



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Biuletyn Ekonomiczny

Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 6 / 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 11 września 2024

ISSN 2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE: QB-BQ-24-003-PL-N (pdf)

Sytuacja gospodarcza, finansowa i monetarna

Synteza

Na posiedzeniu w dniu 12 września 2024 Rada Prezesów postanowiła obniżyć stopę depozytu w banku centralnym, która służy jej do sterowania nastawieniem polityki pieniężnej, o 25 punktów bazowych. Jak wynikało z aktualnej oceny Rady Prezesów co do perspektyw inflacji, dynamiki inflacji bazowej i siły transmisji polityki pieniężnej, zasadne było poczynienie kolejnego kroku w zmniejszaniu stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej.

Ostatnie dane o inflacji były zasadniczo zgodne z oczekiwaniami, a projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC z września 2024 pokrywają się z poprzednimi projekcjami inflacji. Eksperci EBC oceniają, że inflacja ogółem wyniesie średnio 2,5% w 2024, 2,2% w 2025 i 1,9% w 2026, czyli tyle samo co w projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu z czerwca 2024. Oczekuje się, że w końcówce tego roku inflacja ponownie wzrośnie, po części dlatego, że w jej rocznej stopie przestaną być ujmowane wcześniejsze ostre spadki cen energii. Następnie, w drugiej połowie przyszłego roku, inflacja powinna spaść do docelowego poziomu przyjętego przez Radę Prezesów. Jeśli chodzi o inflację bazową, projekcje na 2024 i 2025 zostały nieco zrewidowane w górę, w związku z wyższą od spodziewanej inflacją cen usług. Jednocześnie eksperci EBC nadal oczekują szybkiego spadku inflacji bazowej: z 2,9% w tym roku do 2,3% w 2025 i 2,0% w 2026.

Inflacja wewnętrzna pozostaje wysoka w warunkach wciąż przyspieszonego wzrostu płac. Niemniej presja związana z kosztami pracy słabnie, natomiast zyski częściowo amortyzują oddziaływanie wyższych płac na inflację. Warunki finansowania pozostają zaostrome, a aktywność gospodarcza – stłumiona, co wynika z niskich wydatków konsumpcyjnych i inwestycji. Eksperci EBC przewidują, że wzrost gospodarczy wyniesie 0,8% w 2024, po czym przyspieszy do 1,3% w 2025 i 1,5% w 2026. W porównaniu z projekcjami z czerwca projekcje wzrostu zrewidowano nieco w dół, głównie z powodu słabszej kontrybucji popytu wewnętrznego w kilku najbliższych kwartałach.

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 restrykcyjności na podstawie danych i na bieżąco, z posiedzenia na posiedzenie. 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. Rada Prezesów nie deklaruje z góry określonej ścieżki stóp.

Aktywność gospodarcza

Gospodarka w drugim kwartale urosła o 0,2%, wobec 0,3% w pierwszym kwartale, czyli mniej, niż przewidywano w projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu z czerwca 2024. Siłą napędową wzrostu gospodarczego były głównie eksport netto i wydatki publiczne. Prywatny popyt wewnętrzny osłabił się pod wpływem spadku wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych, inwestycji przedsiębiorstw i inwestycji mieszkaniowych. O ile usługi wspierały wzrost gospodarczy, o tyle kontrybucja przemysłu i budownictwa była ujemna. Według wskaźników ankietowych na ożywienie gospodarcze w dalszym ciągu oddziałują pewne niesprzyjające czynniki.

Rynek pracy pozostaje odporny. Stopa bezrobocia w lipcu zasadniczo się nie zmieniła i wyniosła 6,4%. Jednocześnie wzrost zatrudnienia w drugim kwartale zwolnił do 0,2%, wobec 0,3% w pierwszym kwartale. Ostatnie wskaźniki ankietowe sygnalizują dalsze zmniejszanie się popytu na pracę, zaś wskaźnik wolnych miejsc pracy spadł i znajduje się bliżej poziomów sprzed pandemii.

Z najnowszych wskaźników wynika, że gospodarka w krótkim okresie będzie dalej rosła, ale wolniej, niż oczekiwano w projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu z czerwca 2024. Realne dochody do dyspozycji powinny nadal się zwiększać, dzięki silnemu wzrostowi płac. Ten czynnik, wraz ze stopniowym wzrostem zaufania, ma podtrzymywać ożywienie gospodarcze oparte na konsumpcji. Bodziec konsumpcyjny jest jednak nieco słabszy, niż przewidywano w czerwcowych projekcjach, a napływające dane i ostatnie badania ankietowe wskazują na wciąż obniżone zaufanie konsumentów i zwiększoną chęć gospodarstw domowych do oszczędzania. Ostatnie dane o inwestycjach przedsiębiorstw także sygnalizują słabsze tempo wzrostu gospodarczego. Niemniej popyt wewnętrzny będzie wspierany przez zanikanie oddziaływania wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej i zakładane dalsze łagodzenie warunków finansowania, zgodnie z oczekiwaniami rynku co do przyszłej ścieżki stóp procentowych. Ponadto przewidywany wzrost popytu zewnętrznego korzystnie wpływa na perspektywy eksportu strefy euro. Rynek pracy ocenia się w dalszym ciągu jako odporny, a stopa bezrobocia według oczekiwań pozostanie na rekordowo niskich poziomach. Oczekuje się, że wydajność w horyzoncie projekcji będzie rosła wraz z wygasaniem niektórych czynników cyklicznych, które w ostatnim okresie osłabiły jej wzrost. W sumie średnioroczna dynamika realnego PKB według oczekiwań wyniesie 0,8% w 2024, 1,3% w 2025 i 1,5% w 2026. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2024 perspektywy dynamiki PKB nieznacznie zrewidowano w dół na każdy rok horyzontu projekcji.

Polityka fiskalna i polityka strukturalna powinny służyć podniesieniu produktywności i konkurencyjności gospodarki, co pomogłoby zwiększyć wzrost potencjalny i ograniczyć presję cenową w średnim okresie. W raportach Maria Draghiego w sprawie przyszłości konkurencyjności Europy i Enrica Letty w sprawie wzmocnienia jednolitego rynku podkreślono pilną konieczność przeprowadzenia reform i przedstawiono konkretne propozycje w tym celu. Pełne, przejrzyste i niezwłoczne wdrożenie zreformowanych unijnych ram zarządzania gospodarczego pomoże rządów w trwałym obniżeniu deficytów budżetowych i wskaźników zadłużenia. Rządy powinny teraz energicznie pójść w tym kierunku w swoich średniookresowych planach dotyczących polityki fiskalnej i polityki strukturalnej.

Inflacja

Według szybkiego szacunku Eurostatu roczna inflacja zmalała z 2,6% w lipcu do 2,2% w sierpniu. Ceny energii w ujęciu rocznym spadły o 3,0%, podczas gdy w poprzednim miesiącu wzrosły o 1,2%. Inflacja cen żywności nieco podskoczyła, do 2,4% w sierpniu. Inflacja cen towarów i inflacja cen usług poszły w przeciwnych kierunkach: pierwsza w dół do 0,4%, wobec 0,7% w lipcu, natomiast druga w górę, z 4,0% do 4,2%.

Większość miar inflacji bazowej w lipcu zasadniczo się nie zmieniła. Inflacja wewnętrzna obniżyła się jedynie nieznacznie, z 4,5% w czerwcu do 4,4%, w obliczu silnej presji cenowej, której źródłem są zwłaszcza płace. Wzrost płac negocjowanych do końca roku pozostanie wysoki i zmienny, biorąc pod uwagę istotną rolę płacności jednorazowych w niektórych krajach i etapowość regulacji płac. Jednocześnie ogólny wzrost kosztów pracy słabnie. Dynamika przeciętnego wynagrodzenia dalej się obniżyła – po raz czwarty z rzędu – do 4,3% w drugim kwartale i zgodnie z projekcjami ekspertów EBC w przyszłym roku ponownie wyraźnie zwolni. Mimo słabej wydajności wzrost jednostkowych kosztów pracy w drugim kwartale był słabszy i wyniósł 4,6%, wobec 5,2% w pierwszym kwartale. Eksperti EBC oczekują, że dynamika jednostkowych kosztów pracy w horyzoncie projekcji będzie się dalej obniżać na skutek niższego wzrostu płac i odbicia wydajności. Ponadto zyski w dalszym ciągu częściowo kompensują proinflacyjne oddziaływanie wyższych kosztów pracy.

Ustępowanie presji związanej z kosztami pracy i stopniowe przenoszenie się wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej na ceny konsumpcyjne powinny podtrzymywać proces dezinflacji. Większość miar długookresowych oczekiwań inflacyjnych wynosi około 2%, a miary rynkowe od posiedzenia Rady Prezesów z 18 lipca 2024 spadły i znajdują się bliżej tego poziomu.

Przewiduje się, że inflacja ogółem, po niedawnym spadku, nieco wzrośnie w ostatnim kwartale tego roku, po czym do końca 2025 obniży się do docelowego poziomu. Spodziewany wzrost w najbliższym czasie wynika w dużej mierze z efektu bazy związanego z cenami energii. W średnim okresie inflacja cen energii powinna się ustabilizować na niskich dodatnich

poziomach, biorąc pod uwagę oczekiwania rynku co do cen surowców energetycznych i hurtowych cen energii oraz planowane środki fiskalne związane ze zmianą klimatu. W ostatnich kwartałach nastąpił mocny spadek inflacji cen żywności, pod wpływem osłabiania się presji w łańcuchu produkcyjnym w związku z niższymi cenami surowców energetycznych i żywnościowych. Oczekuje się, że inflacja cen żywności pozostanie zasadniczo w trendzie bocznym, a następnie, począwszy od końca 2025, będzie dalej się obniżać. Inflacja z wyłączeniem cen energii i żywności według oczekiwań utrzyma się niemal przez cały horyzont projekcji powyżej inflacji ogółem, ale pozostanie na ścieżce dezinflacji. Inflacja cen usług w ostatnich miesiącach była uporczywie wysoka. Nadal przewiduje się jednak jej stopniowy spadek w późniejszej części horyzontu projekcji, wraz ze słabnięciem wzrostu płac i innych czynników wywołujących presję kosztową, w warunkach dalszego opóźnionego oddziaływania wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej na ceny konsumpcyjne. W ostatnich kwartałach przyspieszone dotychczas tempo wzrostu płac nominalnych zaczęło hamować, i to bardziej, niż wcześniej zakładano. Oczekuje się, że w nadchodzących latach wzrost płac będzie dalej stopniowo słabnąc w miarę dalszego ustępowania dodatniego oddziaływania presji związanej z kompensacją inflacji na ciasnym rynku pracy. Do osłabienia się presji związanej z kosztami pracy powinna przyczynić się poprawa dynamiki wydajności. Ponadto wzrost zysków wyraźnie zwolnił i będzie częściowo amortyzować oddziaływanie kosztów pracy na ceny, zwłaszcza w najbliższym czasie. W sumie, według projekcji makroekonomicznych ekspertów EBC z września 2024, średnioroczna inflacja ogółem 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 makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2024 perspektywy inflacji ogółem pozostają niezmienione. Inflacja z wyłączeniem cen energii i żywności w ostatnich miesiącach okazała się nieco wyższa od spodziewanej, czego skutkiem były niewielkie rewizje w górę na 2024 i 2025.

Ocena ryzyka

W bilansie ryzyka dla wzrostu gospodarczego nadal przeważają czynniki spadkowe. Na wzrost gospodarczy w strefie euro niekorzystnie wpłynąłby niższy popyt na eksport strefy euro, wynikający np. z osłabienia gospodarki światowej lub nasilenia 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 też być niższy, jeśli opóźnione oddziaływanie zacieśnienia polityki pieniężnej okaże się mocniejsze, niż oczekiwano. Wzrost gospodarczy może być z kolei wyższy, jeśli inflacja obniży się szybciej, niż było to założone, a rosnące zaufanie i dochody realne przełożą się na nadspodziewanie większe wydatki lub jeśli tempo wzrostu gospodarki światowej będzie szybsze, niż przewidywano.

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 podbijanie cen energii i kosztów przewozu towarów w najbliższym czasie 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 oczekiwano, lub otoczenie gospodarcze w pozostałej części świata niespodziewanie się pogorszy.

Warunki finansowe i monetarne

Od posiedzenia Rady Prezesów z 18 lipca 2024 rynkowe stopy procentowe wyraźnie się obniżyły, przede wszystkim w wyniku osłabienia się perspektywy światowego wzrostu gospodarczego i zmniejszenia obaw przed presją inflacyjną. Napięcia na światowych rynkach w okresie letnim doprowadziły do przejściowego zaostrzenia warunków finansowych w bardziej ryzykownych segmentach rynku.

W sumie koszty finansowania pozostają restrykcyjne w warunkach dalszej transmisji dokonanych wcześniej przez Radę Prezesów podwyżek podstawowych stóp procentowych. Średnie oprocentowanie nowych kredytów dla firm i nowych kredytów hipotecznych w lipcu pozostało wysokie i wyniosło, odpowiednio, 5,1% i 3,8%.

Akcja kredytowa jest wciąż spowolniona w obliczu słabego popytu. Dynamika kredytów dla firm wyniosła w lipcu w ujęciu rocznym 0,6%, czyli nieco mniej niż w czerwcu, a dynamika kredytów dla gospodarstw domowych wzrosła do 0,5%. Dynamika podaży szerokiego pieniądza – mierzonej agregatem M3 – w lipcu wyniosła 2,3%, czyli tyle samo co w czerwcu.

Decyzje w sprawie polityki pieniężnej

Na posiedzeniu w dniu 12 września 2024 Rada Prezesów postanowiła obniżyć stopę depozytu w banku centralnym o 25 punktów bazowych. Przez zmianę wysokości tej stopy Rada Prezesów steruje nastawieniem polityki pieniężnej. Ponadto, zgodnie z informacją ogłoszoną 13 marca 2024 w następstwie przeglądu systemu operacyjnego, różnicę między stopą procentową podstawowych operacji refinansujących a stopą depozytu w banku centralnym ustalono na poziomie 15 punktów bazowych. Różnica między stopą kredytu w banku centralnym a stopą podstawowych operacji refinansujących pozostała – bez zmian – na poziomie 25 punktów bazowych. W związku z tym stopa depozytu w banku centralnym została obniżona do 3,50%. Stopy procentowe podstawowych operacji refinansujących i kredytu w banku

centralnym zostały obniżone, odpowiednio, do 3,65% i 3,90%. Zmiany weszły w życie 18 września 2024.

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

Eurosystem nie reinwestuje już wszystkich spłat kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii (PEPP) i zmniejsza portfel PEPP średnio o 7,5 mld euro miesięcznie. Rada Prezesów zamierza zaprzestać 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

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 restrykcyjności na podstawie danych i na bieżąco, z posiedzenia na posiedzenie. 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. 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.