



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Biuletyn Ekonomiczny

Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 8 / 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 12 grudnia 2018 r.

ISSN 2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE: QB-BQ-18-004-PL-N (pdf)

Sytuacja gospodarcza i monetarna

Podsumowanie

13 grudnia na posiedzeniu poświęconym polityce pieniężnej Rada Prezesów postanowiła zakończyć zakupy aktywów netto w grudniu 2018, a jednocześnie utrzymała podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian i rozwinęła zapowiedź *forward guidance* dotyczącą reinwestycji.

Napływające informacje są wprawdzie nieco słabsze, niż się spodziewano – co wiąże się ze słabszym popytem zewnętrznym, a także z pewnymi specyficznymi czynnikami krajowymi i sektorowymi – ale bazowy trend popytu wewnętrznego w dalszym ciągu podtrzymuje ożywienie gospodarcze i stopniowo rosnącą presję inflacyjną w strefie euro. Utwierdza to Radę Prezesów w przekonaniu, że inflacja będzie się stabilnie zbliżać do docelowego poziomu i że trend ten utrzyma się także po zakończeniu zakupów aktywów netto. Jednocześnie wciąż wyraźna jest niepewność związana z czynnikami geopolitycznymi, groźbą protekcjonizmu, podatnością gospodarek wschodzących na zagrożenia i zmiennością na rynkach finansowych. Dlatego nadal potrzeba bodźców monetarnych o znacznej skali, by podtrzymać dalsze narastanie wewnętrznej presji cenowej i inflację ogółem w średnim okresie. Wydana przez Radę Prezesów zapowiedź *forward guidance* dotycząca podstawowych stóp procentowych EBC, wzmocniona przez reinwestowanie pokaźnego zasobu nabytych aktywów, wciąż zapewnia łagodne nastawienie polityki pieniężnej, które jest potrzebne, by inflacja stabilnie zbliżała się do wyznaczonego celu inflacyjnego. W każdym razie Rada Prezesów jest przygotowana na takie dostosowanie wszystkich dostępnych jej narzędzi, aby sprawić, że inflacja będzie w dalszym ciągu stabilnie zbliżać się do docelowego poziomu.

Ocena sytuacji gospodarczej i monetarnej na 13 grudnia 2018

Aktywność gospodarcza na świecie jest na razie odporna, ale kształtuje się mniej równomiernie i pojawiają się oznaki jej spowolnienia. Odbija się na niej wchodzenie światowego cyklu gospodarczego w fazę dojrzałości i zmniejszanie się wsparcia ze strony polityki w gospodarkach rozwiniętych, a także wpływ ceł w USA i Chinach. Tempo wzrostu handlu światowego nieco spadło, a zwiększyła się niepewność co do przyszłych relacji handlowych. Warunki finansowe w gospodarkach rozwiniętych pozostają łagodne, natomiast w części gospodarek wschodzących uległy zacieśnieniu. Jeśli chodzi o oczekiwania na przyszłość, dynamika aktywności gospodarczej na świecie w 2019 prawdopodobnie się obniży, a następnie pozostanie stabilna. Światowa presja inflacyjna powinna powoli rosnać w miarę zmniejszania się wolnych mocy produkcyjnych.

Od poprzedniego posiedzenia Rady Prezesów, które odbyło się we wrześniu 2018, długoterminowe stopy wolne od ryzyka zmniejszyły się w wyniku podwyższonej niepewności geopolitycznej i poczucia, że perspektywy gospodarcze się pogarszają. Rozpiętość oprocentowania obligacji skarbowych w strefie euro pozostała zasadniczo stabilna, z wyjątkiem Włoch, gdzie jest bardzo zmienna. Choć oczekiwania dotyczące zysków przedsiębiorstw są wciąż stabilne, to niewielka rewizja w dół, w połączeniu z korektą wyceny ryzyka, doprowadziła do spadku cen akcji i obligacji przedsiębiorstw ze strefy euro. Na rynkach walutowych osłabił się kurs euro ważony handlem.

Realny PKB strefy euro w trzecim kwartale 2018 wzrósł (kwartał do kwartału) o 0,2%; w pierwszych dwóch kwartałach jego dynamika wyniosła 0,4%. Najnowsze dane i wyniki badań ankietowych są nieco słabsze, niż się spodziewano, w wyniku obniżania się kontrybucji popytu zewnętrznego oraz specyficznych czynników krajowych i sektorowych. Część tych czynników prawdopodobnie wygaśnie, ale może to wskazywać na pewne spowolnienie tempa wzrostu w następnym okresie. Jednocześnie popyt wewnętrzny, pobudzany m.in. przez łagodne nastawienie polityki pieniężnej Rady Prezesów, w dalszym ciągu przyczynia się do ożywienia gospodarczego w strefie euro. Spożycie prywatne jest nadal podtrzymywane przez mocny rynek pracy, na którym trwa wzrost zatrudnienia i płac. Popyt wewnętrzny, korzystne warunki finansowania i poprawa bilansów pozytywnie wpływają na inwestycje biznesowe. Inwestycje mieszkaniowe wciąż są mocne. Ponadto oczekuje się, że ożywienie w gospodarce światowej będzie nadal korzystne, choć już słabiej, oddziaływać na eksport strefy euro.

Ocena ta jest zasadniczo zgodna z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z grudnia 2018. Według tych projekcji roczny realny PKB ma wzrosnąć w 2018 o 1,9%, w 2019 o 1,7%, w 2020 o 1,7%, zaś w 2021 o 1,5%. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z września 2018 perspektywy wzrostu realnego PKB na lata 2018 i 2019 zrewidowano nieznacznie w dół. Nadal ocenia się, że pro- i antywzrostowe czynniki ryzyka w strefie euro zasadniczo się równoważą. Jednak z powodu utrzymywania się niepewności związanej z czynnikami geopolitycznymi, groźbą protekcjonizmu, podatnością gospodarek wschodzących na zagrożenia i zmiennością na rynkach finansowych bilans tych czynników zaczyna się przechylać w dół.

Według szacunków flash Eurostatu w listopadzie 2018 roczna inflacja HICP w strefie euro obniżyła się do 2,0%, z 2,2% w październiku.

Na podstawie aktualnych cen terminowych ropy oczekuje się, że w nadchodzących miesiącach inflacja ogółem zmaleje. Miary inflacji bazowej pozostają ogólnie niskie, ale wewnętrzna presja kosztowa umacnia się i rozszerza w warunkach wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych i zacieśniania się rynków pracy, przekładającego się na wzrost płac. Jeśli chodzi o oczekiwania na przyszłość, w średnim okresie inflacja bazowa powinna

rosnąć, pobudzana przez środki polityki pieniężnej zastosowane przez EBC, postępujące ożywienie gospodarcze i rosnącą dynamikę płac.

Ocena ta jest też zasadniczo zgodna z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z grudnia 2018, według których roczna inflacja HICP ma wynieść 1,8% w 2018, 1,6% w 2019, 1,7% w 2020 i 1,8% w 2021. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z września 2018 perspektywę inflacji HICP na rok 2018 nieznacznie podwyższono, a na 2019 – obniżono. Inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności ma natomiast wzrosnąć z 1,0% w 2018 do 1,4% w 2019, 1,6% w 2020 i 1,8% w 2021.

Dynamika szerokiego pieniądza (agregatu M3) w październiku 2018 wzrosła, co wiązało się z trwającym przechodzeniem na bardziej niezależne źródła kreacji pieniądza po zmniejszeniu miesięcznych zakupów w ramach programu skupu aktywów (APP). Akcja kredytowa dla sektora prywatnego nadal się umacniała i pozostała głównym czynnikiem wzrostu szerokiego pieniądza, mimo pojawiających się oznak spadku jej tempa, głównie w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw. Jednocześnie warunki finansowania się banków oraz warunki udzielania kredytów nadal są bardzo korzystne. Transmisja środków polityki pieniężnej wprowadzonych od czerwca 2014 wciąż wywiera zdecydowanie korzystny wpływ na warunki zaciągania kredytów przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe, dostępność finansowania – zwłaszcza dla małych i średnich przedsiębiorstw – oraz akcję kredytową w całej strefie euro.

Oczekuje się, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro w 2018 znacznie zmaleje, ale w następnym roku nieco wzrośnie. Zmniejszenie się tego deficytu w 2018 było przede wszystkim wynikiem korzystnych warunków cyklicznych i obniżania się płatności odsetkowych. Oczekuje się, że nastawienie polityki fiskalnej w strefie euro w 2018 będzie ogólnie neutralne, w 2019 i 2020 polityka ta zostanie nieco poluzowana, a w 2021 jej nastawienie znów będzie neutralne.

Decyzje w sprawie polityki pieniężnej

Na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej Rada Prezesów podjęła następujące decyzje. Postanowiła utrzymać podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian i w dalszym ciągu oczekuje, że pozostaną one na obecnym poziomie przynajmniej do lata 2019, a w każdym razie tak długo, jak długo będzie to konieczne do zapewnienia dalszego trwałego zbliżania się inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Jeśli chodzi o niestandardowe środki polityki pieniężnej, Rada Prezesów podjęła decyzję o zakończeniu zakupów netto w ramach programu APP w grudniu 2018. Jednocześnie rozwinęła zapowiedź *forward guidance* dotyczącą reinwestycji. Zamierza mianowicie w dalszym ciągu reinwestować – w całości – spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach

programu APP jeszcze przez dłuższy czas po tym, jak zacznie podnosić podstawowe stopy procentowe EBC, a w każdym razie tak długo, jak długo będzie to konieczne do utrzymania korzystnych warunków płynnościowych i zdecydowanie łagodnej polityki pieniężnej.