



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

# Biuletyn Ekonomiczny

## Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 8 / 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 grudnia 2019 r.

ISSN                                      2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE:                      QB-BQ-19-004-PL-N (pdf)

# Sytuacja gospodarcza i monetarna

## Podsumowanie

**Dnia 12 grudnia na posiedzeniu poświęconym polityce pieniężnej, po ocenie perspektyw gospodarczych i inflacyjnych strefy euro oraz uwzględnieniu najnowszych projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu, Rada Prezesów postanowiła utrzymać podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian i potwierdziła swoją zapowiedź *forward guidance* dotyczącą tych stóp, zakupów netto aktywów oraz reinwestycji.**

Informacje uzyskane od czasu ostatniego posiedzenia Rady z końca października wskazują, że presja inflacyjna jest nadal słaba, a dynamika wzrostu w strefie euro – niska, chociaż widać wstępne oznaki wyhamowania spadku tej dynamiki oraz niewielkiego zwiększenia się inflacji bazowej, zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami. Podstawą odporności gospodarki strefy euro nadal są ciągły wzrost zatrudnienia i rosnące płace. Na tym tle oraz w związku z umiarkowanymi perspektywami inflacji Rada Prezesów ponownie podkreśliła, że dla podtrzymania presji na inflację bazową i kształtowania się inflacji ogółem w średnim okresie polityka pieniężna powinna przez dłuższy czas pozostać bardzo łagodna. Ponadto zapowiedź *forward guidance* Rady sprawia, że warunki finansowe będą się kształtować zgodnie ze zmianami perspektywy inflacji. W każdym razie Rada nadal jest gotowa odpowiednio dostosować wszystkie narzędzia, jakimi dysponuje, żeby sprawić, że inflacja będzie stabilnie zmierzać do docelowego poziomu, w zgodzie z zadeklarowanym symetrycznym podejściem do celu inflacyjnego.

## Ocena sytuacji gospodarczej i monetarnej na 12 grudnia 2019

**Światowa dynamika realnego PKB (z wyłączeniem strefy euro) w pierwszym półroczu 2019 zwolniła, ale pod koniec roku zaczęły się pojawiać oznaki jej stabilizacji.** Do słabego tempa wzrostu przyczyniała się malejąca dynamika przetwórstwa przemysłowego i inwestycji, której oddziaływanie potęgowała rosnąca niepewność polityczna (także w polityce publicznej), związana zwłaszcza z eskalacją napięć handlowych i sytuacją wokół brexitu. Jednak nowsze informacje wskazują na wyrównywanie się tempa światowego wzrostu gospodarczego, czego potwierdzeniem są także dane ankietowe. Konkretnie wskaźniki PMI sygnalizują umiarkowane ożywienie dynamiki produkcji w przetwórstwie przemysłowym i lekkie zmniejszenie się dynamiki produkcji w sektorze usług. W nadchodzącym okresie ożywienie światowej aktywności gospodarczej według projekcji będzie płytkie, w związku z osłabieniem się dynamiki wzrostu w gospodarkach rozwiniętych i słabością ożywienia w części gospodarek wschodzących. Dynamika handlu światowego

w tym roku się osłabiła i według projekcji w średnim okresie będzie rosnąć wolniej niż aktywność gospodarcza na świecie. Światowa presja inflacyjna pozostaje ograniczona, a bilans czynników ryzyka dla aktywności gospodarczej na świecie przechyla się na stronę spadkową, chociaż te czynniki stają się mniej wyraźne.

**Od czasu wrześniowego posiedzenia Rady Prezesów długoterminowe stopy wolne od ryzyka w strefie euro wzrosły, krzywa terminowa EONIA (Euro Overnight Index Average) przesunęła się w górę, a rynki nie spodziewają się obecnie dalszych obniżek głównej stopy depozytowej.**

Zgodnie z poprawą światowego klimatu ryzyka wzrosły ceny akcji w strefie euro i zmniejszyły się spready obligacji korporacyjnych. Rentowności długoterminowych obligacji skarbowych w strefie euro także w większości odzwierciedlają wzrost stóp wolnych od ryzyka. Na rynkach walutowych kurs euro ważony handlem pozostał zasadniczo stabilny.

**Faktyczna dynamika realnego PKB strefy euro w trzecim kwartale 2019 wyniosła w ujęciu kwartalnym 0,2%, tyle samo co kwartał wcześniej.**

Obecna słabość handlu międzynarodowego przy przewlekłej globalnej niepewności nadal odbija się na sektorze przetwórstwa przemysłowego strefy euro i hamuje wzrost inwestycji. Jednocześnie napływające dane gospodarcze i informacje z badań ankietowych, chociaż ogólnie wciąż słabe, wskazują, że spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro nieco wyhamowuje. Sektory usług i budownictwa nadal są odporne, mimo pewnego osłabienia dynamiki w drugim półroczu 2019. Jeśli chodzi o dalsze perspektywy, ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie nadal podtrzymywane przez korzystne warunki finansowania, dalszy przyrost zatrudnienia w powiązaniu ze wzrostem płac, łagodnie ekspansywne nastawienie polityki fiskalnej w strefie euro oraz utrzymujący się – choć nieco wolniejszy – wzrost gospodarczy na świecie.

**Taka ocena jest zasadniczo zgodna z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z grudnia 2019.** Według nich roczny realny PKB wzrośnie w 2019 o 1,2%, w 2020 o 1,1%, zaś w 2021 i 2022 o 1,4%. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z września 2019 perspektywy wzrostu realnego PKB na rok 2020 zrewidowano nieznacznie w dół. W bilansie czynników ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarczego strefy euro wciąż przeważają czynniki spadkowe, związane z sytuacją geopolityczną, rosnącym protekcjonizmem i podatnością gospodarek wschodzących na zagrożenia, jednak są one nieco mniej wyraźne.

**Według szacunków flash Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro zwiększyła się z 0,7% w październiku 2019 do 1,0% w listopadzie, głównie z powodu wyższej inflacji cen usług i żywności.**

Na podstawie aktualnych cen terminowych ropy przewiduje się, że w nadchodzących miesiącach inflacja ogółem nieco wzrośnie. Wskaźniki oczekiwań inflacyjnych są niskie. Wskaźniki inflacji bazowej pozostają ogólnie słabe, chociaż widać pewne oznaki niewielkiego wzrostu, zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami. Wprawdzie w obliczu zacieśniania się rynków pracy wzmocniła się presja na koszty pracy,

ale słabsza dynamika wzrostu opóźnia przekładanie się tej presji na inflację. W średnim okresie inflacja powinna rosnać pod wpływem środków polityki pieniężnej zastosowanych przez Radę Prezesów, postępującego ożywienia gospodarczego i mocnej dynamiki płac.

**Ta ocena też jest zasadniczo zgodna z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z grudnia 2019, według których roczna inflacja HICP ma wynieść 1,2% w roku 2019, 1,1% w 2020, 1,4% w 2021 i 1,6% w 2022.** W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z września 2019 perspektywy inflacji HICP na rok 2020 nieznacznie podwyższono, a na 2021 – nieznacznie obniżono, głównie w związku ze spodziewaną przyszłą ścieżką cen energii. Roczna inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności ma wynieść 1,0% w roku 2019, 1,3% w 2020, 1,4% w 2021 oraz 1,6% w 2022.

**W październiku 2019 roczna dynamika szerokiego pieniądza (agregatu M3) była wciąż mocna, a akcja kredytowa dla sektora prywatnego w dalszym ciągu powoli się ożywiła.** Dynamika M3 wyniosła w październiku 5,6%, tyle samo co miesiąc wcześniej. Jej stabilność odzwierciedla ciągłą kreację kredytów bankowych dla sektora prywatnego i niski koszt alternatywny utrzymywania szerokiego pieniądza. Jednocześnie korzystne warunki finansowania się banków i udzielania przez banki kredytów nadal pobudzały przepływy kredytowe, a co za tym idzie – wzrost gospodarczy. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych zwiększyła się z 3,6% we wrześniu do 3,8% w październiku. Łagodne nastawienie polityki pieniężnej Rady Prezesów pomoże w utrzymaniu bardzo korzystnych warunków udzielania kredytów bankowych i będzie w dalszym ciągu podtrzymywać dostęp do finansowania we wszystkich sektorach gospodarki, a zwłaszcza dla małych i średnich przedsiębiorstw.

**Łączne nastawienie polityki fiskalnej w strefie euro w 2020 pozostanie według projekcji łagodnie ekspansywne, więc będzie pobudzać aktywność gospodarczą.** W 2021 to nastawienie ma być nadal ekspansywne, a w 2022 powinno się ustabilizować, głównie w związku z obniżającym się, ale wciąż dodatnim saldem pierwotnym. Z uwagi na osłabianie się perspektyw gospodarczych rządy mające pole manewru w polityce fiskalnej muszą być gotowe do działania skutecznie i na czas. W krajach z wysokim długiem publicznym rządy powinny prowadzić rozsądną politykę i osiągać docelowe saldo strukturalne, dzięki czemu powstaną odpowiednie warunki, żeby mogły swobodnie zadziałać automatyczne stabilizatory. Wszystkie kraje powinny też intensywniej dążyć do uzyskania struktury finansów publicznych bardziej sprzyjającej wzrostowi gospodarczemu.

## Decyzje w sprawie polityki pieniężnej

**Dnia 12 grudnia na posiedzeniu poświęconym polityce pieniężnej Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, utrzymać podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian i powtórzyć swoją zapowiedź forward guidance dotyczącą tych stóp, zakupów netto aktywów oraz reinwestycji:**

- Po pierwsze, Rada Prezesów oczekuje, że podstawowe stopy procentowe EBC pozostaną na obecnym lub niższym poziomie, dopóki nie stwierdzi, że perspektywy inflacji w horyzoncie czasowym jej projekcji zdecydowanie zbliżają się do poziomu, który jest wystarczająco blisko, ale poniżej 2%, oraz że to zbliżenie konsekwentnie odzwierciedla się w dynamice inflacji bazowej.
- Po drugie, po wznowieniu 1 listopada zakupów netto, na kwotę 20 mld euro miesięcznie, w ramach programu skupu aktywów (APP) przez EBC Rada Prezesów oczekuje, że te zakupy będą prowadzone tak długo, jak długo będzie to konieczne do wzmocnienia łagodzącego oddziaływania podstawowych stóp procentowych EBC, i zakończą się krótko przed tym, jak zaczną podnosić te stopy.
- Po trzecie, Rada Prezesów zamierza 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 zaczną 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.

**Kompleksowy pakiet środków polityki pieniężnej uchwalonych przez Radę Prezesów na posiedzeniu we wrześniu dostarcza znacznego bodźca monetarnego, który zapewnia korzystne warunki finansowania wszystkim sektorom gospodarki.** W szczególności większa łatwość uzyskiwania kredytów przez firmy i gospodarstwa domowe podtrzymuje wydatki konsumentów i inwestycje przedsiębiorstw. To będzie sprzyjać ożywieniu gospodarki strefy euro i ciągłemu narastaniu wewnętrznej presji cenowej, a tym samym – zdecydowanemu zbliżaniu się inflacji do średniookresowego celu Rady. W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie uważnie monitorować sytuację inflacyjną i dalszy wpływ środków polityki pieniężnej na gospodarkę. Jest gotowa odpowiednio dostosować wszystkie narzędzia, jakimi dysponuje, żeby sprawić, że inflacja będzie stabilnie zmierzać do docelowego poziomu, w zgodzie z zadeklarowanym symetrycznym podejściem do celu inflacyjnego.