



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

# Biuletyn Ekonomiczny

## Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 8 / 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 7 grudnia 2016 r.*

ISSN 2363–362X (internet)

# SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA

## PODSUMOWANIE

**8 grudnia 2016 na posiedzeniu poświęconym polityce pieniężnej Rada Prezesów na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej przeprowadziła kompleksową ocenę perspektyw gospodarczych i inflacyjnych oraz nastawienia polityki pieniężnej.** Ocena ta potwierdziła potrzebę kontynuowania programu skupu aktywów dłużej niż do marca 2017 w celu utrzymania bardzo znacznego wsparcia monetarnego, które jest niezbędne, aby zapewnić stałe zbliżanie się inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

## OCENA SYTUACJI GOSPODARCZEJ I MONETARNEJ NA DZIEŃ 8 GRUDNIA 2016

**W drugiej połowie 2016 roku nastąpiła poprawa aktywności gospodarczej na świecie. Oczekuje się, że będzie ona w dalszym ciągu się umacniać, chociaż nie osiągnie poziomu sprzed kryzysu.** W Stanach Zjednoczonych sprzyjały jej nadal łagodna polityka i poprawa sytuacji na rynku pracy, jednak po wyborach prezydenckich wzrosła niepewność co do perspektyw gospodarki amerykańskiej i światowej. W Japonii tempo wzrostu powinno pozostać umiarkowane, zaś w Wielkiej Brytanii średniookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego będą prawdopodobnie osłabiane przez zwiększoną niepewność co do jej przyszłych stosunków z UE. Na gospodarkach wschodzących odbije się prawdopodobnie trwające stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego Chin; natomiast stopniowe ustępowanie głębokiej recesji w niektórych krajach z grupy dużych eksporterów surowców w coraz większym stopniu przyczynia się do wzrostu gospodarczego na świecie. W wyniku porozumienia między krajami OPEC z 30 listopada wzrosły ceny ropy, zaś wpływ wcześniejszych spadków jej cen na inflację światową ogółem powoli ustępuje. Inflację bazową ogranicza natomiast wciąż znaczny poziom niewykorzystanych mocy produkcyjnych na świecie.

**W ostatnim okresie wzrosła rentowność obligacji skarbowych w strefie euro i zwiększyło się nachylenie krzywej kontraktów forward na stopę EONIA.** Rosnąca od początku października nominalna rentowność obligacji częściowo odzwierciedla globalny trend wzrostowy długoterminowych stóp procentowych, który był najbardziej nasilony w Stanach Zjednoczonych. Wzrost rentowności przełożył się na zwiększenie się nachylenia krzywej kontraktów forward na stopę EONIA. Spready obligacji korporacyjnych nieco wzrosły, ale pozostały niższe niż na początku marca 2016 roku, kiedy ruszył program skupu aktywów sektora przedsiębiorstw przez Eurosystem. Szeroki indeks cen akcji w strefie euro wzrósł minimalnie, natomiast notowania akcji banków były lepsze od tego indeksu.

**Ożywienie gospodarcze w strefie euro postępuje.** W III kw. 2016 realny PKB strefy euro zwiększył się w ujęciu kwartalnym o 0,3%, podobnie jak w II kw. Napływające dane, zwłaszcza ankietowe, wskazują na utrzymanie się trendu wzrostowego w IV kw. br.

**Na następny okres Rada Prezesów przewiduje, że ożywienie gospodarcze będzie postępować w umiarkowanym, lecz coraz szybszym tempie.** Transmisja zastosowanych przez EBC środków polityki pieniężnej do gospodarki realnej wspiera popyt wewnętrzny i ułatwia proces delewarowania. Poprawa zyskowności przedsiębiorstw i bardzo korzystne warunki finansowania nadal przyczyniają się do ożywienia inwestycji. Ponadto stabilny wzrost zatrudnienia, wynikający m.in. z wcześniejszych reform strukturalnych, korzystnie wpływa na realne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych i spożycie prywatne. Jednocześnie widać oznaki nieco silniejszego ożywienia w gospodarce światowej. Niemniej jednak oczekuje się, że ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie osłabiane przez powolne tempo reform strukturalnych i niedokonane jeszcze dostosowania bilansowe w różnych sektorach.

**Według projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z grudnia 2016 realny PKB w 2016 wzrośnie w ujęciu rocznym o 1,7%, a w 2018 i 2019 – o 1,6%.** W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z września 2016 perspektywy wzrostu realnego PKB pozostały w większości niezmiennione. Bilans związanych z nimi ryzyk wciąż przechyla się na stronę spadkową.

**Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro wzrosła z 0,4% we wrześniu 2016 do 0,5% w październiku, a następnie do 0,6% w listopadzie.** Było to przede wszystkim odzwierciedleniem wzrostu rocznej inflacji cen energii, wciąż brak natomiast oznak przekonującego trendu wzrostowego inflacji bazowej.

**Jeśli chodzi o dalsze perspektywy, na podstawie aktualnych cen terminowych ropy oczekuje się, że pod koniec roku stopa inflacji ogółem znacznie wzrośnie** i przekroczy 1%, przede wszystkim wskutek efektu bazy w rocznej dynamice cen energii. W latach 2018 i 2019 inflacja powinna nadal rosnąć pod wpływem zastosowanych przez EBC środków polityki pieniężnej oraz spodziewanego ożywienia gospodarczego i towarzyszącego mu stopniowego zmniejszania się niewykorzystanych mocy produkcyjnych.

**Zgodnie z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z grudnia 2016 roczna inflacja HICP ma wynieść 0,2% w 2016, 1,3% w 2017, 1,5% w 2018 i 1,7% w 2019.** W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z września 2016 perspektywy inflacji HICP ogółem pozostały w większości niezmiennione.

**Do poprawy dynamiki podaży pieniądza i akcji kredytowej nadal przyczyniają się niskie stopy procentowe oraz zastosowane przez EBC niestandardowe środki polityki pieniężnej.** W III kw. 2016 dynamika szerokiego pieniądza (M3) pozostawała stabilna,

zaś w październiku nieco spadła. Jednocześnie dynamika kredytów dla sektora prywatnego w październiku wzrosła. Głównym czynnikiem wzrostu agregatu M3 w dalszym ciągu były wewnętrzne źródła kreacji pieniądza. Do poprawy dynamiki podaży pieniądza i akcji kredytowej nadal przyczyniały się zastosowane przez EBC środki polityki pieniężnej. Poprawa warunków finansowania banków przekładała się na niższe oprocentowanie kredytów i zwiększenie się ich podaży, a zatem – stopniowe ożywienie akcji kredytowej. Szacuje się, że całkowity roczny napływ finansowania zewnętrznego do przedsiębiorstw w III kw. 2016 nadal się wzmacniał.

## **DECYZJE W SPRAWIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

**Dążąc do osiągnięcia swojego celu w zakresie stabilności cen, Rada Prezesów podjęła następujące decyzje:**

- Jeśli chodzi o niestandardowe środki polityki pieniężnej, Eurosystem będzie kontynuować program skupu aktywów (APP) na obecnym poziomie 80 mld euro miesięcznie do końca marca 2017 roku. Od kwietnia 2017 roku skup aktywów netto ma być prowadzony nadal, na kwotę 60 mld euro miesięcznie, do końca grudnia 2017 roku, a w razie potrzeby jeszcze dłużej – w każdym razie tak długo, aż Rada stwierdzi trwałe dostosowanie ścieżki inflacji odpowiadające celowi inflacyjnemu. Jeżeli w tym okresie pogorszą się perspektywy lub jeśli warunki finansowe nie będą wskazywać na dalszy postęp w trwałym dostosowaniu ścieżki inflacji, Rada Prezesów zamierza zwiększyć skalę programu i/lub wydłużyć czas jego prowadzenia. Równoległe z zakupami netto reinwestowane będą spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu APP.
- Aby zapewnić dalszą płynną realizację skupu aktywów przez Eurosystem, Rada Prezesów postanowiła od stycznia 2017

zmodyfikować parametry programu APP. Po pierwsze, w programie skupu aktywów sektora publicznego rozszerzony zostanie przedział zapadalności dla kwalifikowanych papierów wartościowych przez skrócenie minimalnego okresu do wykupu z dwóch lat do jednego roku. Po drugie, w programie APP dopuszczony będzie, w niezbędnym zakresie, skup papierów, których stopa rentowności do wykupu jest niższa od stopy depozytowej EBC.

- Podstawowe stopy procentowe EBC nie zmieniły się i Rada Prezesów w dalszym ciągu oczekuje, że pozostaną na obecnym lub niższym poziomie przez dłuższy okres, zdecydowanie przekraczający horyzont czasowy zakupów aktywów netto.

**Przedłużenie programu APP zostało skalibrowane tak, aby utrzymać bardzo dużą skalę łagodzenia monetarnego, która jest konieczna, by zapewnić stałe zbliżanie się inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.** W połączeniu ze znacznym wolumenem dotychczasowych zakupów i przyszłą reinwestycją pozwoli to utrzymać w strefie euro bardzo korzystne warunki finansowe, co nadal ma kluczowe znaczenie dla osiągnięcia celu inflacyjnego EBC. W szczególności wydłużenie horyzontu czasowego skupu pozwoli utrwalić obecność Eurosystemu na rynkach, a tym samym także transmisję bodźców stosowanych przez EBC środków. Kalibracja programu jest odzwierciedleniem umiarkowanego, ale umacniającego się ożywienia gospodarczego w strefie euro i wciąż słabej presji inflacyjnej. Rada Prezesów będzie uważnie obserwować perspektywy stabilności cen i jeśli okaże się to konieczne do osiągnięcia celu inflacyjnego, będzie reagować z użyciem wszystkich instrumentów, jakie ma do dyspozycji w ramach swojego mandatu.