

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 3 kwietnia Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Napływające informacje potwierdzają, że umiarkowane ożywienie w gospodarce strefy euro postępuje zgodnie z wcześniejszymi ocenami Rady. Jednocześnie nowe dane pokrywają się z oczekiwaniami Rady, że po dłuższym okresie niskiej inflacji wskaźnik HICP będzie stopniowo rosnąć. Sygnały płynące z analizy monetarnej potwierdzają obraz wciąż niewielkiej (pod względem tendencji) presji cenowej w strefie euro w horyzoncie średniookresowym. Oczekiwania dotyczące inflacji w strefie euro w okresie od średniego do długiego są wciąż silnie zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, by utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2%.

W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji i rozważać zastosowanie wszystkich instrumentów, które ma do dyspozycji. Rada jest w dalszym ciągu zdecydowana utrzymać wysoki stopień akomodacyjności polityki pieniężnej oraz w razie potrzeby szybko podjąć kolejne działania. Nie wyklucza w związku z tym dalszego poluzowania polityki pieniężnej i zdecydowanie potwierdza, że nadal oczekuje utrzymania się podstawowych stóp procentowych EBC na poziomie obecnym lub niższym przez dłuższy czas. Przesłanką do tego jest perspektywa przytłumionej inflacji w horyzoncie średniookresowym, wynikająca ze słabej koniunktury w całej gospodarce, z dużych wolnych mocy produkcyjnych oraz z niewielkiej dynamiki podaży pieniądza i akcji kredytowej. Jednocześnie Rada uważnie obserwuje rozwój sytuacji na rynkach pieniężnych. Rada jest jednomyślna w swoim postanowieniu, by w celu skutecznego przeciwdziałania groźbie zbytniego przedłużania się niskiej inflacji wykorzystać także narzędzia niekonwencjonalne.

W dziedzinie analizy ekonomicznej realny PKB strefy euro w ostatnim kwartale 2013 r. wzrósł o 0,2% w ujęciu kwartalnym, po 0,1% w III kw. i 0,3% w II kw. Dane ankietowe za I kw. 2014 r. wskazują na dalszy umiarkowany wzrost, co potwierdza wcześniejsze oczekiwania, że trwające ożywienie jest coraz bardziej

podtrzymywane przez mocniejszy popyt wewnętrzny. Popyt ten powinien w następnym okresie jeszcze się nieco wzmocnić, czemu będą sprzyjać: akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej, przekładanie się trwającej poprawy warunków finansowania na gospodarkę realną oraz postęp konsolidacji fiskalnej i reform strukturalnych. Oprócz tego korzystny wpływ na dochody realne wywiera umiarkowana dynamika cen (w tym zwłaszcza niższe ceny energii). Aktywności gospodarczej powinno także sprzyjać stopniowe umacnianie się popytu na eksport ze strefy euro. Jednocześnie, choć na rynkach pracy widać pierwsze oznaki poprawy, bezrobocie w strefie euro pozostaje wysokie, a wolne moce produkcyjne – w większości znaczne. Ponadto na tempie ożywienia będzie się nadal odbijać proces koniecznych dostosowań bilansowych w sektorze publicznym i prywatnym.

Wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro nadal przeważają czynniki spadkowe. Niekorzystny wpływ na warunki gospodarcze może wywierać sytuacja na światowych rynkach finansowych i w gospodarkach wschodzących, a także zagrożenia geopolityczne. Do czynników spadkowych w ocenach perspektyw gospodarczych należą też słabszy od oczekiwanego popyt wewnętrzny oraz niewystarczająca realizacja reform strukturalnych w krajach strefy euro, jak również słabszy wzrost eksportu.

Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w marcu 2014 r. wyniosła 0,5%, wobec 0,7% w lutym. Niższa stopa inflacji jest odzwierciedleniem spadku rocznej dynamiki cen żywności, towarów i usług, częściowo zrównoważonego przez bardziej umiarkowany spadek cen energii. Na podstawie aktualnych kursów walutowych i bieżących cen terminowych energii oczekuje się, że w kwietniu roczna inflacja HICP nieco wzrośnie, po części w związku ze zmiennością cen usług w miesiącach okołowlkanocnych. W kolejnych miesiącach roczna inflacja HICP powinna utrzymać się na niskim poziomie, w 2015 r. stopniowo rosnać, a pod koniec 2016 r. zbliżyć się do 2%. Jednocześnie średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostają silnie zakotwiczone na poziomie odpowiadającym stabilności cen.

W ocenie Rady Prezesów czynniki oddziałujące w kierunku wzrostu lub spadku cen są ograniczone i w średnim okresie zasadniczo się równoważą. Rada będzie

przy tym uważnie obserwować ewentualne skutki zagrożeń geopolitycznych i zmian kursów walutowych.

W dziedzinie analizy monetarnej dane za luty 2014 r. wskazują, że wzrost podaży szerokiego pieniądza (M3) był pod względem tendencji niewielki. Roczna dynamika M3 była stabilna: w lutym wyniosła 1,3%, po 1,2% w styczniu. Dynamika wąskiego agregatu M1 pozostała wysoka: w lutym wyniosła 6,2%, po 6,1% w styczniu. Głównym czynnikiem podtrzymującym roczną dynamikę M3 był w dalszym ciągu wzrost aktywów zagranicznych netto w MIF, odzwierciedlający duże zainteresowanie inwestorów międzynarodowych aktywami ze strefy euro.

W lutym nastąpił dalszy spadek wolumenu kredytów MIF dla sektora prywatnego. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) wyniosła -3,1%, wobec -2,8% w styczniu. Niska dynamika nadal wynika z opóźnionej reakcji na zmiany cyklu koniunkturalnego oraz z ryzyka kredytowego i trwającego dostosowania bilansów w sektorach finansowym i niefinansowym. Roczna stopa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) utrzymała się w lutym 2014 r. na poziomie 0,4%, zasadniczo niezmiennym od początku 2013 r.

Od lata 2012 r. osiągnięto znaczny postęp w uzdrawianiu sytuacji banków w zakresie finansowania. Aby zapewnić właściwe przełożenie polityki pieniężnej na warunki finansowania w krajach strefy euro, konieczne jest dalsze zmniejszenie się fragmentacji rynków kredytowych w tej strefie oraz wzmocnienie odporności banków, gdy istnieje taka potrzeba. Taki właśnie cel przyświeca wszechstronnej ocenie sytuacji banków prowadzonej obecnie przez EBC.

Podsumowanie: analiza ekonomiczna pokrywa się z oczekiwaniami Rady Prezesów, że po dłuższym okresie niskich wartości inflacja HICP będzie stopniowo rosła, zbliżając się do poziomu 2%. Porównanie z sygnałami płynącymi z analizy monetarnej potwierdza obraz wciąż niewielkiej (pod względem tendencji) presji cenowej w strefie euro w horyzoncie średniookresowym.

Jeśli chodzi o politykę fiskalną, kraje strefy euro poczyniły istotne postępy w korygowaniu nierównowagi fiskalnej. Nie wolno teraz zaprzepaścić dotychczasowych osiągnięć konsolidacyjnych i trzeba sprowadzić wysokie wskaźniki długu publicznego w średnim okresie na ścieżkę spadkową, zgodnie z paktem stabilności i wzrostu. Strategie fiskalne powinny zapewniać pro wzrostowy dobór środków konsolidacyjnych, aby poprawić jakość i efektywność usług publicznych, a jednocześnie ograniczyć zniekształcający wpływ podatków. Konieczne są dalsze zdecydowane reformy rynku produktów i rynku pracy, ukierunkowane na wzmocnienie konkurencyjności, zwiększenie potencjału wzrostowego gospodarki, tworzenie miejsc pracy i uelastycznienie gospodarek strefy euro.

Niniejsze wydanie *Biuletynu Miesięcznego* zawiera dwa artykuły. W pierwszym omówiono, co skłania banki centralne do zapowiadania przyszłego nastawienia polityki pieniężnej oraz dlaczego EBC przedstawia tę zapowiedź i jaka jest jej skuteczność. Przedmiotem drugiego artykułu jest natomiast debata na temat krótkoterminowych mnożników fiskalnych oraz wpływu konsolidacji fiskalnej na zdolność obsługi zadłużenia i produkcję w perspektywie średnio- i długookresowej.