 579, EBC, styczeń 2007). Projekcja salda strukturalnego nie jest wyprowadzana z łącznej miary luki PKB. Zgodnie z metodologią ESBC składniki cykliczne dla poszczególnych pozycji przychodów i wydatków oblicza się osobno. Więcej informacji przedstawia ramka „Cyclical adjustment of the government budget balance” w *Biuletynie Miesięcznym* EBC z marca 2012 oraz ramka „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” w *Biuletynie Miesięcznym* EBC z września 2014.**Ramka 3****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 naftowej, opartych na rynkach terminowych, ceny ropy będą wzrastać i pod koniec 2018 ropa Brent będzie kosztować 52 USD/b. Jest to spójne z umiarkowanym ożywieniem światowego popytu na ropę – taki scenariusz może się wiązać z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego na świecie, a także z niewielkim spadkiem podaży tego surowca. Połączenie alternatywnych modeli stosowanych przez ekspertów Eurosystemu⁴ do prognozowania 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, niż oczekiwano, 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 są o 10% wyższe niż w scenariuszu bazowym, miałyby minimalny ujemny wpływ na wzrost realnego PKB, oznaczałoby natomiast nieco szybszy wzrost inflacji HICP (o ok. 0,1 pkt proc. w 2017 i 0,2 pkt proc. w 2018 roku).

2) Alternatywny przebieg kursu walutowego

W analizie wrażliwości sprawdzono także 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 dla kursu euro wyprowadzono z 25. percentyla rozkładu gęstości kursu USD/EUR wynikającego z kwotowań opcji na 10 maja 2016, przy założeniu neutralności względem ryzyka. Z takiego przebiegu wynika stopniowa deprecjacja euro wobec dolara do 1,04 USD/EUR w 2018, czyli 8,8% poniżej wartości przyjętej na ten rok w scenariuszu bazowym. Odpowiednie założenia dotyczące nominalnego efektywnego kursu euro są zgodne z prawidłowością obserwowaną w przeszłości – zmiany kursu USD/EUR odzwierciedlają zmianę kursu efektywnego z elastycznością ok. 50%. W rezultacie tego założenia efektywny kurs euro stopniowo odbiega w dół od poziomu przyjętego w scenariuszu bazowym i w 2018 wypada 4,6% 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 0,1–0,3 pkt proc.) w 2016, 2017 i 2018 roku.

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

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, w większości dostępnych obecnie prognoz innych instytucji w horyzoncie projekcji przewiduje się podobny lub nieznacznie niższy wzrost realnego PKB, natomiast perspektywy inflacji są zbliżone lub lekko wyższe. Projekcje wzrostu realnego PKB i inflacji HICP nie odbiegają więc znacznie od prognoz punktowych z czerwcowych projekcji ekspertów Eurosystemu i swobodnie mieszczą się w przedziałach wokół tych projekcji (zob. wartości podane w tabeli w nawiasach).

Zestawienie prognoz wzrostu realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro

(zmiany rok do roku w proc.)

	Data publikacji	Dynamika PKB			Inflacja HICP		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projekcje ekspertów Eurosystemu	Czerwiec 2016	1,6 [1,3–1,9]	1,7 [0,7–2,7]	1,7 [0,5–2,9]	0,2 [0,1–0,3]	1,3 [0,6–2,0]	1,6 [0,7–2,5]
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	Maj 2016	1,6	1,7	1,6	0,3	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	Maj 2016	1,6	1,6	1,6	0,2	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters	Kwiecień 2016	1,5	1,6	1,7	0,3	1,3	1,6
MFW	Kwiecień 2016	1,5	1,6	1,6	0,4	1,1	1,3

Źródła: Komisja Europejska: *European Economic Forecast*, wiosna 2016; MFW: *World Economic Outlook*, kwiecień 2016; OECD: *Economic Outlook*, czerwiec 2016; *Consensus Economics Forecasts*; *MJEconomics*; EBC: *Survey of Professional Forecasters*.

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.