



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Biuletyn Ekonomiczny

Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 4 / 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

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 9 czerwca 2021

ISSN 2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE: QB-BQ-21-002-PL-N (pdf)

Sytuacja gospodarcza i monetarna

Synteza

Gospodarka strefy euro po spadku z pierwszego kwartału br. stopniowo się otwiera w miarę poprawy sytuacji epidemicznej i znacznych postępów akcji szczepień przeciw COVID-19. Najnowsze dane sygnalizują odbicie aktywności w sektorze usług i nadal dynamiczny wzrost w przetwórstwie przemysłowym. Oczekuje się, że wraz ze znoszeniem kolejnych obostrzeń aktywność gospodarcza w drugim półroczu przyspieszy. Istotnymi czynnikami wspierającymi ożywienie będą wzrost wydatków konsumpcyjnych, mocny popyt światowy oraz łagodna polityka fiskalna i pieniężna. Jednocześnie nadal występuje niepewność, jako że perspektywy gospodarcze na najbliższy okres ciągle zależą od dalszego przebiegu pandemii i od reakcji gospodarki po odmrożeniu. Inflacja w ostatnich miesiącach przyspieszyła, głównie z powodu efektu bazy, czynników przejściowych oraz wzrostu cen energii. Oczekuje się, że w drugim półroczu jeszcze się podniesie, po czym wraz z wygasaniem czynników przejściowych zacznie spadać. Nowe projekcje eksperckie wskazują na stopniowy wzrost bazowej presji inflacyjnej w całym horyzoncie projekcji, chociaż pozostaje ona niewielka z powodu nadal dużej skali niewykorzystanych mocy produkcyjnych, która w horyzoncie projekcji będzie maleć powoli. Oczekuje się, że inflacja ogółem w całym horyzoncie projekcji będzie poniżej poziomu przyjętego przez Radę Prezesów jako docelowy.

Utrzymanie przez cały okres pandemii korzystnych warunków finansowania pozostaje konieczne do zmniejszenia niepewności i zwiększenia zaufania, a tym samym – pobudzenia aktywności gospodarczej i ochrony średniookresowej stabilności cen. Warunki finansowania firm i gospodarstw domowych od marcowego posiedzenia monetarnego Rady Prezesów pozostały ogólnie stabilne. Ponownie wzrosły natomiast rynkowe stopy procentowe. Wzrost tych stóp częściowo odzwierciedla poprawę perspektyw gospodarczych, ale jeśli się utrzyma, może przełożyć się na zacieśnienie warunków finansowania w szerszej skali, dotykając całą gospodarkę. Takie zacieśnienie byłoby przedwczesne i stanowiło zagrożenie dla obecnego ożywienia gospodarczego i perspektyw inflacji. W tej sytuacji i na podstawie wspólnej oceny warunków finansowania i perspektyw inflacji Rada Prezesów postanowiła utrzymać bardzo łagodne nastawienie swojej polityki pieniężnej.

Ocena sytuacji gospodarczej i monetarnej na 10 czerwca 2021, dzień ostatniego posiedzenia Rady Prezesów

Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu z czerwca 2021 wskazują, że na przełomie roku aktywność gospodarcza na świecie nadal się ożywiła mimo nasilenia pandemii; światowym epicentrum nowych zakażeń stały się gospodarki wschodzące.

Wprawdzie w czwartym kwartale 2020 aktywność okazała się nieco silniejsza, niż przewidywano w poprzednich projekcjach, ale gospodarka światowa rozpoczęła rok osłabiona z powodu wzrostu nowych zakażeń i zacieśnienia obostrzeń. Ostatnie badania ankietowe sygnalizują znaczne przyspieszenie aktywności światowej, przy czym coraz wyraźniejsze są oznaki odmiennego rozwoju sytuacji między gospodarkami rozwiniętymi a wschodzącymi oraz między przetwórstwem przemysłowym a usługami. Prognozuje się, że duży pakiet fiskalny zatwierdzony przez administrację prezydenta Bidena pobudzi ożywienie w Stanach Zjednoczonych, co w pewnym stopniu korzystnie wpłynie także na gospodarkę światową. W związku z tym perspektywy wzrostu gospodarki światowej nie zmieniły się istotnie w porównaniu z poprzednimi projekcjami. Prognozuje się, że światowy realny PKB (bez strefy euro) w roku bieżącym wzrośnie o 6,2%, po czym w latach 2022 i 2023 jego dynamika zwolni, odpowiednio, do 4,2% i 3,7%. Natomiast popyt zewnętrzny wobec strefy euro zrewidowano w górę w porównaniu z poprzednimi projekcjami. W roku bieżącym ma się skurczyć o 8,6%, a w latach 2022 i 2023 przyspieszyć, odpowiednio, do 5,2% i 3,4%. Te rewizje odzwierciedlają przede wszystkim silniejszy popyt ze strony Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii – głównych partnerów handlowych strefy euro. Ceny eksportu konkurentów strefy euro na rok bieżący zrewidowano w górę po uwzględnieniu wyższych cen surowców i mocniejszego popytu. Czynniki ryzyka dla scenariusza bazowego sytuacji światowej wiążą się przede wszystkim z dalszym przebiegiem pandemii. Bilans pozostałych czynników oddziałujących na perspektywę aktywności światowej ocenia się jako ogólnie zrównoważony, natomiast w przypadku inflacji przeważają czynniki wzrostowe.

Od poprzedniego posiedzenia Rady Prezesów warunki finansowania w strefie euro znów nieco się zaostrzyły, przy pozytywnych nastrojach wobec ryzyka.

W analizowanym okresie (11 marca – 9 czerwca 2021) rentowności obligacji skarbowych państw strefy euro i różnice między oprocentowaniem tych obligacji a stawkami swapów indeksowanych stopą overnight (OIS) umiarkowanie wzrosły, głównie w wyniku poprawy perspektyw gospodarczych związanej z postępowaniem akcji szczepień w całej strefie oraz nieustającym wsparciem ze strony polityki. Krzywa terminowa indeksu EONIA dla średnich i długich terminów zapadalności minimalnie się podniosła, natomiast na krótkim końcu pozostała w większości bez zmian, co wskazuje, że w najbliższym czasie nie jest spodziewana zmiana głównej stopy procentowej. Ceny akcji również wzrosły, pod wpływem wciąż stosunkowo niskich stóp dyskontowych oraz mocnego odbicia oczekiwań dotyczących wzrostu

dochodów przedsiębiorstw. Spready obligacji korporacyjnych ze strefy euro, kształtujące się podobnie jak ceny akcji, nadal się zwężały i doszły do poziomu obserwowanego po raz ostatni przed marcem 2020. Na rynkach walutowych nominalny efektywny kurs euro nieco się wzmocnił.

W pierwszym kwartale br. realny PKB strefy euro ponownie się obniżył – o 0,3% – i był o 5,1% niższy niż przed pandemią w czwartym kwartale 2019.

Badania ankietowe przeprowadzone wśród firm i konsumentów oraz wskaźniki o wysokiej częstotliwości wskazują na znaczną poprawę aktywności w drugim kwartale. Z badań ankietowych przedsiębiorstw wynika, że aktywność w sektorze usług mocno się ożywia wraz ze spadkiem liczby zakażeń, pozwalającym na stopniową normalizację usług wymagających bliskiego kontaktu ludzi. Przetwórstwo przemysłowe trzyma się mocno, do czego przyczynia się silny popyt światowy, chociaż w najbliższym czasie aktywność w przemyśle może być nieco hamowana przez zatory po stronie podażowej. Wskaźniki zaufania konsumentów rosną, więc można się spodziewać mocnego odbicia spożycia prywatnego w nadchodzącym okresie. Inwestycje przedsiębiorstw wykazują odporność mimo słabszych bilansów firm i wciąż niepewnych perspektyw gospodarczych. Jeśli chodzi o następny okres, oczekuje się, że w drugim półroczu 2021 dynamika wzrostu będzie się nadal szybko poprawiać w miarę dalszego luzowania obostrzeń dzięki postępom akcji szczepień. W średnim okresie ożywienie gospodarcze w strefie euro powinno być pobudzane przez mocniejszy popyt światowy i wewnętrzny, a także przez dalsze wsparcie ze strony polityki zarówno pieniężnej, jak i fiskalnej.

Taka ocena jest zasadniczo zgodna z bazowym scenariuszem projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z czerwca 2021. Według tych projekcji roczny wzrost realnego PKB w 2021 wyniesie 4,6%, w 2022 osiągnie 4,7%, zaś w 2023 będzie na poziomie 2,1%. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z marca 2021 perspektywy aktywności gospodarczej na lata 2021 i 2022 zostały zrewidowane w górę, a na rok 2023 pozostały niezmienione.

Pro- i antywzrostowe czynniki ryzyka w strefie euro w sumie się

równoważą. Z jednej strony można przewidywać jeszcze silniejsze ożywienie z uwagi na bardziej optymistyczne perspektywy popytu światowego oraz nadspodziewanie szybkie zmniejszanie się oszczędności gospodarstw domowych po zniesieniu ograniczeń dotyczących kontaktów osobistych i podróży. Z drugiej strony jednak trwająca pandemia, w tym rozprzestrzenianie się mutacji wirusa, oraz jej implikacje dla warunków gospodarczych i finansowych pozostają źródłem ryzyka spadkowego.

Według szybkich danych Eurostatu roczna inflacja w strefie euro wzrosła z 1,3% w marcu 2021 do 1,6% w kwietniu i 2,0% w maju. Wynikało to głównie ze znacznego wzrostu inflacji cen energii – odzwierciedlającego zarówno mocny dodatni efekt bazy, jak i przyrosty miesięczne – a w mniejszym stopniu z niewielkiego wzrostu inflacji cen nieenergetycznych wyrobów przemysłowych. Bliżej jesieni inflacja ogółem prawdopodobnie jeszcze się zwiększy,

przede wszystkim z powodu zakończenia tymczasowej obniżki podatku VAT w Niemczech. Oczekuje się, że na początku przyszłego roku inflacja ponownie spadnie w związku z wygaśnięciem czynników przejściowych i wyhamowaniem dynamiki światowych cen energii. Przewiduje się, że w tym roku bazowa presja inflacyjna nieco się wzmocni z powodu przejściowych ograniczeń podaży oraz odbicia popytu wewnętrznego. Niemniej presja cenowa prawdopodobnie pozostanie ogólnie niewielka, m.in. wskutek słabej presji płacowej (w warunkach wciąż znacznej skali niewykorzystanych mocy produkcyjnych) oraz aprecjacji kursu 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 bazowej. Rynkowe i ankietowe wskaźniki długookresowych oczekiwań inflacyjnych pozostają niskie, chociaż te pierwsze ciągle rosną.

Ta ocena jest zasadniczo zgodna z bazowym scenariuszem projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z czerwca 2021, według którego roczna inflacja ma wynieść 1,9% w 2021, 1,5% w 2022 i 1,4% w 2023. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z marca 2021 perspektywy inflacji na 2021 i 2022 zostały zrewidowane w górę, głównie z powodu czynników przejściowych i wyższej inflacji cen energii. Perspektywy na 2023 pozostały niezmienione, jako że wzrost inflacji bazowej znosi się w większości z przewidywanym spadkiem inflacji cen energii. Inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności według projekcji zwiększy się z 1,1% w 2021 do 1,3% w 2022 i 1,4 w 2023, czyli w całym horyzoncie projekcji wypada wyżej niż w rundzie marcowej.

Kreacja pieniądza w strefie euro w kwietniu 2021 zwołała i pojawiły się wstępne oznaki jej normalizacji po ogromnej ekspansji monetarnej związanej z kryzysem pandemicznym. W kwietniu 2021 dynamika szerokiego pieniądza (agregatu M3) obniżyła się do 9,2%, po odczytach 10,0% w marcu i 12,3% w lutym. Spadek w marcu i kwietniu był spowodowany m.in. mocnym ujemnym efektem bazy, gdyż roczna dynamika przestaje obejmować znaczny napływ środków odnotowany w początkowej fazie kryzysu wywołanego pandemią. Ten spadek jest także odzwierciedleniem pewnego osłabienia dynamiki krótkookresowej, wynikającego głównie ze słabszego wzrostu depozytów gospodarstw domowych i firm w kwietniu oraz mniejszego zapotrzebowania na płynność w związku z poprawą sytuacji epidemicznej. Największym źródłem kreacji pieniądza nadal jest prowadzony przez Eurosystem skup aktywów. Głównym czynnikiem wzrostu podaży szerokiego pieniądza pozostaje wąski agregat M1, choć jego dynamika także maleje. Jego duży udział jest spójny z wciąż zwiększoną preferencją dla płynności w sektorze utrzymującym zasoby pieniężne oraz niskim kosztem alternatywnym utrzymywania depozytów o najwyższej płynności.

Roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego w kwietniu obniżyła się do 3,2%, po odczytach 3,6% w marcu i 4,5% w lutym. Było to wypadkową przeciwstawnych dynamik kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych i kredytów dla gospodarstw domowych. Roczna dynamika

kredytów dla przedsiębiorstw w kwietniu obniżyła się do 3,2%, po odczytach 5,3% w marcu i 7,0% w lutym. Jej spadek odzwierciedla znaczny ujemny efekt bazy oraz pewne przesunięcie kreacji kredytów z kwietnia na marzec. Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych w kwietniu wzrosła do 3,8%, po odczytach 3,3% w marcu i 3,0% w lutym, pod wpływem znacznych przepływów miesięcznych i dodatniego efektu bazy. 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 i silnej reakcji fiskalnej deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro, który w 2019 wynosił 0,6% PKB, w 2020 zwiększył się do 7,3%.

W roku bieżącym w krajach strefy euro następowały kolejne fale pandemii, więc przedłużono wiele środków nadzwyczajnych oraz uruchomiono dodatkową pomoc gospodarczą. Dlatego w projekcjach z czerwca 2021 eksperci Eurosystemu przewidują, że w tym roku saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro poprawi się jedynie minimalnie: do -7,1% PKB. Jednak wraz z ustępowaniem pandemii i umacnianiem się ożywienia wskaźnik deficytu powinien zacząć spadać szybciej: do 3,4% w 2022 i 2,6% w 2023, na koniec horyzontu projekcji. Zadłużenie strefy euro według oczekiwań w 2021 osiągnie maksimum na poziomie blisko 100%, po czym będzie się obniżać i w 2023 wyniesie ok. 95% PKB, co znaczy, że będzie mniej więcej 11 pkt proc. wyższe niż przed kryzysem spowodowanym pandemią. Niemniej kluczową sprawą pozostaje ambitne i skoordynowane nastawienie polityki fiskalnej, jako że przedwczesne wycofanie wsparcia fiskalnego groziłoby osłabieniem ożywienia i spotęgowaniem długofalowych śladów odcisniętych na gospodarce przez kryzys. Należy utrzymać niezbędne i szybkie wsparcie ze strony krajowej polityki fiskalnej dla firm i gospodarstw domowych najbardziej narażonych na skutki trwającej pandemii i związanych z nią obostrzeń. Środki fiskalne powinny jednak pozostać tymczasowe i antycykliczne, a jednocześnie być wystarczająco ukierunkowane, żeby skutecznie wyeliminować słabości i doprowadzić do szybkiego ożywienia gospodarczego w strefie euro. Kluczową rolę jako uzupełnienie krajowych środków fiskalnych odegra według oczekiwań 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. W czerwcowych projekcjach makroekonomicznych oszacowano, że dotacje i pożyczki z programu Next Generation EU będą w latach 2021–2023 zapewniać łącznie dodatkowy bodziec odpowiadający rocznie ok. 0,5% PKB.

Decyzje w sprawie polityki pieniężnej

W dniu 10 czerwca 2021 Rada Prezesów zdecydowała utrzymać bardzo łagodne nastawienie swojej polityki pieniężnej, żeby zachować korzystne warunki finansowania dla wszystkich sektorów gospodarki, co jest konieczne do trwałego ożywienia gospodarczego i ochrony stabilności cen.

- 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.
- Rada Prezesów będzie 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 najbliższy kwartał zakupy netto 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 przeciwdziałaniem spadkowemu oddziaływaniu 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 rekalkibracja, 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 zaczną podnosić te stopy. Ponadto Rada zamierza nadal reinwestować w całości spłaty kapitału z tytułu

zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu APP jeszcze przez dłuższy czas po tym, jak zaczną 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.

- Wreszcie, Rada Prezesów będzie w dalszym ciągu dostarczać znaczną ilość płynności poprzez operacje refinansujące. Środki pozyskane przez banki w trzeciej serii ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO III) odgrywają kluczową rolę w podtrzymaniu akcji kredytowej 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.