



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Biuletyn Ekonomiczny

Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 8 / 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 15 grudnia 2021

ISSN 2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE: QB-BQ-21-004-PL-N (pdf)

Sytuacja gospodarcza, finansowa i monetarna

Synteza

Aktywność gospodarcza

Gospodarka światowa pozostaje na ścieżce ożywienia, chociaż istniejące zatory podażowe, rosnące ceny surowców oraz pojawienie się wariantu omikron koronawirusa nadal odbijają się na perspektywach wzrostu w krótkim okresie. Z ostatnich badań ankietowych aktywności gospodarczej wynika, że tempo wzrostu na początku czwartego kwartału pozostawało słabe, zwłaszcza w sektorze przetwórstwa przemysłowego, borykającym się z zatorami podażowymi, podczas gdy na sektor usług korzystnie wpływało ponowne otwieranie się największych gospodarek. W projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu z grudnia 2021, w porównaniu z poprzednimi projekcjami, perspektywy wzrostu gospodarki światowej na 2021 zrewidowano w dół, na 2022 utrzymano bez zmian, a na 2023 zrewidowano w górę. Szacuje się, że dynamika realnego PKB na świecie (z wyłączeniem strefy euro) w 2021 wzrosła do 6,0%, po czym będzie słabnąć i wyniesie 4,5% w 2022, 3,9% w 2023 i 3,7% w 2024. Popyt zewnętrzny wobec strefy euro według projekcji w 2021 zwiększył się o 8,9%, w 2022 – o 4,0%, w 2023 – o 4,3%, a w 2024 – o 3,9%. W porównaniu z poprzednimi projekcjami popyt zewnętrzny na 2021 i 2022 zrewidowano w dół. Odzwierciedla to niekorzystny wpływ, jaki istniejące zatory podażowe wywierają na import światowy. Oczekuje się, że te zatory zaczną się zmniejszać w drugim kwartale 2022 i znikną całkowicie w 2023. Ceny eksportowe konkurentów strefy euro na 2021 i 2022 zrewidowano w górę ze względu na zbieg następujących elementów: wyższych cen surowców, zatorów podażowych i rosnącego popytu. Głównym czynnikiem ryzyka dla bazowego scenariusza gospodarki światowej pozostaje dalszy przebieg pandemii. Jeśli chodzi o pozostałe ryzyka związane z perspektywami gospodarki, ocenia się, że w przypadku wzrostu gospodarczego przeważają czynniki spadkowe, natomiast w przypadku inflacji światowej bilans ryzyk jest bardziej niepewny.

W strefie euro trwa ożywienie gospodarcze. Dynamika wzrostu się osłabia, ale według oczekiwań aktywność gospodarcza w bieżącym roku ma znów mocno rosnąć. Przewiduje się, że motorem dalszego ożywienia będzie silny popyt wewnętrzny. Sytuacja na rynku pracy się poprawia. Coraz więcej ludzi ma zatrudnienie i coraz mniej jest objętych systemami ochrony miejsc pracy. To pozwala oczekiwać wzrostu dochodów i spożycia gospodarstw domowych. Spożycie będzie także podtrzymywane przez oszczędności zgromadzone podczas pandemii. Aktywność gospodarcza w ostatnim kwartale minionego roku osłabła i ta niższa dynamika prawdopodobnie utrzyma się w pierwszych miesiącach bieżącego roku. Teraz oczekujemy, że produkcja przekroczy

poziom sprzed pandemii w pierwszym kwartale 2022. W ramach walki z obecną falą pandemii niektóre kraje strefy euro przywróciły bardziej rygorystyczne obostrzenia. To może opóźnić proces ożywienia, zwłaszcza w sektorach turystyki, hotelarstwa i rozrywki. Pandemia odbija się na zaufaniu konsumentów i przedsiębiorstw, a rozprzestrzenianie się nowych mutacji wirusa powoduje dodatkową niepewność. Ponadto spożycie osłabiają rosnące koszty energii. Niedobory sprzętu, materiałów i siły roboczej w pewnych sektorach hamują produkcję towarów przemysłowych, powodują opóźnienia w budownictwie i spowalniają ożywienie w niektórych segmentach sektora usług. Te tatory utrzymają się przez pewien czas, ale w ciągu 2022 powinny się zmniejszać.

Mimo że kryzys COVID-19 w 2021 nadal mocno odbijał się na finansach publicznych, to – jak pokazują grudniowe projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu – saldo budżetowe już zaczyna się poprawiać.

Szacuje się, że wskaźnik deficytu, który w 2020 osiągnął wartość maksymalną 7,2% PKB, w 2021 zmalał do 5,9%. Według projekcji w 2022 dalej się zmniejszy – do 3,2%, a do końca horyzontu prognozy w 2024 ustabilizuje się na poziomie nieznacznie poniżej 2%. Ta poprawa jest odzwierciedleniem wyższego salda pierwotnego skorygowanego o zmiany cykliczne oraz – zwłaszcza od 2022 – znacznie większego wpływu cyklu koniunkturalnego. Nastawienie polityki fiskalnej w strefie euro, które w 2020 było bardzo ekspansywne, w 2021 zacieśniło się jedynie minimalnie po skorygowaniu o dotacje z programu Next Generation EU (NGEU). To nastawienie w 2022 według projekcji ma się zacieśnić znacznie – choć dużo mniej, niż wcześniej prognozowano – głównie pod wpływem wycofania dużej części nadzwyczajnego wsparcia związanego z kryzysem. Przewiduje się, że zacieśnianie tego nastawienia będzie postępować przez pozostałą część horyzontu prognozy, ale już w dużo mniejszym stopniu, ponieważ w nadchodzących latach znaczna część wsparcia dla gospodarki zostanie utrzymana. Ukierunkowane środki fiskalne sprzyjające wzrostowi gospodarczemu powinny nadal towarzyszyć polityce pieniężnej. To wsparcie pomoże też gospodarce dostosować się do zachodzących zmian strukturalnych. Skuteczne wdrożenie programu NGEU i pakietu „Gotowi na 55” przyczyni się do mocniejszego, bardziej ekologicznego i równomierniejszego ożywienia we wszystkich krajach strefy euro.

Oczekuje się, że wzrost gospodarczy w 2022 mocno odbije. Według grudniowych projekcji ekspertów Eurosystemu roczna dynamika realnego PKB ma wynieść 5,1% w 2021, 4,2% w 2022, 2,9% w 2023 oraz 1,6% w 2024. W porównaniu z projekcjami eksperckimi z września perspektywy wzrostu na 2022 zrewidowano w dół, a na 2023 – w górę.

Inflacja

W listopadzie inflacja ponownie wzrosła i osiągnęła 4,9%. Przez większość 2022 roku będzie przekraczać 2%. Według oczekiwań w krótkim okresie pozostanie wysoka, ale w ciągu tego roku ma się obniżyć. Skok inflacji wynika

przede wszystkim z gwałtownego wzrostu cen paliw, gazu i energii elektrycznej. W listopadzie na ceny energii przypadła ponad połowa inflacji ogółem. Ponadto w niektórych sektorach popyt zwiększa się szybciej niż borykająca się z niedoborami podaź. Konsekwencje są szczególnie widoczne w przypadku cen dóbr trwałego użytku oraz tych usług dla ludności, które niedawno wznowiono. Do wyższej inflacji nadal przyczynia się efekt bazy związany z cofnięciem obniżki podatku VAT w Niemczech, ale ten wpływ utrzyma się tylko do końca 2021. Istnieje niepewność co do tego, kiedy te czynniki wygasną. Oczekuje się jednak, że w 2022 ceny energii się ustabilizują, struktura spożycia się znormalizuje, a presja cenowa wynikająca z zatorów podaźowych na świecie ustąpi. Z biegiem czasu stopniowe dochodzenie gospodarki do pełnej mocy i dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy powinny sprzyjać szybszemu wzrostowi płac. Od czasu październikowego posiedzenia monetarnej długookresowe oczekiwania inflacyjne według wskaźników rynkowych i ankietowych pozostały zasadniczo stabilne. Ogólnie w ostatnich miesiącach przesunęły się jednak bliżej 2%. Dzięki powyższym czynnikom inflacja bazowa wzrośnie i inflacja ogółem podniesie się do poziomu 2% w średnim okresie, przyjętego przez EBC jako docelowy.

Według projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu z grudnia 2021 roczna inflacja ma wynieść 2,6% w 2021, 3,2% w 2022, 1,8% w 2023 i 1,8% w 2024 – czyli znacznie powyżej projekcji z września. Inflacja z wyłączeniem cen żywności i energii według projekcji wyniesie średnio 1,4% w 2021, 1,9% w 2022, 1,7% w 2023 oraz 1,8% w 2024, czyli także więcej niż w projekcjach wrześniowych.

Ocena ryzyka

W ocenie Rady Prezesów pro- i antywzrostowe czynniki ryzyka dla perspektyw gospodarczych ogólnie się równoważą. Aktywność gospodarcza może przekroczyć oczekiwania EBC, jeśli konsumenci poczują się pewniej i będą oszczędzać mniej, niż się przewiduje. Natomiast niedawne pogorszenie się sytuacji epidemicznej, w tym rozprzestrzenianie się nowych mutacji wirusa, może przez dłuższy czas hamować wzrost. Istotnymi czynnikami ryzyka dla ożywienia i perspektyw inflacji są przyszła ścieżka cen energii i tempo likwidowania zatorów podaźowych. Jeśli presje cenowe przełożą się na wyższe od spodziewanych podwyżki płac lub jeśli gospodarka szybciej osiągnie pełną moc, inflacja może się okazać wyższa.

Warunki finansowe i monetarne

Od czasu październikowego posiedzenia Rady Prezesów rynkowe stopy procentowe pozostały ogólnie stabilne. W analizowanym okresie (9 września – 15 grudnia 2021) na rynki finansowe w strefie euro oddziaływały przede wszystkim zmiany perspektyw inflacji oraz ponowna niepewność

związana z dalszymi gospodarczymi skutkami pandemii COVID-19. Wiadomość o pojawieniu się nowego wariantu omikron wywołała zmienność, jednak początkowy, mocno niekorzystny wpływ, szczególnie na aktywa narażone na ryzyko, pod koniec analizowanego okresu częściowo się odwrócił.

Kreacja pieniądza w strefie euro w październiku 2021 nieco wzrosła, co było odzwierciedleniem zwiększonej niepewności związanej z pandemią COVID-19 i wsparciem ze strony polityki publicznej.

Dominującym czynnikiem kreacji pieniądza nadal był skup aktywów przez Eurosystem. Oprocentowanie kredytów bankowych dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych pozostało na najniższych notowanych poziomach. W sumie warunki finansowania podmiotów gospodarczych pozostają korzystne. Akcję kredytową na rzecz przedsiębiorstw po części podtrzymuje zapotrzebowanie na krótkoterminowe finansowanie wynikające z zatorów podażowych, które prowadzą do wzrostu kosztów tworzenia zapasów i kapitału obrotowego. Jednocześnie popyt na kredyty wśród firm nadal jest umiarkowany z powodu zysków zatrzymanych, znacznych zasobów środków pieniężnych i wysokiego poziomu zadłużenia. Akcja kredytowa dla gospodarstw domowych pozostaje mocna pod wpływem popytu na kredyty hipoteczne. Banki ze strefy euro jeszcze wzmocniły swoje bilanse dzięki wyższym współczynnikom kapitałowym i mniejszej skali kredytów zagrożonych. Rentowność banków jest obecnie na takim samym poziomie jak przed pandemią. Warunki finansowania banków pozostają ogólnie korzystne.

Zgodnie z nową strategią polityki pieniężnej Rada Prezesów dwa razy w roku dokonuje gruntownej oceny wzajemnego oddziaływania między polityką pieniężną a stabilnością finansową. Łagodna polityka pieniężna podtrzymuje wzrost gospodarczy, co korzystnie wpływa na bilanse firm i instytucji finansowych, a także zapobiega ryzyku fragmentacji rynku. Należy jednak dokładnie monitorować jej wpływ na rynki nieruchomości i rynki finansowe, ponieważ nasiliło się wiele średniookresowych zagrożeń. Jeśli chodzi o ochronę stabilności finansowej i zwalczanie średniookresowej podatności na zagrożenia, pierwszą linią obrony pozostaje polityka makroostrożnościowa.

Decyzje w sprawie polityki pieniężnej

Na grudniowym posiedzeniu monetarnym Rada Prezesów uznała, że stan ożywienia gospodarczego i postępy w realizacji średniookresowego celu inflacyjnego EBC pozwalają na stopniowe zmniejszanie tempa skupu aktywów w najbliższych kwartałach. Żeby inflacja ustabilizowała się na poziomie 2% w średnim okresie, przyjętym przez EBC jako docelowy, w dalszym ciągu potrzeba jednak łagodnej polityki pieniężnej. Ze względu na panującą obecnie niepewność, prowadząc politykę pieniężną, Rada Prezesów musi zachować elastyczność i nadal mieć otwarte możliwości. W tej sytuacji podjęła następujące decyzje.

Po pierwsze, Rada Prezesów oczekuje, że w pierwszym kwartale 2022 zakupy netto aktywów w ramach nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii (PEPP) będą prowadzone w niższym tempie niż w poprzednim kwartale. Zakupy netto aktywów w ramach tego programu zostaną zakończone z końcem marca 2022.

Po drugie, Rada Prezesów postanowiła wydłużyć okres reinwestowania w odniesieniu do programu PEPP. Obecnie zamierza reinwestować spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu PEPP co najmniej do końca 2024. Tak czy inaczej, wygaszanie w przyszłości portfela PEPP będzie się odbywać w sposób kontrolowany, żeby nie zaburzać odpowiedniego nastawienia polityki pieniężnej.

Po trzecie, pandemia pokazała, że elastyczność przy określaniu warunków i prowadzeniu skupu aktywów pomogła, w warunkach skrajnych, przeciwdziałać zakłóceniom w transmisji polityki pieniężnej EBC i skuteczniej dążyć do osiągnięcia celu Rady Prezesów. W granicach mandatu EBC, w warunkach skrajnych, elastyczność pozostanie elementem polityki pieniężnej w sytuacjach, gdy ryzyka dla transmisji polityki pieniężnej będą zagrażać zapewnieniu stabilności cen. W szczególności w razie ponownej fragmentacji rynku w związku z pandemią, reinwestycje w ramach programu PEPP będzie można w dowolnym momencie elastycznie dostosować, jeśli chodzi o czas, klasy aktywów i jurysdykcje. Może to obejmować skup obligacji wyemitowanych przez Republikę Grecką ponad ramy prolongowanych wykupów, żeby zapobiec przerwie w skupie w tej jurysdykcji, co mogłoby zakłócić transmisję polityki pieniężnej do gospodarki greckiej, w czasie gdy ta gospodarka nadal podnosi się po załamaniu spowodowanym pandemią. Zakupy netto w ramach programu PEPP będzie można wznowić, jeżeli okaże się to konieczne, żeby przeciwdziałać negatywnemu wpływowi szoków związanych z pandemią.

Po czwarte, zgodnie ze stopniowym zmniejszaniem skali zakupów aktywów i żeby zapewnić, by nastawienie polityki pieniężnej pozostało spójne ze stabilizacją inflacji na poziomie 2% w średnim okresie, przyjętym przez EBC jako docelowy, Rada Prezesów postanowiła, że w drugim kwartale miesięczna kwota zakupów netto w ramach programu skupu aktywów (APP) będzie wynosić 40 mld euro, a w trzecim 30 mld euro. Począwszy od października 2022 zakupy netto aktywów w ramach programu APP będą prowadzone na kwotę 20 mld euro miesięcznie, tak długo, jak będzie to konieczne do wzmocnienia łagodzącego oddziaływania podstawowych stóp procentowych EBC. Rada przewiduje, że zakupy netto zakończą się krótko przed tym, jak zaczną podnosić te stopy.

Rada Prezesów potwierdziła także inne środki służące wykonaniu mandatu EBC do utrzymywania stabilności cen, a mianowicie poziom podstawowych stóp procentowych EBC oraz zapowiedź ich kształtowania się w przyszłości. Ma to kluczowe znaczenie dla utrzymania odpowiednio łagodnego nastawienia polityki pieniężnej, tak żeby inflacja ustabilizowała się na docelowym poziomie 2% w średnim okresie.

Rada Prezesów będzie nadal monitorować warunki finansowania banków i pilnować, żeby upływanie terminów zapadalności operacji z trzeciej serii ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO III) nie zakłócało płynnej transmisji polityki pieniężnej. Jednocześnie Rada Prezesów będzie regularnie oceniać, jak ukierunkowane operacje pożyczkowe wpływają na nastawienie polityki pieniężnej. Zgodnie z zapowiedziami Rada oczekuje, że specjalne warunki mające zastosowanie do TLTRO III przestaną obowiązywać w czerwcu bieżącego roku. Oceni także odpowiednią kalibrację dwupoziomowego systemu oprocentowania rezerw, tak żeby polityka ujemnych stóp procentowych nie ograniczała zdolności banków do pełnienia funkcji pośrednika finansowego w sytuacji znacznego nadmiaru płynności.

Rada Prezesów jest gotowa odpowiednio dostosowywać w dowolną stronę wszystkie swoje narzędzia, żeby doprowadzić do ustabilizowania się inflacji na poziomie 2% w średnim okresie, przyjętym przez EBC jako docelowy.