



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Biuletyn Ekonomiczny

Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 4 / 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 3 czerwca 2015 r.

ISSN 2363–362X (internet)

PRZEGLĄD SYTUACJI FINANSOWO-GOSPODARCZEJ

Rada Prezesów utrzymuje obrany kurs polityki pieniężnej i konsekwentnie wdraża wszystkie swoje decyzje. Rozszerzony program skupu aktywów – na kwotę 60 mld euro miesięcznie – ma być realizowany do końca września 2016 r., a w każdym razie tak długo, aż Rada nie stwierdzi trwałego dostosowania ścieżki inflacji odpowiadającego jej celowi inflacyjnemu: poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Przy ocenie, czy takie dostosowanie już nastąpiło, Rada będzie kierować się przyjętą strategią polityki pieniężnej i skupiać na trendach inflacyjnych, a pomijać fluktuacje pomiarów inflacji (zarówno wzrosty, jak i spadki), jeśli uzna, że są one przejściowe i nie wpływają na średniookresowe perspektywy stabilności cen.

Realizacja programów skupu aktywów przebiega prawidłowo i widać już ich pozytywne skutki. Środki polityki pieniężnej przyczyniają się do poprawy warunków finansowania we wszystkich sektorach; warunki te są nadal bardzo akomodacyjne. Oczekiwania inflacyjne odbiły od niskiego poziomu z połowy stycznia, a dostępność kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw jeszcze się poprawiła. Efekty zastosowanych środków zaczynają się przekładać na gospodarkę i będą się przyczyniać do dalszej poprawy perspektyw gospodarczych.

Przy bardzo niskich stopach procentowych nadal rośnie dynamika podaży pieniądza i kredytów. Wskaźniki monetarne jeszcze bardziej się umocniły, a akcja kredytowa (choć wciąż niewielka) w dalszym ciągu rosła – było to wynikiem m.in. rozszerzonego programu skupu aktywów. W kwietniu spadek dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw znów się zmniejszył, natomiast dynamika kredytów dla gospodarstw domowych nieco wzrosła. Sprzyjał temu znaczny spadek oprocentowania kredytów, obserwowany w dużej części strefy euro od lata 2014 r., a także oznaki poprawy zarówno podaży kredytów, jak i popytu na nie. W sumie rozwój sytuacji w ostatnim okresie potwierdza, że środki zastosowane przez EBC przyczyniają się do przywrócenia właściwej transmisji polityki pieniężnej i zwiększenia dostępności kredytów. Badanie akcji kredytowej banków z kwietnia br. wskazuje, że złago-

dzenie warunków kredytowania przyczynia się do dalszego ożywienia akcji kredytowej, zwłaszcza w odniesieniu do przedsiębiorstw. Ponadto w I kw. 2015 r. nasilona konkurencja między bankami przyczyniła się do poprawy podaży kredytów, a jednocześnie wzrósł popyt na nie wśród przedsiębiorstw. Poza tym poprawa sytuacji na rynku kredytów dotyczy nie tylko dużych firm, lecz także małych i średnich przedsiębiorstw, co wynika z badania dostępu przedsiębiorstw w strefie euro do finansowania (SAFE).

Do stopniowego ożywienia aktywności gospodarczej i poprawy sytuacji na rynku pracy w strefie euro przyczyniają się różne czynniki. W I kw. 2015 r. realny PKB zwiększył się o 0,4% kwartał do kwartału, po wzroście o 0,3% w IV kw. 2014 r. Dane wskazują, że ożywienie gospodarcze rozszerzyło się na kolejne sektory, co może wynikać z kilku czynników. Środki polityki pieniężnej EBC przyczyniają się do znacznego i powszechnego złagodzenia warunków finansowania oraz poprawy dostępności kredytów, zarówno dla MŚP, jak i większych przedsiębiorstw. Postępy w zakresie konsolidacji fiskalnej i reform strukturalnych mają korzystny wpływ na wzrost gospodarczy. Z kolei niskie ceny ropy pobudzają wzrost realnych dochodów do dyspozycji i zysków przedsiębiorstw – co służy inwestycjom i spożyciu prywatnemu – natomiast osłabianie się kursu euro korzystnie wpłynęło na eksport. Wraz z rozszerzaniem się ożywienia gospodarczego nadal poprawia się nieco sytuacja na rynku pracy w strefie euro, o czym świadczy stopniowy spadek bezrobocia. Niemniej bezrobocie zarówno w skali całej strefy, jak i w wielu krajach jest nadal wysokie.

Oczekuje się, że ożywienie gospodarcze będzie się dalej rozszerzać. Jego motorem było do tej pory spożycie prywatne, które powinno w dalszym ciągu rosnąć pod wpływem zwiększania się dynamiki wynagrodzeń (wynikającego ze wzrostu zatrudnienia) oraz pozytywnego wpływu spadku cen ropy na realne dochody do dyspozycji. Ponadto oczekuje się, że w 2015 r. większy udział w ożywieniu gospodarczym będą mieć inwestycje przedsiębiorstw, które będą

rosły pobudzone przez umacnianie się popytu wewnętrznego i zewnętrznego, potrzebę modernizacji i odbudowy starzejącego się majątku produkcyjnego, akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej i większą nadwyżkę operacyjną brutto. Co więcej, oczekiwane umacnianie się ożywienia gospodarczego na świecie powinno korzystnie wpływać na dynamikę eksportu. Jednocześnie wzrost aktywności będzie prawdopodobnie osłabiany przez niezbędne dostosowania bilansowe w wielu sektorach i wolne tempo reform strukturalnych.

Według projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z czerwca 2015 r.¹ roczny wzrost realnego PKB wyniesie 1,5% w 2015 r., 1,9% w 2016 r. i 2,0% w 2017 r. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z marca 2015 r. projekcje wzrostu realnego PKB w analizowanym okresie pozostają *de facto* niezmienione. W ocenie Rady Prezesów bilans czynników ryzyka wpływających na perspektywy aktywności gospodarczej – choć w dalszym ciągu przeważają w nim czynniki spadkowe – stał się bardziej zrównoważony dzięki podjętym przez Radę decyzjom w sprawie polityki pieniężnej oraz kształtowaniu się cen ropy i kursu euro.

Wydaje się, że inflacja ogółem na początku br. osiągnęła już minimum, skoro ustąpił zniżkowy wpływ spadku cen energii z wcześniejszego okresu. Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w maju 2015 r. wyniosła 0,3%, wobec 0,0% w kwietniu i 0,6% (minimum) w styczniu. Wzrost inflacji wynika głównie z mniejszego spadkowego wpływu składowej „energia”, który z kolei wiąże się przede wszystkim z pewnym ożywieniem dolarowych cen ropy, spotęgowanym przez dalszą deprecjację euro.

Według projekcji stopa inflacji w dalszej części br. wzrośnie, a w 2016 i 2017 r. zwiększy się jeszcze bardziej. Przewiduje się, że pod koniec

roku dynamika składowej „energia” pójdzie w górę pod wpływem efektu bazy związanego ze spadkiem cen ropy, który miał miejsce pod koniec 2014 r. Poza tym w kierunku wzrostu inflacji będzie oddziaływać słabszy kurs euro. Wewnętrzna presja cenowa także powinna się nasilić, jako że spodziewane zmniejszenie się luki PKB ma doprowadzić do wyższego wzrostu płac i większych marż zysku.

Zgodnie z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z czerwca 2015 r. roczna inflacja HICP ma wynieść 0,3% w 2015 r., 1,5% w 2016 r. oraz 1,8% w 2017 r. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z marca 2015 r. projekcję inflacji na 2015 r. zrewidowano w górę, a projekcje na 2016 i 2017 r. pozostały bez zmian. Projekcje są oparte na założeniu pełnego wdrożenia wszystkich środków polityki pieniężnej EBC. Rada Prezesów będzie w dalszym ciągu uważnie obserwować czynniki ryzyka wpływające na perspektywy sytuacji cenowej w średnim okresie. Będzie koncentrować się przy tym na transmisji zastosowanych środków, a także na rozwoju sytuacji geopolitycznej oraz zmianach kursu walutowego i cen energii.

Na posiedzeniu 3 czerwca 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. W ocenie Rady należy utrzymać obrany kurs polityki pieniężnej. Pełna realizacja wszystkich przyjętych środków będzie wspierać gospodarkę strefy euro i doprowadzi do trwałego powrotu inflacji w średnim okresie do poziomu poniżej, ale blisko 2%.

1 Zob. artykuł pt. „Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC dla strefy euro – czerwiec 2015”, opublikowany w serwisie internetowym EBC 3 czerwca 2015 r.