

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 6 lutego Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Nowe informacje potwierdzają, że umiarkowane ożywienie w gospodarce strefy euro postępuje zgodnie z wcześniejszymi ocenami Rady. Jednocześnie presja cenowa w strefie euro pozostaje pod względem tendencji słaba, a dynamika podaży pieniądza i akcji kredytowej – ograniczona. Średnio- i długookresowe oczekiwania dotyczące inflacji w strefie euro są wciąż mocno zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, by utrzymać inflację w średnim okresie poniżej, ale blisko 2%. Jak wskazano wcześniej, w gospodarce strefy euro występuje długotrwale niska inflacja; z czasem będzie ona stopniowo rosła, aż dojdzie do poziomu nieznacznie poniżej 2%. Jeśli chodzi o średniookresowe perspektywy dynamiki cen i wzrostu gospodarczego, nowe informacje i analizy będą dostępne na początku marca, natomiast aktualne dane w pełni uzasadniają decyzję Rady Prezesów, by utrzymać akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej tak długo, jak długo będzie to potrzebne, co pomoże w podtrzymaniu stopniowego ożywienia w strefie euro. Rada Prezesów zdecydowanie potwierdziła swoją zapowiedź dotyczącą przyszłego nastawienia polityki pieniężnej – nadal oczekuje utrzymania podstawowych stóp procentowych EBC na poziomie obecnym lub niższym przez dłuższy czas. Przesłanką do tego jest oczekiwanie, że przy słabej koniunkturze w całej gospodarce i niewielkiej dynamice podaży pieniądza inflacja w horyzoncie średniookresowym utrzyma się na umiarkowanym poziomie. Jeśli chodzi o niedawne wahania na rynku pieniężnym i ich potencjalny wpływ na nastawienie polityki pieniężnej, Rada Prezesów uważnie obserwuje rozwój sytuacji i jest gotowa rozważyć zastosowanie wszystkich dostępnych instrumentów. W sumie Rada Prezesów jest nadal zdecydowana, by utrzymać wysoki stopień akomodacyjności polityki pieniężnej oraz podjąć w razie potrzeby dalsze zdecydowane kroki.

W dziedzinie analizy ekonomicznej po dwóch kwartałach dodatniego wzrostu PKB najnowsze dane i badania ankietowe generalnie wskazują, że umiarkowane

ożywienie trwało również w ostatnim kwartale 2013 r. Jeśli chodzi o następny okres, potwierdzają się wcześniejsze oceny Rady co do perspektyw wzrostu gospodarczego. Oczekuje się, że produkcja w strefie euro powoli będzie się ożywiać. Powinna zwłaszcza nastąpić pewna poprawa popytu wewnętrznego, czemu sprzyja akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej, dokonująca się poprawa warunków finansowania i postępy osiągnięte w konsolidacji fiskalnej i reformach strukturalnych. Oprócz tego niższa dynamika cen energii wywiera korzystny wpływ na dochody realne. Aktywności gospodarczej powinno także sprzyjać stopniowe umacnianie się popytu na eksport ze strefy euro. Jednocześnie bezrobocie w strefie euro pomimo pewnej stabilizacji pozostaje wysokie, a konieczne dostosowania bilansowe w sektorze publicznym i prywatnym będą nadal hamować tempo ożywienia gospodarczego.

Wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro nadal przeważają czynniki spadkowe. Sytuacja na światowych rynkach pieniężnych i finansowych oraz związana z nią niepewność – zwłaszcza w gospodarkach wschodzących – mogą wywierać niekorzystny wpływ na warunki gospodarcze. Do czynników spadkowych w ocenach perspektyw gospodarczych należą też słabszy od oczekiwanego wzrost popytu wewnętrznego i eksportu oraz powolna lub niewystarczająca realizacja reform strukturalnych w krajach strefy euro.

Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w styczniu 2014 r. wyniosła 0,7%, po 0,8% w grudniu. Spadek ten wynikał głównie z kształtowania się cen energii. Jednocześnie stopa inflacji w styczniu 2014 r. była niższa niż się generalnie spodziewano. Na podstawie dostępnych informacji i aktualnych cen terminowych energii oczekuje się, że w najbliższych miesiącach roczna inflacja HICP utrzyma się na poziomie zbliżonym do obecnego. W średnim okresie presja cenowa w strefie euro powinna pod względem tendencji pozostać ograniczona. Oczekiwania dotyczące inflacji w strefie euro w okresie średnim do długiego są wciąż silnie zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, by utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2%.

Czynniki ryzyka mogące przyczynić się do wzrostu lub spadku cen są ograniczone i w średnim okresie nadal zasadniczo się równoważą.

W dziedzinie analizy monetarnej dane za grudzień 2013 r. potwierdzają ocenę, że dynamika podaży szerokiego pieniądza (M3) i akcji kredytowej jest pod względem tendencji niewielka. Roczna dynamika M3 zmalała z 1,5% w listopadzie do 1,0% w grudniu. Grudniowy odpływ depozytów był odzwierciedleniem wyprzedaży przez MIF papierów wartościowych emitentów publicznych i prywatnych, która mogła po części wiązać się z korektą bilansów dokonywaną przez banki w oczekiwaniu na ich kompleksową ocenę przeprowadzaną przez EBC. Czynniki te wpłynęły także na roczną dynamikę M1, która w grudniu spadła do 5,8%, ale nadal pozostaje wysoka. Podobnie jak w poprzednich miesiącach głównym czynnikiem podtrzymującym roczną dynamikę M3 był wzrost aktywów zagranicznych netto w MIF, będący odbiciem wciąż zwiększonego zainteresowania inwestorów zagranicznych aktywami ze strefy euro. Roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego była nadal ujemna. Roczna stopa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) pozostała w grudniu na poziomie 0,3%, zasadniczo niezmiennym od początku 2013 r. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) wyniosła w grudniu -2,9%, po -3,1% w listopadzie. Styczeniowe badanie ankietowe akcji kredytowej banków wskazuje na dalszą niewielką stabilizację warunków kredytowych dla firm i gospodarstw domowych oraz mniejszy spadek netto popytu na kredyty ze strony przedsiębiorstw. Niska dynamika kredytów dla przedsiębiorstw nadal wynika z opóźnionej reakcji na zmiany cyklu koniunkturalnego oraz z ryzyka kredytowego i trwającego dostosowania bilansów w sektorach finansowym i niefinansowym.

Od lata 2012 r. dokonał się znaczny postęp w uzdrawianiu sytuacji banków w zakresie finansowania. Aby osiągnąć właściwe przełożenie polityki pieniężnej na warunki finansowania w krajach strefy euro, powinna jeszcze zmniejszyć się fragmentacja rynków kredytowych w tej strefie oraz zostać wzmocniona odporność banków, tam gdzie istnieje taka potrzeba. Taki cel przyświeca

kompleksowej ocenie sytuacji banków prowadzonej przez EBC, zaś odpowiednio szybka realizacja dalszych działań na rzecz utworzenia unii bankowej pomoże w przywróceniu zaufania do systemu finansowego.

Podsumowując, analiza ekonomiczna potwierdza ocenę Rady Prezesów, że inflacja w strefie euro przez dłuższy czas będzie prawdopodobnie niska, po czym zacznie stopniowo rosnąć, aż dojdzie do poziomu nieznacznie poniżej 2%. Porównanie z sygnałami płynącymi z analizy monetarnej potwierdza, że presja cenowa w strefie euro w horyzoncie średniookresowym jest, pod względem tendencji, nadal niewielka.

W dziedzinie polityki fiskalnej kraje strefy euro nie powinny zaprzepaścić dotychczasowych działań konsolidacyjnych i muszą sprowadzić wysokie wskaźniki długu publicznego na ścieżkę spadkową w średnim okresie. Strategie fiskalne powinny być zgodne z Paktem na rzecz stabilności i wzrostu oraz zapewniać pro wzrostowy dobór działań konsolidacyjnych, czyli poprawę jakości i sprawności usług publicznych przy jednoczesnym ograniczeniu zniekształcającego wpływu podatków. Strategie takie – o ile będzie im towarzyszyć zdecydowana realizacja reform strukturalnych – zapewnią dodatkowe wsparcie nadal kruchemu ożywieniu gospodarczemu. Rządy muszą więc kontynuować reformy rynków produktów i pracy. Reformy te pomogą zwiększyć potencjał wzrostowy strefy euro i obniżyć wskaźniki bezrobocia w wielu krajach.

Niniejsze wydanie *Biuletynu Miesięcznego* zawiera dwa artykuły. Pierwszy omawia wprowadzone ostatnio rozszerzenia modeli stosowanych w szerokiej analizie monetarnej EBC. Drugi artykuł zawiera analizę schematów delewarowania w sektorze przedsiębiorstw strefy euro.