



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Biuletyn Ekonomiczny

Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 4 / 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 5 czerwca 2024

ISSN 2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE: QB-BQ-24-002-PL-N (pdf)

Sytuacja gospodarcza, finansowa i monetarna

Synteza

Na posiedzeniu w dniu 6 czerwca 2024 Rada Prezesów postanowiła obniżyć trzy podstawowe stopy procentowe EBC o 25 punktów bazowych. Jak wynikało z aktualnej oceny perspektyw inflacji, dynamiki inflacji bazowej i siły transmisji polityki pieniężnej, zasadne było zmniejszenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej po dziewięciu miesiącach utrzymywania stóp na stałych poziomach. Od posiedzenia Rady Prezesów z września 2023 inflacja obniżyła się o ponad 2,5 pkt proc., a perspektywy inflacji wyraźnie się poprawiły. Niższa jest także inflacja bazowa, co wzmacnia oznaki osłabienia się presji cenowej, a oczekiwania inflacyjne obniżyły się w każdym horyzoncie. Pod wpływem polityki pieniężnej warunki finansowania pozostawały zaostrzone. Przez tłumienie popytu i utrzymywanie mocnego zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych istotnie przyczyniło się to do powrotu inflacji do niższego poziomu.

Jednocześnie, mimo poprawy sytuacji w ostatnich kwartałach, wewnętrzna presja cenowa pozostaje silna w warunkach podwyższonej dynamiki płac, a inflacja prawdopodobnie utrzyma się powyżej celu przez znaczną część przyszłego roku. W porównaniu z projekcjami z marca najnowsze projekcje ekspertów Eurosystemu dotyczące zarówno inflacji ogółem, jak i inflacji bazowej zostały zrewidowane w górę na 2024 i 2025. Obecnie eksperci oceniają, że inflacja ogółem wyniesie średnio 2,5% w 2024, 2,2% w 2025 i 1,9% w 2026. Inflacja z wyłączeniem cen energii i żywności według projekcji ekspertów wyniesie średnio 2,8% w 2024, 2,2% w 2025 i 2,0% w 2026. Wzrost gospodarczy zgodnie z oczekiwaniami przyspieszy do 0,9% w 2024, 1,4% w 2025 i 1,6% w 2026.

Rada Prezesów jest zdeterminowana w dążeniu do tego, by inflacja szybko powróciła do średniookresowego docelowego poziomu 2%. Podstawowe stopy procentowe pozostaną wystarczająco restrykcyjne tak długo, jak będzie to konieczne do osiągnięcia tego celu. Rada Prezesów będzie w dalszym ciągu ustalać odpowiedni stopień i czas trwania restrykcyjnego podejścia na podstawie danych i na bieżąco, z posiedzenia na posiedzenie. W szczególności decyzje Rady Prezesów w sprawie stóp procentowych będą uwzględniać jej ocenę perspektyw inflacji w świetle napływających danych gospodarczych i finansowych, dynamiki inflacji bazowej i siły transmisji polityki pieniężnej. Rada Prezesów nie deklaruje z góry określonej ścieżki stóp.

Rada Prezesów potwierdziła również, że w drugim półroczu będzie zmniejszać zasoby papierów wartościowych nabytych przez Eurosystem w ramach nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii (PEPP) średnio

o 7,5 mld euro miesięcznie. Zasady zmniejszania portfela PEPP będą zasadniczo zgodne z tymi stosowanymi w przypadku programu skupu aktywów (APP).

Aktywność gospodarcza

Po pięciu kwartałach stagnacji gospodarka strefy euro w pierwszym kwartale 2024 wzrosła o 0,3%. Sektor usług rośnie, zaś w przetwórstwie przemysłowym widać oznaki stabilizacji na niskich poziomach.

Zatrudnienie w pierwszym kwartale tego roku wzrosło o 0,3%, powstało około 500 tys. miejsc pracy, a badania ankietowe wskazują na dalszy wzrost zatrudnienia w najbliższym czasie. Stopa bezrobocia w kwietniu spadła do 6,4%, czyli sięgnęła najniższego poziomu od wprowadzenia euro. Firmy nadal publikują dużo ofert pracy, choć nieco mniej niż wcześniej.

Gospodarka strefy euro na początku 2024 odbiła bardziej, niż oczekiwano w projekcjach ekspertów EBC z marca 2024. Przyczyniły się do tego saldo wymiany handlowej i rosnące wydatki gospodarstw domowych. Napływające informacje wskazują na dalszy wzrost w krótkim okresie – szybszy, niż przewidywano. Realne dochody do dyspozycji powinny dalej się zwiększać w warunkach silnej dynamiki płac, stopniowego wzrostu zaufania i postępującej poprawy warunków wymiany handlowej, wskutek czego – pod wpływem rosnącego spożycia – gospodarka w 2024 będzie się ożywiać. Prowzrostowe oddziaływanie salda wymiany handlowej na początku roku wynika częściowo z jego zmienności – po przejściowym spadku, jaki nastąpił pod koniec 2023. Oczekuje się jednak, że popyt zewnętrzny będzie dalej rosł, co będzie sprzyjać wzrostowi eksportu strefy euro. W średnim okresie niekorzystny wpływ wcześniejszego zacieśniania polityki pieniężnej ma stopniowo zanikać, a aktywność gospodarczą będzie podtrzymywać zakładane łagodzenie warunków finansowania zgodnie z oczekiwaniami rynku co do przyszłej ścieżki stóp procentowych. Czynnikiem pobudzającym wzrost gospodarczy będzie także odporny rynek pracy, w warunkach spadku stopy bezrobocia do rekordowo niskich poziomów w dalszej części horyzontu projekcji. Oczekuje się, że wydajność w horyzoncie projekcji będzie rosła w miarę wygasania niektórych czynników cyklicznych, które w ostatnim okresie osłabiły jej wzrost. W sumie średnioroczna dynamika realnego PKB według oczekiwań wyniesie 0,9% w 2024, a następnie przyspieszy do 1,4% w 2025 i 1,6% w 2026. W porównaniu z projekcjami z marca 2024 perspektywy wzrostu PKB na 2024 zostały zrewidowane w górę ze względu na nadspodziewanie dobre dane z początku roku i lepsze napływające informacje. Na 2025 zostały zrewidowane nieznacznie w dół, a na 2026 pozostają niezmiennione.

Krajowa polityka fiskalna i strukturalna powinna służyć podniesieniu produktywności i konkurencyjności gospodarki, co pomogłoby zwiększyć wzrost potencjalny i ograniczyć presję cenową w średnim okresie. Skuteczne, szybkie i pełne wdrożenie programu Next Generation EU, poczynienie dalszych kroków w kierunku stworzenia unii rynków kapitałowych i ukończenia budowy unii

bankowej oraz wzmocnienie jednolitego rynku przyczyniłyby się do wsparcia innowacji oraz zwiększenia inwestycji na rzecz transformacji ekologicznej i cyfrowej. Pełne i niezwłoczne wdrożenie zreformowanych unijnych ram zarządzania gospodarczego pomoże rządowi w trwałym obniżeniu deficytów budżetowych i wskaźników zadłużenia.

Inflacja

Według szybkiego szacunku Eurostatu roczna inflacja wzrosła z 2,4% w kwietniu do 2,6% w maju. Inflacja cen żywności spadła do 2,6%. Inflacja cen energii, która przez rok osiągała wartości ujemne w ujęciu rocznym, wzrosła do 0,3%. Inflacja cen towarów w maju dalej się obniżyła i wyniosła 0,8%. Z kolei inflacja cen usług wyraźnie wzrosła – do 4,1%, wobec 3,7% w kwietniu.

Większość miar inflacji bazowej w kwietniu (ostatnim miesiącu, za jaki dostępne były dane) dalej się obniżyła, co potwierdziło obraz stopniowo słabnącej presji cenowej. Inflacja wewnętrzna pozostaje jednak wysoka. Płace wciąż rosną w przyspieszonym tempie, tytułem kompensowania wcześniejszego skoku inflacji. Ponieważ proces regulowania płac przebiega etapowo i ważną rolę odgrywają płatności jednorazowe, koszty pracy w najbliższym czasie będą prawdopodobnie się zmieniać, czego przykładem był wzrost płac negocjowanych w pierwszym kwartale. Jednocześnie ze wskaźników prognostycznych wynika, że dynamika płac w ciągu roku będzie słabnąć. Zyski pokrywają część wyraźnie wyższych jednostkowych kosztów pracy, przez co ich oddziaływanie jako czynnika proinflacyjnego jest słabsze. Miary długookresowych oczekiwań inflacyjnych pozostawały zasadniczo stabilne i w większości wynosiły około 2%.

Przewiduje się, że inflacja ogółem w 2025 będzie się dalej obniżać do poziomów zbliżonych do wartości docelowej. Wynika to ze słabnięcia presji kosztowej, w tym związanej z kosztami pracy, i z opóźnionego wpływu stopniowego oddziaływania wcześniejszego zacieśniania polityki pieniężnej na ceny konsumpcyjne. Oczekuje się, że inflacja ogółem, mierzona zharmonizowanym wskaźnikiem cen konsumpcyjnych (HICP), do końca 2024 będzie wykazywać pewną zmienność z powodu efektu bazy i wyższych cen surowców energetycznych. W średnim okresie inflacja cen energii powinna ustabilizować się na niskich dodatnich poziomach, biorąc pod uwagę oczekiwania rynku co do przyszłych ścieżek cen ropy i gazu oraz planowane środki fiskalne związane ze zmianą klimatu. W ostatnich kwartałach nastąpił silny spadek inflacji cen żywności, pod wpływem osłabienia się presji w łańcuchu produkcyjnym w związku z niższymi cenami surowców energetycznych i żywnościowych. Oczekuje się, że w nadchodzącym okresie inflacja cen żywności będzie oscylować wokół obecnych poziomów, po czym od końca 2025 będzie dalej się obniżać. Inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności (HICPX) powinna przez większość horyzontu projekcji utrzymywać się powyżej inflacji ogółem, ale według oczekiwań pozostanie na ścieżce dezinflacji, choć będzie się

obniżyć powoli i głównie w latach 2025 i 2026. Centralnym elementem projekcji z czerwca jest spodziewane stopniowe słabnięcie wzrostu płac nominalnych z wyjściowo wciąż podwyższonych poziomów w miarę zanikania wzrostowego wpływu presji związanej z kompensacją inflacji w warunkach zacieśnienia rynku pracy. Oczekiwane odbicie dynamiki wydajności powinno przyczynić się do zmniejszenia się presji związanej z kosztami pracy. Ponadto wzrost zysków ma się osłabiać i po części amortyzować oddziaływanie kosztów pracy na ceny, zwłaszcza w 2024. W sumie średnioroczna inflacja HICP ogółem według oczekiwań obniży się z 5,4% w 2023 do 2,5% w 2024, 2,2% w 2025 i 1,9% w 2026. W porównaniu z projekcjami z marca 2024 perspektywy inflacji HICP na 2024 i 2025 zrewidowano w górę o 0,2 pkt proc. Wynika to głównie z wyższych cen surowców energetycznych i nieco wyższych, niż oczekiwano, napływających danych dotyczących inflacji HICPX. Dodatkowo oczekuje się, że presja związana z kosztami pracy będzie nieco silniejsza na skutek wyższej dynamiki płac w połączeniu z nieco bardziej ostrożnymi perspektywami wzrostu wydajności. Perspektywy zarówno inflacji ogółem, jak i inflacji HICPX na 2026 pozostają niezmiennione.

Ocena ryzyka

Bilans ryzyka dla wzrostu gospodarczego jest w najbliższym czasie zrównoważony, ale w średnim okresie wciąż zdominowany przez czynniki spadkowe. Na wzrost gospodarczy w strefie euro niekorzystnie wpłynęłoby osłabienie gospodarki światowej lub nasilenie napięć handlowych między największymi gospodarkami. Głównymi 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 niższy, jeśli oddziaływanie polityki pieniężnej okaże się mocniejsze, niż oczekiwano. Wzrost gospodarczy może być też wyższy, jeśli inflacja obniży się szybciej, niż przewidywano, a rosnące zaufanie i dochody realne przełożą się na nadspodziewanie większe wydatki lub jeśli tempo wzrostu gospodarki światowej będzie szybsze, niż zakładano.

Inflacja może okazać się wyższa od zakładanej, jeśli wzrost płac lub zysków będzie większy, niż oczekiwano. Do proinflacyjnych czynników ryzyka należą także zwiększone napięcia geopolityczne, które mogą powodować w najbliższym czasie podbijanie cen energii i kosztów przewozu towarów oraz zakłócać handel światowy. Ponadto ekstremalne zdarzenia pogodowe i – ogólnie – coraz bardziej widoczne przejawy kryzysu klimatycznego mogą skutkować wyższymi cenami żywności. Z kolei nadspodziewanie duży spadek inflacji może nastąpić, jeśli polityka pieniężna stłumi popyt w większym stopniu, niż przewidywano, lub otoczenie gospodarcze w pozostałej części świata niespodziewanie się pogorszy.

Warunki finansowe i monetarne

Od posiedzenia Rady Prezesów z 11 kwietnia 2024 rynkowe stopy procentowe wzrosły. W wyniku oddziaływania wcześniejszych podwyżek podstawowych stóp procentowych na system finansowy koszty finansowania ustabilizowały się na restrykcyjnych poziomach. Średnie oprocentowanie nowych kredytów dla firm i nowych kredytów hipotecznych w kwietniu nie zmieniło się i wyniosło, odpowiednio, 5,2% i 3,8%.

Akcja kredytowa pozostaje słaba. Dynamika kredytów dla firm wyniosła w kwietniu w ujęciu rocznym 0,3%, czyli nieco mniej niż w poprzednim miesiącu. Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych pozostała w ujęciu rocznym na poziomie 0,2%. Roczna dynamika podaży szerokiego pieniądza – mierzonej agregatem M3 – wzrosła z 0,9% w marcu do 1,3% w kwietniu.

Rada Prezesów, zgodnie ze swoją strategią polityki pieniężnej, gruntownie oceniła powiązania między polityką pieniężną a stabilnością finansową. Banki w strefie euro pozostają odporne. Postępująca poprawa perspektywy gospodarczych korzystnie wpłynęła na stabilność finansową, ale zwiększone zagrożenia geopolityczne zaciemniają horyzont. Nieoczekiwane zaostrzenie warunków finansowania na świecie może spowodować korektę wyceny aktywów finansowych i niefinansowych, co niekorzystnie wpłynęłoby na całą gospodarkę. Pierwszą linią obrony przed narastaniem podatności na ryzyko finansowe pozostaje polityka makroostrożnościowa. Środki, które są obecnie stosowane lub wkrótce zostaną wprowadzone, pomagają zachować odporność systemu finansowego.

Decyzje w sprawie polityki pieniężnej

Stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących oraz stopy kredytu i depozytu w banku centralnym zostały obniżone, odpowiednio, do 4,25%, 4,50% i 3,75%, ze skutkiem od 12 czerwca 2024.

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

Do końca czerwca 2024 Rada Prezesów będzie nadal w całości reinwestować spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu PEPP. W drugim półroczu będzie 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 będzie nadal 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 6 czerwca 2024 Rada Prezesów postanowiła obniżyć trzy podstawowe stopy procentowe EBC o 25 punktów bazowych. Rada Prezesów jest zdeterminowana w dążeniu do tego, by inflacja szybko powróciła do średniookresowego docelowego poziomu 2%. Podstawowe stopy procentowe pozostaną wystarczająco restrykcyjne tak długo, jak będzie to konieczne do osiągnięcia tego celu. Rada Prezesów będzie w dalszym ciągu ustalać odpowiedni stopień i czas trwania restrykcyjnego podejścia na podstawie danych i na bieżąco, z posiedzenia na posiedzenie. W szczególności decyzje Rady Prezesów w sprawie stóp procentowych będą uwzględniać jej ocenę perspektyw inflacji w świetle napływających danych gospodarczych i finansowych, dynamiki inflacji bazowej i siły transmisji polityki pieniężnej. Rada Prezesów nie deklaruje z góry określonej ścieżki stóp.

Niezależnie od sytuacji Rada Prezesów jest gotowa odpowiednio dostosowywać wszystkie instrumenty w ramach swojego mandatu, by doprowadzić do powrotu inflacji do średniookresowego docelowego poziomu i utrzymać płynną transmisję polityki pieniężnej.