

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 6 listopada 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. Zgodnie z decyzjami podjętymi 2 października 2014 r. Eurosystem rozpoczął w zeszłym miesiącu – w ramach nowego programu – zakupy obligacji zabezpieczonych. Wkrótce zacznie także skup papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami. Oba programy będą trwać co najmniej dwa lata. Zakupy dokonane w ramach tych programów w połączeniu z serią ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących, które mają być prowadzone do czerwca 2016 r., wywrą znaczny wpływ na bilans Eurosystemu – oczekuje się, że zbliży się on do wartości z początku 2012 r.

Zastosowane środki poprawią działanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej, polepszą warunki finansowania w strefie euro, pobudzą napływ kredytów do gospodarki realnej i staną się pozytywnym bodźcem dla innych rynków. Spowodują zatem mocniejsze i szersze poluzowanie polityki pieniężnej, wzmocnią przedstawioną przez Radę Prezesów zapowiedź przyszłego poziomu podstawowych stóp procentowych EBC oraz podkreślą istotne i coraz większe różnice w cyklu polityki pieniężnej między najważniejszymi gospodarkami rozwiniętymi.

Wdrożenie powyższych środków stanowi odpowiedź polityki pieniężnej na perspektywę niskiej inflacji, osłabianie się tempa wzrostu gospodarczego oraz wciąż niewielką dynamikę podaży pieniądza i akcji kredytowej. Dzięki akomodacyjnemu nastawieniu tej polityki zostanie zapewnione mocne zakotwiczenie średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych, zgodnie z celem Rady Prezesów, jakim jest utrzymanie inflacji poniżej, ale blisko 2%. W miarę przekładania się na sytuację gospodarczą zastosowane środki mają się razem przyczynić do powrotu inflacji do poziomu bliższego 2%.

Jednak w nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie uważnie obserwować i stale oceniać, na podstawie nowych informacji i analiz, czy nastawienie polityki pieniężnej pozostaje odpowiednie. Rada jest jednomyślna w swoim postanowieniu, by jeśli zajdzie konieczność dalszego przeciwdziałania groźbie zbyt długiego utrzymywania się inflacji na niskim poziomie, sięgnąć (w granicach swoich kompetencji) po dodatkowe narzędzia niekonwencjonalne. Rada Prezesów zleciła ekspertom EBC i odpowiednim komitetom Eurosystemu przygotowanie w odpowiednim terminie kolejnych środków, na wypadek gdyby okazały się one potrzebne.

W zakresie analizy ekonomicznej realny PKB strefy euro w II kw. br. wzrósł w ujęciu kwartalnym o 0,1%, co oznacza rewizję w górę wcześniejszych szacunków. Napływające od lata dane i wyniki badań ankietowych wskazują na ogólne osłabianie się tempa wzrostu w strefie euro. Informacje te zostały już uwzględnione w najnowszych prognozach instytucji prywatnych i publicznych, z których wynika rewizja w dół wzrostu realnego PKB w horyzoncie projekcji do 2016 r., przy czym nadal przewidywane jest umiarkowane ożywienie gospodarcze. Taki scenariusz jest ogólnie zgodny z obecną oceną Rady Prezesów. Z jednej strony popytowi wewnętrznemu powinny sprzyjać zastosowane środki polityki pieniężnej, trwająca poprawa warunków finansowych, postęp konsolidacji fiskalnej i reform strukturalnych oraz spadek cen energii, korzystnie wpływający na realne dochody do dyspozycji. Popyt eksportowy natomiast powinien być pobudzany przez ożywienie gospodarki światowej. Z drugiej strony odbicie gospodarcze będzie prawdopodobnie nadal osłabiane przez wysokie bezrobocie, znaczne niewykorzystane moce produkcyjne oraz konieczne dostosowania bilansowe w sektorach publicznym i prywatnym.

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

Według szybkich szacunków Eurostatu w październiku 2014 r. roczna inflacja HICP w strefie euro wyniosła 0,4%, wobec 0,3% we wrześniu. Jest to odzwierciedleniem przede wszystkim pewnego zmniejszenia się – w porównaniu z poprzednim miesiącem – ujemnego wkładu cen energii w połączeniu z nieco większym rocznym wzrostem cen żywności. Jednocześnie spadek cen towarów przemysłowych został częściowo zrównoważony przez wzrost inflacji cen usług. Na podstawie bieżących informacji i aktualnych cen terminowych energii oczekuje się, że roczna inflacja HICP w nadchodzących miesiącach utrzyma się na obecnym, niskim poziomie, po czym w latach 2015 i 2016 będzie stopniowo rosła. Taki obraz wyłania się także z najnowszych prognoz, które uwzględniają już niedawny gwałtowny spadek cen ropy.

Rada Prezesów będzie w dalszym ciągu uważnie monitorować czynniki wpływające na perspektywy inflacji w średnim okresie. Szczególną uwagę będzie przy tym zwracać na ewentualne skutki słabszej dynamiki wzrostu, rozwój sytuacji geopolitycznej, zmiany kursów walutowych i cen energii oraz efekty przyjętych środków polityki pieniężnej.

W zakresie analizy monetarnej dane za wrzesień 2014 r. nadal wskazują na niewielki pod względem tendencji wzrost podaży szerokiego pieniądza (M3), choć we wrześniu jej roczna dynamika nieco się zwiększyła – do 2,5%, z 2,1% w sierpniu. Roczną dynamikę agregatu M3 nadal podtrzymują najbardziej płynne instrumenty z tej kategorii: we wrześniu roczna stopa wzrostu wąskiego agregatu M1 wyniosła 6,2%.

Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) nadal była ujemna – we wrześniu wyniosła -1,8%, wobec -2,0% w sierpniu i -2,2% w lipcu. Przewaga kredytów splanowanych 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 popytem na kredyty oraz trwające dostosowanie bilansów w sektorach finansowym i niefinansowym. Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych

(skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) we wrześniu wyniosła 0,6%, wobec 0,5% w sierpniu. Przeprowadzone w październiku badanie akcji kredytowej banków ze strefy euro wykazało, że warunki kredytowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych zostały w ujęciu netto złagodzone, co jest spójne z pewną stabilizacją przepływów kredytowych. Jednocześnie należy pamiętać, że w ujęciu historycznym polityka kredytowa jest nadal restrykcyjna. Po zakończeniu przez EBC wszechstronnej oceny bilansów bankowych można oczekiwać, że ich dalsze wzmocnienie będzie się przyczyniać do znoszenia ograniczeń w podaży kredytów i sprzyjać wzrostowi akcji kredytowej.

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 wydajności wymaga istotnego wkładu także ze strony innych dziedzin polityki. W szczególności niektóre kraje powinny przyspieszyć uchwalanie i realizację reform rynku produktów i rynku pracy oraz działania na rzecz poprawy otoczenia biznesowego. Skuteczne wdrożenie reform strukturalnych zachęci firmy, by w oczekiwaniu wyższych dochodów już dziś zwiększyły inwestycje, co pobudzi ożywienie gospodarcze. W zakresie polityki fiskalnej kraje, w których nadal występuje nierównowaga fiskalna, powinny dążyć do tego, by nie zaprzepaścić dotychczasowych postępów, oraz przestrzegać zasad paktu stabilności i wzrostu. W odniesieniu do wszystkich uzgodnionych działań proceduralnych pakt ten powinien działać jako kotwica zaufania do stabilności finansów publicznych. Pozostawiony w przepisach margines swobody ma umożliwić rządowi 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 przedstawia trzy przykłady nowych badań porównawczych dotyczących wrażliwości finansowej gospodarstw domowych w różnych krajach strefy euro. W drugim omówiono aktualny stan prac nad włączeniem do europejskiego systemu nadzoru budżetowego wskaźników wczesnego ostrzegania o napięciach budżetowych oraz zaproponowano, jak wskaźniki te mogłyby zostać udoskonalone.