EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Biuletyn Ekonomiczny

Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 2 / 2024

„Biuletyn Ekonomiczny” jest publikowany dwa tygodnie po każdym posiedzeniu Rady Prezesów EBC dotyczącym polityki pieniężnej (osiem wydań w roku). Narodowy Bank Polski – tak jak pozostałe banki centralne państw UE spoza strefy euro – zamieszcza tłumaczenia rozdziału przeglądowego z czterech 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, 2024

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 6 marca 2024

ISSN 2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE: QB-BQ-24-001-PL-N (pdf)

Sytuacja gospodarcza, finansowa i monetarna

Synteza

Na posiedzeniu w dniu 7 marca 2024 Rada Prezesów postanowiła pozostawić trzy podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Od jej posiedzenia monetarnego z 25 stycznia 2024 nastąpił dalszy spadek inflacji. W projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC dla strefy euro z marca 2024 inflację zrewidowano w dół, zwłaszcza na 2024, głównie w związku z niższą kontrybucją cen energii. Obecnie eksperci przewidują, że inflacja wyniesie średnio 2,3% w 2024, 2,0% w 2025 i 1,9% w 2026. Projekcje inflacji z wyłączeniem cen energii i żywności także zostały zrewidowane w dół i wynoszą średnio 2,6% na 2024, 2,1% na 2025 i 2,0% na 2026. Mimo dalszego osłabienia się większości miar inflacji bazowej wewnętrzna presja cenowa pozostaje wysoka, po części z powodu silnego wzrostu płac. Warunki finansowania są zaostrzone, a wcześniejsze podwyżki stóp procentowych wciąż hamują popyt, co przyczynia się do spadku inflacji. Eksperci zrewidowali w dół projekcję wzrostu gospodarczego na 2024 do 0,6% – aktywność gospodarcza w najbliższym czasie ma pozostać stłumiona. Następnie eksperci oczekują, że gospodarka się ożywi i będzie rosnąć w tempie 1,5% w 2025 i 1,6% w 2026, czemu sprzyjać będą początkowo spożycie, a potem również inwestycje.

Rada Prezesów jest zdeterminowana w dążeniu do tego, by inflacja szybko powróciła do średniookresowego docelowego poziomu 2%. Na podstawie aktualnej oceny Rada Prezesów uważa, że podstawowe stopy procentowe EBC znajdują się na poziomach, które – jeśli zostaną utrzymane przez dostatecznie długi okres – istotnie przyczynią się do osiągnięcia przyjętego celu. W przyszłych decyzjach Rada Prezesów dopilnuje, by podstawowe stopy procentowe EBC były na wystarczająco restrykcyjnych poziomach tak długo, jak będzie to konieczne.

Przy ustalaniu odpowiedniego stopnia i czasu trwania restrykcyjnego podejścia Rada Prezesów utrzyma kierunek działania oparty na danych. W szczególności decyzje Rady Prezesów dotyczące stóp procentowych będą uwzględniać jej ocenę perspektyw inflacji w świetle napływających danych gospodarczych i finansowych, dynamiki inflacji bazowej i siły transmisji polityki pieniężnej.

Aktywność gospodarcza

Gospodarka jest nadal słaba. Konsumenci w dalszym ciągu wstrzymywali się z wydatkami, inwestycje osłabiły się, a przedsiębiorstwa mniej eksportowały, co wynikało ze spowolnienia popytu zewnętrznego i pewnych strat pod

względem konkurencyjności. Badania ankietowe wskazują jednak, że w 2024 nastąpi stopniowe ożywienie. Wraz ze spadkiem inflacji i dalszym wzrostem płac dochody realne odbiją, co korzystnie wpłynie na wzrost gospodarczy. Dodatkowo hamujący wpływ wcześniejszych podwyżek stóp procentowych będzie stopniowo zanikać, a popyt na eksport strefy euro powinien wzrosnąć.

Stopa bezrobocia znajduje się na najniższym poziomie od wprowadzenia euro. Zatrudnienie w ostatnim kwartale 2023 wzrosło o 0,3%, czyli ponownie przewyższyło aktywność gospodarczą. Wskutek tego wielkość produkcji na pracownika dalej się zmniejszyła. Tymczasem pracodawcy publikują mniej ofert pracy, ale mniej jest też firm zgłaszających ograniczenie produkcji spowodowane niedoborem siły roboczej.

Zgodnie z projekcjami z marca 2024 dynamika PKB w 2024 ma stopniowo rosnąć, w miarę jak realne dochody do dyspozycji będą się zwiększać, przy spadającej inflacji i silnym wzroście płac, a warunki wymiany handlowej – poprawiać. Dynamika eksportu powinna doganiać rosnący popyt zewnętrzny, ponieważ jest mało prawdopodobne, żeby obecne zakłócenia w żegludze na Morzu Czerwonym doprowadziły do istotnych ponownych ograniczeń podażowych. Przewiduje się, że w średnim okresie poprawie koniunktury będzie sprzyjać także stopniowe ustępowanie skutków zacieśnienia polityki pieniężnej EBC. W sumie średnioroczna dynamika realnego PKB według oczekiwań wyniesie 0,6% w 2024, po czym zwiększy się do 1,5% w 2025 i 1,6% w 2026. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z grudnia 2023 perspektywy wzrostu PKB na 2024 zostały zrewidowane w dół – z powodu efektu przeniesienia związanego z wcześniejszymi zaskakująco niskimi danymi i ze względu na gorsze napływające informacje prognostyczne – na 2025 pozostały bez zmian, a na 2026 zostały zrewidowane nieznacznie w górę.

Rządy powinny kontynuować wycofywanie środków wsparcia związanych z energią, by umożliwić trwały proces dezinflacji. Polityka fiskalna i strukturalna wymaga wzmocnienia, by zwiększyć produktywność i konkurencyjność gospodarki strefy euro i potencjał podażowy oraz stopniowo obniżać wysokie wskaźniki długu publicznego. Szybsze wdrożenie programu Next Generation EU i większa determinacja w dążeniu do usunięcia narodowych barier na drodze do bardziej pogłębionych i zintegrowanych rynków bankowych i kapitałowych mogą pomóc w zwiększeniu inwestycji na rzecz transformacji ekologicznej i cyfrowej oraz ograniczeniu presji cenowej w średnim okresie. Zreformowane unijne ramy zarządzania gospodarczego powinny zostać niezwłocznie wdrożone.

Inflacja

Inflacja obniżyła się w styczniu do 2,8% i – według szybkiego szacunku Eurostatu – dalej do 2,6% w lutym. Inflacja cen żywności po raz kolejny spadła, do 5,6% w styczniu i 4,0% w lutym, natomiast ceny energii w obu miesiącach nadal malały w porównaniu ze stanem sprzed roku, ale wolniej niż w grudniu.

Inflacja cen towarów również dalej spadła, do 2,0% w styczniu i 1,6% w lutym. Inflacja cen usług, która przez trzy miesiące z rzędu utrzymywała się na poziomie 4,0%, w lutym zmalała do 3,9%.

Wraz z dalszym zanikaniem wpływu wcześniejszych szoków podażowych i hamowaniem popytu przez zacieśnienie polityki pieniężnej większość miar inflacji bazowej w styczniu dalej się obniżyła. Niemniej wewnętrzna presja cenowa jest wciąż podwyższona, częściowo z powodu mocnego wzrostu płac i spadku wydajności pracy. Jednocześnie widać oznaki, że wzrost płac zaczyna słabnąć. Ponadto zyski pokrywają część rosnących kosztów pracy, co ogranicza efekty proinflacyjne.

Oczekuje się, że inflacja w nadchodzących miesiącach będzie w dalszym ciągu wykazywać trend spadkowy. Później ma obniżyć się do docelowego poziomu przyjętego przez Radę Prezesów wraz ze słabnięciem dynamiki kosztów pracy oraz wygasaniem efektów wcześniejszych szoków energetycznych, zatorów podażowych i ponownego otwarcia gospodarki po pandemii. Miary długookresowych oczekiwań inflacyjnych pozostają zasadniczo stabilne i w większości wynoszą około 2%.

Zgodnie z projekcjami z marca 2024 inflacja będzie dalej słabnąć, choć w mniejszym tempie niż w 2023, pod wpływem trwającego ustępowania presji cenowej w łańcuchu produkcyjnym i zacieśnienia polityki pieniężnej. Presja cenowa w łańcuchu produkcyjnym powinna w dalszym ciągu zanikać, a zakłócenia w żegludze na Morzu Czerwonym według przewidywań będą mieć jedynie niewielki wpływ na wzrost inflacji. W kontekście spadku cen energii znaczne zmiany kosztów pracy powinny być głównym czynnikiem oddziałującym na inflację z wyłączeniem cen energii i żywności. Dynamika płac nominalnych ma pozostać wysoka, z powodu utrzymującego się zacieśnienia na rynku pracy, ale w horyzoncie projekcji powinna stopniowo spadać w miarę zanikania wzrostowego oddziaływania środków kompensujących inflację. Odbicie dynamiki produktywności powinno przyczynić się do zmniejszenia presji związanej z kosztami pracy. Wzrost zysków w horyzoncie projekcji ma się osłabiać i amortyzować wpływ kosztów pracy. W sumie średnioroczna stopa inflacji ogółem według oczekiwań obniży się z 5,4% w 2023 do 2,3% w 2024, 2,0% w 2025 i 1,9% w 2026. W związku ze słabymi perspektywami inflacji cen energii oczekuje się, że inflacja ogółem w całym horyzoncie projekcji utrzyma się poniżej inflacji z wyłączeniem cen energii i żywności. W porównaniu z projekcjami z grudnia 2023 inflacja ogółem na lata 2024 i 2025 została zrewidowana w dół – głównie z powodu bezpośrednich i pośrednich skutków przyjęcia w założeniach niższych cen surowców energetycznych oraz zmniejszenia się presji związanej z kosztami pracy – natomiast na 2026 pozostała bez zmian.

Ocena ryzyka

W bilansie ryzyka dla wzrostu gospodarczego nadal przeważają czynniki spadkowe. Wzrost gospodarczy może być niższy, jeśli oddziaływanie polityki pieniężnej okaże się mocniejsze, niż oczekiwano. Na wzrost gospodarczy w strefie euro niekorzystnie wpłynęłoby też osłabienie gospodarki światowej lub dalsze spowolnienie handlu światowego. Istotnymi źródłami ryzyka geopolitycznego są nieuzasadniona wojna Rosji przeciwko Ukrainie i tragiczny konflikt na Bliskim Wschodzie. Wskutek tego niepewność firm i gospodarstw domowych co do przyszłości może się zwiększyć, a w handlu światowym mogą wystąpić zakłócenia. Wzrost gospodarczy może być wyższy, jeśli inflacja obniży się szybciej, niż przewidywano, a rosnące dochody realne przełożą się na nadspodziewanie większe wydatki lub jeśli tempo wzrostu gospodarki światowej będzie szybsze, niż oczekiwano.

Do proinflacyjnych czynników ryzyka należą zwiększone napięcia geopolityczne, zwłaszcza na Bliskim Wschodzie, które mogą powodować podbijanie cen energii i kosztów przewozu towarów w najbliższym czasie oraz zakłócać handel światowy. Inflacja może też okazać się wyższa od zakładanej, jeśli wzrost płac będzie większy, niż oczekiwano, lub marże zysku okażą się bardziej odporne. Z kolei nadspodziewanie duży spadek inflacji może nastąpić, jeśli polityka pieniężna stłumi popyt w większym stopniu, niż oczekiwano, lub otoczenie gospodarcze w pozostałej części świata niespodziewanie się pogorszy.

Warunki finansowe i monetarne

Od posiedzenia Rady Prezesów z 25 stycznia 2024 rynkowe stopy procentowe wzrosły, a ogólne warunki finansowania – pod wpływem polityki pieniężnej EBC – pozostały zaostrzone. Oprocentowanie kredytów dla firm zasadniczo się ustabilizowało, natomiast oprocentowanie kredytów hipotecznych w grudniu i styczniu spadło. Oprocentowanie kredytów utrzymuje się jednak na podwyższonym poziomie: 5,2% w przypadku kredytów dla firm i 3,9% w przypadku kredytów hipotecznych.

Dynamika akcji kredytowej na rzecz firm w grudniu osiągnęła wartość dodatnią i wyniosła w ujęciu rocznym 0,5%. W styczniu spadła jednak do 0,2%, w związku z ujemnym saldem przepływu kredytów w tym miesiącu. Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych nadal się osłabiała i w styczniu obniżyła się w ujęciu rocznym do 0,3%. Dynamika podaży szerokiego pieniądza – mierzonej agregatem M3 – była stłumiona i wyniosła 0,1%.

Decyzje w zakresie polityki pieniężnej

Stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących oraz stopy kredytu i depozytu w banku centralnym pozostają na niezmienionym poziomie, odpowiednio: 4,50%, 4,75% oraz 4,00%.

Portfel programu skupu aktywów jest zmniejszany w określonym i przewidywalnym tempie, ponieważ Eurosystem nie reinwestuje już spłat kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych.

W pierwszym półroczu 2024 Rada Prezesów zamierza nadal w całości reinwestować spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii (PEPP). W drugim półroczu zamierza zmniejszać portfel PEPP średnio o 7,5 mld euro miesięcznie. Rada Prezesów planuje wygaszenie reinwestycji w ramach programu PEPP z końcem 2024.

Przy reinwestowaniu spłat kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych z portfela PEPP Rada Prezesów nadal będzie stosować elastyczne podejście, by przeciwdziałać związanym z pandemią zagrożeniom dla mechanizmu transmisji polityki pieniężnej.

W miarę jak banki będą spłacać kwoty pożyczone w ramach ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących, Rada Prezesów będzie regularnie oceniać, jak ukierunkowane operacje pożyczkowe i ich bieżące spłaty przyczyniają się do kształtowania nastawienia polityki pieniężnej.

Podsumowanie

Na posiedzeniu w dniu 7 marca 2024 Rada Prezesów postanowiła pozostawić trzy podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Rada Prezesów jest zdeterminowana w dążeniu do tego, by inflacja szybko powróciła do średniookresowego docelowego poziomu 2%. Na podstawie aktualnej oceny Rada Prezesów uważa, że podstawowe stopy procentowe EBC znajdują się na poziomach, które – jeśli zostaną utrzymane przez dostatecznie długi okres – istotnie przyczynią się do osiągnięcia przyjętego celu. W przyszłych decyzjach Rada Prezesów dopilnuje, by podstawowe stopy procentowe EBC były na wystarczająco restrykcyjnych poziomach tak długo, jak będzie to konieczne. Przy ustalaniu odpowiedniego stopnia i czasu trwania restrykcyjnego podejścia Rada Prezesów utrzyma kierunek działania oparty na danych. W każdym razie Rada Prezesów jest gotowa odpowiednio dostosowywać wszystkie instrumenty w ramach swojego mandatu, by doprowadzić do powrotu inflacji do docelowego poziomu 2% w średnim okresie i utrzymać płynną transmisję polityki pieniężnej.