



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

# Biuletyn Ekonomiczny

## Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 2 / 2021



„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, 2021

Adres do korespondencji      60640 Frankfurt am Main, Niemcy  
Telefon                              +49 69 1344 0  
Internet                              [www.ecb.europa.eu](http://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 10 marca 2021 r.

ISSN                                      2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE:                      QB-BQ-21-001-PL-N (pdf)

# Sytuacja gospodarcza i monetarna

## Synteza

**Oczekuje się wprowadzić, że w ciągu bieżącego roku ogólna sytuacja gospodarcza będzie się poprawiać, ale perspektywy na najbliższy okres wciąż są niepewne, zwłaszcza jeśli chodzi o dynamikę pandemii koronawirusa (COVID19) i tempo szczepień.** Odbicie popytu światowego i zastosowanie dodatkowych środków fiskalnych wspierają aktywność na świecie i w strefie euro. Jednak uporczywie wysokie wskaźniki zakażeń, rozprzestrzenianie się mutacji wirusa i związane z tym przedłużanie i zaostrzenie środków wprowadzonych dla opanowania pandemii wpływają niekorzystnie na aktywność gospodarczą strefy euro w krótkim okresie. W dłuższej perspektywie trwające akcje szczepień w połączeniu ze spodziewanym stopniowym łagodzeniem obostrzeń pozwalają oczekiwać, że w ciągu 2021 nastąpi mocne odbicie aktywności. Inflacja w ostatnich miesiącach przyspieszyła, głównie z powodu pewnych czynników przejściowych oraz wzrostu inflacji cen energii. Jednocześnie bazowa presja inflacyjna pozostaje niewielka w wyniku słabego popytu i znacznych niewykorzystanych mocy produkcyjnych na rynkach pracy i produktów. Chociaż najnowsze projekcje eksperckie przewidują stopniowy wzrost tej presji, to potwierdzają także, że średniookresowe perspektywy inflacji pozostają zasadniczo bez zmian w porównaniu z projekcjami eksperckimi z grudnia 2020 i nie dochodzą do poziomu stanowiącego cel Rady Prezesów.

**W tej sytuacji niezmiernie ważne pozostaje utrzymanie korzystnych warunków finansowania przez cały okres pandemii.** Rada Prezesów ocenia te warunki na podstawie analizy wszechstronnego i wieloaspektowego zbioru wskaźników, który obejmuje wszystkie ogniwa transmisji polityki pieniężnej, od stóp procentowych wolnych od ryzyka i rentowności obligacji skarbowych do rentowności obligacji korporacyjnych i warunków kredytowania w sektorze bankowym. Od początku roku rynkowe stopy procentowe poszły w górę, co rodzi ryzyko dla ogólnych warunków finansowania. Stopy wolne od ryzyka i rentowność obligacji skarbowych są dla banków głównym wskaźnikiem referencyjnym do wyznaczania warunków udzielania kredytów. Jeżeli wzrost rynkowych stóp procentowych będzie znaczny i ciągły, a pozostałby niekontrolowany, może doprowadzić do przedwczesnego zacieśnienia się warunków finansowania dla wszystkich sektorów gospodarki. To byłoby niepożądane w obecnym czasie, kiedy utrzymanie korzystnych warunków finansowania wciąż jest konieczne do zmniejszenia niepewności i pobudzenia zaufania, a tym samym – wsparcia aktywności gospodarczej i ochrony średniookresowej stabilności cen. W tej sytuacji i na podstawie wspólnej oceny warunków finansowania i perspektyw inflacji Rada Prezesów oczekuje, że przez następny kwartał zakupy w ramach nadzwyczajnego programu skupu aktywów w czasie pandemii (PEPP) będą prowadzone w znacznie szybszym tempie niż w pierwszych miesiącach bieżącego roku.

## Ocena sytuacji gospodarczej i monetarnej na 11 marca 2021, dzień ostatniego posiedzenia Rady Prezesów

### **Światowa gospodarka zaczęła się podnosić z recesji spowodowanej pandemią szybciej, niż przewidywano w projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu z grudnia 2020.**

Jednak na przełomie roku wraz z pogorszeniem się światowej sytuacji epidemicznej nasiliły się czynniki hamujące wzrost gospodarczy. Wzrost liczby nowych zakażeń zmusił rządy do ponownego wprowadzenia ścisłych lockdownów, zwłaszcza w gospodarkach rozwiniętych. W napływających danych widać już niekorzystny wpływ tych środków na światowy wzrost gospodarczy. W nadchodzącym okresie pandemia pozostanie głównym czynnikiem kształtującym wzrost gospodarczy. Akcja szczepień stopniowo przyspiesza, chociaż jej tempo w poszczególnych krajach jest różne. Jednak liczba zaszczepionych jest wciąż za mała, żeby można było znieść obostrzenia. Pakiet bodźców fiskalnych zatwierdzony w grudniu ubiegłego roku w Stanach Zjednoczonych oraz zawarcie umowy handlowej między UE a Wielką Brytanią korzystnie wpływają na perspektywy otoczenia zewnętrznego strefy euro na bieżący rok. Dynamika światowego PKB (z wyłączeniem strefy euro) wg projekcji w 2021 wyniesie 6,5%, by potem zwolnić do 3,9% w 2021 i 3,7% w 2022. Spadek światowego PKB za rok 2020 szacuje się na 2,4%. Ze względu na zawarcie umowy handlowej między UE a Wielką Brytanią i prognozowane mocniejsze ożywienie w gospodarkach rozwiniętych podniesiono projekcję popytu zewnętrznego wobec strefy euro. Obecnie przewiduje się wzrost popytu o 8,3% w roku bieżącym, o 4,4% w 2022 i o 3,2% w 2023, co oznacza rewizję w górę o 1,7 pkt proc. na 2021 i o 0,3 pkt proc. na 2022. Bilans czynników ryzyka dla bazowej projekcji wzrostu światowego przechyła się na stronę dodatnią; głównym czynnikiem mogącym oddziaływać w kierunku wyższej dynamiki wzrostu jest dodatkowy bodziec fiskalny planowany przez prezydenta Bidena. Z symulacji przeprowadzonych za pomocą modeli wynika, że w wyniku tego bodźca realny PKB w USA zwiększy się o 2–3%, a gospodarka wejdzie na ścieżkę wzrostu powyżej potencjału, chociaż jednocześnie jego wpływ na inflację prawdopodobnie będzie umiarkowany.

### **Od poprzedniego posiedzenia Rady Prezesów, które odbyło się w grudniu 2020, warunki finansowania nieco się zaostrzyły, przy pozytywnych nastrojach wobec ryzyka.**

W analizowanym okresie (10 grudnia 2020 – 10 marca 2021) krzywa terminowa indeksu EONIA (Euro Overnight Index Average) przesunęła się w górę, a jej nachylenie stało się bardziej strome. Obecnie ta krzywa nie sygnalizuje, żeby w najbliższym okresie oczekiwano cięcia stóp procentowych. Spready długoterminowych obligacji skarbowych krajów strefy euro pozostały stabilne, ponieważ motorem wzrostu rentowności był wzrost stóp wolnych od ryzyka, pod wpływem dobrych nastrojów wobec ryzyka wynikających z bodźców monetarnych i fiskalnych. Analogicznie wzrosły ceny ryzykownych aktywów. Na rynkach walutowych nominalny efektywny kurs euro nieco się osłabił.

**Realny PKB strefy euro, po mocnym przyspieszeniu w trzecim kwartale 2020, w czwartym kwartale zmniejszył się o 0,7%.** Szacuje się, że w skali całego roku realny PKB skurczył się o 6,6%, a w ostatnim kwartale poziom aktywności gospodarczej był o 4,9% niższy niż przed pandemią – na koniec 2019. Napływające dane gospodarcze, informacje z badań ankietowych i wskaźniki o wysokiej częstotliwości wskazują, że w pierwszym kwartale 2021, z powodu utrzymującej się pandemii i związanych z nią obostrzeń, gospodarka wciąż była słaba. Dlatego w tym kwartale realny PKB prawdopodobnie znów się skurczy. Sytuacja gospodarcza nadal kształtuje się różnie w poszczególnych krajach i sektorach. Ograniczenia dotyczące społecznych interakcji i mobilności mocniej odbiły się na sektorze usług niż na sektorze przemysłowym, w którym sytuacja poprawia się szybciej. Choć środki polityki fiskalnej pomagają gospodarstwom domowym i firmom, to z uwagi na pandemię i jej konsekwencje dla zatrudnienia i dochodów konsumentów wciąż zachowują się z rezerwą. Z kolei słabsze bilanse przedsiębiorstw oraz podwyższona niepewność co do perspektyw gospodarczych w dalszym ciągu wpływają niekorzystnie na inwestycje firm.

**W dłuższej perspektywie trwające akcje szczepień w połączeniu ze stopniowym łagodzeniem obostrzeń pozwalają oczekiwać – o ile znów nie nastąpi niekorzystny zwrot sytuacji epidemicznej – że w ciągu 2021 nastąpi mocne odbicie aktywności gospodarczej.** W średnim okresie ożywieniu gospodarczemu w strefie euro powinny sprzyjać korzystne warunki finansowania, ekspansywna polityka fiskalna oraz poprawianie się popytu w miarę stopniowego znoszenia obostrzeń.

**Taka ocena jest zasadniczo zgodna z bazowym scenariuszem projekcji makroekonomicznych ekspertów EBC dla strefy euro z marca 2021.**

Według tych projekcji roczny wzrost realnego PKB w 2021 wyniesie 4,0%, w 2022 osiągnie 4,1%, zaś w 2023 będzie na poziomie 2,1%. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z grudnia 2020 perspektywy aktywności gospodarczej pozostały w większości niezmienione.

**W sumie bilans pro- i antywzrostowych czynników ryzyka dla strefy euro w średnim okresie stał się bardziej zrównoważony, chociaż w najbliższym okresie wciąż występują czynniki oddziałujące w stronę spadku.** Powodem do optymizmu są lepsze perspektywy popytu światowego, wzmacniane przez znaczne bodźce fiskalne, oraz postęp akcji szczepień. Natomiast trwająca pandemia, w tym rozprzestrzenianie się mutacji wirusa, oraz jej wpływ na warunki gospodarcze i finansowe pozostają źródłem ryzyka spadkowego.

**W styczniu i lutym 2021 roczna inflacja w strefie euro gwałtownie wzrosła: do 0,9%, podczas gdy w grudniu 2020 wyniosła -0,3%.** Skok inflacji ogółem odzwierciedla różne czynniki idiosynkratyczne, w tym koniec przejściowego obniżenia podatku VAT w Niemczech, opóźnienie sezonu wyprzedaży w niektórych krajach strefy euro oraz wpływ większych niż zwykle zmian w wagach HICP na 2021, a także wyższą inflację cen energii. Na podstawie aktualnych cen terminowych ropy można oczekiwać, że w najbliższych

miesiącach inflacja wzrośnie, ale w ciągu roku będzie występować pewna zmienność, odzwierciedlająca wahania dynamiki czynników, które obecnie oddziałują w kierunku wzrostu inflacji. Te czynniki powinny wypaść z rocznej stopy inflacji na początku przyszłego roku. Bazowa presja inflacyjna w roku bieżącym powinna się nieco zwiększyć wskutek obecnych ograniczeń podaźowych i ożywienia popytu wewnętrznego, chociaż oczekuje się, że pozostanie ogólnie niewielka, m.in. z powodu niskiej presji płacowej oraz wcześniejszej aprecjacji euro. Kiedy wpływ pandemii wygaśnie, zmniejszanie wysokiego obecnie poziomu niewykorzystanych mocy produkcyjnych, wspierane łagodną polityką pieniężną i fiskalną, będzie w średnim okresie przyczyniać się do stopniowego wzrostu inflacji. Rynkowe i ankietowe wskaźniki długookresowych oczekiwań inflacyjnych pozostają niskie, chociaż te pierwsze ciągle stopniowo rosną.

**Ta ocena jest zasadniczo zgodna z bazowym scenariuszem projekcji makroekonomicznych ekspertów EBC dla strefy euro z marca 2021, według którego roczna inflacja ma wynieść 1,5% w 2021, 1,2% w 2022 i 1,4% w 2023.** W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z grudnia 2020 perspektywy inflacji na 2021 i 2022 zostały zrewidowane w górę, głównie z powodu czynników przejściowych i wyższej inflacji cen energii, natomiast na 2023 pozostały niezmienione. Inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności ma wynieść 1,0% w 2021, 1,1% w 2022 oraz 1,3% w 2023.

**Dynamika podaży pieniądza w strefie euro nadal odzwierciedla oddziaływanie pandemii.** Dynamika szerokiego pieniądza (agregatu M3) w styczniu 2021 wyniosła 12,5%, po odczytach 12,4% w grudniu 2020 i 11,0% w listopadzie. Do mocnej dynamiki M3 nadal przyczyniał się prowadzony przez Eurosystem skup aktywów, który pozostaje największym źródłem kreacji pieniądza. W warunkach wciąż zwiększonej preferencji dla płynności oraz niskiego kosztu alternatywnego utrzymywania depozytów o najwyższej płynności głównym czynnikiem wzrostu dynamiki szerokiego pieniądza w dalszym ciągu jest wąski agregat M1. Jeśli chodzi o finansowanie sektora prywatnego, akcja kredytowa dla przedsiębiorstw nieco się osłabiła, a w przypadku gospodarstw domowych pozostała stabilna. Miesięczny napływ kredytów do przedsiębiorstw, zgodnie z tendencją obserwowaną od końca lata, nadal zwalniał. Jednocześnie roczna stopa wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych utrzymała się na zasadniczo niezmienionym poziomie 7,0%, po odczycie 7,1% w grudniu, ponieważ wciąż odzwierciedlała mocny wzrost akcji kredytowej z pierwszego półrocza. Roczna stopa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych pozostała w styczniu ogólnie stabilna i wyniosła 3,0%, po odczycie 3,1% w grudniu, przy solidnym dodatnim saldzie miesięcznych przepływów kredytowych. W ujęciu ogólnym środki zastosowane przez Radę Prezesów w połączeniu z rozwiązaniami przyjętymi przez rządy krajowe i inne instytucje europejskie pozostają niezbędne do utrzymania warunków udzielania kredytów bankowych i dostępu do finansowania, zwłaszcza dla podmiotów najbardziej poszkodowanych wskutek pandemii.

**W wyniku bardzo ostrego załamania koniunktury podczas pandemii w połączeniu z bezprecedensowo silną reakcją fiskalną deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro, który w 2019 wynosił 0,6% PKB, w 2020 zwiększył się według szacunków do 7,2%.**

Według projekcji makroekonomicznych ekspertów EBC z marca 2021 wskaźnik deficytu do PKB w tym roku obniży się do 6,1%, a na koniec horyzontu projekcji, w 2023, będzie wynosić 2,4%. Chociaż ta ścieżka przekłada się na wzrost zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro do 95% PKB w 2023 – czyli ok. 11 pkt proc. więcej niż przed kryzysem – to należy zauważyć, że jej niekorzystny wpływ na sytuację finansów publicznych będzie prawdopodobnie nieco słabszy, niż pierwotnie oczekiwano w pierwszej fazie pandemii. Niemniej w dalszym ciągu krytyczne znaczenie ma odważne i skoordynowane nastawienie polityki fiskalnej. W tym zakresie – ze względu na słabość popytu wśród firm i gospodarstw domowych, związaną z trwającą pandemią i wynikającymi z niej obostrzeniami – należy utrzymać wsparcie ze strony krajowej polityki fiskalnej. Kluczową rolę jako uzupełnienie tej polityki odegra pakiet Next Generation EU, który będzie się przyczyniał do mocniejszego i bardziej równomiernego ożywienia oraz zwiększenia odporności i potencjału wzrostowego gospodarek państw członkowskich UE. Stanie się tak zwłaszcza, jeśli środki z tego instrumentu zostaną wykorzystane na sfinansowanie produktywnych wydatków publicznych i będzie im towarzyszyć polityka strukturalna ukierunkowana na poprawę wydajności.

## Decyzje w sprawie polityki pieniężnej

Na posiedzeniu 11 marca 2021, dążąc do utrzymania korzystnych warunków finansowania dla wszystkich sektorów gospodarki w okresie pandemii w celu pobudzenia aktywności gospodarczej i ochrony średniookresowej stabilności cen, Rada Prezesów podjęła następujące decyzje.

- Rada Prezesów postanowiła w dalszym ciągu prowadzić zakupy netto aktywów w ramach nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii (PEPP), na który przeznaczyła łączną pulę 1850 mld euro, co najmniej do końca marca 2022, a w każdym razie dopóki nie stwierdzi, że kryzysowa faza pandemii dobiegła końca. Na podstawie wspólnej oceny warunków finansowania i perspektyw inflacji Rada Prezesów oczekuje, że przez następny kwartał zakupy w ramach programu PEPP będą prowadzone w znacznie szybszym tempie niż w pierwszych miesiącach bieżącego roku. Skup będzie prowadzony elastycznie, odpowiednio do sytuacji na rynku oraz tak, żeby uniknąć zacieśnienia się warunków finansowania w stopniu niespójnym z równoważeniem spadkowego oddziaływania pandemii na prognozowaną ścieżkę inflacji. Ponadto elastyczne kształtowanie z biegiem czasu struktury skupu pod względem klas aktywów i jurysdykcji będzie nadal wspierać płynną transmisję polityki pieniężnej. Jeżeli w horyzoncie czasowym zakupów netto w ramach programu PEPP uda się utrzymać korzystne warunki finansowania przy poziomie zakupów niższym od

przewidzianej puli środków, nie trzeba będzie tej puli wykorzystywać w całości. Z drugiej strony będzie też możliwa jej rekalkulacja, jeżeli okaże się to potrzebne do utrzymania korzystnych warunków finansowania, żeby przeciwdziałać negatywnemu wpływowi szoku spowodowanego pandemią na ścieżkę inflacji. Ponadto Rada Prezesów będzie w dalszym ciągu reinwestować spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu PEPP co najmniej do końca roku 2023. Tak czy inaczej, wygaszanie w przyszłości portfela PEPP będzie się odbywać w sposób kontrolowany, żeby nie zaburzać odpowiedniego nastawienia polityki pieniężnej.

- Nadal będą prowadzone zakupy netto w ramach programu skupu aktywów (APP) na kwotę 20 mld euro miesięcznie. Rada Prezesów w dalszym ciągu przewiduje, że miesięczne zakupy netto aktywów w ramach programu APP będą prowadzone tak długo, jak długo będzie to konieczne do wzmocnienia łagodzącego oddziaływania podstawowych stóp procentowych EBC, i że zakończą się krótko przed tym, jak zacznie podnosić te stopy. Ponadto Rada Prezesów zamierza w dalszym ciągu reinwestować w całości spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu APP jeszcze przez dłuższy czas po tym, jak zacznie podnosić podstawowe stopy procentowe EBC, a w każdym razie tak długo, jak długo będzie to konieczne do utrzymania korzystnych warunków płynnościowych i zdecydowanie łagodnej polityki pieniężnej.
- Rada Prezesów postanowiła pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Oczekuje się, że te stopy pozostaną na obecnym lub niższym poziomie, dopóki perspektywy inflacji w horyzoncie czasowym projekcji nie zbliżą się do poziomu, który jest wystarczająco blisko, ale poniżej 2%, oraz dopóki to zbliżenie nie będzie się konsekwentnie odzwierciedlać w dynamice inflacji bazowej.
- Wreszcie, Rada Prezesów będzie w dalszym ciągu dostarczać znaczną ilość płynności poprzez operacje refinansujące. W szczególności trzecia seria ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO III) wciąż jest dla banków atrakcyjnym źródłem finansowania, wspierającym akcję kredytową na rzecz przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Rada Prezesów będzie także nadal monitorować kształtowanie się kursu walutowego pod kątem potencjalnych skutków dla średniookresowych perspektyw inflacji. Jest gotowa odpowiednio dostosowywać pełny zakres swoich narzędzi, żeby sprawić – w zgodzie z zadeklarowanym dążeniem do symetrii – że inflacja będzie stabilnie zmierzać do docelowego poziomu.