



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

# Biuletyn Ekonomiczny

## Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 6 / 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](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 9 września 2020 r.

ISSN                                      2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE:                      QB-BQ-20-003-PL-N (pdf)

# Sytuacja gospodarcza i monetarna

## Synteza

**Na posiedzeniu w sprawie polityki pieniężnej, które odbyło się 10 września 2020, Rada Prezesów postanowiła utrzymać łagodne nastawienie polityki pieniężnej bez zmian.** Napływające informacje wskazują na silne, chociaż niepełne odbicie aktywności – zasadniczo zgodne z wcześniejszymi przewidywaniami. Jej poziom pozostaje jednak zdecydowanie niższy niż przed pandemią koronawirusa (COVID19). Aktywność w sektorze przetwórstwa przemysłowego nadal się poprawiała, natomiast w sektorze usług tempo jej wzrostu ostatnio nieco osłabło. Przyszła skala ożywienia pozostaje bardzo niepewna, bo wciąż jest mocno uzależniona od dalszego rozwoju pandemii i skuteczności rozwiązań wprowadzonych dla jej opanowania. Popyt wewnętrzny w strefie euro znacznie odbił w porównaniu z niskim wcześniej poziomem, ale podwyższona niepewność co do perspektyw gospodarczych nadal odbija się na wydatkach konsumentów i inwestycjach przedsiębiorstw. Inflację ogółem osłabiają niskie ceny energii i słaba presja cenowa, w warunkach jedynie niewielkiego popytu oraz znacznego poziomu niewykorzystanych mocy produkcyjnych. Żeby w tej sytuacji podtrzymać ożywienie gospodarcze i chronić średniokresową stabilność cen, nadal potrzeba bodźców monetarnych o znacznej skali. Dlatego na posiedzeniu monetarnym 10 września 2020 Rada Prezesów ponownie postanowiła zachować łagodne nastawienie polityki pieniężnej.

## Ocena sytuacji gospodarczej i monetarnej na 10 września 2020

**Głównym źródłem niepewności w gospodarce światowej wciąż jest pandemia koronawirusa.** Po przejściowej stabilizacji mniej więcej w połowie maja, której wynikiem było stopniowe znoszenie obostrzeń epidemiologicznych, ostatnio dzienna liczba nowych przypadków znów zaczęła rosnąć, przez co zwiększyły się obawy o nawrót zakażeń. Te obawy odbijają się na zaufaniu konsumentów. Napływające dane potwierdzają, że aktywność gospodarcza na świecie w drugim kwartale osiągnęła już minimum, a od połowy maja – w miarę stopniowego znoszenia obostrzeń – zaczęła odbijać. Zgodnie z projekcjami ekspertów EBC z września 2020 realny PKB na świecie (bez strefy euro) w roku bieżącym zmniejszy się o 3,7%, a w latach 2021 i 2022 wzrośnie o 6,2% i 3,8%. Handel światowy ma się skurczyć jeszcze bardziej, ponieważ jest mocno procykliczny, co uwidacznia się zwłaszcza w okresach dekonunktury, oraz z powodu szczególnego charakteru kryzysu COVID19, w tym zaburzenia globalnych łańcuchów produkcji oraz wyższych kosztów handlu wynikających z obostrzeń wprowadzonych dla opanowania pandemii. Bilans czynników

ryzyka dla światowych perspektyw gospodarczych nadal przechyla się na stronę spadkową, do czego przyczynia się ciągła niepewność co do dalszego rozwoju pandemii, która może pozostawić trwałe ślady w gospodarce światowej. Do czynników spadkowych należą ponadto: wynik negocjacji w sprawie brexitu, ryzyko wzrostu protekcjonizmu handlowego oraz dłuższe występowanie negatywnego wpływu na światowe łańcuchy dostaw.

**Od posiedzenia Rady Prezesów, które odbyło się w czerwcu 2020, warunki finansowania w strefie euro jeszcze nieco złagodniały, ale wciąż nie powróciły do poziomu sprzed pandemii.** W omawianym okresie (4 czerwca – 9 września 2020) krzywa terminowa indeksu EONIA (Euro Overnight Index Average) przesunęła się nieco w dół i mimo łagodnej inwersji dla krótkich terminów zapadalności nie sygnalizuje zdecydowanych oczekiwań, że wkrótce nastąpi obniżenie stóp. Spready rentowności długoterminowych obligacji skarbowych w strefie euro w omawianym okresie zmalały pod wpływem łącznego oddziaływania wsparcia monetarnego i fiskalnego. Ceny ryzykownych aktywów nieco wzrosły, głównie w związku z ogólnie bardziej pozytywnymi perspektywami zysków na krótki okres. Na rynkach walutowych nastąpiła stosunkowo mocna aprecjacja kursu euro – zarówno ważonego handlem, jak i wobec dolara amerykańskiego.

**W drugim kwartale 2020 realny PKB strefy euro skurczył się w ujęciu kwartalnym o 11,8%.** Napływające dane i wyniki badań ankietowych świadczą o tym, że gospodarka strefy euro nadal się ożywia, i wskazują, że w trzecim kwartale realny PKB będzie rosł, ale nie dojdzie do poziomu sprzed kryzysu. Obok silnego odbicia, jakie nastąpiło w przemyśle i usługach, widać oznaki wyraźnego zwiększenia dynamiki spożycia. Ostatnio tempo ożywienia w sektorze usług było wolniejsze niż w przetwórstwie przemysłowym, co widać także w danych ankietowych za sierpień. Krótkookresowo czynnikiem hamującym jest wzrost liczby zakażeń koronawirusem odnotowany w miesiącach letnich. To, czy ożywienie okaże się trwałe, zależy w znacznym stopniu od dalszego rozwoju pandemii i skuteczności rozwiązań wprowadzonych dla jej opanowania. Niepewność co do przyszłego przebiegu pandemii będzie prawdopodobnie osłabiać siłę ożywienia rynku pracy, spożycia i inwestycji, natomiast korzystne warunki finansowania, ekspansywne nastawienie polityki fiskalnej oraz umacnianie się aktywności i popytu na świecie powinny działać pobudzająco na gospodarkę strefy euro.

**Ta ocena jest zasadniczo zgodna z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC dla strefy euro z września 2020.** Według tych projekcji roczny wzrost realnego PKB w 2020 wyniesie  $-8,0\%$ , w 2021 osiągnie  $5,0\%$ , zaś w 2022 będzie na poziomie  $3,2\%$ . W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2020 perspektywy wzrostu realnego PKB na rok 2020 zostały zrewidowane w górę, a na lata 2021 i 2022 pozostały w większości niezmienione. Ze względu na wyjątkową niepewność, jaka obecnie obciąża perspektywy gospodarcze, w projekcjach przedstawiono scenariusze alternatywne – łagodny i dotkliwy – odpowiadające

różnym założeniom co do dalszego rozwoju pandemii<sup>1</sup>. Ogólnie ocenia się, że w bilansie czynników ryzyka dla perspektyw wzrostu w strefie euro nadal przeważają czynniki spowalniające. Ta ocena odzwierciedla przede wszystkim ciągłą niepewność co do gospodarczych i finansowych skutków pandemii.

**Według szacunków *flash* Eurostatu w sierpniu roczna inflacja HICP w strefie euro spadła do -0,2%, z 0,4% w lipcu.** Na podstawie bieżących i terminowych cen ropy, a także przejściowego obniżenia podatku VAT w Niemczech, przewiduje się, że inflacja ogółem w najbliższych miesiącach prawdopodobnie pozostanie ujemna, by na początku 2021 powrócić do wartości dodatnich. Ponadto w najbliższym okresie, w związku ze słabym popytem, niższą presją płacową oraz aprecjacją kursu euro, presja cenowa nadal będzie niewielka, chociaż ograniczenia po stronie podaży będą w pewnym stopniu pobudzać wzrost cen. W średnim okresie ożywienie popytu powiązane z łagodną polityką pieniężną i fiskalną będzie oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji. Rynkowe wskaźniki długookresowych oczekiwań inflacyjnych powróciły do poziomów sprzed pandemii, ale nadal są bardzo słabe, natomiast wskaźniki ankietowe wciąż pozostają niskie.

**Ta ocena jest zasadniczo zgodna z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC dla strefy euro z września 2020, według których roczna inflacja ma wynieść 0,3% w 2020, 1,0% w 2021 i 1,3% w 2022.** W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2020 perspektywy inflacji na rok 2021 zostały zrewidowane w górę, a na lata 2020 i 2022 pozostały bez zmian. Niezmieniona projekcja na rok 2022 obejmuje wyższą wartość inflacji z wyłączeniem cen energii i żywności – co jest m.in. odzwierciedleniem pozytywnego wpływu środków monetarnych i fiskalnych – która jednak w większości znosi się ze zrewidowaną ścieżką cen energii. Roczna inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności ma wynieść 0,8% w 2020, 0,9% w 2021 i 1,1% w 2022.

**Pandemia koronawirusa w dalszym ciągu istotnie wpływała na dynamikę podaży pieniądza w strefie euro.** Dynamika szerokiego pieniądza (agregatu M3), która w czerwcu 2020 wyniosła 9,2%, w lipcu nadal rosła i osiągnęła 10,2%. Jej silny wzrost odzwierciedla kreację kredytów bankowych w strefie euro i trwający skup aktywów przez Eurosystem oraz większe preferencje dla płynności, wynikające ze względów zapobiegawczych, w sektorze utrzymującym zasoby 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 niefinansowych w lipcu wyniosła 7,0%, czyli zasadniczo nie zmieniła się w porównaniu z 7,1% w czerwcu. Ta wysoka dynamika odzwierciedla zwiększone zapotrzebowanie firm na płynność w celu finansowania bieżących wydatków i kapitału obrotowego oraz dalszego tworzenia buforów płynnościowych, mimo że odbicie

<sup>1</sup> Zob. Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC dla strefy euro. Wrzesień 2020, opublikowane na stronie internetowej EBC 10 września 2020.

aktywności gospodarczej przełożyło się już na pewien wzrost dochodów. Roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych w lipcu także pozostało stabilne i wyniosło 3,0%. W sumie środki zastosowane przez Radę Prezesów w połączeniu z rozwiązaniami przyjętymi przez rządy krajowe i instytucje europejskie będą nadal podtrzymywać dostęp do finansowania, także w przypadku podmiotów najbardziej dotkniętych skutkami pandemii.

**Pandemia koronawirusa w dalszym ciągu wywiera ogromny wpływ na finanse publiczne w strefie euro.** Koszt budżetowy środków wprowadzonych dla jej opanowania był we wszystkich krajach tej strefy bardzo wysoki, chociaż zarówno obciążenie poszczególnych krajów, jak i ich zdolność do reagowania są różne. W efekcie załamania gospodarczego i znacznego wsparcia fiskalnego deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro według projekcji w 2020 znacznie się zwiększył – do 8,8% PKB, podczas gdy w 2019 wynosił 0,6%. Przewiduje się, że wskaźnik deficytu w 2021 i 2022 obniży się do 4,9% i 3,6% PKB. W 2020 znaczne środki fiskalne doprowadziły do pogorszenia się w tym samym stopniu salda pierwotnego skorygowanego o cykl koniunkturalny, co nałożyło się na ujemny składnik cykliczny odzwierciedlający zapaść gospodarczą. Późniejsza poprawa ma wynikać z wycofywania środków nadzwyczajnych i lepszej koniunktury. Z uwagi na gwałtowne skurczenie się gospodarki strefy euro kwestią podstawową pozostaje ambitna i skoordynowana polityka fiskalna, przy czym 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 wprowadzony przez Komisję Europejską fundusz Next Generation EU z pulą 750 mld euro – te instrumenty mogą zdecydowanie pomóc regionom i sektorom najmocniej dotkniętym pandemią.

## Pakiet środków polityki pieniężnej

Podsumowując, zestawienie wyników analizy ekonomicznej z sygnałami płynącymi z analizy monetarnej potwierdziło, że zapewnienie zdecydowanego zbliżenia się inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie wymaga bardzo łagodnej polityki pieniężnej. W tej sytuacji 10 września 2020 Rada Prezesów utrzymała pakiet środków mających zapewnić utrzymanie takiego nastawienia polityki pieniężnej.

- Rada postanowiła pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Oczekuje się, że pozostaną one 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 ten trend nie będzie się konsekwentnie odzwierciedlał w dynamice inflacji bazowej.
- Rada Prezesów postanowiła kontynuować skup aktywów w ramach nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii (PEPP), na który przeznaczyła łączną pulę 1350 mld euro. Te zakupy przyczynią się do

złagodzenia ogólnego nastawienia polityki pieniężnej i tym samym pomogą zrównoważyć spadkowe oddziaływanie pandemii na prognozowaną ścieżkę inflacji. Struktura skupu pod względem klas aktywów i jurysdykcji będzie na przestrzeni czasu nadal elastyczna. To pozwoli Radzie skutecznie neutralizować zagrożenia dla płynnej transmisji polityki pieniężnej. Zakupy netto aktywów w ramach programu PEPP będą prowadzone co najmniej do końca czerwca 2021, a w każdym razie dopóki Rada nie uzna, że kryzysowa faza pandemii koronawirusa dobiegła końca. Ponadto 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.

- Zakupy netto w ramach programu skupu aktywów (APP) na kwotę 20 mld euro miesięcznie oraz zakupy w ramach dodatkowej, przejściowej puli 120 mld euro będą kontynuowane do końca roku. 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 także w dalszym ciągu dostarczać znaczną ilość płynności poprzez operacje refinansujące. W szczególności w ostatniej operacji z trzeciej serii ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO III) zarejestrowano bardzo duży nabór, co jest korzystne dla akcji kredytowej banków na rzecz przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Środki polityki pieniężnej wprowadzone przez Radę Prezesów od początku marca są niezwykle pomocne w pobudzaniu ożywienia gospodarczego w strefie euro i ochronie średniokresowej stabilności cen. W szczególności wpływają korzystnie na warunki w zakresie płynności i finansowania gospodarki, pomagają w utrzymaniu dopływu kredytów do gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz przyczyniają się do utrzymania korzystnych warunków finansowania we wszystkich sektorach i jurysdykcjach. Jednocześnie w obecnej sytuacji podwyższonej niepewności Rada Prezesów będzie uważnie oceniać napływające informacje, w tym – kształtowanie się kursu walutowego, pod kątem wpływu na średniokresowe perspektywy inflacji. Rada jest nadal gotowa odpowiednio dostosowywać wszystkie narzędzia, jakimi dysponuje, żeby sprawić – w zgodzie z zadeklarowanym dążeniem do symetrii – że inflacja będzie stabilnie zmierzać do docelowego poziomu.