

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 8 maja Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Napływające informacje w dalszym ciągu wskazują, że umiarkowane ożywienie gospodarcze w strefie euro postępuje zgodnie z wcześniejszymi ocenami Rady. Jednocześnie nowe dane pokrywają się z oczekiwaniami Rady, że inflacja przez dłuższy czas będzie niska, a potem wskaźnik HICP będzie rosnać, choć jedynie stopniowo. 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 pozostają silnie zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady, by utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2%.

W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji gospodarczej i rynki pieniężne. Zamierza też utrzymać wysoki poziom akomodacyjności polityki pieniężnej, a w razie potrzeby szybko podjąć kolejne działania w zakresie dalszego poluzowania tej polityki. Rada zdecydowanie potwierdza, że nadal przewiduje utrzymanie 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. Rada jest jednomyślna w swoim postanowieniu, by w celu skutecznego przeciwdziałania groźbie zbytniego przedłużania się niskiej inflacji wykorzystać także narzędzia niekonwencjonalne, jakie ma do dyspozycji. Szczegółowe informacje i analizy dotyczące prognoz inflacji i dostępności kredytów bankowych dla sektora prywatnego będą dostępne na początku czerwca.

W dziedzinie analizy ekonomicznej realny PKB strefy euro w IV kw. 2013 r. wzrósł o 0,2% w ujęciu kwartalnym, co oznacza trzeci z rzędu kwartał wzrostu. Najnowsze dane i wskaźniki ankietowe potwierdzają, że umiarkowane ożywienie

utrzymało się także w I kw. i na początku II kw. 2014 r. W następnym okresie na popyt wewnętrzny powinny nadal korzystnie wpływać różne czynniki, w tym akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej, przekładanie się trwającej poprawy warunków finansowania na gospodarkę realną, postęp konsolidacji fiskalnej i reform strukturalnych oraz zmiany cen energii. Jednocześnie, choć rynki pracy ustabilizowały się i widać na nich pierwsze oznaki poprawy, bezrobocie w strefie euro pozostaje wysokie, a w większości sektorów są wciąż duże wolne moce produkcyjne. Ponadto roczna dynamika kredytów MIF dla sektora prywatnego była w marcu nadal ujemna, a na tempie ożywienia gospodarczego w dalszym ciągu odbija się proces koniecznych dostosowań bilansowych w sektorach publicznym i prywatnym.

Wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro nadal przeważają czynniki spadkowe. Niekorzystny wpływ na warunki gospodarcze mogą wywierać zagrożenia geopolityczne, a także sytuacja na światowych rynkach finansowych i w gospodarkach wschodzących. 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 kwietniu 2014 r. wyniosła 0,7%, wobec 0,5% w marcu. Zgodnie z oczekiwaniami wzrost ten wynikał głównie z wyższych cen usług w okresie wielkanocnym. Na podstawie bieżących informacji przewiduje się, że obecny niski poziom rocznej inflacji HICP utrzyma się w najbliższych miesiącach, po czym w 2015 r. zacznie – stopniowo – rosnąć, a pod koniec 2016 r. zbliży się do 2%. Nowe projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu będą dostępne na początku czerwca. Średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostają silnie zakotwiczone na poziomie odpowiadającym stabilności cen.

W ocenie Rady Prezesów czynniki proinflacyjne i antyinflacyjne 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 marzec 2014 r. nadal wskazują, że wzrost podaży szerokiego pieniądza (M3) był pod względem tendencji niewielki. Roczna dynamika M3 zmalała z 1,3% w lutym do 1,1% w marcu. Dynamika wąskiego agregatu M1 pozostała wysoka, ale obniżyła się z 6,2% w lutym do 5,6% w marcu. Głównym czynnikiem podtrzymującym roczną dynamikę M3 jest w dalszym ciągu wzrost aktywów zagranicznych netto w MIF, odzwierciedlający m.in. niezmiennie duże zainteresowanie inwestorów międzynarodowych aktywami ze strefy euro.

Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) wyniosła w marcu -3,1%, tyle samo co w lutym. Niska dynamika nadal wynika z opóźnionej reakcji tych kredytów 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 marcu 2014 r. na poziomie 0,4%, zasadniczo niezmiennym od początku 2013 r.

Badanie akcji kredytowej banków przeprowadzone w kwietniu 2014 r. potwierdziło stabilizację warunków kredytowych dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Warunki udzielania kredytów dla przedsiębiorstw pozostały zasadniczo niezmienione w porównaniu z poprzednimi trzema miesiącami, natomiast w przypadku gospodarstw domowych zostały w ujęciu netto złagodzone. Ustalenia te są mniej więcej zgodne z wynikami badania dostępu małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) do finansowania za okres od października 2013 r. do marca 2014 r. – z informacji podanych przez MŚP wynika, że dostępność kredytów bankowych zmalała, ale w mniejszym stopniu, a w niektórych krajach strefy euro nawet się poprawiła. Jak wskazały oba badania, udział ogólnych perspektyw gospodarczych w tych wynikach był mniej ujemny, a niekiedy nawet dodatni. Jednocześnie banki ponownie zwróciły uwagę, że w ujęciu retrospektywnym standardy kredytowe są wciąż ostre.

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 zachodzi taka potrzeba. Ogromne znaczenie w tym zakresie ma przeprowadzana obecnie wszechstronna ocena bilansów banków. Będzie to dla banków okazja – którą powinny w pełni wykorzystać – by poprawić swoją sytuację kapitałową i płynnościową, co przyczyni się do wyeliminowania spowalniających ożywienie ograniczeń w podaży kredytów.

W podsumowaniu, analiza ekonomiczna pokrywa się z oczekiwaniami Rady Prezesów, że inflacja przez dłuższy czas będzie niska, a potem wskaźnik HICP będzie rosnąć, choć jedynie stopniowo, 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 średniokresowym.

Jeśli chodzi o politykę fiskalną, zgodnie z wiosenną prognozą Komisji Europejskiej przewiduje się dalszy spadek deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro: z 3,0% PKB w 2013 r. do 2,5% w roku bieżącym i 2,3% w 2015 r. Relacja długu publicznego do PKB powinna w 2014 r. ustabilizować się na poziomie 96,0%, zaś w 2015 r. obniżyć do 95,4%. Ze względu na wciąż dość wysokie wskaźniki zadłużenia oraz konieczność poprawy stabilności finansów publicznych kraje strefy euro nie mogą zaprzepaścić dotychczasowych postępów w zakresie konsolidacji fiskalnej i powinny wywiązać się ze swoich zobowiązań wynikających z paktu stabilności i wzrostu. Równocześnie zasadne jest przeprowadzenie kompleksowych i ambitnych reform strukturalnych na rynku produktów i rynku pracy, aby zwiększyć potencjał wzrostowy strefy euro, poprawić jej zdolność dostosowawczą oraz obniżyć bezrobocie, które w wielu krajach strefy jest obecnie wysokie. W związku z tym Rada Prezesów podziela stanowisko wyrażone w komunikacie Rady ECOFIN z 6 maja 2014 r., że konieczne są zdecydowane działania w krajach, w których nierównowaga makroekonomiczna utrudnia sprawne funkcjonowanie unii gospodarczej i walutowej.

Niniejsze wydanie *Biuletynu Miesięcznego* zawiera dwa artykuły. Pierwszy stanowi próbę wskazania czynników charakteryzujących kryzys zadłużeniowy w strefie euro, aby wyjaśnić dotychczasowe zmiany w spreadach obligacji skarbowych w tej strefie. W drugim podsumowano rozwój sytuacji w głównych sektorach gospodarczych strefy euro od 2008 r. w porównaniu z tym, co działo się w czasie poprzednich recesji.