



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

# Biuletyn Ekonomiczny

## Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 2 / 2016



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 2016

**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 9 marca 2016 r.*

ISSN 2363–362X (internet)

# SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA

## SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA PODSUMOWANIE

**10 marca 2016 na posiedzeniu poświęconym polityce pieniężnej Rada Prezesów przeprowadziła gruntowną ocenę jej nastawienia, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej i biorąc pod uwagę nowe projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC, sięgające roku 2018.** W rezultacie Rada postanowiła wprowadzić cały pakiet środków mających umożliwić osiągnięcie jej celu w zakresie stabilności cen. Pakiet ten opiera się na synergii między różnymi instrumentami i został tak skalibrowany, by jeszcze bardziej złagodzić warunki finansowania i pobudzić napływ nowych kredytów, a przez to – wzmocnić tempo ożywienia gospodarczego w strefie euro i przyspieszyć powrót inflacji do poziomu poniżej, lecz blisko 2%.

## OCENA SYTUACJI GOSPODARCZEJ I MONETARNEJ – 10 MARCA 2016

**Wzrost aktywności gospodarczej na świecie na przełomie roku zwolnił i oczekuje się, że jego tempo pozostanie niewielkie.** Korzystny wpływ na perspektywy gospodarek rozwiniętych wywierają niskie stopy procentowe, poprawa sytuacji na rynku pracy i trwający wzrost zaufania. Natomiast w gospodarkach wschodzących perspektywy średniookresowe pozostają bardziej niepewne. Oczekuje się, że aktywność gospodarcza w Chinach będzie nadal zwalniać, co niekorzystnie wpłynie także na inne gospodarki wschodzące, zwłaszcza azjatyckie. Ponadto kraje będące eksporterami surowców muszą kontynuować dostosowanie do niższych cen surowców. W tych warunkach efektywny kurs euro w ostatnich miesiącach uległ znacznej aprecjacji.

**W ostatnich miesiącach rynki finansowe były bardziej zmienne.** Początkowo obawy dotyczące światowego wzrostu gospodarczego przyczyniły się do spadku cen aktywów finansowych obciążonych większym ryzykiem, który trwał od grudnia 2015 do połowy lutego. Jednak ostatnio tendencja spadkowa częściowo się odwróciła w wyniku zmniejszenia się obaw inwestorów w związku

ze wzrostem cen ropy, lepszymi niż oczekiwano danymi gospodarczymi w Stanach Zjednoczonych oraz oczekiwaniem kolejnych bodźców monetarnych w strefie euro. Rentowność obligacji skarbowych w krajach o wyższym ratingu w ostatnich trzech miesiącach jeszcze się obniżyła.

**Ożywienie gospodarcze w strefie euro postępuje, choć z powodu osłabienia otoczenia zewnętrznego wzrost na początku roku okazał się niższy, niż przewidywano.** Realny PKB w IV kw. 2015 wzrósł w ujęciu kwartalnym o 0,3%. Podtrzymywał go popyt wewnętrzny, osłabiała natomiast – ujemna kontrybucja eksportu netto. Z najnowszych danych ankietowych wynika, że na początku roku dynamika aktywności gospodarczej była słabsza, niż oczekiwano.

**W dalszej perspektywie ożywienie gospodarcze powinno postępować w umiarkowanym tempie.** Popyt wewnętrzny mają nadal wspierać przyjęte przez EBC środki polityki pieniężnej i ich korzystny wpływ na warunki finansowania, a także trwający wzrost zatrudnienia, do którego przyczyniły się wcześniejsze reformy strukturalne. Ponadto niski poziom cen ropy naftowej powinien dodatkowo podtrzymywać realne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych i zyski przedsiębiorstw, a zatem – spożycie prywatne i inwestycje. Co więcej, nastawienie polityki fiskalnej w strefie euro jest lekko ekspansywne, m.in. w wyniku działań na rzecz wspierania uchodźców. Jednocześnie jednak hamulcami wzrostu gospodarczego w strefie euro pozostają słabe perspektywy wzrostu gospodarek wschodzących, zmienność rynków finansowych, konieczne dostosowania bilansowe w różnych sektorach i powolne tempo reform strukturalnych.

**Według projekcji makroekonomicznych ekspertów EBC dla strefy euro z marca 2016 roczny wzrost realnego PKB w 2016 wyniesie 1,4%, w 2017 – 1,7%, zaś w 2018 – 1,8%.** W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z grudnia 2015 prognozy wzrostu realnego PKB zostały zrewidowane lekko w dół, głównie w związku z pogorszeniem się perspektyw wzrostu gospodarki światowej. W ocenie Rady Prezesów bilans czynników

ryzyka wpływających na perspektywy wzrostu w strefie euro nadal przechyla się na stronę spadkową, co wiąże się zwłaszcza z podwyższoną niepewnością dotyczącą perspektyw gospodarki światowej oraz ogólnymi zagrożeniami geopolitycznymi.

#### **Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w lutym 2016 wyniosła 0,2%, wobec 0,3% w styczniu.**

Do tego spadku przyczyniły się wszystkie główne składowe HICP. W dalszej części 2016 inflacja powinna odbić, a następnie dalej rosnąć, czemu sprzyjać będą środki polityki pieniężnej EBC i spodziewane ożywienie gospodarcze.

**Zgodnie z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC dla strefy euro z marca 2016 roczna inflacja HICP ma w 2016 wynieść 0,1%, w 2017 – 1,3%, zaś w 2018 – 1,6%.** W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z grudnia 2015 perspektywy inflacji HICP zrewidowano w dół, głównie w związku ze spadkiem cen ropy, który miał miejsce w ostatnich miesiącach. Rada Prezesów będzie uważnie obserwować proces ustalania cen i kształtowanie się płac w strefie euro, zwracając szczególną uwagę na to, czy obecna niska inflacja nie utrwała się przez efekty drugiej rundy w procesie cenowo-płacowym.

**Środki polityki pieniężnej zastosowane przez EBC nadal przekładają się na warunki kredytowe i podtrzymują dynamikę szerokiego pieniądza i akcji kredytowej.** Dynamika podaży pieniądza nadal była mocna, zaś akcja kredytowa kontynuowała trend stopniowego ożywienia obserwowany od początku 2014. Głównym czynnikiem wzrostu szerokiego pieniądza nadal są wewnętrzne źródła kreacji pieniądza. Do poprawy dynamiki podaży pieniądza i akcji kredytowej przyczyniały się niskie stopy procentowe, a także wprowadzone przez EBC ukierunkowane dłuższe operacje refinansujące (TLTRO) i rozszerzony program skupu aktywów (APP). Koszty finansowania banków ustabilizowały się na poziomie bliskim historycznych minimów. Niezależnie od znacznych różnic między krajami poprawa warunków finansowania banków przekładała się

na niższe oprocentowanie kredytów, co z kolei w dalszym ciągu przyczyniało się do ożywienia akcji kredytowej. Szacuje się, że całkowity roczny napływ finansowania zewnętrznego do przedsiębiorstw w IV kw. 2015 jeszcze bardziej wzrósł (w poprzednich dwóch kwartałach był stabilny). Ogólnie rzecz biorąc, środki polityki pieniężnej wprowadzone od czerwca 2014 przyczyniły się do znacznej poprawy warunków kredytowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

#### **DECYZJE W SPRAWIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

**W ocenie Rady Prezesów zestawienie wyników analizy ekonomicznej z sygnałami płynącymi z analizy monetarnej potwierdziło, że aby zapewnić jak najszybszy powrót stopy inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2%, należy zastosować dalsze bodźce monetarne.** Od ostatniego, styczniowego posiedzenia Rady Prezesów sytuacja gospodarczo-finansowa jeszcze się pogorszyła i wyraźnie nasiliły się czynniki mogące przeszkadzać w realizacji średniookresowego celu inflacyjnego, na co wskazują także rewizje w dół inflacji i wzrostu gospodarczego w projekcjach makroekonomicznych ekspertów z marca 2016. W rezultacie Rada postanowiła wprowadzić cały pakiet środków mających umożliwić osiągnięcie jej celu w zakresie stabilności cen.

- Po pierwsze, jeśli chodzi o główne stopy procentowe EBC, Rada Prezesów zdecydowała się obniżyć oprocentowanie podstawowych operacji refinansujących prowadzonych przez Eurosystem o 5 punktów bazowych, do 0,00%, i kredytu w banku centralnym o 5 punktów bazowych, do 0,25%. Stopa depozytu w banku centralnym na koniec dnia została obniżona o 10 punktów bazowych – do 0,40%.
- Po drugie, Rada Prezesów postanowiła zwiększyć do 80 mld euro miesięczną wartość zakupów dokonywanych w ramach programu skupu aktywów, wynoszącą obecnie 60 mld euro. Skup ma być prowadzony do końca marca 2017, a w razie potrzeby jeszcze dłużej – zaś w każdym razie tak długo, aż Rada Prezesów nie

stwierdzi trwałego dostosowania ścieżki inflacji odpowiadającego celowi inflacyjnemu: poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Aby zapewnić sprawną realizację skupu, Rada zdecydowała się także zwiększyć z 33% do 50% limit papierów wartościowych pochodzących od jednego emitenta lub z jednej emisji w przypadku papierów wyemitowanych przez zakwalifikowane instytucje międzynarodowe i wielostronne banki rozwoju.

- Po trzecie, Rada Prezesów postanowiła, że na listę aktywów zakwalifikowanych do regularnych zakupów w ramach nowego programu skupu obejmującego sektor przedsiębiorstw zostaną wpisane obligacje o ratingu inwestycyjnym, denominowane w euro, emitowane przez niebędące bankami przedsiębiorstwa ze strefy euro. Dzięki temu prowadzony przez Eurosystem skup aktywów będzie się mocniej przekładać na warunki finansowania gospodarki realnej. Zakupy w ramach nowego programu rozpoczyna się pod koniec drugiego kwartału br.
- Po czwarte, Rada Prezesów postanowiła uruchomić nową serię czterech ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO II), począwszy od czerwca 2016, wszystkie z czteroletnim terminem zapadalności. Operacje te wesprą łagodnie nastawienie polityki pieniężnej EBC i wzmocnią jej transmisję, gdyż będą stanowić dla banków dodatkowy bodziec do udzielania kredytów podmiotom gospodarki realnej. Kontrahenci będą mogli zaciągać pożyczki w wysokości do 30% kwalifikowanych kredytów wg stanu na 31 stycznia 2016.

Oprocentowanie każdej z operacji TLTRO II będzie ustalone na cały czas jej trwania na poziomie równym stopie podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu obowiązującej w momencie zaciągnięcia pożyczki. Dla banków, w których wartość netto udzielonych kredytów przekroczy określony poziom, oprocentowanie operacji TLTRO II zostanie obniżone – nawet do wysokości stopy depozytu w banku centralnym obowiązującej w momencie zaciągnięcia pożyczki. W odniesieniu do operacji TLTRO II nie będzie się wymagać obowiązkowej wcześniejszej spłaty, będzie natomiast możliwe przejście z TLTRO I na TLTRO II.

**Jeśli chodzi o dalszą przyszłość, to z uwagi na aktualne perspektywy stabilności cen Rada Prezesów oczekuje, że podstawowe stopy procentowe EBC pozostaną na obecnym lub niższym poziomie przez dłuższy okres, przekraczający horyzont czasowy zakupów aktywów netto.** Szeroki pakiet decyzji w ramach polityki pieniężnej przyjęty w marcu 2016 w połączeniu ze środkami wprowadzonymi od czerwca 2014 stanowi mocny bodziec monetarny, który ma zneutralizować podwyższone ryzyka dla perspektyw zapewnienia przez EBC stabilności cen. Z powodu zmian cen ropy występowanie w najbliższych miesiącach bardzo niskiej lub nawet ujemnej inflacji jest nieuniknione, ale trzeba doprowadzić ją z powrotem do poziomu poniżej, ale blisko 2%, aby nie dopuścić do pojawienia się efektów drugiej rundy. Rada Prezesów będzie w nadchodzącym okresie w dalszym ciągu bardzo uważnie obserwować perspektywy stabilności cen.