



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Biuletyn Ekonomiczny

Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 2 / 2019



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, 2019

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 6 marca 2019 r.

ISSN 2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE: QB-BQ-19-002-PL-N (pdf)

Sytuacja gospodarcza i monetarna

Podsumowanie

7 marca na posiedzeniu poświęconym polityce pieniężnej Rada Prezesów, na podstawie gruntownej oceny perspektyw gospodarczych i inflacyjnych, podjęła kilka decyzji w sprawie polityki pieniężnej.

Oslabienie danych gospodarczych wskazuje na znaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego, które przeciągnie się także na rok bieżący, chociaż widać oznaki, że pewne specyficzne czynniki wewnętrzne tłumiące dynamikę wzrostu zaczynają ustępować. Utrzymywanie się niepewności związanej z sytuacją geopolityczną, groźbą protekcjonizmu i podatnością gospodarek wschodzących na zagrożenia zdaje się odbijać na nastrojach w gospodarce. Ponadto inflacja bazowa nadal jest słaba. Niższe tempo wzrostu gospodarczego powoduje, że spowalnia się dochodzenie inflacji do poziomu docelowego. Jednocześnie jednak korzystne warunki finansowania, sprzyjająca dynamika rynku pracy i coraz szybszy wzrost płac w dalszym ciągu podtrzymują ożywienie gospodarcze i stopniowo rosnącą presję inflacyjną w strefie euro. W tej sytuacji Rada Prezesów postanowiła dostosować swoją zapowiedź *forward guidance* dotyczącą przyszłej wysokości podstawowych stóp procentowych EBC, tak aby odzwierciedlić oczekiwanie, że „pozostaną [one] na obecnym poziomie przynajmniej do końca 2019, a w każdym razie tak długo, jak długo będzie to konieczne do zapewnienia dalszego stabilnego zbliżania się inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie”, a także potwierdzić zapowiedź dotyczącą reinwestycji. Ponadto postanowiła uruchomić nową serię ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO-III) i w dalszym ciągu prowadzić wszystkie operacje pożyczkowe w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem przynajmniej do końca okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej rozpoczynającego się w marcu 2021. Decyzje te mają zapewnić dalsze stabilne zbliżanie się inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

Ocena sytuacji gospodarczej i monetarnej na 7 marca 2019

Dynamika światowego wzrostu gospodarczego pod koniec 2018 nadal słabła. Oczekuje się, że w 2019 jeszcze zwolni, ale w średnim okresie się ustabilizuje. Spowolnienie najmocniej dotknęło sektor przetwórstwa przemysłowego, co doprowadziło do gwałtownego wyhamowania handlu światowego. Do osłabienia globalnego wzrostu i handlu przyczyniły się: wzmożona niepewność na świecie dotycząca konfliktów handlowych, napięcia finansowe na rynkach wschodzących w lecie ubiegłego roku oraz oznaki spowolnienia wzrostu w Chinach. Oczekuje się, że oddziaływanie

tych hamujących czynników utrzyma się także w bieżącym roku, jednak przyjęte niedawno środki polityki pieniężnej powinny je nieco zamortyzować. Według przewidywań handel światowy w tym roku osłabi się jeszcze bardziej, a w średnim okresie będzie rosł w takim tempie jak aktywność gospodarcza. Światowa presja inflacyjna powinna pozostać ograniczona, narastają zaś czynniki oddziałujące w kierunku spowolnienia aktywności.

Od poprzedniego posiedzenia Rady Prezesów, które odbyło się w grudniu 2018, nastąpił spadek długoterminowych stóp wolnych od ryzyka, wynikający z pogorszenia się perspektyw makroekonomicznych i najwyraźniej malejącego tempa zacieśniania polityki pieniężnej w USA.

W strefie euro ceny aktywów obciążonych ryzykiem, takich jak akcje i obligacje przedsiębiorstw, zaczęły wzrastać w związku z poprawą klimatu dla ryzyka, wynikającą po części z większego optymizmu w kwestii światowych negocjacji handlowych. Na rynkach walutowych osłabił się kurs euro ważony handlem.

Dynamika realnego PKB w strefie euro w czwartym kwartale 2018 pozostawała niska – w ujęciu kwartał do kwartału wyniosła 0,2%.

Na podstawie napływających informacji można oczekiwać, że w najbliższym okresie tempo wzrostu pozostanie umiarkowane. Opublikowane dane nadal są słabe, zwłaszcza w odniesieniu do sektora przetwórstwa przemysłowego, co jest odzwierciedleniem spowolnienia popytu zewnętrznego, na które nakładają się jeszcze pewne specyficzne czynniki krajowe i sektorowe. Jako że wpływ tych czynników okazuje się nieco bardziej długotrwały, perspektywy wzrostu w najbliższym okresie prawdopodobnie będą gorsze, niż wcześniej zakładano. Potem wpływ tych czynników powinien ustępować. Ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie natomiast nadal pobudzane przez korzystne warunki finansowania, dalszy wzrost zatrudnienia i płac oraz utrzymujące się – choć nieco wolniejsze – ożywienie aktywności gospodarczej na świecie.

Taka ocena jest zasadniczo zgodna z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC dla strefy euro z marca 2019. Przewiduje się w nich, że roczny realny PKB w 2019 wzrośnie o 1,1%, w 2020 o 1,6%, zaś w 2021 o 1,5%. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z grudnia 2018 perspektywy wzrostu realnego PKB na 2019 zrewidowano mocno w dół, a na 2020 – nieznacznie w dół. W bilansie czynników ryzyka dla perspektyw wzrostu w strefie euro nadal przeważają czynniki spowalniające, co wynika z utrzymywania się niepewności związanej z sytuacją geopolityczną, groźbą protekcjonizmu i podatnością gospodarek wschodzących na zagrożenia.

Według szacunków flash Eurostatu w lutym 2019 roczna inflacja HICP w strefie euro wzrosła do 1,5%, z 1,4% w styczniu. Na podstawie aktualnych cen terminowych ropy przewiduje się, że inflacja ogółem prawdopodobnie będzie się utrzymywać na poziomie zbliżonym do obecnego, po czym pod koniec roku się obniży. Miary inflacji bazowej pozostają ogólnie niskie, ale wobec wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych i zacieśniania się rynków pracy presja na koszty pracy umocniła się i rozszerzył się jej zasięg. Jeśli chodzi o oczekiwania na przyszłość, w średnim okresie inflacja

bazowa powinna stopniowo rosnąć pod wpływem środków polityki pieniężnej zastosowanych przez EBC, postępującego ożywienia gospodarczego i rosnącej dynamiki płac.

Taka ocena jest również zasadniczo zgodna z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC dla strefy euro z marca 2019, według których roczna inflacja HICP ma wynieść 1,2% w 2019, 1,5% w 2020 i 1,6% w 2021. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z grudnia 2018 perspektywy inflacji HICP zostały zrewidowane w dół w całym horyzoncie czasowym, przede wszystkim w związku z osłabieniem się perspektyw wzrostu na najbliższy okres. Roczna inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności ma wynieść 1,2% w 2019, 1,4% w 2020 i 1,6% w 2021.

Dynamika podaży pieniądza i akcji kredytowej w styczniu 2019 osłabła, ale warunki finansowania się banków i udzielania kredytów pozostały korzystne. Dynamika szerokiego pieniądza (agregatu M3) spadła z 4,1% w grudniu 2018 do 3,8% w styczniu 2019. Wciąż podtrzymuje ją kreacja kredytów przez banki, pomimo niedawnego osłabienia się akcji kredytowej. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw zmalała z 3,9% w grudniu 2018 do 3,3% w styczniu 2019 – częściowo wynikało to z efektu bazy, lecz w niektórych krajach także z typowo opóźnionej reakcji na spowolnienie aktywności gospodarczej – natomiast roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych pozostała bez zmian na poziomie 3,2%. Warunki zaciągania kredytów przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe są nadal sprzyjające, gdyż środki polityki pieniężnej wprowadzone od czerwca 2014 w dalszym ciągu wywierają korzystny wpływ na dostęp do finansowania, zwłaszcza w odniesieniu do małych i średnich przedsiębiorstw. Decyzje Rady Prezesów, w tym zwłaszcza nowa seria operacji TLTRO, pomogą w utrzymaniu korzystnych warunków udzielania kredytów bankowych w kolejnym okresie.

Nastawienie polityki fiskalnej w strefie euro w 2018 ocenia się jako ogólnie neutralne, ale od 2019 według przewidywań ma być lekko ekspansywne. Wynika to przede wszystkim z poluzowania polityki fiskalnej w związku z mniej korzystną sytuacją makroekonomiczną.

Decyzje w sprawie polityki pieniężnej

Na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej Rada Prezesów podjęła następujące decyzje:

- Po pierwsze, nie zmieniła podstawowych stóp procentowych EBC. Rada Prezesów oczekuje obecnie, że pozostaną one na bieżącym poziomie przynajmniej do końca 2019, a w każdym razie tak długo, jak długo będzie to konieczne do zapewnienia dalszego stabilnego zbliżania się inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

- Po drugie, zamierza w dalszym ciągu reinwestować – w całości – spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu skupu aktywów 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.
- Po trzecie, postanowiła uruchomić nową serię kwartalnych ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO-III), która rozpocznie się we wrześniu 2019, a zakończy w marcu 2021; wszystkie operacje będą mieć dwuletni termin zapadalności. Nowe operacje pomogą w utrzymaniu korzystnych warunków udzielania kredytów bankowych i płynnej transmisji polityki pieniężnej. W operacjach TLTRO-III kontrahenci będą mogli pożyczyć kwotę wynoszącą maksymalnie 30% stanu kwalifikowanych kredytów na 28 lutego 2019, po stopie indeksowanej do stopy podstawowych operacji refinansujących za czas trwania danej operacji TLTRO-III. Podobnie jak niezapadłe operacje z programu TLTRO-II, program TLTRO-III będzie zawierał bodźce mające zapewnić utrzymanie korzystnych warunków kredytowych. Szczegółowe informacje o warunkach TLTRO-III zostaną podane w późniejszym terminie.
- Po czwarte, postanowiła kontynuować prowadzenie operacji kredytowych Eurosystemu w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem tak długo, jak długo będzie to konieczne, a przynajmniej do końca okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej rozpoczynającego się w marcu 2021.

Rada Prezesów przyjęła te decyzje, aby zapewnić dalsze stabilne zbliżanie się inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Będą one sprzyjać dalszemu narastaniu wewnętrznej presji cenowej i kształtowaniu się inflacji ogółem w średnim okresie. W każdym razie Rada Prezesów jest przygotowana na takie dostosowanie wszystkich swoich narzędzi, aby mieć pewność, że inflacja będzie w dalszym ciągu stabilnie zmierzać do docelowego poziomu.