



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Biuletyn Ekonomiczny

Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 6 / 2015



Od 2015 roku „Biuletyn Ekonomiczny” zastąpił „Biuletyn Miesięczny” Europejskiego Banku Centralnego. „Biuletyn Ekonomiczny” jest publikowany 2 tygodnie po każdym posiedzeniu Rady Prezesów EBC dotyczącym polityki pieniężnej (8 wydań w roku). Narodowy Bank Polski – tak jak pozostałe banki centralne państw UE spoza strefy euro – będzie zamieszczał tłumaczenia rozdziału przeglądowego z 4 wydań „Biuletynu Ekonomicznego” (z marca, czerwca, września i grudnia). Pełne wersje „Biuletynów Ekonomicznych” są dostępne w języku angielskim na stronie:

<http://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/index.en.html>.

© Europejski Bank Centralny 2015

Adres do korespondencji

60640 Frankfurt am Main, Niemcy

Telefon

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Biuletyn został przygotowany pod kontrolą Zarządu EBC.

Wszelkie prawa zastrzeżone. Zezwala się na wykorzystywanie materiałów zawartych w Biuletynie do celów edukacyjnych i niekomercyjnych pod warunkiem podania źródła.

Dane statystyczne zamieszczone w Biuletynie – stan na dzień 2 września 2015 r.

ISSN 2363–362X (internet)

PRZEGLĄD SYTUACJI FINANSOWO-GOSPODARCZEJ

Analiza najnowszych danych, nowe projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC i wstępna ocena niedawnych wahań rynkowych wskazują, że ożywienie gospodarcze w strefie euro trwa, choć jest nieco słabsze, a inflacja rośnie wolniej, niż wcześniej oczekiwano. Zmiana perspektyw wynika w znacznej mierze z sytuacji zewnętrznej. Gospodarka światowa wprawdzie stopniowo się umacnia, ale tempo ożywienia jest nierówne. Z jednej strony aktywność gospodarczą w krajach rozwiniętych podtrzymują niskie ceny ropy, wciąż łagodne warunki finansowania, wolniejsze tempo konsolidacji fiskalnej i poprawa sytuacji na rynkach pracy. Z drugiej strony zwiększyła się niepewność i pogorszyły perspektywy gospodarek wschodzących: w niektórych z nich wzrost hamują przeszkody strukturalne i nierównowaga makroekonomiczna, a inne muszą dostosować się do niższych cen surowców i mniej korzystnych zewnętrznych warunków finansowania. Jednocześnie spadek cen surowców osłabia presję inflacyjną.

Ponowne pojawienie się czynników oddziałujących w kierunku pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji wynika także z niedawnego nasilenia się zmienności na rynkach finansowych. W ciągu lata dwukrotnie wystąpiły zwiększone napięcia. Pierwszy raz na przełomie czerwca i lipca – było to związane z sytuacją w Grecji i miało stosunkowo niewielki wpływ na rynki finansowe. Po raz drugi napięcia pojawiły się w drugiej połowie sierpnia w związku z rozwojem sytuacji w Chinach. Wówczas wywarły znaczny wpływ na rynki akcji i rynki walutowe oraz na postrzeganie ryzyka. Ogólnie rzecz biorąc, między początkiem czerwca a początkiem września rentowności długoterminowych obligacji skarbowych w strefie euro nieco się obniżyły. Ceny akcji w strefie euro wyraźnie spadły, zwłaszcza w okresie załamania na chińskim rynku akcji w drugiej połowie sierpnia i związanego z tym wzrostu niepewności na świecie. Wobec większej niechęci do podejmowania ryzyka oraz słabości gospodarek wschodzących efektywny kurs euro w ostatnim okresie uległ znacznej aprecjacji.

W drugim kwartale 2015 realny PKB strefy euro rósł nieco wolniej niż w pierwszym. Tempo wzrostu w drugim kwartale było nieco niższe od spodziewanego. Spowolnienie wystąpiło we wszystkich krajach, a wynikało ze słabszego, niż oczekiwano, popytu wewnętrznego. Zgodnie z najnowszymi wskaźnikami ankietowymi w drugim półroczu 2015 tempo wzrostu realnego PKB powinno być podobne do dynamiki z drugiego kwartału.

Na następny okres oczekuje się, że ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie nadal postępować, lecz nieco wolniej, niż przewidywano dotychczas. Wynika to przede wszystkim ze spowolnienia panującego na rynkach wschodzących, które odbija się na wroście światowym, a tym samym – na popycie eksportowym strefy euro. Popytowi wewnętrznemu powinny nadal sprzyjać zastosowane przez EBC środki polityki pieniężnej – wywierające korzystny wpływ na sytuację finansową – oraz postępy konsolidacji fiskalnej i reform strukturalnych. Ponadto niższe ceny ropy naftowej powinny korzystnie wpływać na realne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych i zyski przedsiębiorstw, a zatem – pobudzać spożycie prywatne i inwestycje. Jednocześnie wzrost aktywności będzie prawdopodobnie osłabiany przez niezbędne dostosowania bilansowe w wielu sektorach i wolne tempo reform strukturalnych.

Według projekcji makroekonomicznych ekspertów EBC dla strefy euro z września 2015¹ roczny realny PKB wzrośnie o 1,4% w 2015, 1,7% w 2016 i 1,8% w 2017. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2015 prognozy wzrostu realnego PKB zostały zrewidowane w dół, głównie w wyniku niższego popytu zewnętrznego spowodowanego słabszym wzrostem gospodarek wschodzących. W ocenie Rady Prezesów bilans czynników ryzyka związanych z perspektywami aktywności gospodarczej w strefie euro nadal przechyla się na stronę spadkową, przede wszystkim w związku

1 Zob. artykuł pt. „Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC dla strefy euro – wrzesień 2015”, opublikowany w serwisie internetowym EBC 3 września 2015.

z podwyższoną niepewnością co do otoczenia zewnętrznego. Zwłaszcza obecny rozwój sytuacji w gospodarkach wschodzących może jeszcze mocniej odbić się na wzroście światowym poprzez kanał handlowy i efekt zaufania.

Inflacja HICP w strefie euro, po wzroście we wcześniejszej części roku, ostatnio ustabilizowała się na niskim dodatnim poziomie. Według szybkich szacunków Eurostatu w sierpniu roczna inflacja HICP ogółem utrzymała się trzeci miesiąc z rzędu na poziomie 0,2%. Osłabiały ją wprawdzie niskie ceny energii, lecz ich oddziaływanie było wyrównane przez wyższy wzrost cen żywności i nieenergetycznych towarów przemysłowych. Najnowsze wskaźniki potwierdzają, że inflacja bazowa się umacnia. HICP z wyłączeniem żywności i energii według szacunków wzrósł z najniższego poziomu 0,6% na początku roku do 1,0% w sierpniu.

Z dostępnych informacji wynika, że w najbliższym czasie roczna inflacja HICP będzie nadal bardzo niska, głównie w związku z ostatnimi zmianami cen energii. Oczekuje się jednak, że pod koniec 2015 roku inflacja ogółem wzrośnie, m.in. z powodu efektu bazy związanego ze spadkiem cen ropy w ostatnich miesiącach roku 2014. W latach 2016 i 2017 stopa inflacji ma według przewidywań jeszcze bardziej wzrosnąć pod wpływem oczekiwanego ożywienia gospodarczego, przekładania się wcześniejszych spadków kursu euro oraz założenia, że w następnych latach ceny ropy będą nieco wyższe, na co wskazują ceny tego surowca na rynkach terminowych. Jednak obecnie sądzi się, że wzrost rocznej inflacji będzie następował nieco wolniej, niż oczekiwano dotychczas.

Zgodnie z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC dla strefy euro z września 2015 roczna inflacja HICP ma wynieść 0,1% w 2015, 1,1% w 2016 i 1,7% w 2017. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2015 prognozy inflacji HICP zostały zrewidowane w dół, głównie w związku z niższymi cenami ropy naftowej. Biorąc pod uwagę najnowsze zmiany cen tego surowca i poziom kursu walutowego z ostat-

niego okresu widać czynniki ryzyka, które mogą sprawić, że inflacja okaże się niższa, niż podano w projekcjach eksperckich z września.

Środki polityki pieniężnej zastosowane przez EBC nadal przekładają się na warunki kredytowe i podtrzymują dynamikę szerokiego pieniądza i akcji kredytowej. Do poprawy wskaźników monetarnych i kredytowych przyczyniały się ukierunkowane dłuższe operacje refinansujące i rozszerzony program skupu aktywów. W drugim kwartale 2015 koszty finansowania banków ustabilizowały się na historycznie niskim poziomie, a korzystne warunki udzielania kredytów nadal przyczyniały się do stopniowego ożywienia akcji kredytowej. Ponadto zmalały jeszcze różnice między krajami strefy euro w oprocentowaniu kredytów. Szacuje się, że łączny roczny napływ finansowania zewnętrznego do przedsiębiorstw w drugim kwartale 2015 ustabilizował się, choć dynamika kredytów dla przedsiębiorstw pozostała słaba. Szybszy wzrost akcji kredytowej dla sektora finansów publicznych i trwające ożywienie kredytów dla sektora prywatnego podtrzymują wzrost szerokiego pieniądza.

Rada Prezesów uznała, że jest zbyt wcześnie, by stwierdzić, czy procesy zachodzące w gospodarce i na rynkach finansowych w ostatnim okresie mogą trwale wpłynąć na perspektywy osiągnięcia trwałego dostosowania ścieżki inflacji odpowiadającego celowi średniookresowemu Rady, czy też należy je uznać za głównie przejściowe. Rada będzie uważnie obserwować wszystkie istotne informacje w tym względzie. Na posiedzeniu 3 września Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej oraz zgodnie z zapowiedzią przyszłego nastawienia polityki pieniężnej, pozostawić stopy procentowe EBC bez zmian i potwierdziła, że realizacja programu skupu aktywów nadal przebiega sprawnie. Rada będzie nadal uważnie obserwować czynniki ryzyka wpływające na perspektywy sytuacji cenowej w średnim okresie, koncentrując się na oddziaływaniu środków polityki pieniężnej, a także na rozwoju sytuacji gospodarczej i finansowej na świecie oraz zmianach cen surowców i kursu walutowego.

Rada Prezesów podkreśla swoją wolę i gotowość, by w razie potrzeby zareagować z użyciem wszystkich instrumentów, jakie ma do dyspozycji w ramach swojego mandatu, a w szczególności przypomina, że program skupu aktywów zapewnia jej wystarczającą elastyczność w dostosowywaniu jego skali, struktury i czasu trwania. Tymczasem Eurosystem będzie w pełni realizować skup aktywów na kwotę 60 mld euro miesięcznie, który ma trwać do końca września 2016, a w razie potrzeby dłużej – w każdym razie tak długo, aż Rada nie stwierdzi trwałego dostosowania ścieżki inflacji, odpowiadającego celowi inflacyjnemu: poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Rada Prezesów ponownie stwierdza, że musi zdecydowanie wdrażać swoje decyzje monetarne i uważnie śledzić wszystkie istotne informacje pod kątem ich wpływu na średniookresowe perspektywy stabilności cen.