

ARTYKUŁ W STĘPNY

Na posiedzeniu 2 października 2014 r. Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej oraz zgodnie z zapowiedzią przyszłego nastawienia polityki pieniężnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. W nawiązaniu do decyzji z 4 września 2014 r. Rada Prezesów zatwierdziła także główne parametry operacyjne programu skupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami i nowego programu skupu obligacji zabezpieczonych. Dzięki temu Eurosystem może w czwartym kwartale 2014 r. przystąpić do realizacji tych programów. Jako pierwszy – w drugiej połowie października – ruszy skup obligacji zabezpieczonych. Oba programy będą trwać co najmniej dwa lata. Dokonane w ich ramach zakupy – w połączeniu z serią ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących, które będą prowadzone do czerwca 2016 r. – wywrą znaczny wpływ na bilans Eurosystemu.

Nowo uchwalone środki będą korzystnie oddziaływać na określone segmenty rynku, odgrywające kluczową rolę w finansowaniu gospodarki. W rezultacie mają jeszcze poprawić działanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej, pobudzić napływ kredytów do różnych sektorów gospodarki i stać się pozytywnym bodźcem dla innych rynków. Biorąc pod uwagę perspektywę przytłumionej inflacji, spowolnienie tempa wzrostu w strefie euro w ostatnim okresie oraz wciąż niewielką dynamikę podaży pieniądza i akcji kredytowej, prowadzony przez Eurosystem skup aktywów powinien doprowadzić do ogólnego poluzowania nastawienia polityki pieniężnej. Powinien także wzmocnić przedstawioną przez Radę Prezesów zapowiedź przyszłego poziomu podstawowych stóp procentowych EBC oraz podkreślić istotne i coraz większe różnice w cyklu polityki pieniężnej między najważniejszymi gospodarkami rozwiniętymi.

Konsekwentna realizacja nowych środków przy już akomodacyjnym nastawieniu polityki pieniężnej zapewni mocne zakotwiczenie średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych, zgodnie z celem Rady Prezesów, by utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2%. W miarę przekładania się na sytuację gospodarczą wszystkie wprowadzone środki będą się przyczyniać do powrotu inflacji do

poziomu bliższego temu celowi. Rada Prezesów jest jednomyślna w swoim postanowieniu, że jeśli zajdzie konieczność dalszego przeciwdziałania groźbie zbyt długiego utrzymywania się inflacji na niskim poziomie, sięgnie (w granicach swoich kompetencji) po dodatkowe narzędzia niekonwencjonalne.

W zakresie analizy ekonomicznej realny PKB strefy euro – po czterech kwartałach umiarkowanego wzrostu – między I a II kw. bieżącego roku nie zmienił się. Dostępne dane ankietowe za okres do września potwierdzają osłabianie się tempa wzrostu w strefie euro, ale nadal są zgodne z niewielkim ożywieniem gospodarczym w drugim półroczu. Na rok 2015 także rysuje się perspektywa umiarkowanego ożywienia gospodarczego, ale należy uważnie obserwować główne czynniki i założenia leżące u podstaw takiej oceny. Popytowi wewnętrznemu powinny sprzyjać środki polityki pieniężnej, trwająca poprawa warunków finansowych, postęp konsolidacji fiskalnej i reform strukturalnych oraz spadek cen energii, korzystnie wpływający na realne dochody do dyspozycji. Z kolei popyt eksportowy będzie pobudzany przez ożywienie gospodarki światowej. Jednocześnie odbicie gospodarcze będzie prawdopodobnie nadal osłabiane przez wysokie bezrobocie, znaczne niewykorzystane moce produkcyjne, wciąż ujemną dynamikę kredytów bankowych dla sektora prywatnego oraz konieczne dostosowania bilansowe w sektorach publicznym i prywatnym.

Wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro nadal przeważają czynniki spadkowe. Przede wszystkim niedawne spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro w połączeniu ze zwiększonymi zagrożeniami geopolitycznymi może odbić się na zaufaniu, a zwłaszcza na inwestycjach prywatnych. Istotnym spadkowym czynnikiem ryzyka jest ponadto niewystarczający postęp reform strukturalnych w krajach strefy euro.

Według szybkich szacunków Eurostatu we wrześniu 2014 r. roczna inflacja HICP w strefie euro wyniosła 0,3%, po 0,4% w sierpniu. Wiąże się to z większym niż w poprzednim miesiącu spadkiem cen energii oraz nieco mniejszym wzrostem cen w większości pozostałych komponentów HICP. Na podstawie bieżących informacji oczekuje się, że roczna inflacja HICP w nadchodzących miesiącach

utrzyma się na niskim poziomie, po czym w latach 2015 i 2016 będzie stopniowo rosnać.

Rada Prezesów będzie w dalszym ciągu uważnie monitorować czynniki wpływające na perspektywy sytuacji cenowej w średnim okresie. Będzie przy tym zwracać szczególną uwagę na ewentualne skutki osłabienia dynamiki wzrostu, rozwoju sytuacji geopolitycznej, zmian kursów walutowych oraz przekładania się uchwalonych środków polityki pieniężnej na gospodarkę.

W zakresie analizy monetarnej dane za sierpień 2014 r. nadal wskazują na niewielki pod względem tendencji wzrost podaży szerokiego pieniądza (M3); w sierpniu jej roczna dynamika nieco się zwiększyła – wyniosła 2,0%, wobec 1,8% w lipcu. Wpłynęły na to najbardziej płynne instrumenty zaliczane do tej kategorii: roczna stopa wzrostu wąskiego agregatu M1 wyniosła w sierpniu 5,8%.

Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) w sierpniu nadal była ujemna – wyniosła -2,0% (w poprzednim miesiącu była na poziomie -2,2%). Przewaga kredytów spleconych nad udzielonymi, która rok temu była rekordowo wysoka, w ostatnich miesiącach w ujęciu średnim zmalała. Na akcję kredytową dla przedsiębiorstw nadal wpływają: opóźniona reakcja na zmiany cyklu koniunkturalnego, ryzyko kredytowe, czynniki związane z podażą kredytów oraz trwające dostosowanie bilansów w sektorach finansowym i niefinansowym. Roczna stopa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) utrzymała się w sierpniu na poziomie 0,5%, zasadniczo niezmiennym od początku 2013 r.

W warunkach słabej akcji kredytowej EBC kończy obecnie wszechstronną ocenę bilansów bankowych, która ma ogromne znaczenie dla przezwyciężenia ograniczeń w podaży kredytów.

Porównanie wyników analizy ekonomicznej z sygnałami płynącymi z analizy monetarnej potwierdza słuszność ostatnich decyzji Rady Prezesów o zwiększeniu

akomodacyjności polityki pieniężnej i wsparciu akcji kredytowej dla gospodarki realnej.

Polityka pieniężna koncentruje się na utrzymaniu stabilności cen w średnim okresie, a jej akomodacyjne nastawienie przyczynia się do wzmocnienia aktywności gospodarczej. Jednak pobudzenie inwestycji, zatrudnienia i wzrostu potencjalnego wymaga istotnego wkładu także ze strony innych dziedzin polityki. W szczególności w niektórych krajach zdecydowanie za wolno przebiega uchwalanie i wdrażanie reform strukturalnych. Dotyczy to rynku produktów i rynku pracy, jak również działań mających na celu poprawę otoczenia biznesowego. W dziedzinie polityki fiskalnej kraje strefy euro powinny dążyć do tego, by nie zaprzepaścić dotychczasowych postępów i przestrzegać zasad paktu stabilności i wzrostu. Podejście to powinno znaleźć odzwierciedlenie w opracowywanych teraz przez rządy projektach planów budżetowych na 2015 r., w których zostaną uwzględnione zalecenia dotyczące poszczególnych krajów. Pakt powinien nadal działać jako kotwica zaufania do stabilności finansów publicznych, a jednocześnie pozostawia rządowi pewien margines swobody, który ma im umożliwić pokrycie kosztów budżetowych istotnych reform strukturalnych, podtrzymanie popytu i kształtowanie polityki fiskalnej w sposób bardziej sprzyjający wzrostowi. 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. Pierwszy dotyczy wpływu kryzysu gospodarczego na rynki pracy w strefie euro. Drugi wyjaśnia pojęcie „wysiłku fiskalnego” i naświetla problemy koncepcyjne i pomiarowe, jakie występują przy jego ocenie.