



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Biuletyn Ekonomiczny

Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 4 / 2018



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, 2018

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

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

Biuletyn został przygotowany pod kontrolą Zarządu EBC.

Dane statystyczne zamieszczone w Biuletynie – stan na 13 czerwca 2018 r.

ISSN 2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE: QB-BQ-18-002-PL-N (pdf)

Sytuacja gospodarcza i monetarna

Podsumowanie

14 czerwca 2018 na posiedzeniu poświęconym polityce pieniężnej Rada Prezesów stwierdziła, że dotychczasowe postępy w trwałym dostosowaniu ścieżki inflacji są znaczne. Odkąd w styczniu 2015 rozpoczął się program skupu aktywów (APP), Rada Prezesów zawsze uzależniała zakupy aktywów netto w ramach tego programu od postępów w trwałym dostosowaniu ścieżki inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. 14 czerwca 2018 Rada przeprowadziła szczegółową ocenę tych postępów, z uwzględnieniem najnowszych projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu, miar presji cenowej i płacowej oraz niepewności związanej z perspektywami inflacji. Na podstawie tej oceny Rada stwierdziła, że dotychczasowe postępy są znaczne. Dobre zakotwiczenie dłuższych oczekiwań inflacyjnych, mocne fundamenty gospodarki strefy euro i nadal zdecydowanie łagodne nastawienie polityki pieniężnej pozwalają wierzyć, że w nadchodzącym okresie inflacja będzie w dalszym ciągu stabilnie się zbliżać do poziomu docelowego i że ten trend utrzyma się nawet po stopniowym wygaszeniu zakupów aktywów netto. Decyzje w sprawie polityki pieniężnej podjęte 14 czerwca oznaczają utrzymanie obecnej, zdecydowanie łagodnej polityki pieniężnej, która zapewni dalsze stabilne zbliżanie się inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Nadal potrzeba bodźców monetarnych o znacznej skali, by podtrzymać dalsze narastanie wewnętrznej presji cenowej i inflację ogółem w średnim okresie. Źródłem wsparcia monetarnego będą w dalszym ciągu zakupy aktywów netto przewidziane do końca roku oraz pokaźny zasób nabytych aktywów i ich przyszłe reinwestowanie, a także rozszerzona zapowiedź Rady Prezesów (*forward guidance*) dotycząca podstawowych stóp procentowych EBC. W każdym razie Rada Prezesów jest przygotowana na takie dostosowanie wszystkich narzędzi, jakimi dysponuje, aby sprawić, że inflacja będzie w dalszym ciągu stabilnie się zbliżać do celu inflacyjnego.

Ocena sytuacji gospodarczej i monetarnej na 14 czerwca 2018

Mimo nieznacznego osłabienia dynamiki światowego wzrostu gospodarczego jego najbliższe perspektywy pozostają zasadniczo mocne, do czego przyczynia się łagodna polityka pieniężna w gospodarkach rozwiniętych oraz znaczne bodźce fiskalne wdrożone w Stanach Zjednoczonych. Później aktywność na świecie prawdopodobnie się osłabi, gdyż w wielu gospodarkach rozwiniętych produkcja globalna (*output*) zbliża się już do potencjału. Dynamika handlu światowego w najbliższym

okresie powinna być stabilna. Jednak istotnym czynnikiem ryzyka jest dla niej wprowadzenie wyższych taryf celnych i możliwość rozszerzenia działań protekcyjnych. Presja inflacyjna na świecie powinna powoli rosnąć w miarę zmniejszania się wolnych mocy produkcyjnych.

Od poprzedniego posiedzenia Rady Prezesów, które odbyło się w marcu 2018, w strefie zmniejszyły się długoterminowe stopy wolne od ryzyka.

Od drugiej połowy maja, w związku z niepewną sytuacją polityczną Włoch, rozpiętość oprocentowania obligacji skarbowych jest bardzo zmienna. Wahania występujące na rynkach obligacji rządowych przeniosły się w pewnym stopniu na inne segmenty rynku i wzrosła zmienność rynku akcji. Ceny akcji i obligacji przedsiębiorstw finansowych w strefie euro spadły, natomiast wpływ na inne segmenty rynku był ograniczony. Jednocześnie wzrosły ceny akcji przedsiębiorstw niefinansowych ze strefy euro, co świadczy o dobrych perspektywach zysków. Na rynkach walutowych osłabił się nominalny efektywny kurs euro.

Ożywienie w strefie euro nadal jest mocne i ma szeroki zasięg krajowy i sektorowy, chociaż ostatnie dane i wskaźniki okazały się słabsze, niż oczekiwano.

Kwartalna dynamika realnego PKB w pierwszym kwartale 2018 zmniejszyła się do 0,4%, po wzroście o 0,7% w poprzednich kwartałach. To spowolnienie jest odzwierciedleniem obniżenia się tempa wzrostu w porównaniu z wysokim poziomem z 2017, dodatkowo spotęgowanego przez wzrost niepewności oraz pewne czynniki przejściowe i podażowe występujące na poziomie zarówno wewnętrznym, jak i globalnym, a także osłabienie bodźców płynących z handlu zagranicznego. Najnowsze wskaźniki gospodarcze i dane ankietowe są słabsze, ale pozostają spójne z obrazem obecnie mocnego i powszechnego wzrostu gospodarczego. Zastosowane przez EBC środki polityki pieniężnej, które ułatwiły proces delewarowania, w dalszym ciągu wzmacniają popyt wewnętrzny. Spożycie prywatne jest wspierane przez trwający wzrost zatrudnienia, który z kolei wynika m.in. z wcześniejszych reform rynku pracy, oraz przez zwiększanie się majątku gospodarstw domowych. Inwestycjom biznesowym sprzyjają korzystne warunki finansowania, wzrost rentowności przedsiębiorstw i mocny popyt. Inwestycje mieszkaniowe nadal są mocne. Ponadto oczekuje się utrzymania powszechnego ożywienia w gospodarce światowej, które będzie bodźcem dla eksportu strefy euro. Pro- i antywzrostowe czynniki ryzyka w strefie euro w sumie nadal się równoważą. Bardziej uwidoczniły się jednak ryzyka związane z czynnikami globalnymi, w tym – groźba wzrostu protekcjonizmu. Ponadto należy obserwować ryzyko uporczywie podwyższonej zmienności rynków finansowych.

Według projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z czerwca 2018 roczny realny PKB strefy euro ma wzrosnąć o 2,1% w 2018, 1,9% w 2019 i 1,7% w 2020. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z marca 2018 perspektywy wzrostu realnego PKB na rok 2018 zostały zrewidowane w dół, a na lata 2019 i 2020 pozostają niezmiennione.

Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro wzrosła z 1,2% w kwietniu 2018 do 1,9% w maju. Jest to odzwierciedleniem wyższej kontrybucji inflacji cen energii, żywności i usług. Na podstawie aktualnych cen terminowych ropy przewiduje się, że roczna inflacja ogółem do końca roku będzie prawdopodobnie oscylować wokół obecnego poziomu. Miary inflacji bazowej pozostają wprawdzie ogólnie niewielkie, ale rosną w porównaniu z wcześniejszymi niskimi wartościami. Wewnętrzna presja kosztowa umacnia się w warunkach wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych, zacieśniania się rynków pracy i wzrostu płac. Ustępuje też niepewność co do perspektyw inflacji. Jeśli chodzi o widoki na przyszłość, oczekujemy, że pod koniec roku inflacja bazowa pójdzie w górę i w średnim okresie będzie stopniowo rosła, pobudzana przez środki polityki pieniężnej EBC, postępujące ożywienie gospodarcze i towarzyszące mu zmniejszanie się niewykorzystanych mocy produkcyjnych oraz rosnącą dynamikę płac.

Taka ocena jest również zasadniczo zgodna z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z czerwca 2018, według których roczna inflacja HICP w latach 2018, 2019 i 2020 ma wynieść 1,7%. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z marca 2018 prognozy inflacji HICP ogółem na lata 2018 i 2019 zostały wyraźnie zrewidowane w górę, głównie w związku z wyższymi cenami ropy naftowej.

Z analizy monetarnej wynika, że wzrost szerokiego pieniądza stopniowo się osłabia w związku ze zmniejszeniem miesięcznego skupu aktywów: w kwietniu 2018 roczna stopa wzrostu agregatu M3 wyniosła 3,9%, po 3,7% w marcu i 4,3% w lutym. Wprawdzie osłabienie dynamiki M3 w ostatnich miesiącach odzwierciedla głównie zmniejszenie skali zakupów aktywów netto od początku roku, ale wzrost M3 jest w dalszym ciągu podtrzymywany przez oddziaływanie środków polityki pieniężnej EBC i niski koszt alternatywny utrzymywania depozytów o najwyższej płynności. W związku z tym głównym czynnikiem wzrostu podaży szerokiego pieniądza wciąż był wąski agregat M1, choć jego roczna dynamika, wcześniej wysoka, w ostatnich miesiącach słabła. Transmisja środków polityki pieniężnej wprowadzonych od czerwca 2014 nadal wyraźnie wspiera poprawę warunków zaciągania kredytów przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe i pobudza akcję kredytową w całej strefie euro. Znajduje to także odzwierciedlenie w wynikach ostatniego badania dostępu do finansowania wśród małych i średnich przedsiębiorstw w strefie euro (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE), które wskazują, że MŚP szczególnie skorzystały na poprawie tego dostępu.

Decyzje w sprawie polityki pieniężnej

Na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej Rada Prezesów podjęła następujące decyzje. Po pierwsze, jeśli chodzi o niestandardowe środki polityki pieniężnej, będzie kontynuować zakupy netto

w ramach programu APP na obecnym poziomie 30 mld euro miesięcznie do końca września 2018. Na okres po wrześniu 2018 Rada przewiduje, że – o ile przyjęte przez nią średniookresowe perspektywy inflacji znajdą potwierdzenie w aktualnych danych – do końca grudnia 2018 będzie prowadzić zakupy aktywów netto na obniżonym poziomie 15 mld euro miesięcznie, a następnie je zakończy. Po drugie, zamierza utrzymać dotychczasową politykę reinwestowania spłat kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu APP przez dłuższy czas po zakończeniu zakupów aktywów netto, a w każdym razie tak długo, jak długo będzie to konieczne do utrzymania korzystnych warunków płynnościowych i zdecydowanie łagodnej polityki pieniężnej. Po trzecie, postanowiła utrzymać podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian i oczekuje, że pozostaną one na obecnym poziomie przynajmniej do lata 2019, a w każdym razie wystarczająco długo, by mieć pewność, że kształtowanie się inflacji pozostaje zgodne z obecnymi oczekiwaniami trwałego dostosowania jej ścieżki.