

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 1 sierpnia Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Napływające informacje potwierdzają wcześniejszą ocenę Rady. Oczekuje się, że w średnim okresie presja cenowa w strefie euro pozostanie pod względem tendencji ograniczona. Spójna z tym obrazem jest nadal niewielka dynamika podaży pieniądza i – przede wszystkim – akcji kredytowej. Oczekiwania inflacyjne dotyczące strefy euro są wciąż mocno zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, by w średnim okresie utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2%. Jednocześnie najnowsze wskaźniki zaufania oparte na danych ankietowych znów nieco się poprawiły w porównaniu ze swymi wcześniejszymi niskimi wartościami i wydają się potwierdzać oczekiwaną stabilizację aktywności gospodarczej. Polityka pieniężna jest nadal ukierunkowana na utrzymanie stopnia akomodacyjności odpowiedniego do perspektyw stabilności cen oraz wspieranie stabilnej sytuacji na rynku pieniężnym. W ten sposób polityka ta przyczynia się do stopniowego ożywienia aktywności gospodarczej w roku bieżącym i następnym. Co do przyszłości nastawienie polityki pieniężnej pozostanie akomodacyjne tak długo, jak długo będzie to potrzebne. Rada Prezesów potwierdza, że oczekuje utrzymania podstawowych stóp procentowych EBC na poziomie obecnym lub niższym przez dłuższy czas. Przesłanką do tego w dalszym ciągu są wciąż umiarkowane ogólne perspektywy inflacji w horyzoncie średniookresowym, wynikające ze słabości całej gospodarki i niewielkiej dynamiki podaży pieniądza. W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie obserwować wszystkie napływające informacje o rozwoju sytuacji gospodarczej i pieniężnej oraz oceniać ich wpływ na perspektywy stabilności cen.

W dziedzinie analizy ekonomicznej po sześciu kwartałach spadku gospodarczego w strefie euro najnowsze wskaźniki zaufania oparte na danych ankietowych znów się nieco poprawiły w porównaniu ze swymi wcześniejszymi niskimi wartościami i wydają się potwierdzać oczekiwaną stabilizację aktywności gospodarczej na niskim poziomie. Jednocześnie nadal słaba jest sytuacja na rynku pracy. W dalszej

części br. i w 2014 r. na dynamikę eksportu strefy euro powinno korzystnie wpływać stopniowe ożywienie popytu światowego, a na popyt wewnętrzny – akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej i odnotowany ostatnio wzrost dochodów realnych związany z ogólnie niższą inflacją. Ponadto w gospodarce realnej coraz bardziej odczuwalna wydaje się ogólna poprawa sytuacji na rynkach finansowych, trwająca od ostatniego lata; powinny też dać się odczuć postępy konsolidacji fiskalnej. Aktywność gospodarczą będą jednak nadal hamować pozostałe do przeprowadzenia konieczne dostosowania bilansowe w sektorze publicznym i prywatnym. Ogólnie aktywność gospodarcza w strefie euro powinna się ustabilizować i zacząć powoli ożywiać.

Wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro nadal przeważają czynniki negatywne. Niekorzystny wpływ na sytuację gospodarczą może wywierać aktualna sytuacja na światowych rynkach pieniężnych i finansowych oraz związana z nią niepewność. Do czynników negatywnych należy też możliwość, że popyt wewnętrzny i światowy okażą się słabsze, niż się obecnie oczekuje, oraz że realizacja reform strukturalnych w krajach strefy euro będzie powolna lub niewystarczająca.

Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w lipcu 2013 r. wyniosła 1,6%, tyle samo co w czerwcu. Obecnie przewiduje się, że w nadchodzących miesiącach roczna stopa inflacji przejściowo spadnie, przede wszystkim wskutek efektu bazy związanego ze zmianami cen energii sprzed 12 miesięcy. Natomiast we właściwej, czyli średniookresowej perspektywie presja cenowa ma według oczekiwań pozostać – co do tendencji – ograniczona, w związku z ogólną słabością łącznego popytu i niskim tempem ożywienia gospodarczego. Średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne są nadal mocno zakotwiczone na poziomie odpowiadającym stabilności cen.

Czynniki ryzyka wpływające na kształtowanie się cen w średnim okresie nadal powinny się zasadniczo równoważyć; w kierunku wzrostu inflacji mogą oddziaływać większe od oczekiwanych podwyżki cen administrowanych i podatków pośrednich oraz wyższe ceny surowców, a w kierunku jej spadku – słabsza od oczekiwanej aktywność gospodarcza.

W dziedzinie analizy monetarnej dynamika podaży pieniądza i – przede wszystkim – akcji kredytowej pod względem tendencji była w czerwcu nadal niewielka. Roczna dynamika szerokiego pieniądza (M3) spadła z 2,9% w maju do 2,3% w czerwcu. Obniżyła się także roczna dynamika agregatu M1: z 8,4% w maju do 7,5% w czerwcu. Ponownie spadła roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego. Wprawdzie w kategorii kredytów dla gospodarstw domowych roczna dynamika (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) utrzymała się w czerwcu na poziomie 0,3%, zasadniczo niezmiennym od przełomu roku, ale roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) wyniosła w czerwcu -2,3%, wobec -2,1% w maju. Słabość akcji kredytowej nadal wynika głównie z obecnej fazy cyklu koniunkturalnego, podwyższonego ryzyka kredytowego oraz trwającego dostosowania bilansów w sektorze finansowym i niefinansowym. Badanie ankietowe akcji kredytowej banków za II kw. 2013 r. potwierdza, że głównymi czynnikami powodującymi zaostrzenie ich polityki kredytowej pozostają ryzyko związane z kredytobiorcami i niepewność makroekonomiczna. Jednocześnie stopień zaostrzenia standardów kredytowych w ujęciu netto w odniesieniu do kredytów dla przedsiębiorstw w II kw. 2013 r. nie zmienił się w porównaniu z I kw., a w odniesieniu do kredytów dla gospodarstw domowych – zmalał.

Od lata 2012 r. w szeregu krajów będących w trudnej sytuacji nastąpił znaczny postęp w uzdrawianiu sytuacji banków w zakresie finansowania, a zwłaszcza w umacnianiu krajowej bazy depozytowej. Aby zapewnić właściwe przekładanie się polityki pieniężnej na warunki finansowania w krajach strefy euro, należy koniecznie dalej zmniejszać segmentację rynków kredytowych w tej strefie oraz – jeśli istnieje taka potrzeba – wzmacniać odporność banków. W osiągnięciu powyższego celu pomogą dalsze zdecydowane działania na rzecz utworzenia unii bankowej.

Podsumowując, z analizy ekonomicznej wynika, że sytuacja cenowa powinna w średnim okresie pozostać zgodna z definicją stabilności cen. Ocenę tę potwierdza porównanie z sygnałami płynącymi z analizy monetarnej.

W dziedzinie polityki fiskalnej kraje strefy euro, aby sprowadzić wskaźniki zadłużenia z powrotem na ścieżkę spadkową, nie mogą zaprzepaścić dotychczasowych starań o zmniejszenie deficytów budżetowych. Należy położyć nacisk na strategie fiskalne, które sprzyjają wzrostowi gospodarczemu, mają perspektywę średniookresową oraz łączą poprawę jakości i efektywności usług publicznych z minimalizacją zniekształcającego wpływu podatków. Aby jeszcze wzmocnić ogólny wpływ takich strategii, państwa członkowskie muszą przyspieszyć niezbędne reformy strukturalne sprzyjające konkurencyjności, wzrostowi gospodarczemu i tworzeniu miejsc pracy. Dla małych i średnich przedsiębiorstw szczególnie korzystne będą: eliminacja sztywności rynku pracy, obniżenie obciążeń administracyjnych i wzmocnienie konkurencji na rynkach produktów. Takie reformy strukturalne są konieczne do zmniejszenia wysokiego obecnie bezrobocia, zwłaszcza wśród młodszych obywateli strefy euro.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. W pierwszym z nich omówiono transmisję stóp procentowych w strefie euro w warunkach wysokiej segmentacji rynków finansowych i przedstawiono nowe wyniki empiryczne dotyczące tej transmisji w czterech największych gospodarkach strefy euro. W drugim artykule opisano stosowane przez EBC ramy testów warunków skrajnych w skali makro dotyczące oceny wypłacalności banków i podano przykłady użycia tych ram do analizy polityki.