



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

# Biuletyn Ekonomiczny

## Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 6 / 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 8 września 2021

ISSN                                      2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE:                      QB-BQ-21-003-PL-N (pdf)

# Sytuacja gospodarcza i monetarna

## Synteza

### Aktywność gospodarcza

**Światowa aktywność gospodarcza nadal rośnie, chociaż utrzymujące się zatory podażowe i rozprzestrzenianie się bardziej zaraźliwego wariantu delta koronawirusa kładą się cieniem na pespektywach wzrostu na najbliższy okres.** Ostatnie badania ankietowe wskazują na pewne osłabienie tempa wzrostu, zwłaszcza w gospodarkach wschodzących. W projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC perspektywy wzrostu gospodarki światowej, zwłaszcza na 2022, zostały nieco podwyższone w porównaniu z poprzednią rundą projekcji. Dynamika światowego realnego PKB (z wyłączeniem strefy euro) według projekcji w 2021 wzrosła do 6,3%, by potem zwolnić do 4,5% w 2021 i 3,7% w 2022. Popyt zewnętrzny wobec strefy euro zrewidowano w górę w porównaniu z poprzednimi projekcjami: w roku bieżącym ma on wzrosnąć o 9,2%, w 2022 o 5,5%, a w 2023 o 3,7%. Wynika to przede wszystkim stąd, że na początku 2021 światowy import był mocniejszy, niż wcześniej oczekiwano, a także z większej procykliczności handlu w fazie ożywienia gospodarki. Ceny eksportu konkurentów strefy euro na rok bieżący zrewidowano w górę dla uwzględnienia wyższych cen surowców i mocniejszego popytu. Czynniki ryzyka dla bazowego scenariusza gospodarki światowej wiążą się przede wszystkim z dalszym przebiegiem pandemii. Jeśli chodzi o pozostałe ryzyka związane z perspektywami gospodarki światowej, uznaje się, że w przypadku wzrostu gospodarczego przeważają czynniki spadkowe, a w przypadku inflacji – wzrostowe.

**W drugim kwartale bieżącego roku gospodarka strefy euro odbiła o 2,2%, czyli bardziej, niż oczekiwano, i jest na dobrej drodze, żeby w trzecim kwartale osiągnąć wysokie tempo wzrostu.** Warunki do tego ożywienia stworzył udany przebieg akcji szczepień w Europie, który umożliwił odmrożenie znacznej części gospodarki. Wraz ze znoszeniem obostrzeń ludzie wracają do sklepów i restauracji oraz ożywia się branża podróży i turystyki, co korzystnie wpływa na sektor usług. Sektor przetwórstwa przemysłowego notuje mocne wyniki, mimo że produkcję nadal hamują niedobory materiałów i sprzętu. Rozprzestrzenianie się wariantu delta na razie nie pociągnęło za sobą konieczności ponownego wprowadzenia lockdownów, ale może spowolnić ożywienie handlu światowego i opóźnić pełne otwarcie gospodarki.

**Wydatki konsumpcyjne rosną, chociaż w obliczu rozwoju pandemii konsumenci zachowują pewną ostrożność.** Także sytuacja na rynku pracy szybko się poprawia, co pozwala oczekiwać wzrostu dochodów i spożycia. Bezrobocie spada. Liczba osób objętych systemami ochrony miejsc pracy jest o ok. 28 mln niższa od szczytowej wartości z ubiegłego roku. Ożywienie popytu wewnętrznego i światowego napawa optymizmem przedsiębiorstwa, co sprzyja

wzrostowi inwestycji. Jednak szkody, które pandemia wywołała w gospodarce, wciąż nie zostały w pełni usunięte. Liczba zatrudnionych jest jeszcze o ponad 2 mln niższa niż przed pandemią, na czym cierpią zwłaszcza osoby młodsze i o niższych kwalifikacjach. Także liczba osób objętych systemami ochrony miejsc pracy ciągle jest znaczna.

**Po znacznej ekspansji fiskalnej trwającej od początku pandemii, dodatkowe bodźce fiskalne wprowadzone w ostatnich miesiącach były ograniczone, jako że plany budżetowe na 2022 ciągle są w trakcie opracowania, a ożywienie gospodarcze wydaje się postępować nieco szybciej, niż się spodziewano.** Dlatego perspektywy fiskalne przedstawione w projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC są nieco lepsze niż w projekcjach czerwcowych. Wskaźnik deficytu, który w 2020 wyniósł 7,3%, w 2021 według projekcji ma się utrzymać na wysokim poziomie 7,1%, ale na następny okres przewiduje się jego szybką poprawę wraz z ustępowaniem pandemii i umacnianiem się ożywienia. Przewiduje się zatem, że w 2022 spadnie on do 3,0%, a na koniec horyzontu projekcji będzie wynosić 2,1%. Dług publiczny strefy euro ma się kształtować podobnie: w 2021 osiągnąć maksimum na poziomie 99% PKB, a do 2023 zmniejszyć się do ok. 94%. Żeby pobudzić ożywienie, polityce pieniężnej nadal powinna towarzyszyć ambitna, ukierunkowana i skoordynowana polityka fiskalna. Zwłaszcza program Next Generation EU pomoże krajom strefy euro osiągnąć mocniejsze i bardziej równomierne ożywienie. Przyczyni się także do szybszej ekologizacji i cyfryzacji gospodarki, wesprze konieczne reformy strukturalne i podwyższy wzrost długookresowy.

**Przewiduje się, że w średnim okresie gospodarka mocno się ożywi.**

Według projekcji makroekonomicznych ekspertów EBC z września 2021 realny PKB wzrośnie o 5,0% w 2021, 4,6% w 2022 i 2,1% w 2023. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2021 perspektywy na 2021 się poprawiły, głównie dzięki nadspodziewanie mocnym wynikom w pierwszym półroczu, a na 2022 i 2023 pozostały zasadniczo bez zmian.

## Inflacja

**W kwietniu 2021 inflacja w strefie euro wzrosła do 3,0%.** Przewiduje się, że jesienią jeszcze przyspieszy, ale w przyszłym roku spadnie. Obecny wzrost inflacji będzie według oczekiwań w dużym stopniu przejściowy, bo odzwierciedla głównie znaczny wzrost cen ropy notowany od połowy ubiegłego roku, cofnięcie tymczasowej obniżki podatku VAT w Niemczech, opóźnienie letnich wyprzedaży w 2020 oraz presję kosztową wynikającą z przejściowych niedoborów materiałowo-sprzętowych. W ciągu 2022 te czynniki powinny osłabnąć lub przestaną być uwzględniane przy obliczaniu inflacji rok do roku. Bazowa presja inflacyjna nieco się wzmocniła. Przewiduje się, że wraz z dalszym ożywianiem się gospodarki oraz pod wpływem środków polityki

pieniężnej zastosowanych przez Radę Prezesów inflacja bazowa w średnim okresie wzrośnie. Ten wzrost ma być według przewidywań stopniowy, ponieważ powrót gospodarki do działania z pełną mocą jeszcze potrwa, w związku z czym płace powinny rosnać jedynie nieznacznie. Wskaźniki długookresowych oczekiwań inflacyjnych znów poszły w górę, ale wciąż pozostają w pewnej odległości od 2-procentowego celu EBC.

**Tę ocenę odzwierciedlają projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC z września 2021, według których roczna inflacja ma wynieść 2,2% w 2021, 1,7% w 2022 i 1,5% w 2023 – co oznacza rewizję w górę wobec poprzednich projekcji z czerwca.** Inflacja z wyłączeniem cen energii i żywności według projekcji wyniesie średnio 1,3% w 2021, 1,4% w 2022 oraz 1,5% w 2023, czyli także więcej niż w projekcjach czerwcowych.

## Ocena ryzyka

**W ocenie Rady Prezesów bilans czynników ryzyka dla perspektyw gospodarczych jest ogólnie zrównoważony.** Aktywność gospodarcza może przekroczyć oczekiwania EBC, jeśli konsumenci poczują się pewniej i będą oszczędzać mniej, niż się obecnie przewiduje. Także szybsza poprawa sytuacji epidemicznej może sprawić, że ożywienie okaże się mocniejsze od obecnie spodziewanego. Z kolei jeśli zatory podażowe utrzymają się dłużej i przełożą na wyższe od spodziewanych podwyżki płac, presja cenowa może się stać bardziej długotrwała. Jednocześnie perspektywy gospodarcze mogą się pogorszyć w razie zaostrzenia się sytuacji epidemicznej, przez które opóźniłoby się dalsze odmrażanie gospodarki, lub jeśli niedobory podażowe potrwają dłużej, niż się obecnie oczekuje, co będzie hamować produkcję.

## Warunki finansowe i monetarne

**Ożywienie wzrostu gospodarczego i inflacji wciąż zależy od utrzymania korzystnych warunków finansowania dla wszystkich sektorów gospodarki.** W lecie rynkowe stopy procentowe spadły, ale ostatnio odbiły. W sumie warunki finansowania podmiotów gospodarczych pozostają korzystne.

**Wprowadzie krzywa terminowa indeksu EONIA dla średnich terminów zapadalności wyraźnie się obniżyła, ale na krótkim końcu pozostała w większości bez zmian, co wskazuje, że w najbliższym czasie nie jest spodziewana zmiana głównej stopy procentowej.** W analizowanym okresie (10 czerwca – 8 września 2021) długoterminowe stopy wolne od ryzyka najpierw się obniżyły, co wynikało m.in. ze zmienionej zapowiedzi dotyczącej stóp procentowych przedstawionej po lipcowym posiedzeniu Rady Prezesów (po ogłoszeniu nowej strategii polityki pieniężnej), a potem, w ostatnich tygodniach tego okresu, odrobiły część spadku. Różnice między oprocentowaniem obligacji skarbowych a stawką swapów indeksowanych stopą

overnight (OIS) pozostały we wszystkich jurysdykcjach ogólnie niezmiennie. Aktywa narażone na ryzyko okazały się w sumie odporne w obliczu nasilania się obaw dotyczących rozprzestrzeniania się wariantu delta. Ceny akcji poszły w górę, głównie pod wpływem mocnego wzrostu oczekiwań dotyczących zysków przedsiębiorstw, który został jedynie częściowo zneutralizowany przez wzrost premii za ryzyko na rynkach akcji. Spready rentowności obligacji przedsiębiorstw w strefie euro kształtowały się podobnie jak ceny akcji i nadal się zwężały.

**Kreacja pieniądza w strefie euro w lipcu 2021 zwolniła, co świadczy o jej dalszej normalizacji po znacznej ekspansji monetarnej, jaka towarzyszyła wcześniejszym falom pandemii.** Dominującym czynnikiem kreacji pieniądza nadal był kredyt krajowy, a największy udział miał skup aktywów przez Eurosystem. Dynamika akcji kredytowej dla sektora prywatnego ustabilizowała się na poziomie zbliżonym do niższych wskaźników długookresowych sprzed pandemii, a warunki finansowania pozostały bardzo korzystne. Oprocentowanie kredytów bankowych dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych jest na najniższych notowanych poziomach. Akcja kredytowa dla gospodarstw domowych kształtuje się stabilnie, zwłaszcza w przypadku kredytów mieszkaniowych. Wzrost akcji kredytowej dla firm jest nieco wolniejszy, co wynika głównie stąd, że firmy są wciąż dobrze dofinansowane, bo mocno się zapożyczyły podczas pierwszej fali pandemii. Są zasobne w środki pieniężne i coraz częściej zatrzymują zyski, co zmniejsza potrzebę sięgania do źródeł zewnętrznych. W przypadku większych przedsiębiorstw atrakcyjną alternatywą dla kredytów jest emisja obligacji. Zdrowe bilanse banków nadal gwarantują wystarczającą dostępność kredytów.

**Jednak podczas pandemii wiele firm i gospodarstw domowych bardziej się zadłużyło.** W związku z tym potencjalne pogorszenie się perspektyw gospodarczych może zagrozić ich sytuacji finansowej. To z kolei przełożyłoby się na pogorszenie jakości bilansów bankowych. Dlatego wciąż jest konieczne wsparcie ze strony polityki, żeby nie dopuścić do tego, że obciążenie bilansów i zaostrzenie warunków finansowania będą się nawzajem potęgowały.

## Decyzje w sprawie polityki pieniężnej

Na wrześniowym posiedzeniu monetarnym Rada Prezesów zweryfikowała swoją ocenę sytuacji gospodarczej i własnych środków związanych z pandemią.

Na podstawie wspólnej oceny warunków finansowania i perspektyw inflacji Rada uznała, że można utrzymać korzystne warunki finansowania przy tempie zakupów netto aktywów w ramach nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii (PEPP) nieco niższym niż w ostatnich dwóch kwartałach.

Potwierdziła także inne środki służące wykonaniu mandatu EBC do utrzymania stabilności cen, a mianowicie: poziom podstawowych stóp procentowych EBC,

zakupy prowadzone przez Eurosystem w ramach programu skupu aktywów (APP), zasady reinwestowania oraz dłuższe operacje refinansujące.

Rada Prezesów jest gotowa odpowiednio dostosowywać wszystkie swoje narzędzia, żeby sprawić, że inflacja ustabilizuje się na poziomie 2% w średnim okresie, przyjętym przez EBC jako docelowy.