



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Biuletyn Ekonomiczny

Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 2 / 2020



Od 2015 roku „Biuletyn Ekonomiczny” zastąpił „Biuletyn Miesięczny” Europejskiego Banku Centralnego. „Biuletyn Ekonomiczny” jest publikowany 2 tygodnie po każdym posiedzeniu Rady Prezesów EBC dotyczącym polityki pieniężnej (8 wydań w roku). Narodowy Bank Polski – tak jak pozostałe banki centralne państw UE spoza strefy euro – będzie zamieszczał tłumaczenia rozdziału przeglądowego z 4 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, 2020

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 marca 2020 r.

ISSN 2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE: QB-BQ-20-001-PL-N (pdf)

Sytuacja gospodarcza i monetarna

Synteza

Na posiedzeniu 12 marca Rada Prezesów postanowiła wprowadzić kompleksowy pakiet środków polityki pieniężnej. W połączeniu ze znacznymi bodźcami monetarnymi, które już są stosowane, przyjęte środki będą chronić sytuację płynnościową i dostęp do finansowania gospodarstw domowych, firm i banków oraz pomogą zabezpieczyć dopływ kredytów do gospodarki realnej. Od ostatniego posiedzenia Rady Prezesów, które odbyło się pod koniec stycznia, rozprzestrzenianie się koronawirusa (COVID19) wywołało potężny szok dla gospodarek całego świata i strefy euro oraz spowodowało wzrost zmienności na rynkach. Nawet jeśli ten szok ostatecznie okaże się przejściowy, to i tak wywrze znaczny wpływ na aktywność gospodarczą. Przede wszystkim spowoduje spowolnienie produkcji w wyniku zaburzenia łańcuchów dostaw, a także zmniejszenie popytu wewnętrznego i zagranicznego, głównie wskutek niekorzystnego oddziaływania środków wprowadzonych dla opanowania epidemii. Ponadto podwyższona niepewność negatywnie wpływa na plany wydatkowe i ich finansowanie. Wśród ryzyk związanych z perspektywami wzrostu gospodarczego strefy euro wyraźnie przeważają czynniki spadkowe. Oprócz wcześniej wskazywanych ryzyk, które wynikają z sytuacji geopolitycznej, rosnącego protekcyjizmu i podatności gospodarek wschodzących na zagrożenia, nowym i znacznym czynnikiem spadkowym dla perspektyw wzrostu jest epidemia koronawirusa. W tej sytuacji Rada Prezesów EBC podjęła kilka decyzji w zakresie polityki pieniężnej, żeby zachować jej nastawienie i podtrzymać transmisję do gospodarki realnej.

Ocena sytuacji gospodarczej i monetarnej na 12 marca 2020

Rozszerzająca się epidemia COVID19 pogarsza perspektywy gospodarki światowej przedstawione w projekcjach ekspertów EBC z marca 2020. Rozwój sytuacji po dacie granicznej projekcji wskazuje, że częściowo zmaterializowały się ryzyka spadkowe dla globalnej aktywności związane z epidemią, przez co tegoroczne wyniki będą słabsze, niż wynikało z projekcji. Epidemia uderzyła w światową gospodarkę w momencie, kiedy zaczęły się pojawiać oznaki stabilizacji aktywności i handlu, zaś podpisanie tzw. pierwszej fazy umowy handlowej między Stanami Zjednoczonymi a Chinami, w połączeniu z obniżeniem stawek celnych, spowodowało spadek niepewności. Jeśli chodzi o widoki na przyszłość, oczekuje się, że tempo ożywienia na świecie zwiększy się jedynie nieznacznie. Będzie to zależęć od ożywienia w wielu gospodarkach wschodzących, których sytuacja jest wciąż niepewna. Natomiast przewidywane cykliczne spowolnienie gospodarek rozwiniętych i strukturalne przechodzenie

Chin na ścieżkę wolniejszego wzrostu będą oddziaływać osłabiająco na średniookresowe perspektywy aktywności. Charakter czynników ryzyka dotyczących światowej aktywności się zmienił, ale ich bilans wciąż przechyla się na stronę spadkową. Obecnie najpotężniejszym czynnikiem negatywnym jest potencjalny wzrost zasięgu lub czasu oddziaływania epidemii COVID19. Światowa presja inflacyjna pozostaje ograniczona.

Pod koniec analizowanego okresu (12 grudnia 2019 – 11 marca 2020) koronawirus rozprzestrzenił się na cały świat, przez co gwałtownie pogorszył się światowy apetyt na ryzyko i wzrosła zmienność na rynkach.

Długoterminowe stopy wolne od ryzyka w strefie euro mocno spadły, znacznie poniżej poziomu z początku okresu. Krzywa terminowa indeksu EONIA (Euro Overnight Index Average) przesunęła się mocno w dół; jej inwersja dla krótkich i średnich terminów zapadalności sygnalizuje, że rynek zdyskontował dalsze łagodzenie polityki pieniężnej. Wraz z gwałtownym wzrostem globalnej awersji do ryzyka ceny akcji w strefie euro mocno się obniżyły, a spready obligacji skarbowych i korporacyjnych – rozszerzyły. Na zmiennych rynkach walutowych nastąpiła znaczna aprecjacja euro wobec walut wszystkich 38 głównych partnerów handlowych strefy euro.

Dynamika realnego PKB strefy euro w czwartym kwartale 2019 nadal była niewielka i w ujęciu kwartalnym wyniosła 0,1% (wobec 0,3% w poprzednim kwartale), do czego przyczyniły się ciągła słabość sektora przetwórstwa przemysłowego i coraz wolniejszy wzrost inwestycji.

Napływające dane gospodarcze i informacje z badań ankietowych wskazują, że tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro będzie niskie, ale nie odzwierciedlają jeszcze w pełni rozwoju sytuacji w związku z koronawirusem, który pod koniec lutego zaczął się rozprzestrzeniać po kontynencie europejskim, co niekorzystnie wpływa na aktywność gospodarczą. Gdy pominie się zaburzenia spowodowane epidemią, dynamika wzrostu ma według oczekiwań przyspieszyć w średnim okresie pod wpływem korzystnych warunków finansowania, nastawienia polityki fiskalnej w strefie euro oraz spodziewanego odbicia wzrostu gospodarczego na świecie.

Według projekcji makroekonomicznych ekspertów EBC dla strefy euro z marca 2020 roczny realny PKB w roku bieżącym wzrośnie o 0,8%, w 2021 o 1,3%, zaś w 2022 o 1,4%.

W porównaniu z projekcjami ekspertów Eurosystemu z grudnia 2019 perspektywy wzrostu realnego PKB obniżono: na 2020 o 0,3 pkt proc., a na 2021 o 0,1 pkt proc., głównie w związku z epidemią COVID19, choć te rewizje nie uwzględniają w pełni jej szybkiego nasilania się w ostatnim okresie. W związku z tym w bilansie ryzyk dla perspektyw wzrostu gospodarczego strefy euro wyraźnie przeważają czynniki spadkowe. Epidemia jest źródłem nowego i znacznego ryzyka spadkowego, obok czynników związanych z sytuacją geopolityczną, rosnącym protekcjonizmem i podatnością gospodarek wschodzących na zagrożenia.

Roczna inflacja HICP w strefie euro według szacunków flash Eurostatu w lutym 2020 spadła do 1,2%, z 1,4% w styczniu. Ze względu na gwałtowny spadek aktualnych i terminowych cen ropy oczekuje się, że w nadchodzących miesiącach inflacja ogółem znacznie się obniży. Ta ocena jest jedynie częściowo zgodna z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC dla strefy euro z marca 2020, według których roczna inflacja HICP ma wynieść 1,1% w 2020, 1,4% w 2021 i 1,6% w 2022; te wartości są zasadniczo bez zmian w porównaniu z projekcjami ekspertów Eurosystemu z grudnia 2019. W średnim okresie inflację będą podtrzymywać środki polityki pieniężnej zastosowane przez EBC. Skala wpływu koronawirusa na inflację jest wysoce niepewna, jako że presja zniżkowa związana ze słabszym popytem może zostać zrównoważona przez presję wzrostową wynikającą z zaburzeń podaży. Mocnym czynnikiem spadkowym oddziałującym na krótkookresowe perspektywy inflacji jest niedawny, gwałtowny spadek cen ropy.

Dynamika podaży pieniądza, która pod koniec lata 2019 miała dobry poziom, od tego czasu się zmniejszyła. Akcja kredytowa dla sektora prywatnego kształtowała się różnie w poszczególnych kategoriach kredytów. Akcja dla gospodarstw domowych nie zmieniła się, natomiast dla przedsiębiorstw – zwolniła. Korzystne warunki finansowania się banków i udzielania kredytów w dalszym ciągu wspierały akcję kredytową, a tym samym – wzrost gospodarczy. Łączne finansowanie zewnętrzne netto przedsiębiorstw ze strefy euro ustabilizowało się pod wpływem korzystnych kosztów finansowania długiem. Jednak niedawny wzrost niechęci do podejmowania ryzyka prawdopodobnie doprowadzi do pogorszenia się warunków pozabankowego finansowania przedsiębiorstw.

Według projekcji saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2020 i 2021 się obniży, a następnie w 2022 ustabilizuje. Spadek wynika głównie z niższych nadwyżek pierwotnych. Ma to także odzwierciedlenie w ekspansywnym nastawieniu polityki fiskalnej w 2020 i 2021 oraz ogólnie neutralnym w 2022. W projekcjach oczekuje się, że mimo stosunkowo ekspansywnego nastawienia tej polityki wskaźnik długu publicznego do PKB w strefie euro pozostanie na ścieżce stopniowego spadku, ze względu na sprzyjającą różnicę między oprocentowaniem zadłużenia a stopą wzrostu PKB oraz nieznacznie dodatnie saldo pierwotne w całym okresie. Rozwój sytuacji w związku z epidemią COVID19 od czasu sfinalizowania projekcji wskazuje na wyraźne pogorszenie się perspektyw nastawienia polityki fiskalnej. W obliczu epidemii należy zdecydowanie popierać zobowiązanie się Eurogrupy do wspólnych, skoordynowanych działań w zakresie polityki fiskalnej, stanowiących uzupełnienie kroków już ogłoszonych.

Pakiet środków polityki pieniężnej

W dniu 12 marca 2020 Rada Prezesów postanowiła wprowadzić kompleksowy pakiet środków polityki pieniężnej. Na reakcję polityki pieniężnej złożyły się trzy podstawowe elementy: po pierwsze, ochrona warunków płynnościowych w systemie bankowym za pomocą serii korzystnie oprocentowanych dłuższych operacji refinansujących (LTRO); po drugie, zabezpieczenie stałego napływu kredytów do gospodarki realnej przez gruntowną rekalkibrację ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO); po trzecie, zapobieganie procyklicznemu zacieśnianiu się warunków finansowania gospodarki poprzez rozszerzenie programu skupu aktywów (APP)¹.

- W okresie wzmożonej niepewności system finansowy potrzebuje dostępu do płynności na bardzo korzystnych warunkach, żeby zapobiec niedoborom i presji na cenę płynności, również wtedy, kiedy koronawirus może rodzić ryzyko operacyjne dla uczestników tego systemu. W celu zapewnienia systemowi finansowemu strefy euro doraźnego wsparcia płynnościowego Rada Prezesów postanowiła więc prowadzić – przejściowo – dodatkowe operacje LTRO. Rada nie widzi wprawdzie istotnych oznak napięć na rynkach pieniężnych ani niedoborów płynności w systemie bankowym, ale w razie potrzeby te operacje powinny stanowić skuteczny mechanizm zabezpieczający. Będą one prowadzone w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem, po bardzo atrakcyjnej cenie – ich oprocentowanie ma być równe średniej stopie depozytowej. Te nowe operacje zapewnią pomostową płynność na korzystnych warunkach do czasu następnej operacji TLTROIII, która przypada w czerwcu 2020.
- Ponieważ epidemia uderza w dochody i plany wydatkowe gospodarstw domowych i firm, należy koniecznie wspomagać akcją kredytową dla podmiotów najbardziej dotkniętych przez skutki gospodarcze COVID19, a zwłaszcza – małych i średnich przedsiębiorstw. Dlatego też Rada Prezesów zdecydowała, że od czerwca 2020 do czerwca 2021 operacje TLTROIII otwarte w tym okresie będą mieć znacznie korzystniejsze warunki: ich oprocentowanie przez cały ten czas będzie o 25 pkt bazowych niższe od średniej stopy stosowanej w podstawowych operacjach refinansujących Eurosystemu. Dla kontrahentów, którzy utrzymają skalę swojej akcji kredytowej, oprocentowanie operacji TLTROIII zostanie obniżone – w okresie do czerwca 2021 nawet do 25 pkt bazowych poniżej średniej stopy depozytowej. Ponadto maksymalna kwota, jaką od teraz kontrahenci będą mogli pożyczyć w ramach tych operacji, została podniesiona do 50% salda kwalifikowanych kredytów na 28 lutego 2019. Łączna pula pożyczek w ramach tego programu zwiększyła się więc o ponad 1 bln euro, czyli w sumie wynosi prawie 3 bln euro. W ujęciu ogólnym nowe warunki operacji TLTRO przyczynią się do znacznego złagodzenia warunków finansowania, które determinują podaż kredytów bankowych dla

¹ Więcej informacji: Lane, P.R., „The Monetary Policy Package: An Analytical Framework”, *The ECB Blog*, ECB, 13 March 2020.

przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. W tym kontekście Rada Prezesów zleciła komitetom Eurosystemu przeanalizowanie możliwości złagodzenia wymogów w zakresie zabezpieczeń, tak aby kontrahenci byli w stanie w pełni wykorzystać wsparcie finansowe oferowane przez EBC.

- Należy koniecznie zapewnić wystarczająco łagodne nastawienie polityki pieniężnej, zwłaszcza w obliczu dużej niepewności i zwiększonej zmienności na rynkach finansowych. Żeby w tej sytuacji zagwarantować silne wsparcie ze strony programów skupu aktywów sektora prywatnego, Rada Prezesów postanowiła także uruchomić na okres do końca roku dodatkową, przejściową pulę na skup netto aktywów w kwocie 120 mld euro. Nadal oczekuje się, że ten skup będzie prowadzony tak długo, jak długo będzie to konieczne do wzmocnienia łagodzącego oddziaływania podstawowych stóp procentowych EBC, i zakończy się krótko przed tym, jak Rada Prezesów zacznie podnosić te stopy. Ta przejściowa pula w połączeniu z dotychczasowym programem APP wywrze szerszy wpływ na warunki finansowe, a tym samym spowoduje także obniżenie stóp procentowych mających znaczenie dla gospodarki realnej. Ponadto szybsze tempo skupu sprawi, że w okresach podwyższonej zmienności Eurosystem będzie bardziej aktywny na rynku, w tym wykorzysta pełną skalę elastyczności przewidzianą w programie APP, żeby reagować na zmiany warunków rynkowych. To może oznaczać, że w odpowiedzi na szoki wywołane przez ucieczkę w bezpieczne inwestycje oraz szoki płynnościowe będą występować tymczasowe wahania w rozkładzie zakupów w zakresie zarówno klas aktywów, jak i krajów. Takie odstępstwa od stałej alokacji wielkości skupu między poszczególne kraje mieszczą się w założeniach programu, pod warunkiem że w długim okresie struktura łącznych zasobów aktywów nabytych przez Eurosystem będzie nadal zgodna z kluczem kapitałowym EBC.
- Ponadto 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 zblizną się zdecydowanie 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 zamierza także 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.

W obliczu obecnej sytuacji Rada Prezesów będzie nadal uważnie obserwować, jak rozprzestrzenianie się koronawirusa wpływa na gospodarkę, średniookresową inflację i transmisję polityki pieniężnej. Rada jest gotowa odpowiednio dostosować wszystkie narzędzia, jakimi dysponuje, żeby sprawić – w zgodzie z zadeklarowanym dążeniem do symetrii – że inflacja będzie stabilnie zmierzać do docelowego poziomu.

Jednocześnie w obliczu pogorszenia się perspektyw i potrzeby zapobiegania dalszej materializacji ryzyk spadkowych są teraz konieczne ambitne i skoordynowane działania fiskalne. Rada Prezesów z aprobatą przyjmuje środki wprowadzone przez część rządów, żeby zapewnić wystarczające zasoby systemom opieki zdrowotnej oraz wsparcie przedsiębiorstwom i pracownikom dotkniętym skutkami epidemii. Dla uzupełnienia i wzmocnienia wprowadzonych przez Radę środków polityki pieniężnej potrzeba zwłaszcza takich instrumentów jak gwarancje kredytowe.

Suplement: decyzje podjęte przez Radę Prezesów 18 marca

Pandemia wywołana przez koronawirusa rodzi powszechne zagrożenie dla zdrowia publicznego o skali prawie niespotykanej w najnowszej historii. Stanowi także ogromny szok gospodarczy, który pilnie wymaga ambitnej i skoordynowanej reakcji we wszystkich dziedzinach polityki publicznej. Ze względu na bezprecedensową sytuację, w jakiej znalazła się strefa euro, 18 marca Rada Prezesów ogłosiła nowy program skupu aktywów: „nadzwyczajny program zakupów w czasie pandemii” (ang. „pandemic emergency purchase programme” – PEPP). Będzie on prowadzony tymczasowo i umożliwi EBC zabezpieczenie transmisji polityki pieniężnej, a w efekcie – swojej zdolności do utrzymania stabilności cen w strefie euro. Rozwój sytuacji na rynkach finansowych doprowadził bowiem do zacieśnienia warunków finansowania, zwłaszcza dla dłuższych terminów zapadalności. Krzywa stóp wolnych od ryzyka przesunęła się w górę, a krzywe rentowności obligacji skarbowych – które mają kluczowe znaczenie dla wyceny wszystkich aktywów – wszędzie poszły w górę i zwiększył się ich rozrzut. W tej sytuacji Rada Prezesów w ramach wykonywania swojego mandatu podjęła następujące decyzje:

- Żeby przeciwdziałać poważnym zagrożeniom, jakie wybuch i coraz szybsze rozprzestrzenianie się epidemii COVID19 niesie dla mechanizmu transmisji polityki pieniężnej i dla perspektyw gospodarczych strefy euro, rozpoczęto nowy, tymczasowy program skupu aktywów, obejmujący papiery wartościowe sektora prywatnego i publicznego.

Łączna kwota przeznaczona na ten nadzwyczajny program skupu aktywów w czasie pandemii (PEPP) wynosi 750 mld euro. Skup będzie prowadzony do końca roku 2020 i obejmie wszystkie kategorie aktywów zakwalifikowane do dotychczasowego programu skupu aktywów (APP).

Jeśli chodzi o papiery wartościowe z sektora publicznego, wielkość skupu przypadająca standardowo na poszczególne jurysdykcje nadal będzie się opierać na udziałach banków centralnych w kluczu kapitałowym EBC. Jednak program PEPP będzie prowadzony elastycznie, więc struktura skupu pod względem klas aktywów i jurysdykcji może się na przestrzeni czasu kształtować różnie.

Na potrzeby programu PEPP papiery wartościowe wyemitowane przez rząd Grecji zostaną zwolnione z wymogów kwalifikacyjnych.

Rada Prezesów zakończy zakupy netto w ramach programu PEPP, kiedy uzna, że minęła już kryzysowa faza epidemii COVID19, ale na pewno nie przed końcem bieżącego roku.

- Rozszerzono zakres aktywów dopuszczonych do programu skupu aktywów sektora przedsiębiorstw (CSPP) o papiery emitowane przez przedsiębiorstwa niefinansowe, w związku z czym wszystkie papiery komercyjne o odpowiedniej jakości kredytowej będą się kwalifikować do zakupu w ramach tego programu.
- Złagodzone standardy w zakresie zabezpieczeń przez dostosowanie głównych parametrów ryzyka określonych w odnośnych zasadach ramowych. W szczególności kategoria „dodatkowe należności kredytowe” zostanie rozszerzona o należności związane z finansowaniem sektora przedsiębiorstw. To pozwoli kontrahentom Eurosystemu nadal w pełni korzystać z jego operacji refinansujących.

Rada Prezesów EBC zamierza z determinacją spełniać swoją rolę we wspieraniu wszystkich obywateli strefy euro w tych niezwykle trudnych czasach. W tym celu EBC zadba o to, żeby wszystkie sektory gospodarki mogły korzystać z dogodnych warunków finansowania, które mają im zamortyzować obecny szok. Dotyczy to w jednakowym stopniu gospodarstw domowych, firm, banków i rządów.

Rada Prezesów podejmie wszelkie działania w granicach swojego mandatu, jakie uzna za niezbędne. Jest w pełni przygotowana na zwiększenie skali i dostosowanie struktury programów skupu aktywów, w takim stopniu i na tak długo, jak będzie to konieczne. Przeanalizuje wszystkie możliwe scenariusze i rozwiązania, żeby pomóc gospodarce przetrwać ten szok.

Gdyby pewne samonarzucone ograniczenia miały utrudnić EBC podejmowanie działań koniecznych do wypełniania swojego mandatu, Rada Prezesów rozważy ich zrewidowanie w takim stopniu, żeby działania EBC mogły być współmierne do istniejących zagrożeń. EBC nie będzie tolerować żadnego ryzyka dla płynnej transmisji swojej polityki pieniężnej we wszystkich jurysdykcjach strefy euro.