



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Biuletyn Ekonomiczny

Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 4 / 2020



„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, 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 3 czerwca 2020 r.

ISSN 2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE: QB-BQ-20-002-PL-N (pdf)

Sytuacja gospodarcza i monetarna

Synteza

Na posiedzeniu w sprawie polityki pieniężnej, które odbyło się 4 czerwca, Rada Prezesów postanowiła zwiększyć pulę środków przeznaczonych na nadzwyczajny program skupu aktywów w czasie pandemii (PEPP), wydłużyć jego horyzont czasowy oraz reinwestować spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach tego programu, kontynuując jednocześnie program skupu aktywów (APP) wraz z reinwestowaniem odnośnych spłat. Rada nie zmieniła podstawowych stóp procentowych EBC. Napływające informacje potwierdzają, że gospodarka strefy euro kurczy się w niespotykanym dotąd stopniu. W wyniku pandemii koronawirusa (COVID19) i środków wprowadzonych w celu jej opanowania nastąpił gwałtowny spadek aktywności gospodarczej. Utrata miejsc pracy i dochodów na ogromną skalę oraz wyjątkowo wysoka niepewność co do perspektyw gospodarczych spowodowały znaczny spadek wydatków konsumpcyjnych i inwestycji. We wskaźnikach aktywności gospodarczej pochodzących z badań ankietowych i zbieranych w czasie rzeczywistym widać wprawdzie pewne oznaki, że wraz ze stopniowym znoszeniem ograniczeń zbliża się punkt zwrotny, ale w porównaniu z tempem spadku wskaźników w dwóch poprzednich miesiącach poprawa jest na razie powolna. Według projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z czerwca 2020 dynamika wzrostu w drugim kwartale bieżącego roku ma się obniżyć w niespotykanym wcześniej tempie, by w drugim półroczu odbić, przede wszystkim dzięki dużemu wsparciu ze strony polityki fiskalnej i pieniężnej. Niemniej w projekcjach znacznie obniżono zarówno poziom aktywności gospodarczej, jak i perspektywy inflacji w całym horyzoncie czasowym, przy czym stopień niepewności scenariusza bazowego jest wyjątkowo wysoki. Inflację ogółem tłumią niższe ceny energii, a presja inflacyjna według oczekiwań pozostanie słaba z powodu gwałtownego spadku realnego PKB i związanego z tym znacznego zwiększenia się niewykorzystanych mocy produkcyjnych. W tej sytuacji Rada Prezesów uchwaliła zestaw środków polityki pieniężnej, które mają wspierać gospodarkę podczas jej stopniowego odmrażania oraz chronić średniokresową stabilność cen.

Ocena sytuacji gospodarczej i monetarnej na 4 czerwca 2020

Jak pokazano w projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu z czerwca 2020, pandemia COVID19 spowodowała gwałtowne pogorszenie światowych perspektyw gospodarczych.

Pandemia sparaliżowała światową gospodarkę. Głównym czynnikiem niedawnego ostrego załamania aktywności były środki zastosowane przez

rządy na całym świecie, żeby opanować rozprzestrzenianie się koronawirusa. Niektóre kraje zaczęły ostatnio znosić ograniczenia, ale ten proces prawdopodobnie będzie bardzo stopniowy. Na aktywność gospodarczą, zwłaszcza w gospodarkach wschodzących, negatywnie wpływają także gwałtowny spadek cen surowców, ostrzejsze warunki finansowania i znaczny odpływ kapitału. Najnowsze dane potwierdzają, że niekorzystne skutki gospodarcze wprowadzonych ograniczeń będą gwałtowne i głębokie. W obliczu tych poważnych globalnych zaburzeń eksperci Eurosystemu w projekcjach makroekonomicznych z czerwca 2020 przewidują, że w bieżącym roku realny PKB na świecie (z wyłączeniem strefy euro) skurczy się o 4,0%. Tempo i skala tego spadku są większe niż podczas tzw. wielkiej recesji. Według projekcji aktywność gospodarcza na świecie, po gwałtownym spadku w pierwszym półroczu 2020, w trzecim kwartale zacznie się ożywiać, a w latach 2021 i 2022 wzrośnie, odpowiednio, o 6,0% i 3,9%. Handel światowy ucierpi jeszcze bardziej, ponieważ wpływ załamania wzmacniają zaburzenia procesów logistycznych i zamknięcie granic. Mimo ostrego pogorszenia światowych perspektyw gospodarczych nakreślonego w czerwcowych projekcjach bilans czynników ryzyka związanych z tymi perspektywami wciąż przechyla się na stronę spadkową. Co najważniejsze, wpływ pandemii może okazać się mocniejszy i trwalszy, niż się obecnie przewiduje.

Od posiedzenia Rady Prezesów, które odbyło się w marcu 2020, warunki finansowania w strefie euro nieco złagodniały, ale nie powróciły do poziomu sprzed wybuchu pandemii. W analizowanym okresie (12 marca – 3 czerwca 2020) krzywa terminowa indeksu EONIA (Euro Overnight Index Average) przesunęła się w górę. Nadal występuje inwersja dla krótkich terminów zapadalności, ale mniejsza niż 12 marca, co jest sygnałem, że oczekiwania uczestników rynku dotyczące kolejnych cięć stóp procentowych zmały i przesunęły się na dalszą przyszłość. Mimo złagodzenia polityki pieniężnej dzięki wprowadzeniu programu PEPP i innych środków rentowności długoterminowych obligacji skarbowych w strefie euro w analizowanym okresie wzrosły. Ceny ryzykownych aktywów częściowo odrobiły straty z lutego i marca, głównie dzięki poprawie światowego apetytu na ryzyko oraz odczuciu, że skrajne ryzyko (*tail risk*) nieuchronnego wystąpienia światowego kryzysu nieco się zmniejszyło. Na rynkach walutowych kurs euro ważony handlem pozostał zasadniczo stabilny, a zmienność kursów dwustronnych była odzwierciedleniem niepewności związanej z pandemią COVID19.

Realny PKB strefy euro w pierwszym kwartale 2020 zmniejszył się w ujęciu kwartalnym o 3,8%, a napływające dane wskazują na jego dalszy, znaczny spadek w drugim kwartale. Najnowsze wskaźniki gospodarcze i dane ankietowe potwierdzają gwałtowne kurczenie się gospodarki strefy euro i szybkie pogarszanie sytuacji na rynku pracy. Pandemia koronawirusa i zastosowanie środków koniecznych do jej opanowania osłabiły potencjał produkcyjny strefy euro i popyt wewnętrzny, co mocno odbiło się na sektorach przetwórstwa przemysłowego i usług. W nowszych wskaźnikach widać jednocześnie sygnały, że w maju – kiedy niektóre części gospodarki zaczęły się otwierać – załamanie koniunktury osiągnęło punkt zwrotny. W związku z tym

przewiduje się, że w trzecim kwartale, gdy będą znoszone kolejne ograniczenia, gospodarka strefy euro zacznie się ożywiać, w czym będą pomagać korzystne warunki finansowania, ekspansywne nastawienie polityki fiskalnej oraz odbicie aktywności na świecie, chociaż łączne tempo i skala tego ożywienia pozostają wysoce niepewne.

Taka ocena jest także zasadniczo zgodna z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z czerwca 2020.

Według bazowego scenariusza tych projekcji roczny realny PKB ma w 2020 spaść o 8,7%, by potem odbić o 5,2% w 2021 i o 3,3% w 2022. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z marca 2020 perspektywy wzrostu realnego PKB na rok 2020 zostały mocno obniżone – o 9,5 pkt proc., a na lata 2021 i 2022 podwyższone, odpowiednio, o 3,9 pkt proc. i 1,9 pkt proc. Ze względu na wyjątkową niepewność, jaka obecnie obciąża perspektywy gospodarcze, w projekcjach przedstawiono także dwa scenariusze alternatywne wobec scenariusza bazowego¹. Ogólnie rzecz biorąc, skala spadku i ożywienia gospodarczego będzie w ogromnym stopniu zależać od czasu obowiązywania i skuteczności ograniczeń, od powodzenia rozwiązań wprowadzonych dla złagodzenia negatywnego wpływu pandemii na dochody i zatrudnienie oraz od tego, jak trwały okaże się jej wpływ na potencjał podaży i popyt wewnętrzny. W sumie Rada Prezesów uważa, że bilans czynników ryzyka związanych ze scenariuszem bazowym przechyla się na stronę spadkową.

Według szacunków *flash* Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro, która w kwietniu wynosiła 0,3%, w maju spadła do 0,1%, głównie z powodu niższej inflacji cen energii.

Na podstawie bieżących i terminowych cen ropy przewiduje się, że inflacja ogółem w najbliższych miesiącach prawdopodobnie jeszcze się nieco obniży i do końca roku pozostanie niewielka. W średnim okresie słabszy popyt będzie oddziaływać w kierunku obniżenia inflacji, a jego wpływ zostanie jedynie częściowo zrównoważony przez wzrostowe oddziaływanie zaburzeń podaży. Rynkowe wskaźniki długookresowych oczekiwań inflacyjnych pozostają bardzo słabe. Natomiast według wskaźników ankietowych oczekiwania krótko- i średniookresowe wprawdzie się obniżyły, ale długookresowe ucierpiały mniej.

Taka ocena jest zgodna z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z czerwca 2020, według których roczna inflacja HICP w scenariuszu bazowym ma wynieść 0,3% w 2020, 0,8% w 2021 i 1,3% w 2022.

W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z marca 2020 perspektywy inflacji HICP zostały zrewidowane w dół: na 2020 o 0,8 pkt proc., na 2021 o 0,6 pkt. proc, a na 2022 o 0,3 pkt proc. Roczna inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności ma wynieść 0,8% w 2020, 0,7% w 2021 i 0,9% w 2022.

¹ Zob. Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu dla strefy euro. Czerwiec 2020, opublikowane na stronie internetowej EBC 4 czerwca 2020.

Wskutek pandemii COVID19 dynamika podaży pieniądza gwałtownie wzrosła, co wynikało z pilnego zapotrzebowania przedsiębiorstw na płynność do obsługi bieżących płatności oraz silnej skłonności podmiotów gospodarczych do zapobiegawczego gromadzenia środków pieniężnych.

W kwietniu 2020 dynamika szerokiego pieniądza (agregatu M3) zwiększyła się do 8,3%, z 7,5% w marcu. Jej silny wzrost odzwierciedla kreację kredytów bankowych, którą napędza przede wszystkim pilne zapotrzebowanie gospodarki na płynność. Ponadto wysoka niepewność gospodarcza powoduje zapobiegawcze przechodzenie na aktywa pieniężne. Głównym czynnikiem podtrzymującym dynamikę szerokiego pieniądza pozostaje wąski agregat M1, obejmujący najbardziej płynne formy pieniądza. W akcji kredytowej dla sektora prywatnego nadal widoczny był wpływ koronawirusa na aktywność gospodarczą. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw w kwietniu 2020 ponownie wzrosła i osiągnęła 6,6%, w porównaniu z 5,5% w marcu, co było odzwierciedleniem zapotrzebowania przedsiębiorstw na fundusze na bieżące wydatki i kapitał obrotowy w warunkach gwałtownego spadku dochodów. Jednocześnie roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych spadła z 3,4% w marcu do 3,0% w kwietniu, co wynikało z ograniczenia możliwości konsumpcyjnych wskutek obostrzeń związanych z pandemią, spadku zaufania i pogarszania się sytuacji na rynku pracy. Środki polityki pieniężnej wprowadzone przez Radę Prezesów, w szczególności bardzo korzystne warunki ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO III), powinny zachęcić banki do udzielania kredytów wszystkim podmiotom z sektora prywatnego. Te środki w połączeniu z rozwiązaniami przyjętymi przez rządy krajowe i instytucje europejskie podtrzymują bieżący dostęp do finansowania, także w przypadku podmiotów najbardziej dotkniętych skutkami pandemii.

Pandemia COVID19 mocno wpływa na politykę fiskalną w strefie euro.

Środki wprowadzone dla opanowania pandemii pociągnęły za sobą także bezprecedensowe pakiety fiskalne, których celem jest zamortyzowanie załamania gospodarczego i stworzenie warunków do szybkiego ożywienia. W efekcie deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro według projekcji w 2020 znacznie się zwiększy – do 8,5% PKB, podczas gdy w 2019 wynosił 0,6%. Choć oczekuje się, że w 2021 wskaźnik deficytu spadnie do 4,9% PKB, to w 2022 ma jeszcze wynosić 3,8%. Ogólnie ocenia się, że łączne nastawienie polityki fiskalnej w strefie euro w 2020 będzie mocno ekspansywne, natomiast w 2021 już restrykcyjne, gdyż według oczekiwań do tej pory większość środków pomocowych się zakończy. Mimo restrykcyjnego nastawienia fiskalnego w 2021, saldo budżetowe ogółem pozostanie wyraźnie ujemne, przy czym instrumenty fiskalne, zwłaszcza automatyczne stabilizatory, będą nadal wspierać ożywienie. Z uwagi na gwałtowne skurczenie się gospodarki strefy euro kwestią podstawową pozostaje ambitne i skoordynowane nastawienie fiskalne, chociaż stosowane środki powinny być ukierunkowane i tymczasowe. W tej sytuacji bardzo pozytywnie należy ocenić przyjęty przez Radę Europejską pakiet trzech rodzajów zabezpieczeń o łącznej wartości 540 mld euro oraz wniosek Komisji Europejskiej w sprawie planu odbudowy, który ma na celu wsparcie regionów i sektorów najmocniej dotkniętych pandemią.

Pakiet środków polityki pieniężnej

Potrzeba podjęcia dodatkowych działań w zakresie polityki pieniężnej wynikała przede wszystkim ze zbiegu dwóch okoliczności. Po pierwsze, obniżenie w związku z pandemią perspektyw inflacji zagraża średniookresowej stabilności cen, czyli wykonaniu mandatu Rady Prezesów. Po drugie, chociaż od ogłoszenia programu PEPP sytuacja na rynkach finansowych znacznie się ustabilizowała, to warunki finansowania w strefie euro jako całości są dziś wciąż o wiele bardziej restrykcyjne niż przed pandemią, podczas gdy ze względu na perspektywy aktywności gospodarczej i inflacji powinny być łagodniejsze.

W tej sytuacji 4 czerwca 2020 Rada Prezesów uchwaliła pakiet środków polityki pieniężnej mających zapewnić utrzymanie zdecydowanie łagodnego nastawienia tej polityki, aby trwale doprowadzić inflację do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie, zgodnie z mandatem Rady.

- Po pierwsze, Rada Prezesów postanowiła zwiększyć pulę środków na program PEPP o 600 mld euro, do łącznie 1350 mld euro. Rozszerzenie tego programu – w reakcji na obniżenie projekcji inflacji w całym horyzoncie czasowym w związku z pandemią – oznacza dalsze łagodzenie ogólnego nastawienia polityki pieniężnej, co korzystnie wpłynie na warunki finansowania w gospodarce realnej, zwłaszcza w odniesieniu do firm i gospodarstw domowych. Struktura skupu pod względem klas aktywów i jurysdykcji będzie na przestrzeni czasu nadal elastyczna. Pozwoli to Radzie skutecznie powstrzymać ryzyko zakłóceń płynnej transmisji polityki pieniężnej.
- Rada Prezesów postanowiła wydłużyć horyzont czasowy zakupów netto w ramach programu PEPP co najmniej do końca czerwca 2021. W ten sposób horyzont czasowy tych zakupów został zasadniczo dostosowany do ram czasowych pozostałych środków polityki pieniężnej zastosowanych w reakcji na pandemię, w tym operacji TLTRO III i nadzwyczajnych dłuższych operacji refinansujących w czasie pandemii (PELTRO). W każdym razie EBC będzie prowadzić zakupy netto aktywów w ramach programu PEPP, dopóki Rada Prezesów nie uzna, że kryzysowa faza pandemii koronawirusa dobiegła końca.
- Rada Prezesów zdecydowała, że spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu PEPP będą reinwestowane co najmniej do końca 2022. Wygaszanie w przyszłości portfela PEPP będzie się odbywać w sposób kontrolowany, żeby nie zaburzać odpowiedniego nastawienia polityki pieniężnej. Reinwestycje mają przeciwdziałać ryzyku zacieśnienia warunków finansowych, kiedy gospodarka podnosi się jeszcze z szoku wywołanego pandemią. Jednocześnie jest ważne, żeby strategia reinwestycyjna dla programu PEPP odzwierciedlała jego tymczasowy charakter i była powiązana z nadzwyczajną sytuacją spowodowaną przez pandemię.

- Ponadto do końca roku będą kontynuowane zakupy netto w ramach programu APP, na kwotę 20 mld euro miesięcznie, oraz zakupy w ramach dodatkowej, przejściowej puli 120 mld euro. 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 ona podnosić te stopy.
- 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.
- I wreszcie, 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 zdecydowanie do poziomu, który jest wystarczająco blisko, ale poniżej 2%, oraz dopóki ten trend nie będzie się konsekwentnie odzwierciedlać w dynamice inflacji bazowej.

Decyzje podjęte przez Radę Prezesów w połączeniu z dotychczasowymi, znacznymi bodźcami monetarnymi będą chronić płynność i dostęp do finansowania, pomogą zabezpieczyć dopływ kredytów do gospodarstw domowych i firm oraz przyczynią się do utrzymania korzystnych warunków finansowania dla wszystkich sektorów i jurysdykcji, żeby wesprzeć odbudowę gospodarki po załamaniu spowodowanym pandemią. Jednocześnie w obecnym, szybko zmieniającym się otoczeniu gospodarczym Rada Prezesów jest nadal zdecydowana zrobić w granicach swojego mandatu wszystko, co będzie konieczne, żeby pomóc całemu społeczeństwu strefy euro przejść przez ten wyjątkowo trudny czas. Dotyczy to w szczególności roli Rady Prezesów, zgodnie z mandatem EBC do ochrony stabilności cen, w zapewnieniu transmisji polityki pieniężnej do wszystkich części gospodarki i wszystkich jurysdykcji. Dlatego Rada jest nadal gotowa odpowiednio dostosować wszystkie swoje narzędzia, żeby sprawić – w zgodzie z zadeklarowanym dążeniem do symetrii – że inflacja będzie stabilnie zmierzać do docelowego poziomu.