



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Biuletyn Ekonomiczny

Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 2 / 2015



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 2015

Adres do korespondencji
60640 Frankfurt am Main, Niemcy

Telefon
+49 69 1344 0

Internet
<http://www.ecb.europa.eu>

*Biuletyn został przygotowany pod kontrolą Zarządu EBC.
Wszelkie prawa zastrzeżone. Zezwala się na wykorzystywanie materiałów zawartych
w Biuletynie do celów edukacyjnych i niekomercyjnych pod warunkiem podania źródła.
Dane statystyczne zamieszczone w Biuletynie – stan na dzień 4 marca 2015 r.*

ISSN 2363–362X (internet)

PRZEGLĄD SYTUACJI FINANSOWO-GOSPODARCZEJ

W ramach realizacji głównego zadania EBC, jakim jest utrzymanie stabilności cen, Rada Prezesów przyjęła szereg środków w celu zapewnienia odpowiedniego poziomu akomodacyjności polityki pieniężnej. W okresie od czerwca do września 2014 r. EBC podjął wiele działań w zakresie polityki pieniężnej, takich jak: dalsze obniżki stóp procentowych, wprowadzenie ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO), skup określonych aktywów sektora prywatnego (w ramach programu skupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami) i trzeci program skupu obligacji zabezpieczonych. Następnie w styczniu 2015 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o rozszerzeniu programu skupu aktywów, tak aby od marca br. obejmował on denominowane w euro papiery wartościowe o ratingu inwestycyjnym wyemitowane przez rządy państw i agencje ze strefy euro oraz instytucje europejskie. Łączne miesięczne zakupy papierów wartościowych wyemitowanych przez sektory publiczny i prywatny będą wynosić 60 mld euro. Skup ma być prowadzony do końca września 2016 r., a w każdym razie będzie trwał tak długo, jak długo Rada Prezesów nie stwierdzi trwałego dostosowania ścieżki inflacji, odpowiadającego jej celowi inflacyjnemu: poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

Program skupu aktywów już przyczynił się do znacznej poprawy ogólnej sytuacji na rynkach finansowych. W grudniu 2014 r. i przez większą część stycznia 2015 r. na sytuację na tych rynkach w dużym stopniu wpływały oczekiwania rynku dotyczące ogłoszenia programu skupu. W związku z tym obniżyła się rentowność obligacji ze strefy euro – dla wszystkich rodzajów instrumentów, terminów zapadalności i emitentów – i w wielu przypadkach osiągnęła rekordowo niskie wartości. Ponieważ spadkowi rentowności długoterminowych obligacji skarbowych o ratingu AAA w strefie euro towarzyszył wzrost rentowności takich obligacji w Stanach Zjednoczonych, różnice pomiędzy strefą euro a USA w tym zakresie nadal się utrzymywały. W strefie euro rentowność obligacji skarbowych o niższym ratingu także się obniżyła, jednak z powodu niepewności dotyczącej dalszego dostępu Gre-

cji do wsparcia finansowego była bardziej zmienna. Spready na obligacjach korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym w dalszym ciągu się zmniejszały, natomiast spready na papierach wartościowych zabezpieczonych aktywami były zasadniczo stabilne. Od czasu ogłoszenia programu skupu aktywów rentowność obligacji w strefie euro jeszcze zmalała, a ceny akcji znacznie wzrosły. W ostatnich miesiącach kurs euro wyraźnie się osłabił.

Dzięki korzystnym zmianom na rynkach finansowych spadły koszty finansowania banków, co stopniowo przełożyło się także na obniżenie kosztów finansowania zewnętrznego dla sektora prywatnego. Środki polityki pieniężnej wprowadzone przez EBC doprowadziły do poprawy warunków finansowania banków: w IV kw. 2014 r. rentowność niezabezpieczonych obligacji bankowych spadła do rekordowo niskiego poziomu. Poprawa ta stopniowo przekładała się także na obniżanie oprocentowania kredytów bankowych dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, które w III i IV kw. 2014 r. znacznie spadło. Obniżenie kosztów finansowania banków i oprocentowania kredytów bankowych w drugiej połowie 2014 r. częściowo wynikało także z wpływu ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO), które mają na celu poprawę dostępu banków do długoterminowej płynności i pobudzenie akcji kredytowej w gospodarce realnej. TLTRO prawdopodobnie przyczyniły się także do obniżenia marż na kredytach dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w strefie euro. Aby zwiększyć skuteczność TLTRO w pobudzaniu akcji kredytowej dla sektora prywatnego, na styczniowym posiedzeniu Rada Prezesów postanowiła, że oprocentowanie pozostałych TLTRO będzie równe stopie procentowej podstawowych operacji refinansujących prowadzonych przez Eurosystem, czyli zniósła spread 10 pkt bazowych ponad stopę operacji podstawowych, który obowiązywał w dwóch pierwszych operacjach TLTRO. Zastosowane przez EBC środki polityki pieniężnej prawdopodobnie wpłynęły także na zmniejszenie różnic w zakresie kosztów kredytów między krajami, zwłaszcza w odniesieniu do przedsiębiorstw, choć warunki kredyto-

wania w poszczególnych krajach nadal są niejednolite. Koszt nominalny niebankowego finansowania zewnętrznego dla przedsiębiorstw ze strefy euro w IV kw. 2014 r. oraz w dwóch pierwszych miesiącach 2015 r. nadal się zmniejszał, w wyniku dalszego spadku zarówno kosztów długu rynkowego, jak i kosztu kapitału.

Z najnowszych danych wynika również, że umacnia się dynamika podaży pieniądza i akcja kredytowa. Roczna dynamika szerokiego agregatu pieniężnego M3 jest w dalszym ciągu podtrzymywana przez najbardziej płynne instrumenty z tej kategorii, a dynamika wąskiego agregatu M1 stabilnie rośnie. Ożywienie akcji kredytowej dla sektora prywatnego wciąż trwa, co potwierdza, że na początku 2014 r. nastąpił zwrot jej dynamiki. W ujęciu bardziej szczegółowym, w ostatnich miesiącach spadek akcji kredytowej dla przedsiębiorstw jeszcze wyhamował, podczas gdy akcja kredytowa dla gospodarstw domowych stabilnie rosła. Ponadto wyniki badania ankietowego akcji kredytowej banków ze strefy euro przeprowadzonego w styczniu 2015 r. potwierdziły, że ograniczenia w podaży kredytów stopniowo ustępują, a popyt na kredyty wzrasta. Podsumowując, zaobserwowane ostatnio zmiany świadczą o tym, że środki polityki pieniężnej zastosowane przez EBC przyczyniają się do złagodzenia warunków kredytowania i – w ujęciu ogólnym – do przywrócenia właściwego funkcjonowania mechanizmu transmisji polityki pieniężnej.

Znaczne dodatkowe złagodzenie polityki pieniężnej EBC pobudza i ugruntowuje korzystne zmiany w aktywności gospodarczej w strefie euro. W drugiej połowie 2014 r. ożywienie gospodarcze stopniowo się umacniało. Realny PKB w III kw. 2014 r. wzrósł o 0,2% w ujęciu kwartalnym, a w IV kw. według szybkich szacunków Eurostatu – o 0,3%, czyli nieco bardziej, niż wcześniej przewidywano. Z krótkookresowych wskaźników i wyników badań ankietowych wynika, że na początku 2015 r. aktywność gospodarcza będzie się nadal poprawiać. Na aktywność w strefie euro korzystny wpływ prawdopodobnie miał znaczny spadek cen ropy trwający od lipca 2014 r. Poprawa nastrojów firm i kon-

sumentów będzie sprzyjać skutecznemu przekładaniu się wprowadzonych środków polityki pieniężnej na gospodarkę realną, przyczyniając się do dalszej poprawy perspektyw wzrostu gospodarczego i zmniejszania niewykorzystanych mocy produkcyjnych.

Oczekuje się, że ożywienie gospodarcze będzie się stopniowo umacniać i rozszerzać. Przewiduje się dalszy wzrost aktywności gospodarczej w związku z niedawną poprawą zaufania przedsiębiorców i konsumentów, gwałtownym spadkiem cen ropy, osłabieniem efektywnego kursu euro i wpływem nowo zastosowanych środków polityki pieniężnej EBC. Oczekuje się, że akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej – znacznie wzmocnione przez program skupu aktywów – będzie sprzyjać wzrostowi realnego PKB w perspektywie krótkoterminowej i dalszej. Ponadto na gospodarkę realną powinny nadal pozytywnie wpływać postępy poczynione w zakresie reform strukturalnych i konsolidacji fiskalnej. Poprawa konkurencyjności cenowej i globalne ożywienie gospodarcze będą natomiast pobudzać eksport.

Wciąż istnieje jednak kilka przeszkód uniemożliwiających większy wzrost aktywności gospodarczej. Są to przede wszystkim trwające korekty bilansów w różnych sektorach i stosunkowo wolne tempo wdrażania reform strukturalnych. Poza tym wzrost w strefie euro hamują czynniki geopolityczne i trwająca, choć mniejsza niż kiedyś, niepewność dotycząca kryzysu zadłużeniowego w krajach europejskich.

Według projekcji makroekonomicznych ekspertów EBC dla strefy euro z marca 2015 r.¹, w których uwzględniono szacunkowy wpływ standardowych i niestandardowych środków polityki pieniężnej przyjętych przez Radę Prezesów, roczny wzrost realnego PKB wyniesie 1,5% w 2015 r., 1,9% w 2016 r. i 2,1% w 2017 r. W porównaniu z projekcjami ekspertów Eurosystemu z grudnia 2014 r. projekcje realnego PKB na 2015 i 2016 r. zostały zrewidowane

1 Zob. artykuł pt. „Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC dla strefy euro – marzec 2015”, opublikowany w serwisie internetowym EBC 5 marca 2015 r.

w górę w związku z korzystnym wpływem niższych cen ropy, słabszym efektywnym kursem euro i wpływem nowo wprowadzonych środków polityki pieniężnej. W ocenie Rady Prezesów wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami aktywności gospodarczej wciąż przeważają czynniki spadkowe, jednak ich siła zmalała po ostatnich decyzjach Rady Prezesów i spadku cen ropy.

Na podstawie aktualnych informacji oczekuje się, że w nadchodzących miesiącach inflacja będzie nadal bardzo niska lub ujemna. Główny czynnik, pod którego wpływem inflacja HICP w ostatnich miesiącach jest ujemna, to ceny ropy. Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w lutym 2015 r. wyniosła -0,3% (wobec -0,6% w styczniu). Jednocześnie inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności utrzymała się na zasadniczo stabilnym poziomie i w lutym wciąż wynosiła 0,6%.

Oczekuje się, że w dalszej części roku stopa inflacji będzie stopniowo wzrastać. Po pierwsze, w miarę jak spadki cen energii z wcześniejszego okresu będą sukcesywnie eliminowane z obliczania zmiany rok do roku, a także przy założeniu, że ceny ropy w horyzoncie projekcji będą rosły zgodnie z rosnącą krzywą terminową cen tego surowca, ujemny wpływ cen energii na wskaźnik HICP ogółem powinien ustać w 2015 r., po czym ceny te powinny doprowadzić do wzrostu tego wskaźnika w 2016 i 2017 r. Oczekiwany wzrost inflacji ogółem wynika głównie z odwrócenia się wpływu cen energii, a ponadto z umacniającego się ożywienia gospodarczego, któremu sprzyjają nowo przyjęte decyzje w sprawie polityki pieniężnej. Oczekuje się, że coraz stabilniejsze ożywienie gospodarcze doprowadzi do znacznego domknięcia ujemnej luki PKB, a tym samym – do silniejszego wzrostu marż

zysku i przeciętnego wynagrodzenia. Wzrost inflacji będzie podtrzymywany także przez wzrost cen surowców nieenergetycznych i opóźniony wpływ słabszego kursu euro.

Zgodnie z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC dla strefy euro z marca 2015 r. roczna inflacja HICP ma wynieść 0,0% w 2015 r., 1,5% w 2016 r. i 1,8% w 2017 r. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z grudnia 2014 r. projekcję inflacji na 2015 r. skorygowano w dół, głównie z powodu spadku cen ropy, natomiast projekcję na 2016 r. zrewidowano w górę, m.in. w związku z oczekiwanym wpływem środków polityki pieniężnej.

Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC z marca 2015 r. są oparte na założeniu pełnego wdrożenia wszystkich środków polityki pieniężnej EBC. Rada Prezesów będzie w dalszym ciągu uważnie obserwować czynniki ryzyka wpływające na kształtowanie się cen w średnim okresie, koncentrując się przy tym na transmisji środków polityki pieniężnej, rozwoju sytuacji geopolitycznej oraz zmianach kursów walutowych i cen energii.

Polityka pieniężna koncentruje się obecnie na wdrażaniu środków przyjętych przez Radę Prezesów w styczniu 2015 r. Na posiedzeniu z 5 marca 2015 r. Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej oraz zgodnie z zapowiedzią przyszłego nastawienia polityki pieniężnej, pozostawić stopy procentowe EBC bez zmian. Rada podała także szczegółowe informacje dotyczące programu skupu aktywów. W ramach tego programu 9 marca 2015 r. rozpoczął się skup na rynku wtórnym papierów wartościowych emitowanych przez podmioty sektora publicznego.