

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 3 lipca 2014 r. Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Najnowsze informacje wskazują, że w drugim kwartale w strefie euro nadal trwało umiarkowane ożywienie gospodarcze, przy niskiej inflacji i niewielkiej dynamice podaży pieniądza i kredytów. Jednocześnie oczekiwania dotyczące inflacji w strefie euro w okresie od średniego do długiego są wciąż mocno zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, by utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2%. Uchwalony w zeszłym miesiącu pakiet środków polityki pieniężnej już spowodował dalsze poluzowanie tej polityki. Operacje monetarne przewidziane na najbliższe miesiące powinny jeszcze zwiększyć akomodacyjność polityki i pobudzić akcję kredytową. W miarę przekładania się na sytuację gospodarczą środki te będą się przyczyniać do powrotu inflacji do poziomu bliższego 2%. Jeśli chodzi o zapowiedź przyszłego nastawienia polityki pieniężnej, z uwagi na aktualne perspektywy inflacji podstawowe stopy procentowe EBC pozostaną na obecnym poziomie jeszcze przez dłuższy czas. Ponadto Rada Prezesów jest jednomyślna w swoim postanowieniu, że jeśli zajdzie konieczność dalszego przeciwdziałania groźbie zbyt długiego utrzymywania się inflacji na niskim poziomie, sięgnie także (w granicach swoich kompetencji) po narzędzia niekonwencjonalne. Rada jest zdeterminowana, by utrzymać mocne zakotwiczenie średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych.

W nawiązaniu do decyzji podjętych na początku czerwca Rada Prezesów określiła także szczegółowe zasady, na jakich mają być prowadzone ukierunkowane dłuższe operacje refinansujące (TLTRO). Operacje te mają na celu poprawę funkcjonowania mechanizmu transmisji polityki pieniężnej przez wsparcie akcji kredytowej dla gospodarki realnej. Aby poprawić działanie tego mechanizmu, Rada Prezesów rozpoczęła też – jak zapowiedziała w poprzednim miesiącu – bardziej intensywne przygotowania do bezwarunkowych zakupów na rynku papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami.

W zakresie analizy ekonomicznej realny PKB strefy euro w I kw. 2014 r. wzrósł o 0,2% w ujęciu kwartalnym. Wskaźniki ekonomiczne, w tym dostępne wyniki badań ankietowych za okres do czerwca, wskazują na dalsze, choć bardzo stopniowe, ożywienie w II kw. br. W następnym okresie na popyt wewnętrzny powinno korzystnie wpływać kilka czynników, w tym większa akomodacyjność polityki pieniężnej i trwająca poprawa warunków finansowania. Do wzrostu gospodarczego powinien się ponadto przyczyniać postęp konsolidacji fiskalnej i reform strukturalnych oraz przyrost realnych dochodów do dyspozycji. Z kolei popyt na towary eksportowe powinien być podtrzymywany przez trwające ożywienie gospodarki światowej. Mimo że na rynkach pracy widać pewne oznaki dalszej poprawy, bezrobocie w strefie euro pozostaje wysokie, a wolne moce produkcyjne są ogólnie wciąż duże. Ponadto roczna dynamika kredytów MIF dla sektora prywatnego była w maju nadal ujemna, a na tempie ożywienia gospodarczego będzie się prawdopodobnie w dalszym ciągu odbijać proces koniecznych dostosowań bilansowych w sektorach publicznym i prywatnym.

Wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro nadal przeważają czynniki spadkowe. Na warunkach gospodarczych mogą się zwłaszcza odbijać zagrożenia geopolityczne oraz rozwój sytuacji w gospodarkach wschodzących i na światowych rynkach finansowych, wpływające m.in. na ceny energii i popyt światowy na produkty ze strefy euro. Do czynników spadkowych należy też nieprzeprowadzenie wystarczających reform strukturalnych w krajach strefy euro oraz słabszy od oczekiwanego popyt wewnętrzny.

Według szybkich szacunków Eurostatu w czerwcu 2014 r. roczna inflacja HICP w strefie euro wyniosła 0,5%, tyle samo co w maju. Jeśli chodzi o główne składowe, inflacja cen usług wzrosła z 1,1% w maju do 1,3% w czerwcu, zaś inflacja cen żywności spadła w tym okresie z 0,1% do -0,2%. Na podstawie bieżących informacji oczekuje się, że roczna inflacja HICP w najbliższych miesiącach utrzyma się na niskim poziomie, po czym w latach 2015 i 2016 będzie stopniowo rosnąć. Jednocześnie oczekiwania inflacyjne dotyczące strefy 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 ocenie Rady Prezesów czynniki proinflacyjne i antyinflacyjne są ograniczone i w średnim okresie zasadniczo się równoważą. Rada będzie jednak uważnie obserwować ewentualne skutki zagrożeń geopolitycznych i zmiany kursów walutowych.

W zakresie analizy monetarnej dane za maj 2014 r. nadal wskazują, że wzrost podaży szerokiego pieniądza (M3) jest pod względem tendencji niewielki. Roczna dynamika M3 wyniosła w maju 1,0%, wobec 0,7% w kwietniu. Dynamika wąskiego agregatu M1 obniżyła się z 5,2% w kwietniu do 5,0% w maju. Istotnym czynnikiem podtrzymującym roczną dynamikę M3 jest ostatnio wzrost aktywów zagranicznych netto w MIF, odzwierciedlający m.in. ciągłe zainteresowanie inwestorów międzynarodowych aktywami ze strefy euro.

Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) wyniosła w maju 2014 r. -2,5%, wobec -2,8% w kwietniu. Akcja kredytowa dla przedsiębiorstw jest nadal słaba, co wynika z opóźnionej reakcji na zmiany cyklu koniunkturalnego oraz z ryzyka kredytowego i czynników związanych z podażą kredytów, a także z trwającego dostosowania bilansów w sektorach finansowym i niefinansowym. Roczna stopa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) utrzymała się w maju 2014 r. na poziomie 0,5%, zasadniczo niezmiennym od początku 2013 r.

W kontekście słabej akcji kredytowej ogromne znaczenie ma przeprowadzana obecnie przez EBC wszechstronna ocena bilansów bankowych. Jest to dla banków okazja – którą powinny w pełni wykorzystać – by poprawić swoją sytuację kapitałową i wypłacalność, co będzie korzystne dla rozwoju akcji kredytowej w kolejnych stadiach ożywienia gospodarczego.

W podsumowaniu, analiza ekonomiczna wskazuje, że inflacja HICP, obecnie niska, w następnym okresie będzie stopniowo rosła, zbliżając się do poziomu 2%. Ocenę tę potwierdza porównanie z sygnałami płynącymi z analizy monetarnej.

Jeśli chodzi o politykę fiskalną, znaczna konsolidacja fiskalna osiągnięta w ostatnich latach przyczyniła się do zmniejszenia nierównowagi budżetowej.

Głębokie reformy strukturalne zwiększyły konkurencyjność i zdolności dostosowawcze krajowych rynków pracy i produktów. Nadal występują jednak poważne problemy. Aby wzmocnić podstawy trwałego wzrostu i zdrowych finansów publicznych, kraje strefy euro nie mogą zaprzepaścić dotychczasowych postępów w zakresie konsolidacji fiskalnej, zgodnie z paktem stabilności i wzrostu, i powinny w nadchodzących latach kontynuować reformy strukturalne. Konsolidację fiskalną trzeba prowadzić w taki sposób, by sprzyjała wzrostowi gospodarczemu, a reformy strukturalne powinny koncentrować się na pobudzeniu inwestycji prywatnych i wzrostu zatrudnienia. Pełne i spójne wdrożenie istniejącego systemu nadzoru fiskalnego i makroekonomicznego strefy euro będzie mieć zasadnicze znaczenie dla obniżenia wysokich wskaźników długu publicznego, zwiększenia wzrostu potencjalnego i wzmocnienia odporności strefy euro na szoki gospodarcze.

3 lipca 2014 r. Rada Prezesów zapowiedziała także, że zmieni się częstotliwość jej posiedzeń poświęconych polityce pieniężnej – od stycznia 2015 r. będą się one odbywać w rytmie sześciotygodniowym. Okres utrzymywania rezerwy obowiązkowej zostanie wydłużony do sześciu tygodni, zgodnie z nowym harmonogramem posiedzeń. Jednocześnie Rada Prezesów ogłosiła, że zamierza publikować regularne relacje ze swoich posiedzeń poświęconych polityce pieniężnej, począwszy od posiedzenia, które odbędzie się w styczniu 2015 r.

Niniejsze wydanie *Biuletynu Miesięcznego* zawiera trzy artykuły. W pierwszym omówiono koncepcję wolnej od ryzyka stopy procentowej w strefie euro oraz jej znaczenie dla gospodarki w ogóle, a dla polityki pieniężnej w szczególności. Drugi artykuł opisuje trudności, jakich w czasie kryzysu doświadczały małe i średnie przedsiębiorstwa, oraz przedstawia istniejące i potencjalne nowe instrumenty mające poprawić dostęp tej grupy firm do finansowania. W artykule trzecim omówiono krzywą Phillipsa dla całej strefy euro i poszczególnych krajów tej strefy, ze szczególnym uwzględnieniem relacji między inflacją a wskaźnikami niepełnego wykorzystania mocy produkcyjnych za okres od 1999 r.