



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Biuletyn Ekonomiczny

Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 4 / 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 5 czerwca 2019 r.

ISSN 2363-362X (pdf)

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

Sytuacja gospodarcza i monetarna

Podsumowanie

6 czerwca na posiedzeniu poświęconym polityce pieniężnej, na podstawie gruntownej oceny perspektyw gospodarczych i inflacyjnych strefy euro oraz uwzględniając najnowsze projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu, Rada Prezesów podjęła kilka decyzji w sprawie polityki pieniężnej, które mają pomóc w doprowadzeniu inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2%. Choć dane za pierwszy kwartał okazały się nieco lepsze, niż oczekiwano, najnowsze informacje wskazują, że niekorzystne czynniki światowe nadal wpływają negatywnie na perspektywy strefy euro. Przedłużający się stan niepewności, związany z sytuacją geopolityczną, rosnącą groźbą protekcjonizmu i podatnością gospodarek wschodzących na zagrożenia, odciska piętno na nastrojach w gospodarce. Jednocześnie dalszy wzrost zatrudnienia i płac w dalszym ciągu podtrzymuje odporność gospodarki strefy euro i stopniowo rosnącą inflację. W tej sytuacji Rada Prezesów postanowiła utrzymać podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian i zrewidować zapowiedź *forward guidance* dotyczącą tych stóp, aby zasignalizować, że według oczekiwań pozostaną one na obecnym poziomie przynajmniej do pierwszego półrocza 2020, 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. Powtórzyła również swoją wcześniejszą zapowiedź dotyczącą reinwestowania [papierów wartościowych]. Wreszcie, podjęła decyzję o warunkach prowadzenia nowej serii kwartalnych ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO III), zwłaszcza o ich parametrach cenowych. Rada Prezesów stwierdziła również, że na chwilę obecną potencjalne skutki uboczne ujemnych stóp procentowych dla funkcji pośredniczącej banków nie odbijają się niekorzystnie na ich pozytywnym oddziaływaniu na łagodne nastawienie polityki pieniężnej i trwałe dostosowanie ścieżki inflacji. Rada będzie jednak w dalszym ciągu uważnie monitorować bankowy kanał transmisji polityki pieniężnej oraz ewentualną potrzebę zastosowania środków łagodzących.

Ocena sytuacji gospodarczej i monetarnej na 6 czerwca 2019

Bazowy trend dynamiki światowego wzrostu gospodarczego na początku 2019 nadal się osłabiał, mimo że dane dla części głównych gospodarek rozwiniętych okazały się lepsze, niż oczekiwano. Wskaźniki z badań ankietowych sygnalizują, że aktywność w światowym przetwórstwie przemysłowym, chociaż ostatnio nieco się ustabilizowała na niskim poziomie, jest wciąż słaba, zaś aktywność w sektorze usług, po okresie względnej

odporności, ostatnio się pogorszyła. Dynamika gospodarki światowej ma w bieżącym roku zwolnić pod wpływem wysokiej i rosnącej niepewności politycznej, także w polityce publicznej, oraz ponownego nasilenia się napięć handlowych między Stanami Zjednoczonymi a Chinami. Oczekuje się, że w bieżącym roku czynniki te będą dalej hamować aktywność gospodarczą i handel światowy, natomiast w późniejszym okresie przyjęte niedawno środki w zakresie polityki powinny przyczynić się do poprawy sytuacji. Zatem światowy wzrost gospodarczy według projekcji w 2019 zwolni, lecz w średnim okresie się ustabilizuje. Według przewidywań handel światowy w bieżącym roku osłabi się jeszcze bardziej, a w średnim okresie będzie rosł w takim samym tempie jak aktywność gospodarcza. Globalna presja inflacyjna powinna pozostać ograniczona, nasiliły się natomiast czynniki oddziałujące w kierunku spowolnienia aktywności na świecie.

Długoterminowe stopy wolne od ryzyka obniżyły się od marcowego posiedzenia Rady, co wiąże się z oczekiwaniami rynków, że polityka pieniężna pozostanie łagodna, oraz z ponownym pojawieniem się napięć handlowych. Ceny akcji przedsiębiorstw niefinansowych nieznacznie wzrosły, wykazując pewną zmienność, do czego przyczyniły się niskie stopy wolne od ryzyka oraz poprawa oczekiwań dotyczących przychodów. Jednak niepewność związana z powrotem napięć handlowych wpływa negatywnie na ceny ryzykownych aktywów. Na rynkach walutowych nastąpiła aprecjacja kursu euro ważonego handlem.

Dynamika realnego PKB w strefie euro, która w drugim półroczu 2018 spadła w związku ze słabszym trendem popytu zewnętrznego, w pierwszym kwartale 2019 wzrosła w ujęciu kwartalnym do 0,4%. Jednak napływające dane gospodarcze i informacje z badań ankietowych wskazują, że w drugim i trzecim kwartale bieżącego roku będzie ona nieco niższa. Wiąże się to z obecną słabością handlu międzynarodowego przy panującej od dłuższego czasu na świecie niepewności, która w strefie euro odbija się przede wszystkim na sektorze przetwórstwa przemysłowego. Jednocześnie sektory usług i budownictwa w tej strefie wykazują odporność, a sytuacja na rynku pracy w dalszym ciągu się poprawia. W kolejnym okresie ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie nadal pobudzane przez korzystne warunki finansowania, lekko ekspansywne nastawienie polityki fiskalnej, dalszy wzrost zatrudnienia i płac oraz utrzymujące się – choć nieco słabsze – ożywienie aktywności gospodarczej na świecie.

Taka ocena jest zasadniczo zgodna z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z czerwca 2019. Według nich roczny realny PKB wzrośnie w 2019 o 1,2%, w 2020 o 1,4%, zaś w 2021 o 1,4%. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z marca 2019 perspektywy wzrostu realnego PKB na rok 2019 zostały zrewidowane w górę o 0,1 pkt proc., na 2020 w dół o 0,2 pkt proc., a na 2021 w dół o 0,1 pkt proc. W bilansie czynników ryzyka dla perspektyw wzrostowych strefy euro nadal przeważają czynniki spowalniające, co wynika z długotrwałego

utrzymywania się niepewności związanej z sytuacją geopolityczną, groźbą protekcjonizmu i podatnością gospodarek wschodzących na zagrożenia.

Według szacunków *flash* Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro, która w kwietniu 2019 osiągnęła 1,7%, w maju wyniosła 1,2%, głównie z powodu niższej inflacji cen energii i żywności. Na podstawie aktualnych cen terminowych ropy przewiduje się, że inflacja ogółem w najbliższych miesiącach się obniży, po czym pod koniec roku z powrotem wzrośnie. Miary inflacji bazowej pozostają ogólnie niskie, ale w związku z wysokim wykorzystaniem mocy produkcyjnych i zacieśnianiem się rynków pracy nadal umacnia się i rozszerza presja na koszty pracy. 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 mocniejszą dynamikę płac.

Taka ocena jest również zasadniczo zgodna z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z czerwca 2019, według których roczna inflacja HICP ma wynieść 1,3% w 2019, 1,4% w 2020 i 1,6% w 2021. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z marca 2019 perspektywy inflacji HICP na 2019 zostały zrewidowane w górę o 0,1 pkt proc., a na 2020 w dół o 0,1 pkt proc. Roczna inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności ma wynieść 1,1% w 2019, 1,4% w 2020 i 1,6% w 2021.

Roczna dynamika szerokiego pieniądza i akcji kredytowej dla sektora prywatnego w kwietniu 2019 wzrosła. Dynamika szerokiego pieniądza (agregatu M3) w kwietniu 2019 wyniosła 4,7%, po 4,6% w marcu. Jej stabilność odzwierciedla ciągłą kreację kredytów bankowych dla sektora prywatnego i niski koszt alternatywny utrzymywania szerokiego pieniądza. Ponadto wzrost agregatu M3 okazał się odporny wobec wygasania automatycznej kontrybucji zakupów netto dokonanych w ramach programu skupu aktywów (APP). Jednocześnie warunki udzielania kredytów pozostały korzystne: roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych wzrosła z 3,6% w marcu do 3,9% w kwietniu. Uchwalone przez Radę Prezesów środki polityki pieniężnej, w tym operacje TLTRO III, pomogą w utrzymaniu korzystnych warunków kredytowania i będą w dalszym ciągu podtrzymywać dostęp do finansowania, zwłaszcza dla małych i średnich przedsiębiorstw.

Łączne nastawienie fiskalne w strefie euro ma być w całym horyzoncie projekcji lekko ekspansywne, więc będzie pobudzać aktywność gospodarczą. Na taki obraz wpływają przede wszystkim cięcia podatków bezpośrednich i składek na ubezpieczenie społeczne w Niemczech i Francji, ale także stosunkowo dynamiczny wzrost wydatków w kilku innych krajach.

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 oczekuje teraz, że stopy te pozostaną na obecnym poziomie przynajmniej do pierwszego półrocza 2020, 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, jeśli chodzi o warunki nowej serii kwartalnych ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO III), Rada postanowiła, że stopa procentowa każdej operacji będzie o 10 pkt bazowych wyższa niż średnia stopa podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu za czas trwania tej operacji. W przypadku banków o kwalifikowanych wierzytelnościach netto powyżej wartości odniesienia stopa stosowana w TLTRO III będzie niższa, nawet tak niska jak średnia stopa depozytu w banku centralnym obowiązująca w czasie trwania danej operacji powiększona o 10 pkt bazowych.

Decyzje te mają zapewnić łagodne nastawienie polityki pieniężnej, które jest potrzebne, by ścieżka inflacji nadal stabilnie zbliżała się do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Dzięki nim warunki finansowe będą w dalszym ciągu bardzo korzystne, co będzie sprzyjać wzrostowi gospodarczemu strefy euro i dalszemu narastaniu wewnętrznej presji cenowej, a tym samym – kształtowaniu się inflacji ogółem w średnim okresie. Jednocześnie na przyszłość Rada Prezesów jest zdecydowana podjąć działania w razie nagłego pogorszenia się sytuacji, i przygotowana na odpowiednie dostosowanie wszystkich swoich narzędzi, aby mieć pewność, że inflacja będzie w dalszym ciągu stabilnie zmierzać do docelowego poziomu.