



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

# Biuletyn Ekonomiczny

## Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 6 / 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](http://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 11 września 2019 r.

ISSN                                      2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE:                      QB-BQ-19-003-PL-N (pdf)

# Sytuacja gospodarcza i monetarna

## Podsumowanie

**Dnia 12 września na posiedzeniu poświęconym polityce pieniężnej, na podstawie gruntownej oceny perspektyw gospodarczych i inflacyjnych strefy euro oraz z uwzględnieniem najnowszych projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu, Rada Prezesów podjęła kilka decyzji w dążeniu do osiągnięcia swojego celu w zakresie stabilności cen.** Informacje uzyskane od ostatniego posiedzenia Rady wskazują na przeciągającą się słabość gospodarki strefy euro, uporczywe utrzymywanie się wyraźnych ryzyk spadkowych oraz słabość presji inflacyjnej. Ma to odzwierciedlenie w projekcjach eksperckich z września br., w których widać dalsze pogorszenie się perspektyw inflacji. Jednocześnie wyraźny wzrost zatrudnienia i rosnące płace nadal podtrzymują odporność gospodarki strefy euro. W tej sytuacji oraz w reakcji na to, że inflacja wciąż nie osiąga poziomu docelowego, Rada Prezesów ogłosiła szeroki pakiet nowych środków polityki pieniężnej (zob. ramka 1).

## Ocena sytuacji gospodarczej i monetarnej na 12 września 2019

**Światowy wzrost gospodarczy w pierwszym półroczu 2019 osłabił się wskutek spowolnienia aktywności w gospodarkach zarówno rozwiniętych, jak i wschodzących.** Jest to spójne ze wskaźnikami ankietowymi, które sygnalizują słabą globalną dynamikę aktywności. Zgodnie z projekcją wzrost na świecie zmniejszy się w roku bieżącym w związku ze słabą aktywnością w światowym przetwórstwie przemysłowym, wynikającą ze spadku inwestycji na rynku światowym oraz rosnącą niepewnością polityczną (także w polityce publicznej) wynikającą z brexitu i ponownej eskalacji napięć handlowych między Stanami Zjednoczonymi a Chinami. Potem w średnim okresie wzrost światowy będzie się stopniowo ożywiać, ale pozostanie poniżej swojej średniej długoterminowej. Światowy handel w roku bieżącym prawdopodobnie jeszcze znacznie osłabnie, ale w średnim okresie odbije, choć nadal będzie rósł wolniej niż aktywność gospodarcza. Globalna presja inflacyjna powinna pozostać ograniczona, natomiast nasiliły się czynniki oddziałujące w kierunku spowolnienia aktywności na świecie.

**Na świecie długoterminowe stopy wolne od ryzyka obniżyły się od czerwowego posiedzenia Rady, co wiąże się z oczekiwaniami rynków, że polityka pieniężna pozostanie łagodna, oraz z ponownym pojawieniem się niepewności w światowych relacjach handlowych.** Spadek tych stóp korzystnie oddziaływał na ceny akcji i obligacji przedsiębiorstw w strefie euro. Jednocześnie oczekiwania dotyczące zysków przedsiębiorstw nieco

się obniżyły w reakcji na ciągłe wątpliwości co do perspektyw gospodarki światowej. Także terminowa krzywa stopy EONIA przesunęła się w dół. Na rynkach walutowych kurs euro ważony handlem pozostał zasadniczo niezmienny.

**Realny PKB strefy euro w drugim kwartale zwiększył się w ujęciu kwartalnym o 0,2%, po wzroście o 0,4% w poprzednim kwartale.**

Napływające dane gospodarcze i informacje z badań ankietowych w dalszym ciągu wskazują, że w trzecim kwartale bieżącego roku tempo wzrostu zwolni, ale pozostanie dodatnie. Spowolnienie wzrostu wiąże się przede wszystkim z obecną słabością handlu międzynarodowego przy panującej od dłuższego czasu na świecie niepewności, co w strefie euro odbija się przede wszystkim na sektorze przetwórstwa przemysłowego. Jednocześnie sektory usług i budownictwa nadal wykazują odporność. Ożywienie gospodarcze w strefie euro jest także pobudzane przez korzystne warunki finansowania, dalszy wzrost zatrudnienia i płac, łagodnie ekspansywne nastawienie polityki fiskalnej w strefie euro oraz utrzymujący się – choć nieco wolniejszy – wzrost aktywności na świecie.

**Ta ocena jest zasadniczo zgodna z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC dla strefy euro z września 2019.**

Według nich roczny realny PKB wzrośnie w 2019 o 1,1%, w 2020 o 1,2%, zaś w 2021 o 1,4%. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2019 perspektywy wzrostu realnego PKB na lata 2019 i 2020 zrewidowano w dół. Bilans związanych z nimi ryzyk wciąż przechyla się na stronę spadkową. Ryzyka te wiążą się przede wszystkim z przedłużaniem się niepewności związanej z sytuacją geopolityczną, groźbą protekcjonizmu i podatnością gospodarek wschodzących na zagrożenia.

**Według szacunków *flash* Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w sierpniu 2019 wyniosła 1,0%, tyle samo co w lipcu.**

Niższą inflację cen energii zrównoważyła wyższa inflacja cen żywności, natomiast inflacja HICP z wyłączeniem cen żywności i energii nie zmieniła się. Na podstawie aktualnych cen terminowych ropy przewiduje się, że inflacja ogółem najpierw spadnie, po czym pod koniec roku z powrotem wzrośnie. Miary inflacji bazowej pozostają ogólnie słabe, a wskaźniki oczekiwań inflacyjnych utrzymują się na niskim poziomie. Choć wobec wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych i zacieśniania się rynków pracy wzrosła skala i zasięg presji na koszty pracy, to przekładanie się tej presji na inflację trwa dłużej, niż wcześniej zakładano. W średnim okresie inflacja bazowa powinna rosnąć pod wpływem zastosowanych przez EBC środków polityki pieniężnej, postępującego ożywienia gospodarczego i mocnej dynamiki płac.

**Ocena ta również jest zasadniczo zgodna z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC dla strefy euro z września 2019, według których roczna inflacja HICP ma wynieść 1,2% w 2019, 1,0% w 2020 i 1,5% w 2021.** W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2019 perspektywy inflacji HICP

zrewidowano w dół w całym horyzoncie projekcji, przede wszystkim w związku ze spadkiem cen energii i osłabieniem się wzrostu gospodarczego. Roczna inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności ma wynieść 1,1% w 2019, 1,2% w 2020 i 1,5% w 2021.

**Roczna dynamika szerokiego pieniądza w lipcu 2019 wyraźnie wzrosła, natomiast akcja kredytowa dla sektora prywatnego pozostała zasadniczo niezmienną.** W lipcu 2019 dynamika szerokiego pieniądza (agregatu M3) zwiększyła się do 5,2%, z 4,5% w czerwcu. 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 w ramach programu skupu aktywów (APP) oraz osłabiania się tempa wzrostu gospodarczego. Jednocześnie korzystne warunki finansowania się banków i udzielania przez banki kredytów były nadal korzystne dla przepływów kredytowych, a co za tym idzie – dla wzrostu gospodarczego. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych w lipcu 2019 nie zmieniła się i wyniosła 3,9%. Uchwalone przez Radę Prezesów środki polityki pieniężnej, w tym łagodniejsze warunki nowej serii kwartalnych ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (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 według projekcji łagodnie ekspansywne, więc będzie nieco pobudzać aktywność gospodarczą.** Przez następne dwa lata pozostanie łagodnie ekspansywne, głównie z powodu dalszych cięć podatków bezpośrednich i składek na ubezpieczenie społeczne w większości dużych państw strefy euro. Wobec pogarszania się perspektyw gospodarczych i utrzymywania się wyraźnych ryzyk spadkowych rządy mające pole manewru w polityce fiskalnej powinny działać skutecznie i na czas. W krajach z wysokim długiem publicznym rządy muszą prowadzić rozważną politykę, która stworzy odpowiednie warunki, aby mogły swobodnie zadziałać automatyczne stabilizatory.

## Decyzje w sprawie polityki pieniężnej

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

- Po pierwsze, stopa depozytu w banku centralnym została obniżona o 10 pkt bazowych, do -0,50%. Stopa podstawowych operacji refinansujących i stopa kredytu w banku centralnym pozostały na niezmiennym poziomie, odpowiednio: 0,00% i 0,25%. Rada Prezesów oczekuje obecnie, że podstawowe stopy procentowe EBC pozostaną na obecnym lub niższym poziomie, dopóki Rada nie stwierdzi, że perspektywy inflacji w horyzoncie

czasowym jej projekcji wyraźnie zbliżają się do poziomu, który jest wystarczająco blisko, ale poniżej 2%, oraz że zbliżenie to konsekwentnie odzwierciedla się w dynamice inflacji bazowej.

- Po drugie, z dniem 1 listopada zostaną wznowione zakupy netto w ramach programu APP na kwotę 20 mld euro miesięcznie. Rada oczekuje, że program ten będzie prowadzony tak długo, jak długo będzie to konieczne do wzmocnienia łagodzącego oddziaływania podstawowych stóp procentowych EBC, i zakończy się krótko przed tym, jak zacznie ona podnosić te stopy.
- Po trzecie, spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu APP będą w dalszym ciągu reinwestowane – w całości – jeszcze przez dłuższy czas po tym, jak Rada Prezesów 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 czwarte, Rada postanowiła zmienić warunki TLTRO III, aby zachować korzystne warunki udzielania kredytów bankowych, zapewnić płynną transmisję polityki pieniężnej i jeszcze bardziej podtrzymać łagodne nastawienie polityki pieniężnej. Oprocentowanie każdej operacji TLTRO będzie teraz ustalane na poziomie średniej stopy stosowanej w podstawowych operacjach refinansujących Eurosystemu za czas trwania tej operacji TLTRO. Dla banków, w których kwota netto kwalifikowanych kredytów przekroczy wartość referencyjną, oprocentowanie to będzie niższe, a jego dolna granica to średnia stopa depozytu w banku centralnym za czas trwania danej operacji TLTRO. Termin zapadalności operacji TLTRO III zostanie wydłużony z dwóch do trzech lat.
- Po piąte, aby wspomóc transmisję polityki pieniężnej przez kanał bankowy, Rada Prezesów postanowiła wprowadzić dwupoziomowy system oprocentowania rezerw, w którym część bankowych zasobów nadmiernej płynności będzie zwolniona z ujemnej stopy depozytowej.

**Rada Prezesów podjęła te decyzje w reakcji na utrzymywanie się zbyt niskiej inflacji w stosunku po poziomie docelowego.** Ten kompleksowy pakiet decyzji EBC w sprawie polityki pieniężnej stanowi mocny bodziec, mający sprawić, że warunki finansowe pozostaną bardzo korzystne oraz będą wspierać ożywienie gospodarcze strefy euro i stałe narastanie wewnętrznej presji cenowej, a tym samym – stabilne zbliżanie się inflacji do średniookresowego celu inflacyjnego Rady Prezesów. Rada Prezesów ponownie podkreśliła potrzebę utrzymania przez dłuższy czas bardzo łagodnego nastawienia polityki pieniężnej. Na przyszłość jest gotowa odpowiednio dostosować wszystkie narzędzia, jakimi dysponuje, aby sprawić – przy zadeklarowanym symetrycznym podejściu do celu inflacyjnego – że inflacja będzie stabilnie zmierzać do docelowego poziomu.