

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 7 sierpnia 2014 r. Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Dostępne informacje potwierdzają ocenę Rady Prezesów, że w strefie euro trwa umiarkowane i nierównomierne 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%. Przyjęte na początku czerwca środki polityki pieniężnej spowodowały poluzowanie tej polityki. Jest to zgodne z zapowiedzią Rady Prezesów dotyczącą przyszłego nastawienia polityki pieniężnej i uwzględnia perspektywy gospodarcze strefy euro, a także różnice w cyklu polityki pieniężnej między największymi gospodarkami rozwiniętymi. Ukierunkowane dłuższe operacje refinansujące (TLTRO), które mają zostać przeprowadzone w nadchodzących miesiącach, wzmocnią akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej. Operacje te zapewnią długoterminowe finansowanie na korzystnych zasadach przez okres do czterech lat wszystkim bankom spełniającym określone warunki dotyczące udzielania kredytów na rzecz gospodarki realnej. Powinno to pomóc w dalszym złagodzeniu warunków finansowania i zwiększeniu dopływu kredytów do sfery realnej gospodarki. W miarę przekładania się na sytuację gospodarczą środki te będą się przyczyniać do powrotu inflacji do poziomu bliższego 2%.

Aby poprawić działanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej, Rada Prezesów – zgodnie z wcześniejszą zapowiedzią i w następstwie decyzji podjętej na początku czerwca – zintensyfikowała przygotowania do bezwarunkowych zakupów na rynku papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami.

W nadchodzącym okresie Rada Prezesów utrzyma wysoki stopień akomodacyjności polityki pieniężnej. Jeśli chodzi o zapowiedź przyszłego nastawienia tej polityki, 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 Prezesów jest zdeterminowana, by utrzymać mocne zakotwiczenie średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych.

W zakresie analizy ekonomicznej realny PKB strefy euro w I kw. 2014 r. wzrósł o 0,2% w ujęciu kwartalnym. W II kw. wskaźniki miesięczne wykazywały pewną zmienność, spowodowaną m.in. czynnikami technicznymi. Ogółem najnowsze informacje, w tym dane ankietowe za lipiec, pokrywają się z oczekiwaniami Rady Prezesów, że w gospodarce strefy euro nadal będzie postępować umiarkowane i nierównomierne ożywienie. W następnym okresie na popyt wewnętrzny powinno korzystnie wpływać kilka czynników, w tym akomodacyjność polityki pieniężnej i trwająca poprawa warunków finansowych. 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 czerwcu 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 zwiększone 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 należą też nieprzeprowadzenie wystarczających reform strukturalnych w krajach strefy euro oraz słabszy od oczekiwanego popyt wewnętrzny.

Według szybkich szacunków Eurostatu w lipcu 2014 r. roczna inflacja HICP w strefie euro wyniosła 0,4%, wobec 0,5% w czerwcu. Spadek ten wynika przede wszystkim z niższej dynamiki cen energii, natomiast pozostałe główne składowe wskaźnika HICP pozostały zasadniczo niezmiennione. 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 rosła. Jednocześnie oczekiwania inflacyjne dotyczące strefy 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%.

W ocenie Rady Prezesów czynniki proinflacyjne i antyinflacyjne są ograniczone i w średnim okresie zasadniczo się równoważą. Ewentualne skutki zwiększonych zagrożeń geopolitycznych i zmiany kursów walutowych będą jednak uważnie monitorowane.

W zakresie analizy monetarnej dane za czerwiec 2014 r. nadal wskazują, że wzrost podaży szerokiego pieniądza (M3) jest pod względem tendencji niewielki: roczna dynamika M3 wyniosła w czerwcu 1,5%, wobec 1,0% w maju. Dynamika wąskiego agregatu M1 wzrosła z 5,0% w maju do 5,3% w czerwcu. Ważnym czynnikiem podtrzymującym roczną dynamikę M3 był w dalszym ciągu wzrost aktywów zagranicznych netto w MIF, odzwierciedlający m.in. ciągle zainteresowanie inwestorów międzynarodowych aktywami ze strefy euro.

Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) w czerwcu nadal była ujemna i wyniosła -2,3%, wobec -2,5% w maju oraz -3,2% w lutym. Akcja kredytowa dla przedsiębiorstw jest wciąż 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. Jednocześnie miesięczne przepływy kredytów do przedsiębiorstw wykazują w ostatnich miesiącach pewne oznaki stabilizacji, po odnotowaniu znacząco ujemnych wartości na początku roku. Obraz ten jest spójny z wynikami badania akcji kredytowej banków za II kw. 2014 r., w którym banki oceniły, że warunki udzielania kredytów dla przedsiębiorstw zostały w ujęciu netto złagodzone.

Ogólnie jednak w ujęciu historycznym warunki te są wciąż dość restrykcyjne. Ponadto banki odnotowały wzrost w ujęciu netto popytu na kredyty dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Roczna stopa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) utrzymała się w czerwcu 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, 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 powinna stopniowo rosnąć, zbliżając się do poziomu 2%. Ocenę tę potwierdza porównanie z sygnałami płynącymi z analizy monetarnej.

Jeśli chodzi o politykę fiskalną, szeroko zakrojona konsolidacja fiskalna osiągnięta w ostatnich latach przyczyniła się do zmniejszenia nierównowagi budżetowej. Istotne reformy strukturalne zwiększyły konkurencyjność i zdolności dostosowawcze krajowych rynków pracy i rynków produktów. Zmiany te muszą teraz nabrać tempa, by zwiększyć potencjał wzrostowy strefy euro. Reformy strukturalne powinny koncentrować się na pobudzeniu inwestycji prywatnych i wzroście zatrudnienia. Aby uzdrowić finanse publiczne, kraje strefy euro powinny postępować zgodnie z paktem stabilności i wzrostu i nie mogą zaprzepaścić dotychczasowych postępów w zakresie konsolidacji fiskalnej. Konsolidację fiskalną trzeba prowadzić w taki sposób, by sprzyjała wzrostowi gospodarczemu. Pełne i spójne wdrożenie istniejącego systemu nadzoru fiskalnego i makroekonomicznego strefy euro ma zasadnicze znaczenie dla obniżenia wysokich wskaźników długu publicznego, zwiększenia wzrostu potencjalnego i wzmocnienia odporności strefy euro na szoki gospodarcze.

Niniejsze wydanie *Biuletynu Miesięcznego* zawiera dwa artykuły. W pierwszym artykule omówiono doświadczenia związane z wykorzystaniem przez banki

centralne zasilających w płynność swapów walutowych. Drugi artykuł objaśnia przyczyny zmian w międzynarodowych standardach statystycznych oraz zalety nowych standardów.