



Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu dla strefy euro¹ Grudzień 2018

Wzrost realnego PKB w trzecim kwartale 2018 nieoczekiwanie się osłabił, m.in. w związku z zatorami produkcyjnymi w branży motoryzacyjnej. Choć jednak ostatnie dane okazały się słabsze, niż oczekiwano, to produkcja samochodów w ostatnich miesiącach się ożywiła i nadal występują fundamentalne czynniki wspierające wzrost gospodarczy w strefie euro. W najbliższym okresie powinien on zatem przyspieszyć. Projekcja perspektyw wzrostu gospodarczego jest odzwierciedleniem wpływu bardzo łagodnego nastawienia polityki pieniężnej, poprawiania się warunków na rynku pracy, mocniejszych bilansów oraz pewnego poluzowania polityki fiskalnej. Osłabienie dynamiki realnego PKB – z 1,9% w 2018 do 1,5% w 2021 – jest związane głównie ze zwiększaniem się niedoborów siły roboczej w niektórych krajach oraz z nieco mniej sprzyjającymi warunkami finansowymi w horyzoncie czasowym projekcji. Inflacja HICP w trzecim kwartale 2018 wyniosła 2,1% i przewiduje się, że osiągnęła już maksimum. Do końca 2019 ma zejść do 1,4% – będzie to minimum – a następnie stopniowo rosnąć i w 2021 wynieść 1,8%. Taka ścieżka inflacji odzwierciedla gwałtowny spadek inflacji cen energii w ciągu 2019 w miarę wygasania wpływu dużych podwyżek cen ropy z poprzedniego okresu oraz przewidywany wzrost inflacji z wyłączeniem energii i żywności, związany z kontynuacją ożywienia gospodarczego i zacieśnianiem się warunków na rynku pracy.

1 Gospodarka realna

W trzecim kwartale 2018 ożywienie gospodarcze było słabsze niż w pierwszym półroczu. Spowolnienie wzrostu realnego PKB z 0,4% w pierwszym i drugim kwartale 2018 do 0,2% w trzecim kwartale wiąże się po części z tym, że niektórzy producenci samochodów mieli opóźnienia w przeprowadzeniu testów przewidzianych w światowej zharmonizowanej procedurze badania pojazdów lekkich

¹ Projekcje makroekonomiczne opracowywane przez ekspertów Eurosystemu stanowią wkład do przeprowadzanej przez Radę Prezesów oceny sytuacji gospodarczej i zagrożeń dla stabilności cen. Projekcje ekspertów EBC 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 21 listopada 2018, zaś dla pozostałych informacji – 28 listopada 2018. Obecna runda projekcji makroekonomicznych obejmuje lata 2018–2021. 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.

(WLTP) i musieli przez to mocno zmniejszyć produkcję. Dotyczyło to zwłaszcza Niemiec, gdzie produkcja samochodów znacznie zmalała, co w znacznym stopniu przyczyniło się do spadku niemieckiego PKB w trzecim kwartale 2018. Także w kilku innych krajach PKB znacznie się obniżył w trzecim kwartale z powodu osłabienia się popytu wewnętrznego.

Tabela 1
Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro¹⁾

(zmiany rok do roku w proc.)

	Grudzień 2018				Wrzesień 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Realny PKB	1,9	1,7	1,7	1,5	2,0	1,8	1,7
	[1,8–2,0] ²⁾	[1,1–2,3] ²⁾	[0,8–2,6] ²⁾	[0,5–2,5] ²⁾	[1,8–2,2] ²⁾	[1,0–2,6] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾
Spożycie prywatne	1,4	1,7	1,6	1,4	1,5	1,7	1,6
Spożycie publiczne	1,1	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
Nakłady brutto na środki trwałe	3,5	3,3	2,6	2,1	4,0	3,2	2,9
Eksport ³⁾	2,8	3,5	3,8	3,4	3,1	3,8	3,6
Import ³⁾	2,7	4,2	4,2	3,6	3,5	4,5	3,9
Zatrudnienie	1,4	0,9	0,8	0,6	1,4	0,9	0,8
Stopa bezrobocia (jako procent siły roboczej)	8,2	7,8	7,5	7,1	8,3	7,8	7,4
HICP	1,8	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7
	[1,8–1,8] ²⁾	[1,1–2,1] ²⁾	[0,9–2,5] ²⁾	[0,9–2,7] ²⁾	[1,6–1,8] ²⁾	[1,1–2,3] ²⁾	[0,9–2,5] ²⁾
HICP bez cen energii	1,3	1,5	1,7	1,8	1,3	1,6	1,8
HICP bez cen energii i żywności	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
HICP bez cen energii i żywności oraz zmian podatków pośrednich ⁴⁾	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
Jednostkowe koszty pracy	1,7	1,3	1,6	1,8	1,6	1,3	1,7
Przeciętne wynagrodzenie	2,2	2,1	2,5	2,7	2,2	2,2	2,7
Wydajność pracy	0,5	0,8	0,9	0,9	0,6	0,9	1,0
Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (jako procent PKB)	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-0,5
Saldo strukturalne (jako procent PKB) ⁵⁾	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0
Dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych (jako procent PKB)	84,9	83,0	80,9	79,0	84,8	82,8	80,6
Saldo rachunku bieżącego (jako procent PKB)	3,0	2,7	2,6	2,5	3,2	2,8	2,8

1) Realny PKB i jego składowe na podstawie danych skorygowanych o liczbę dni roboczych.

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

Zgodnie z projekcją osłabienie, które wystąpiło w trzecim kwartale, ma w większości charakter przejściowy i następnie dynamika PKB odbije. Globalny złożony indeks menedżerów logistyki PMI w październiku i listopadzie nadal spadał; także wskaźniki zaufania publikowane przez Komisję Europejską obniżyły się

w ostatnich miesiącach, ale pozostały powyżej średnich długookresowych, co wskazuje na jedynie umiarkowane tempo wzrostu w czwartym kwartale. Jednocześnie najnowsze dane o produkcji samochodów w Niemczech wyraźnie wskazują, że spowolnienie to jest przejściowe, a na nadchodzące miesiące oczekuje się, że poziom produkcji będzie się normalizował. Ogólnie w projekcjach zakłada się, że spowolnienie zaobserwowane w trzecim kwartale br. jest w większości przejściowe i że potem wzrost przyspieszy. Należy zauważyć, że taki przebieg wzrostu jest zasadniczo spójny z informacjami płynącymi z wskaźników wyprzedzających, np. EuroCOIN oraz LEI (Leading Economic Index) wyliczany przez organizację The Conference Board.

W perspektywie średniookresowej w dalszym ciągu występują podstawowe warunki do dalszego ożywienia. Popyt wewnętrzny będzie nadal podtrzymywany przez szereg sprzyjających czynników. Na gospodarkę wciąż przekłada się bardzo łagodne nastawienie polityki pieniężnej EBC. We wszystkich krajach strefy euro nadal rośnie akcja kredytowa dla sektora prywatnego, pobudzana przez wciąż niskie – choć już nieco wyższe – stopy procentowe oraz korzystne warunki udzielania kredytów dla gospodarstw domowych i firm. Mniejsza potrzeba delewarowania w różnych sektorach będzie też pobudzać dynamikę wydatków prywatnych. Oczekuje się, że luzowanie polityki fiskalnej w strefie euro będzie w sumie oddziaływać lekko ekspansywnie. Dobre warunki panujące na rynku pracy i wzrost realnego majątku netto powinny wywierać korzystny wpływ na wzrost spożycia prywatnego i inwestycji mieszkaniowych. Jednocześnie, w związku ze wzrostem zysków, wysokim wykorzystaniem mocy produkcyjnych i prawdopodobnymi inwestycjami w zmniejszenie nakładu pracy ludzkiej, nadal będą rosnąć inwestycje przedsiębiorstw. Na eksport strefy euro korzystnie wpływać będzie trwające ożywienie aktywności gospodarczej na świecie i związany z tym wzrost popytu zewnętrznego strefy euro.

W horyzoncie czasowym projekcji wzrost realnego PKB ma jednak lekko zwalniać w miarę stopniowego wygasania pewnych czynników pro wzrostowych. Na tle mocnego wzrostu handlu światowego, jaki obserwowano w 2017 i na początku 2018, udział popytu zewnętrznego we wzroście PKB w horyzoncie projekcji prawdopodobnie będzie nieco mniejszy, a wpływ warunków finansowych – nieco słabszy. Przewiduje się, że w horyzoncie projekcji znacznie zmaleje dynamika zatrudnienia, głównie w związku z coraz mocniej odczuwanym w niektórych krajach niedoborem siły roboczej. Dynamika inwestycji przedsiębiorstw według projekcji osłabnie w warunkach niższego wzrostu łącznego popytu, zacieśniania się warunków finansowych, wygaśnięcia bodźców fiskalnych oraz zachodzących zmian strukturalnych, takich jak niekorzystna sytuacja demograficzna. Czynniki demograficzne będą też niekorzystnie wpływać na dynamikę inwestycji nieruchomościowych.

Dynamika realnych dochodów do dyspozycji w 2019 ma się umocnić w wyniku wyższych transferów fiskalnych, po czym w 2020 i kolejnych latach będzie słabnąć. Przewiduje się, że kontrybucja wynagrodzeń brutto do wzrostu nominalnych dochodów do dyspozycji w 2019 nieco się zmniejszy pod wpływem słabszego wzrostu zatrudnienia. W następnym okresie powinna pozostać ogólnie

niezmieniona, gdyż spodziewany wzrost dynamiki wynagrodzeń nominalnych zrównoważy dalsze spowolnienie wzrostu zatrudnienia. Dochody nie pochodzące z pracy najemnej w 2019 mają rosnąć wolniej, po czym do końca horyzontu projekcji będą przyspieszać, wraz ze wzrostem zysków. Kontrybucja salda transferów fiskalnych do wzrostu realnych dochodów do dyspozycji – będąca wypadkową cięć podatków bezpośrednich i wzrostu transferów do gospodarstw domowych – w 2019 powinna w dużych krajach strefy euro być dodatnia (po raz pierwszy od 2010), w 2020 ogólnie neutralna, a w 2021 – lekko ujemna, w związku z niższymi transferami do gospodarstw domowych i stopniowym zwiększaniem się podatków bezpośrednich. Łącznie dynamika realnych dochodów do dyspozycji ma się w roku 2019 umocnić, a w latach 2020–2021 osłabić, do czego przyczyni się także przewidywany wzrost inflacji cen konsumpcyjnych. Ponadto ich struktura ma być mniej korzystna dla wydatków gospodarstw domowych, gdyż kształtowanie się tych dochodów będzie zależec w większym stopniu od płac niż od zatrudnienia, a także dlatego, że spożycie zwykle reaguje nieco mocniej na zmiany zatrudnienia.

Dynamika spożycia prywatnego zgodnie z projekcją w najbliższym okresie nieco się zwiększy. Szacuje się, że w trzecim kwartale 2018 spożycie prywatne było osłabiane przez znaczne zatory produkcyjne w branży motoryzacyjnej, powodujące opóźnienia dostaw. Wciąż korzystne wskaźniki zaufania konsumentów, przewidywana dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy i wzrost przeciętnej płacy realnej wskazują na jego mocny wzrost przez kilka następných kwartałów; w niektórych krajach dodatkowo będzie się do niego przyczyniać korzystny wpływ luzowania fiskalnego.

Dynamikę spożycia prywatnego powinny podtrzymywać lepsze warunki zaciągania kredytów bankowych, wzmacniane przez środki polityki pieniężnej EBC, oraz dotychczasowe postępy w delewarowaniu. Oprocentowanie kredytów bankowych w horyzoncie projekcji powinno umiarkowanie rosnać. Jednak wpływ tego wzrostu na płatności odsetkowe brutto ma być ograniczony, ponieważ zadłużenie gospodarstw domowych ma długie terminy zapadalności, a udział długu o zmiennym oprocentowaniu w bilansie gospodarstw domowych jest stosunkowo niewielki. Oczekuje się, że mimo wzrostu oprocentowania poziom płatności odsetkowych brutto pozostanie niski, będzie zatem nadal wspierać spożycie prywatne. Ponadto spodziewany jest dalszy wzrost realnego majątku netto, choć w tempie nieco niższym niż w poprzednich latach. Zwiększanie się realnego majątku netto w połączeniu z postępami w delewarowaniu powinno działać pobudzająco na spożycie, chociaż zadłużenie brutto gospodarstw domowych pozostaje na poziomie notowanym przed światowym kryzysem finansowym.

Stopa oszczędności gospodarstw domowych powinna w horyzoncie projekcji stopniowo się normalizować (na tle wartości historycznych). Normalizacja ta jest odzwierciedleniem ożywienia cyklicznego oraz zmian w strukturze dynamiki dochodów. Ponadto oczekuje się, że gospodarstwa domowe będą zwiększać swoje oszczędności w reakcji na obniżki podatków bezpośrednich i przejściowy wzrost transferów publicznych.

Ramka 1

Założenia techniczne dotyczące stóp procentowych, kursów walutowych i cen surowców

W porównaniu z projekcjami z września 2018 założenia techniczne obejmują słabszy efektywny kurs euro, niższe dolarowe ceny ropy i nieco wyższe stopy procentowe.

Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych i cen surowców są oczekiwania rynkowe; datą graniczną jest 21 listopada 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 2019, 0,0% w 2020 i 0,3% w 2021. Nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych dla strefy euro wynikająca z oczekiwań rynkowych wynosi średnio 1,4% w 2019, 1,7% w 2020 i 1,9% w 2021².

W porównaniu z projekcjami z września 2018 oczekiwania rynkowe dotyczące krótkoterminowych stóp procentowych na lata 2019 i 2020 zrewidowano w dół o 4 pkt bazowe, natomiast oczekiwania dotyczące stóp długoterminowych zrewidowano w górę: na rok 2019 o 13 pkt bazowych, a na 2020 – o 15 pkt bazowych.

W zakresie cen surowców założono, na podstawie ścieżki wyprowadzonej jako średnia cen na rynkach terminowych z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (21 listopada 2018), że cena ropy Brent obniży się z 71,8 USD/b w 2018 do 67,5 USD/b w 2019, a następnie będzie dalej spadać i w 2021 wyniesie 65,9 USD/b w 2021. Z takiej ścieżki wynika, że w porównaniu z projekcjami wrześniowymi dolarowe ceny ropy w 2018 są wyższe o 0,4%, w 2019 niższe o 5,8%, zaś w 2020 niższe o 3,2%. Jeśli chodzi o dolarowe ceny surowców nieenergetycznych, założono, że w 2019 będą one nieco niższe niż w 2018, po czym do końca horyzontu projekcji będą rosnąć³.

Zakłada się, że dwustronne kursy walutowe utrzymają się w horyzoncie projekcji na poziomie równym średniej z ostatnich dwóch tygodni przed datą graniczną (21 listopada 2018). Z założenia tego wynika średni kurs USD do EUR wynoszący 1,18 w 2018 i 1,14 w latach 2019–2021, czyli ogólnie bez zmian wobec projekcji z września 2018. Efektywny kurs euro (wobec 38 partnerów handlowych) jest o 0,5% słabszy niż w projekcjach wrześniowych.

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 stawkach kontraktów terminowych. W odniesieniu do innych nieenergetycznych surowców mineralnych założono, że do czwartego kwartału 2019 ich ceny będą kształtować się zgodnie z kontraktami terminowymi, a następnie – zgodnie z rozwojem aktywności gospodarczej na świecie.

Założenia techniczne

	Grudzień 2018				Wrzesień 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
3-miesięczny EURIBOR (stopa roczna)	-0,3	-0,3	0,0	0,3	-0,3	-0,2	0,0
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (stopa roczna)	1,1	1,4	1,7	1,9	1,1	1,3	1,6
Cena ropy naftowej (USD/b)	71,8	67,5	66,8	65,9	71,5	71,7	69,0
Ceny surowców nieenerget. w USD (zmiana proc. r/r)	3,0	-1,4	4,4	4,3	1,9	-2,6	4,2
Kurs USD/EUR	1,18	1,14	1,14	1,14	1,18	1,14	1,14
Nominalny efektywny kurs euro (EER38) (zmiana proc. r/r)	5,2	0,0	0,0	0,0	5,1	0,6	0,0

Inwestycje mieszkaniowe powinny nadal rosnać, choć już wolniej. Wydaje się, że w początkach 2018 ich dynamika osiągnęła maksimum, a w kolejnych kwartałach spadała. Osłabienie to – na tle boomu panującego na rynkach mieszkaniowych w 2016 i 2017 – odzwierciedla głównie wpływ rosnących ograniczeń po stronie podaży, zwłaszcza podaży siły roboczej, występujących w niektórych krajach. W horyzoncie projekcji nadal utrzymują się podstawowe warunki do dalszego zwiększania inwestycji mieszkaniowych; badania ankietowe wskazują, że na najbliższe dwa lata coraz więcej gospodarstw domowych planuje zakup, budowę, rozbudowę bądź remont domu lub mieszkania. Niemniej w świetle spodziewanego stopniowego zmniejszania się tempa wzrostu realnych dochodów do dyspozycji oraz pewnego zacieśniania się warunków finansowania oczekuje się, że dynamika tych inwestycji się osłabi. Do jej osłabienia mogą także prowadzić ograniczenia w podaży mocy produkcyjnych coraz mocniej odczuwalne w sektorze budowlanym i niekorzystne trendy demograficzne w niektórych krajach.

Inwestycje przedsiębiorstw powinny w horyzoncie projekcji nadal rosnać, choć od 2019 coraz wolniej. Szacuje się, że w 2018 inwestycje te rosły w szybkim tempie i ich udział w realnym PKB strefy euro doszedł do poziomu sprzed kryzysu. W następnym okresie do ich wzrostu ma w dalszym ciągu przyczyniać się – oprócz ogólnie korzystnych perspektyw popytu – kilka czynników: po pierwsze, wskaźniki zaufania przedsiębiorców, choć nieco słabsze niż na początku 2018, są nadal ponadprzeciętnie dobre, do czego przyczyniają się pozytywne oczekiwania dotyczące produkcji i zamówień; po drugie, wykorzystanie mocy produkcyjnych pozostaje znacznie powyżej średniej długookresowej i duża część firm z branży przetwórstwa przemysłowego jako czynnik ograniczający produkcję wymienia braki w oprzyrządowaniu; po trzecie, warunki finansowania powinny pozostać korzystne, choć w horyzoncie projekcji będą się stopniowo zacieśniać; po czwarte, powinny wzrosnąć zyski w już teraz zasobnym w gotówkę sektorze przedsiębiorstw niefinansowych; wreszcie – firmy mogą zwiększać inwestycje, aby skompensować ograniczenia związane z podażą siły roboczej. Ponadto wskaźnik dźwigni finansowej w przedsiębiorstwach niefinansowych w ostatnich latach obniżył się pod wpływem odbicia cen akcji, nieprzerwanej akumulacji aktywów i umiarkowanego wzrostu finansowania długiem, chociaż w ujęciu skonsolidowanym zadłużenie brutto jest nadal wyższe niż przed kryzysem. Stopniowe wyhamowywanie inwestycji

przedsiębiorstw w horyzoncie projekcji wynika z ogólnego zmniejszania się dynamiki popytu wewnętrznego i zewnętrznego, a także wzrostu oprocentowania kredytów korporacyjnych. Ponadto oczekuje się, że w średnim okresie na inwestycjach przedsiębiorstw odbiją się spodziewane zakończenie specjalnych zachęt fiskalnych i niekorzystne oddziaływanie pewnych zmian strukturalnych (np. niekorzystne czynniki demograficzne).

Ramka 2

Otoczenie międzynarodowe

Aktywność gospodarcza na świecie jest na razie odporna, ale pojawiają się oznaki

spowolnienia. W drugim kwartale 2018 gospodarka światowa nadal stabilnie rośnie, a dane za trzeci kwartał dotyczące wzrostu w USA i Wielkiej Brytanii wciąż wskazują, że jest ona odporna – pomimo skurczenia się PKB w Japonii, wynikającego głównie z czynników przejściowych związanych z klęskami żywiołowymi. Jeśli chodzi o gospodarki wschodzące, w Chinach aktywność gospodarcza pozostała mocna, natomiast w Turcji stabilizacja nastrojów i związana z nią aprecjacja liry wskazuje na mniejszy, niż wcześniej oczekiwano, spadek aktywności.

Oczekuje się, że w najbliższym okresie cykliczne ożywienie koniunktury na świecie będzie pobudzać światową aktywność gospodarczą.

Gospodarkom rozwiniętym nadal sprzyjają łagodna polityka pieniężna i znaczne bodźce fiskalne w Stanach Zjednoczonych. Wzrost cen ropy w poprzednim okresie pomógł także w stabilizacji inwestycji w wielu krajach eksportujących ten surowiec. Nasiliły się jednak napięcia handlowe między USA a Chinami i niepewność dotycząca przyszłych relacji handlowych jest wciąż podwyższona, co odbija się na światowej aktywności gospodarczej. Obawy dotyczące handlu światowego, stopniowa normalizacja polityki pieniężnej w gospodarkach rozwiniętych i niepewność polityki doprowadziły w miesiącach letnich do zacieśnienia warunków finansowych, zwłaszcza w niektórych gospodarkach wschodzących. Wydaje się wprawdzie, że globalne zagrożenia ostatnio się ustabilizowały, ale inwestorzy finansowi stroną od gospodarek wschodzących, które cechują się znaczną nierównowagą, dużym zapotrzebowaniem na finansowanie zewnętrzne i niewielkim polem manewru w polityce.

W dalszej perspektywie światowy wzrost gospodarczy powinien pozostać stabilny. Z jednej strony jest to odzwierciedleniem przewidywanego cyklicznego spowolnienia w gospodarkach rozwiniętych oraz wejścia Chin na ścieżkę wolniejszego wzrostu. W większości gospodarek rozwiniętych już nastąpiło lub trwa domykanie ujemnej luki popytowej, a wsparcie ze strony polityki będzie się stopniowo zmniejszać. Ponadto, chociaż przyjmuje się, że istniejące relacje handlowe między Wielką Brytanią a 27 krajami Unii Europejskiej zostaną utrzymane do końca 2020, zakładane przejście na nowe relacje od 2021 odbije się w pewnym stopniu na wroście gospodarki brytyjskiej. Z drugiej strony światowe perspektywy aktywności gospodarczej odzwierciedlają także przewidywane ożywienie aktywności w horyzoncie projekcji w kilku gospodarkach wschodzących, zwłaszcza tych, które ucierpiały wskutek niedawnych zaburzeń na rynkach finansowych. Ogólnie światowy wzrost gospodarczy (z wyłączeniem strefy euro) ma zgodnie z projekcją w 2018 wynieść 3,8%, a w 2021 spaść do 3,6%.

W porównaniu z projekcjami z września 2018 wzrost światowego PKB został zrewidowany w dół. Obniżenie projekcji wiąże się ze słabszymi perspektywami gospodarek wschodzących; perspektywy aktywności w gospodarkach rozwiniętych pozostały zasadniczo bez zmian.

Otoczenie międzynarodowe

(zmiany rok do roku w proc.)

	Grudzień 2018				Wrzesień 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Realny PKB na świecie (bez strefy euro)	3,8	3,5	3,6	3,6	3,9	3,7	3,7
Handel światowy (bez strefy euro) ¹⁾	5,1	3,5	3,6	3,6	4,6	3,9	3,8
Popyt zewnętrzny strefy euro ²⁾	4,3	3,1	3,5	3,4	4,1	3,6	3,6

1) Obliczony jako średnia ważona importu.

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

Dynamika handlu światowego w 2019 według projekcji się obniży, gdyż światowy cykl gospodarczy wchodzi w fazę dojrzałości, a nowe taryfy celne odbijają się na handlu, zwłaszcza w USA i Chinach. W średnim okresie projekcja handlu opiera się na założeniu, że import światowy będzie rosł mniej więcej w takim tempie jak światowa aktywność gospodarcza. W sumie popyt zewnętrzny strefy euro ma w 2018 wzrosnąć o 4,3%, a następnie do 2021 zwolnić do 3,4%. W porównaniu z projekcją z września 2018 popyt zewnętrzny strefy euro na rok 2018 zrewidowano w górę w związku z wyższą dynamiką odnotowaną w pierwszym półroczu 2018. Obniżenie projekcji na lata 2019 i 2020 wynika po części z automatycznego wpływu wyższych cel dwustronnych w USA i Chinach oraz – w mniejszym stopniu – z nieco słabszej światowej aktywności gospodarczej.

Oczekuje się, że eksport poza strefę euro w najbliższej przyszłości będzie rosł szybciej niż popyt zewnętrzny, a potem oba powinny rosć w tym samym tempie. W 2019 dynamika eksportu poza strefę euro ma nieco przewyższać dynamikę popytu zewnętrznego, więc w najbliższym okresie można oczekiwać lekkiego powiększenia się udziałów w rynkach eksportowych w związku z poprawą konkurencyjności cenowej krajów strefy euro (ceny eksportowe będą rosły wolniej niż u konkurentów). W średnim okresie eksport poza strefę powinien rosć w takim samym tempie jak popyt zewnętrzny. Importowi spoza strefy euro ma sprzyjać korzystne kształtowanie się popytu, a w najbliższych kwartałach – także silniejsze euro. Kontrybucja salda handlu zagranicznego do wzrostu gospodarczego, która w 2018 wykazywała mocne wartości dodatnie, w horyzoncie projekcji będzie zasadniczo neutralna.

Wzrost zatrudnienia ma według projekcji zwalniać, w miarę obniżania się tempa aktywności gospodarczej i coraz bardziej odczuwalnych niedoborów siły roboczej w niektórych krajach. Wzrost liczby zatrudnionych, który w pierwszym półroczu 2018 wynosił w ujęciu kwartalnym 0,4%, w trzecim kwartale zwolnił wskutek spowolnienia aktywności gospodarczej obserwowanego od początku 2018. Progностyczne badania ankietowe wskazują na dalszy wzrost zatrudnienia w najbliższym okresie, choć w 2019 będą go osłabiać cięcia etatów w sektorze publicznym, spodziewane wprowadzenie wcześniejszych emerytur i oczekiwane zwolnienia po podwyższeniu płacy minimalnej w niektórych krajach. W ujęciu fundamentalnym dynamika zatrudnienia w horyzoncie projekcji nieco spadnie, przede wszystkim w związku ze spowolnieniem aktywności gospodarczej.

Liczba ludności aktywnej zawodowo w horyzoncie projekcji ma rosnać, ale coraz wolniej. Wiąże się to z dodatnim saldem migracji pracowników, spodziewaną integracją uchodźców i trwającym wzrostem współczynników aktywności zawodowej. Jednak w horyzoncie projekcji wpływ tych czynników będzie wygasać, rosnać mają natomiast niekorzystne skutki starzenia się społeczeństwa – odpływ starszych pracowników będzie szybszy niż napływ młodszych.

Stopa bezrobocia będzie według oczekiwań maleć i w 2021 wyniesie 7,1%. W trzecim kwartale 2018 spadła do 8,1% – najniższego poziomu od ostatnich miesięcy 2008. W kolejnych kwartałach liczba bezrobotnych ma się nadal mocno zmniejszać i zbliżyć do minimum sprzed kryzysu.

Wydajność pracy w horyzoncie projekcji powinna zacząć ponownie rosnać, zgodnie z trendem koniunkturalnym. Po dużym wzroście, jaki nastąpił w 2017, w pierwszych trzech kwartałach 2018 kwartalna dynamika wydajności pracy stała w miejscu, co wynikało z nieprzewidzianego osłabienia się aktywności gospodarczej. 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 wydajności czynników produkcji wskazują, że w horyzoncie projekcji dynamika wydajności pracy wzrośnie, choć nie osiągnie średniej sprzed kryzysu, wynoszącej 1,0%.

W porównaniu z projekcjami z września 2018 perspektywy wzrostu realnego PKB na lata 2018 i 2019 zostały zrewidowane nieco w dół. Wynika to ze słabszych danych w trzecim kwartale 2018 i związanej z tym niższej bazy odniesienia dla liczenia dynamiki PKB w 2019. Natomiast na lata 2019 i 2020 oczekuje się, że wprowadzie nieco wyższe oprocentowanie kredytów długoterminowych, niższe ceny akcji i słabsza dynamika popytu zewnętrznego będą osłabiać aktywność gospodarczą, ale ich oddziaływanie zostanie ogólnie zneutralizowane przez korzystny wpływ niższych cen ropy, słabszy efektywny kurs euro i niewielkie dodatkowe poluzowanie fiskalne.

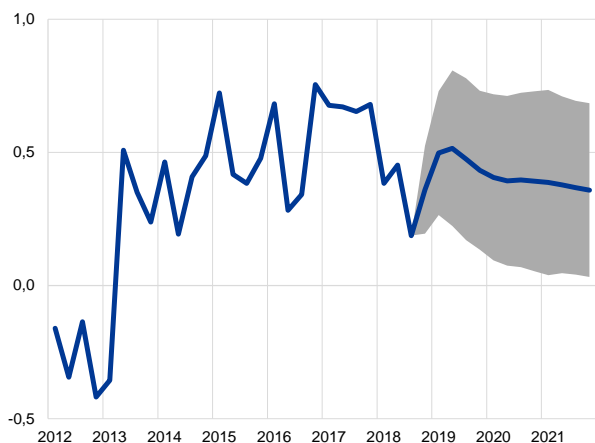
Wykres 1

Projekcje makroekonomiczne¹⁾

(dane kwartalne)

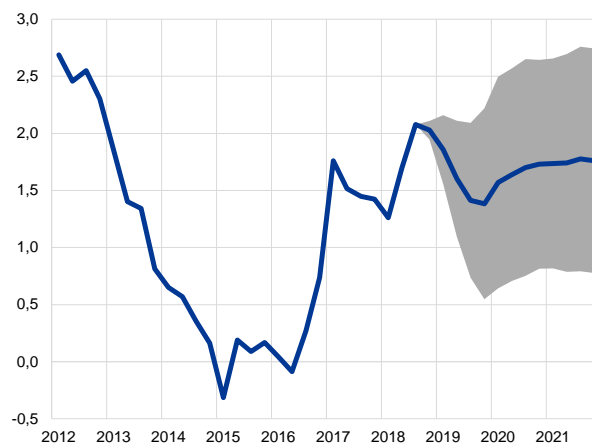
Realny PKB strefy euro²⁾

(zmiany kwartał do kwartału w proc.)



Inflacja HICP w strefie euro

(zmiany rok do roku w proc.)



1) Przedziały wokół projekcji centralnych wyznaczono na podstawie różnic między rzeczywistymi wynikami a wcześniejszymi projekcjami z wielu lat. Rozpiętość przedziałów jest równa dwukrotności średniej wartości bezwzględnej tych różnic. Zastosowana metoda wyznaczania przedziałów, uwzględniająca korektę z tytułu zdarzeń nadzwyczajnych, została przedstawiona w publikacji *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, EBC, grudzień 2009, dostępnej na stronie internetowej EBC. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Dane skorygowane o liczbę dni roboczych.

2

Ceny i koszty

Oczekuje się, że inflacja HICP w trzecim kwartale osiągnęła już maksimum i do końca 2019 będzie spadać, a potem do końca horyzontu projekcji powinna się ponownie umacniać. Wysokie obecnie stopy inflacji HICP cen energii, związane z przeszłymi, dużymi podwyżkami cen ropy, powinny w horyzoncie projekcji znacznie się obniżyć – wskazuje na to łagodnie opadający kształt krzywej cen terminowych ropy. Inflacja HICP cen żywności powinna w całym horyzoncie projekcji przebiegać stosunkowo płasko i wynieść średnio 1,9%. Inflacja bazowa będzie według projekcji stopniowo rosła w wyniku poprawy cyklicznej pozycji gospodarki oraz związanego z tym wzrostu płac, wynikającego przede wszystkim z coraz większych niedoborów siły roboczej w niektórych krajach. Dodatkowo w kierunku wzrostu inflacji bazowej powinien oddziaływać m.in. rozwój sytuacji cenowej poza strefą euro, jako że przeszłe podwyżki cen ropy będą pośrednio wpływać na inflację HICP z wyłączeniem energii i żywności. Ogólnie inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności ma w 2021 osiągnąć 1,8%.

Przewiduje się, że w horyzoncie projekcji dynamika płac wyraźnie wzrośnie wraz z dalszym zacieśnianiem się rynku pracy i wygasaniem czynników, które w niektórych krajach ją w ostatnich latach hamowały. Dynamika przeciętnego

wynagrodzenia ma się wyraźnie zwiększyć: z 2,2% w 2018 do 2,7% w 2021⁴. Głównym czynnikiem wzrostu dynamiki płac jest spodziewana 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. Oczekuje się, że zgodnie z cykliczną pozycją gospodarki umacnianie się dynamiki przeciętnego wynagrodzenia będzie wspierane przez mocniejszy wzrost płac negocjowanych. W tych krajach strefy euro, w których proces kształtowania wynagrodzeń obejmuje odniesienie do wcześniejszych wskaźników, do wzrostu dynamiki płac przyczyni się – oprócz cyklu koniunkturalnego – także niedawny znaczny wzrost inflacji ogółem. Co więcej, w miarę jak ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie przyspieszać i obejmować kolejne kraje, powinny stopniowo ustępować hamujące dynamikę płac czynniki związane z kryzysem, np. konieczność ograniczenia wzrostu płac 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 ograniczające w przeszłości wzrost płac, a niektóre kraje wprowadziły podwyżki płacy minimalnej, które mogą przenieść się na rozkład wynagrodzeń.

Marże zysku powinny w horyzoncie projekcji kształtować się korzystniej niż w 2018. Słabsze marże w 2018 są w szczególności odzwierciedleniem niedawnego pogorszenia się indeksu *terms of trade*, lecz także pewnego spowolnienia koniunktury. Lepsza perspektywa marż zysku po 2018 wiąże się z oczekiwanym pozytywnym kształtowaniem się zdolności przedsiębiorstw do dyktowania cen.

Zewnętrzna presja cenowa powinna pozostać dodatnia, ale w horyzoncie projekcji ma nieco osłabnąć. Roczna dynamika deflatora importu po 2018 powinna się zmniejszyć. Jest to spowodowane osłabiającym oddziaływaniem lekko opadającej ścieżki cen ropy wynikającej z przyjętych założeń, podczas gdy ceny innych surowców i bazowa presja cenowa na świecie w horyzoncie projekcji mają według założeń rosnać.

W porównaniu z projekcjami z września 2018 obniżono projekcję inflacji HICP na 2019. Ścieżka inflacji HICP z wyłączeniem energii i żywności jest nieco niższa w związku z nieznacznie słabszymi perspektywami wzrostu gospodarczego i płac. Na poziomie HICP ogółem do obniżonej inflacji z wyłączeniem energii i żywności dochodzi rewizja inflacji cen energii: na 2019 w dół, a na 2020 – w górę. Rewizje te są ogólnie spójne ze zmianami założeń dotyczących cen ropy, które w krótkim okresie obniżono, ale jednocześnie ścieżka tych cen opada łagodniej niż w poprzedniej rundzie projekcji.

⁴ Tymczasowe spowolnienie dynamiki przeciętnego wynagrodzenia w 2019 wiąże się z wprowadzeniem we Francji nowego instrumentu fiskalnego, mianowicie przekształcenia ulgi podatkowej na rzecz konkurencyjności i zatrudnienia (*Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – 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.

3 Perspektywy fiskalne

Oczekuje się, że nastawienie polityki fiskalnej w strefie euro w 2018 roku będzie ogólnie neutralne, w 2019 i 2020 polityka ta zostanie nieco poluzowana, a w 2021 jej nastawienie znów będzie neutralne. Miarą nastawienia polityki fiskalnej jest zmiana salda pierwotnego skorygowanego o cykl koniunkturalny, po odjęciu pomocy publicznej dla sektora finansowego. Największy udział w poluzowaniu polityki fiskalnej w 2019 mają cięcia podatków bezpośrednich i składek na ubezpieczenia społeczne, a także wyższe transfery w niektórych krajach. W 2020 do tego luzowania fiskalnego przyczyniają się – choć na mniejszą skalę niż w 2019 – kolejne cięcia podatków bezpośrednich i składek na ubezpieczenia społeczne, a w części krajów także wciąż dość silny wzrost wydatków.

Saldo budżetowe strefy euro, które w 2018 się poprawiło, w latach 2019–2020 według projekcji lekko się pogorszy, natomiast wskaźnik długu publicznego pozostanie na ścieżce spadkowej. Pogłębianie się deficytu publicznego wynika z pogorszenia się salda pierwotnego skorygowanego o cykl. Pogorszenie to jest częściowo neutralizowane przez lekki spadek płatności odsetkowych, wynikający z zastępowania starego, drogiego zadłużenia nowym, o niższym oprocentowaniu; składnik cykliczny natomiast ogólnie się nie zmienia. Spadkową ścieżkę wskaźnika zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB wspierają dodatkowo saldo pierwotne i korzystna różnica między stopą procentową zadłużenia a stopą wzrostu PKB. W porównaniu z projekcjami z września 2018 perspektywa deficytu pogorszyła się z powodu mniej korzystnego salda pierwotnego, natomiast wskaźnik długu publicznego do PKB został skorygowany lekko w górę w wyniku niższych sald pierwotnych i korekty w górę danych historycznych.

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.

1) Alternatywne ścieżki cen ropy

Przeanalizowano skutki innych scenariuszy dotyczących cen ropy. Według założeń technicznych scenariusza bazowego dotyczących kształtowania się cen ropy – opartych na rynkach terminowych tego surowca – ceny te mają łagodnie spadać i na koniec 2021 roku ropa Brent będzie kosztować ok. 66 USD/b. Przeanalizowano dwie ścieżki cen ropy. Pierwsza opiera się na dolnym 25. percentylu rozkładu gęstości cen ropy wynikającego z kwotowań opcji na 21 listopada 2018. Wynika z niej stopniowy spadek cen ropy do 48,8 USD/b w 2021, czyli 25,9% poniżej wartości przyjętej na ten rok w scenariuszu bazowym. Średnia wyników uzyskanych z różnych modeli makroekonomicznych stosowanych przez ekspertów wskazuje, że taka ścieżka oddziaływałaby

w kierunku wzrostu realnego PKB, natomiast inflacja HICP byłaby niższa: w 2019 o 0,5 pkt proc., w 2020 o 0,4 pkt proc., a w 2021 o 0,2 pkt proc. Druga ścieżka opiera się na górnym 25. percentylu tego samego rozkładu; wynika z niej wzrost cen ropy do 83 USD/b w 2021, czyli 25,9% powyżej wartości przyjętej na ten rok w scenariuszu bazowym. Ta ścieżka skutkowałaby szybszym wzrostem inflacji HICP, która w 2019 byłaby wyższa o 0,5 pkt proc., w 2020 o 0,4 pkt proc., a w 2021 – o 0,2 pkt proc., podczas gdy wzrost realnego PKB w latach 2019–2021 byłby nieco wolniejszy.

2) Alternatywna ścieżka kursu walutowego

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

Taki scenariusz jest spójny z rozkładem gęstości kursu USD/EUR wynikającego z kwotowań opcji na 21 listopada 2018, przy założeniu neutralności względem ryzyka – jest on mocno przechylony w stronę aprecjacji euro. Z 75. percentyla tego rozkładu wynika aprecjacja euro wobec dolara do 1,34 USD/EUR w 2021, czyli 18,5% 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 byłby niższy: w 2019 o 0,3 pkt proc., w 2020 o 0,6 pkt proc., a w 2021 – o 0,2 pkt proc. Inflacja HICP także byłaby niższa: w 2019 o 0,3 pkt proc., zaś w 2020 i 2021 o 0,6–0,7 pkt proc.

Ramka 4

Prognozy innych instytucji

Wiele instytucji – zarówno organizacji międzynarodowych, jak i podmiotów sektora prywatnego – sporządza prognozy dla strefy euro. Jednak prognozy te nie są w pełni porównywalne ani między sobą, ani z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu, ponieważ finalizuje się je w różnych terminach. Ponadto stosuje się w nich różne (częściowo niesprecyzowane) metody wyprowadzania założeń dotyczących zmiennych fiskalnych, finansowych i zewnętrznych, w tym cen ropy naftowej i innych surowców. Przyjmuje się także różne podejścia do korygowania danych o liczbę dni roboczych (zob. tabela).

Jak widać w tabeli, dostępne obecnie projekcje innych instytucji dotyczące wzrostu realnego PKB i inflacji HICP mieszczą się 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	2021	2018	2019	2020	2021
Projekcje ekspertów Eurosystemu	Grudzień 2018	1,9	1,7	1,7	1,5	1,8	1,6	1,7	1,8
		[1,8–2,0]	[1,1–2,3]	[0,8–2,6]	[0,5–2,5]	[1,8–1,8]	[1,1–2,1]	[0,9–2,5]	[0,9–2,7]
Komisja Europejska	Listopad 2018	2,1	1,9	1,7	–	1,8	1,8	1,6	–
OECD	Listopad 2018	1,9	1,8	1,6	–	1,8	1,9	1,9	–
Euro Zone Barometer	Listopad 2018	2,0	1,7	1,6	1,4	1,8	1,7	1,7	1,7
Consensus Economics Forecasts	Listopad 2018	2,0	1,7	1,4	1,4	1,8	1,7	1,7	1,8
Survey of Professional Forecasters	Październik 2018	2,0	1,8	1,6	–	1,7	1,7	1,7	–
MFW	Październik 2018	2,0	1,9	1,7	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9

Źródła: Prognoza gospodarcza Komisji Europejskiej z jesieni 2018; *World Economic Outlook* MFW z października 2018; *OECD Economic Outlook* z listopada 2018; prognozy Consensus Economics z listopada 2018 (wartości na 2020 i 2021 pochodzą z długookresowej prognozy opartej na danych ankietowych z października 2018); *Euro Zone Barometer* MJEconomics z listopada 2018 (wartości na 2020 i 2021 pochodzą z długookresowej prognozy opartej na danych ankietowych z października 2018); *Survey of Professional Forecasters* EBC z października 2018.

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

© Europejski Bank Centralny 2018

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

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

ISSN 2529-4784 (pdf)
 Nr katalogowy UE QB-CF-18-002-PL-N (pdf)