



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Biuletyn Ekonomiczny

Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 8 / 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 9 grudnia 2020 r.

ISSN 2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE: QB-BQ-20-004-PL-N (pdf)

Sytuacja gospodarcza i monetarna

Synteza

Na posiedzeniu monetarnym, które odbyło się 10 grudnia 2020, Rada Prezesów dokonała rekalkibracji swoich instrumentów polityki pieniężnej.

Wprawdzie odbicie aktywności gospodarczej w trzecim kwartale było mocniejsze, niż się spodziewano, a perspektywy rozpoczęcia masowych szczepień są optymistyczne, jednak pandemia koronawirusa nadal stanowi poważne zagrożenie zarówno dla zdrowia społeczeństwa, jak i dla gospodarek strefy euro i całego świata. Ponowny wzrost liczby zakażeń COVID19 i związane z tym obostrzenia znacznie ograniczają aktywność gospodarczą w strefie euro. Według szacunków w czwartym kwartale 2020 ta aktywność się zmniejszyła, przy czym w sektorze przetwórstwa przemysłowego nadal trzyma się dobrze, ale w usługach mocno spadła wskutek wzrostu liczby zakażeń oraz nowych ograniczeń dotyczących społecznych interakcji i mobilności. W warunkach słabego popytu i znacznych niewykorzystanych mocy produkcyjnych na rynkach pracy i produktów inflacja wciąż jest bardzo niska. Z napływających danych oraz z projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu z grudnia 2020 wynika ogólnie, że w krótkim okresie wpływ pandemii na gospodarkę będzie silniejszy, a słabość inflacji potrwa dłużej, niż dotąd przewidywano. W tej sytuacji na posiedzeniu monetarnym 10 grudnia 2020 Rada Prezesów dokonała rekalkibracji swoich instrumentów polityki pieniężnej.

Ocena sytuacji gospodarczej i monetarnej na 10 grudnia 2020

Gospodarka światowa w trzecim kwartale 2020 mocno odbiła, po czym utrzymała dynamikę na początku czwartego kwartału, ale czynniki hamujące wpływają na pogorszenie się krótkookresowych perspektyw gospodarczych. Chociaż ostatnie informacje o pracach nad skutecznymi szczepionkami na koronawirusa wzbudziły optymizm na rynkach finansowych, pandemia oddziałuje niekorzystnie na krótkookresowe perspektywy gospodarcze. Znaczny wzrost liczby nowych zakażeń COVID19, zwłaszcza w gospodarkach rozwiniętych, spowodował ponowne wprowadzenie obostrzeń, choć według szacunków te środki zakłócają aktywność gospodarczą w mniejszym stopniu niż w czasie pierwszej fali pandemii. Zgodnie z projekcjami ekspertów Eurosystemu z grudnia 2020 realny PKB na świecie (bez strefy euro) w roku bieżącym zmniejszy się o 3,0%, w 2021 odbije o 5,8%, a w latach 2022 i 2023 wzrośnie, odpowiednio, o 3,9% i 3,6%. Dynamika handlu światowego (bez strefy euro) w 2020 spadła dużo gwałtowniej niż realny PKB, jednak według oczekiwań w 2021 ma odbić również znacznie mocniej. Wynika to głównie z dużo wyraźniejszej procykliczności handlu, zwłaszcza

podczas dekoniunktury. Te negatywne skutki powinny mieć mniejszą skalę w przypadku niedawnego nawrotu zakażeń. Ocenia się, że bilans czynników ryzyka dla światowych perspektyw gospodarczych nie jest tak negatywny, jak wcześniej przewidywano, ponieważ ze względu na doniesienia o możliwym udostępnieniu skutecznych szczepionek zmniejszyło się prawdopodobieństwo zmaterializowania się scenariusza dotkliwego.

Od posiedzenia Rady Prezesów we wrześniu 2020 warunki finansowania w strefie euro jeszcze nieco złagodniały w ujęciu ogólnym, ponieważ klimat dla ryzyka poprawił się dzięki pozytywnym doniesieniom o szczepionkach.

W omawianym okresie (10 września – 9 grudnia 2020) krzywa terminowa indeksu EONIA (Euro Overnight Index Average) nieznacznie się wahała, jednak na koniec pozostała zasadniczo bez zmian. To odzwierciedla zarówno obawy dotyczące szybszego rozprzestrzeniania się pandemii COVID19 w Europie, jak i pozytywne informacje o szczepionkach. Krzywa ta w dalszym ciągu jest lekko odwrócona dla krótkich terminów zapadalności. Spready i rentowności długoterminowych obligacji skarbowych w strefie euro w tym okresie wyraźnie się obniżyły, co wiąże się z oczekiwaniami dalszego wsparcia monetarnego i fiskalnego, a także poprawą klimatu ryzyka na świecie, spowodowaną w szczególności informacjami o skutecznych badaniach nad szczepionkami. W związku z tym ceny ryzykownych aktywów wzrosły. Na rynkach walutowych kurs euro ważony handlem nieznacznie się osłabił.

Realny PKB strefy euro, który w pierwszym półroczu 2020 gwałtownie się skurczył, w trzecim kwartale mocno odbił: w ujęciu kwartalnym wzrósł o 12,5%, chociaż pozostał znacznie poniżej poziomu sprzed pandemii.

Oczekuje się, że druga fala pandemii i związane z nią nasilone obostrzenia, obserwowane od połowy października, doprowadzą do ponownego znacznego spadku aktywności w czwartym kwartale – ale w znacznie mniejszym stopniu niż w drugim. Sytuacja gospodarcza nadal kształtuje się różnie w poszczególnych sektorach. Nowe ograniczenia dotyczące społecznych interakcji i mobilności mocniej odbiły się na sektorze usług niż na przemyśle. Chociaż środki polityki fiskalnej pomagają gospodarstwom domowym i firmom, to z uwagi na pandemię i jej skutki dla zatrudnienia i dochodów konsumentów wciąż zachowują się z rezerwą. Z kolei słabsze bilanse przedsiębiorstw oraz niepewność co do perspektyw gospodarczych wpływają niekorzystnie na inwestycje firm. Jeśli chodzi o widoki na przyszłość, osiągnięte ostatnio postępy w opracowaniu szczepionek na COVID19 pozwalają z większą ufnością oczekiwać, że kryzys zdrowotny zostanie stopniowo przewyżczony. Jednak osiągnięcie powszechnej odporności nie nastąpi tak szybko, a tymczasem nie można wykluczyć nawrotu zakażeń, który stanowiłby wyzwanie dla systemów opieki zdrowotnej i perspektyw gospodarczych. W średnim okresie ożywieniu gospodarczemu w strefie euro powinny sprzyjać korzystne warunki finansowania, ekspansywna polityka fiskalna oraz poprawianie się popytu w miarę znoszenia obostrzeń i ustępowania niepewności.

Taka ocena jest zasadniczo zgodna z bazowym scenariuszem projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z grudnia 2020. Według tych projekcji roczny wzrost realnego PKB w 2020 wyniesie $-7,3\%$, w 2021 i 2022 osiągnie, odpowiednio, $3,9\%$ i $4,2\%$, zaś w 2023 będzie na poziomie $2,1\%$. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z września 2020 perspektywy aktywności gospodarczej na krótki okres zrewidowano w dół, natomiast w średnim okresie przewiduje się ogólnie jej ożywienie do poziomu ze scenariusza bazowego projekcji wrześniowych. W sumie w bilansie ryzyk dla perspektyw wzrostu w strefie euro wciąż przeważają czynniki spadkowe, ale już nie tak wyraźnie. Informacje o widokach na rozpoczęcie masowych szczepień budzą optymizm, natomiast ryzyka spadkowe wiążą się ze skutkami pandemii dla sytuacji gospodarczej i finansowej.

Według szacunków flash Eurostatu roczna inflacja w strefie euro pozostała w listopadzie bez zmian na poziomie $-0,3\%$. Na podstawie dynamiki cen ropy oraz po uwzględnieniu przejściowego obniżenia stawki VAT w Niemczech przewiduje się, że do początku 2021 inflacja ogółem będzie ujemna. Następnie powinna wzrosnąć pod wpływem cofnięcia przejściowego obniżenia stawki VAT oraz skutków dodatniego efektu bazy w inflacji cen energii. Jednocześnie bazowa presja cenowa prawdopodobnie pozostanie stłumiona z powodu słabego popytu, zwłaszcza w sektorach związanych z turystyką i podróżami, oraz niskiej presji płacowej i rekordowo wysokiego poziomu efektywnego kursu euro. Kiedy wpływ pandemii wygaśnie, ożywienie popytu wspierane łagodną polityką pieniężną i fiskalną będzie w średnim okresie oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji. Rynkowe i ankietowe wskaźniki długookresowych oczekiwań inflacyjnych pozostają niskie.

Ta ocena jest zasadniczo zgodna z bazowym scenariuszem projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z grudnia 2020, według którego roczna inflacja ma wynieść $0,2\%$ w roku 2020, $1,0\%$ w 2021, $1,1\%$ w 2022 i $1,4\%$ w 2023. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów EBC z września 2020 perspektywy inflacji na lata 2020 i 2022 zrewidowano w dół. Roczna inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności ma wynieść $0,7\%$ w roku 2020, $0,8\%$ w 2021, $1,0\%$ w 2022 oraz $1,2\%$ w 2023.

Pandemia koronawirusa w dalszym ciągu wpływa na dynamikę podaży pieniądza w strefie euro. Dynamika szerokiego pieniądza (agregatu M3) w październiku 2020 pozostała zasadniczo bez zmian na poziomie $10,5\%$. Do jej silnego wzrostu przyczynia się prowadzony przez Eurosystem skup aktywów, który stał się największym źródłem kreacji pieniądza. W warunkach wciąż zwiększonej preferencji dla płynności oraz niskiego kosztu alternatywnego utrzymywania depozytów o najwyższej płynności głównym czynnikiem wzrostu dynamiki szerokiego pieniądza w dalszym ciągu jest wąski agregat M1. Tempo wzrostu akcji kredytowej dla sektora prywatnego ustabilizowało się, przy czym nadal jest większe niż w okresie przed pandemią COVID19. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych spadła z $7,1\%$ we wrześniu do $6,8\%$ w październiku. To spowolnienie wiąże

się z ustępowaniem nadzwyczajnego zapotrzebowania na płynność, słabą dynamiką inwestycji i zacieśnieniem warunków udzielania kredytów dla firm. Roczna stopa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych wyniosła w październiku 3,1%, tyle samo co we wrześniu. Środki zastosowane przez Radę Prezesów w połączeniu z rozwiązaniami przyjętymi przez rządy krajowe i instytucje europejskie pozostają niezbędne do utrzymania warunków udzielania kredytów bankowych i dostępu do finansowania, zwłaszcza w przypadku podmiotów najbardziej poszkodowanych wskutek pandemii.

Znaczne wsparcie fiskalne złagodziło istotny negatywny wpływ pandemii COVID19 na gospodarkę realną. Fiskalny koszt tego wsparcia jest bardzo duży we wszystkich krajach strefy euro, chociaż różni się wyraźnie w poszczególnych państwach. W projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu z grudnia 2020 przewiduje się, że w efekcie załamania gospodarczego i wsparcia fiskalnego deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro, który w 2019 wyniósł 0,6% PKB, w 2020 znacznie się zwiększy – do 8,0%. Następnie wskaźnik deficytu ma się obniżyć do: 6,1% PKB w 2021, 3,9% w 2022 i 3,0% w 2023. To obniżanie ma wynikać z wycofywania środków nadzwyczajnych, natomiast wyraźna poprawa składnika cyklicznego nastąpi dopiero od 2022. Z uwagi na gwałtowne skurczenie się gospodarki strefy euro kwestią podstawową pozostaje ambitna i skoordynowana polityka fiskalna, przy czym stosowane środki fiskalne powinny być ukierunkowane i tymczasowe. Jednocześnie słabość popytu wśród firm i gospodarstw domowych oraz podwyższone ryzyko opóźnienia ożywienia – wobec nowych obostrzeń związanych z drugą falą pandemii – zdecydowanie przemawiają za utrzymaniem pomocy ze strony krajowej polityki fiskalnej. Uzupełnieniem krajowych środków fiskalnych jest program Next Generation EU, który pomoże osiągnąć szybsze, mocniejsze i bardziej równomierne ożywienie oraz zwiększyć odporność i potencjał wzrostowy gospodarek państw członkowskich UE. Stanie się tak zwłaszcza, jeśli udostępnione fundusze zostaną wykorzystane na sfinansowanie produktywnych wydatków publicznych i będzie im towarzyszyć polityka strukturalna ukierunkowana na poprawę wydajności.

Pakiet środków polityki pieniężnej

W obliczu niekorzystnych skutków gospodarczych wywołanych przez nawrót pandemii oraz związanego z nimi wydłużonego okresu słabej inflacji Rada Prezesów, na posiedzeniu 10 grudnia 2020, dokonała rekalkulacji swoich instrumentów polityki pieniężnej EBC, żeby pomóc w utrzymaniu korzystnych warunków finansowania w okresie pandemii, a przez to wesprzeć aktywność gospodarczą i zdecydowane zbliżenie się inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

- Rada 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 to zbliżenie nie będzie się konsekwentnie odzwierciedlać w dynamice inflacji bazowej.

- Rada Prezesów postanowiła zwiększyć pulę środków na nadzwyczajny program zakupów w czasie pandemii (PEPP) o 500 mld euro, do łącznie 1850 mld euro. Wydłużyła także horyzont czasowy zakupów netto w ramach programu PEPP co najmniej do końca marca 2022. Eurosystem będzie prowadzić zakupy netto, dopóki Rada Prezesów nie uzna, że kryzysowa faza pandemii koronawirusa dobiegła końca. Przez ten okres Eurosystem będzie kontynuować zakupy w ramach programu PEPP, żeby utrzymać korzystne warunki finansowania. Skup będzie prowadzony elastycznie, odpowiednio do sytuacji na rynku oraz tak, żeby uniknąć zacieśnienia się warunków finansowania w sposób niespójny z przeciwdziałaniem spadkowemu oddziaływaniu pandemii na prognozowaną ścieżkę inflacji. Ponadto elastyczne kształtowanie z biegiem czasu struktury skupu pod względem klas aktywów i jurysdykcji będzie nadal wspierać płynną transmisję polityki pieniężnej. Jeżeli w horyzoncie czasowym zakupów netto w ramach programu PEPP uda się utrzymać korzystne warunki finansowania przy poziomie zakupów niższym od przewidzianej puli środków, nie trzeba będzie tej puli wykorzystywać w całości. Z drugiej strony będzie też możliwa jej rekalkulacja, jeżeli okaże się to potrzebne do utrzymania korzystnych warunków finansowania, żeby przeciwdziałać negatywnemu wpływowi szoku spowodowanego pandemią na ścieżkę inflacji. Wydłużenie czasu prowadzenia skupu w ramach programu PEPP odzwierciedla długotrwałe niekorzystne skutki pandemii dla gospodarki i inflacji. Umożliwia ciągłą obecność na rynku i trwalsze wsparcie ze strony bodźców monetarnych wprowadzanych przez Radę Prezesów. Utrzymanie korzystnych warunków finansowania w czasie pandemii pomoże zmniejszyć niepewność i zwiększyć zaufanie, pobudzając tym samym wydatki konsumpcyjne i inwestycje przedsiębiorstw. W ten sposób będzie podtrzymywać ożywienie gospodarcze i pomagać w neutralizacji spadkowego oddziaływania pandemii na prognozowaną ścieżkę inflacji. Ponadto Rada Prezesów postanowiła także wydłużyć okres reinwestowania spłat kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu PEPP co najmniej do końca 2023. Wygaszanie w przyszłości portfela PEPP będzie się odbywać w sposób kontrolowany, żeby nie zaburzać odpowiedniego nastawienia polityki pieniężnej.
- Rada Prezesów zdecydowała się ponownie zrekalibrować warunki trzeciej serii ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO III), wydłużając o dwanaście miesięcy, do czerwca 2022, okres obowiązywania znacznie korzystniejszych warunków. Między czerwcem a grudniem 2021 Rada przeprowadzi także trzy dodatkowe operacje. Ponadto Rada Prezesów postanowiła zwiększyć łączną kwotę, jaką kontrahenci będą mogli pożyczyć w ramach operacji TLTRO III, z 50% do 55% salda kwalifikowanych kredytów. Żeby zachęcić banki do utrzymania obecnego poziomu udzielanych kredytów, pożyczki w ramach TLTRO III na zrekalibrowanych warunkach

będą dostępne jedynie dla banków osiągających nowy docelowy poziom akcji kredytowej. Wydłużenie niskiego oprocentowania operacji TLTRO III wprowadzonego w związku z pandemią, zwiększenie liczby operacji oraz podwyższenie kwoty, jaką można pożyczyć, pozwoli utrzymać bardzo korzystne warunki finansowania banków. Dzięki temu banki będą mogły w dalszym ciągu oferować korzystne warunki kredytowe i będą mieć wystarczające zasoby płynności, żeby udzielać kredytów gospodarstwom domowym i firmom.

- Rada Prezesów postanowiła wydłużyć do czerwca 2022 okres obowiązywania pakietu środków dotyczących złagodzenia zasad kwalifikowania zabezpieczeń, przyjętego przez Radę Prezesów 7 i 22 kwietnia 2020. Wydłużenie obowiązywania tych środków sprawi, że banki będą mogły w dalszym ciągu w pełni korzystać z operacji płynnościowych Eurosystemu, zwłaszcza ze zrekalibrowanych operacji TLTRO. Przed czerwcem 2022 Rada Prezesów ponownie oceni środki dotyczące złagodzenia zasad kwalifikowania zabezpieczeń, żeby uniknąć niekorzystnego wpływu na udział kontrahentów Eurosystemu w operacjach TLTRO III.
- Rada Prezesów postanowiła również przeprowadzić w 2021 cztery dodatkowe nadzwyczajne dłuższe operacje refinansujące w czasie pandemii (PELTRO), które będą nadal stanowić skuteczny mechanizm ochrony płynności.
- Nadal będą prowadzone zakupy netto w ramach programu skupu aktywów (APP) na kwotę 20 mld euro miesięcznie. 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 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 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.
- Linia operacji repo oferowanych przez Eurosystem bankom centralnym (EUREP) oraz wszystkie tymczasowe linie swap i repo skierowane do banków centralnych spoza strefy euro będą przedłużone do marca 2022.
- Na koniec, Rada Prezesów postanowiła kontynuować prowadzenie regularnych operacji pożyczkowych w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem na aktualnych warunkach tak długo, jak długo będzie to konieczne.

Środki polityki pieniężnej podjęte przez Radę Prezesów przyczynią się do utrzymania korzystnych warunków finansowania w okresie pandemii, wspierając tym samym dopływ kredytów do wszystkich sektorów gospodarki, i w ten

sposób będą pobudzać aktywność gospodarczą oraz chronić średniookresową stabilność cen. Jednocześnie wciąż występuje wysoka niepewność, dotycząca m.in. dynamiki pandemii oraz terminu rozpoczęcia masowych szczepień. Rada Prezesów będzie także nadal monitorować kształtowanie się kursu walutowego pod kątem potencjalnych skutków dla średniookresowych perspektyw inflacji. W związku z tym Rada jest nadal gotowa odpowiednio dostosowywać wszystkie swoje narzędzia, żeby sprawić – w zgodzie z zadeklarowanym dążeniem do symetrii – że inflacja będzie stabilnie zmierzać do docelowego poziomu.