

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 2 maja Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, obniżyć stopę procentową podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu o 25 punktów bazowych – do 0,50%, oraz stopę kredytu w banku centralnym o 50 punktów bazowych – do 1,00%. Stopa depozytu w banku centralnym pozostanie na niezmiennym poziomie 0,00%. Decyzje te uwzględniają niski poziom presji cenowej w średnim okresie. Oczekiwania inflacyjne dotyczące strefy euro są wciąż mocno zakotwiczone na poziomie spójnym z celem Rady Prezesów, by utrzymać inflację w średnim okresie poniżej, ale blisko 2%. W obraz ten wpisuje się nadal niewielka dynamika podaży pieniądza i akcji kredytowej. Jednocześnie na wiosnę nastroje w gospodarce były jeszcze słabe. Obniżka stóp procentowych powinna przyczynić się do poprawy perspektyw ożywienia gospodarczego w dalszej części roku. Wobec takiej ogólnej sytuacji nastawienie polityki pieniężnej pozostanie akomodacyjne tak długo, jak długo będzie to potrzebne. W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie bardzo uważnie obserwować wszystkie napływające informacje o rozwoju sytuacji gospodarczej i pieniężnej oraz oceniać jej wpływ na perspektywy stabilności cen.

Rada Prezesów uważnie obserwuje warunki panujące na rynku pieniężnym oraz ich potencjalny wpływ na nastawienie polityki pieniężnej i jej transmisję do gospodarki. W związku z tym na posiedzeniu 2 maja Rada postanowiła kontynuować prowadzenie podstawowych operacji refinansujących w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem, dopóki będzie to konieczne, a co najmniej do końca szóstego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej w 2014 r., tj. do 8 lipca 2014 r. Ten sam tryb będzie też nadal stosowany w specjalnych operacjach refinansujących Eurosystemu z terminem zapadalności równym jednemu okresowi utrzymywania rezerwy obowiązkowej, które będą kontynuowane, dopóki będzie to konieczne, a co najmniej do końca II kw. 2014 r. Stała stopa stosowana w tych specjalnych operacjach refinansujących będzie równa obowiązującej w danym momencie stopie operacji podstawowych. Rada

postanowiła ponadto, że trzymiesięczne dłuższe operacje refinansujące z datą rozstrzygnięcia do końca II kw. 2014 r. będą prowadzone w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem, po stopie równej średniej stóp podstawowych operacji refinansujących za okres zapadalności danej operacji dłuższej.

Rada Prezesów postanowiła także rozpocząć konsultacje z innymi instytucjami europejskimi w sprawie inicjatyw na rzecz sprawnie funkcjonującego rynku papierów wartościowych ABS zabezpieczonych kredytami dla przedsiębiorstw.

Tymczasem rządy powinny koniecznie zintensyfikować realizację reform strukturalnych na poziomie krajowym, wykorzystując dotychczasowe postępy osiągnięte w konsolidacji fiskalnej i – jeśli istnieje taka potrzeba – kontynuując dokapitalizowywanie banków. Należy także utrzymać tempo prac nad realizacją faktycznej unii gospodarczej i walutowej, w tym szybkie wprowadzanie w życie unii bankowej.

W dziedzinie analizy ekonomicznej realny PKB, który w III kw. 2012 r. spadł o 0,1%, w IV kw. obniżył się o 0,6%. Miał zatem przez pięć kwartałów z rzędu. Sytuacja na rynku pracy pozostaje ogólnie słaba. Z najnowszych wskaźników krótkookresowych, zwłaszcza ankietowych, wynika, że wiosną br. nastroje w gospodarce były nadal słabe. Później ożywienie popytu światowego powinno korzystnie wpływać na dynamikę eksportu strefy euro, zaś nastawienie polityki pieniężnej – na popyt wewnętrzny. Ponadto trwająca od ostatniego lata poprawa sytuacji na rynkach finansowych powinna być coraz bardziej odczuwalna w gospodarce realnej. Jednocześnie na aktywności gospodarczej będzie się nadal odbijać proces koniecznych dostosowań bilansowych w sektorze publicznym i prywatnym. Ogólnie aktywność gospodarcza w strefie euro powinna się ustabilizować i zacząć stopniowo ożywiać w drugim półroczu.

Wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro nadal przeważają czynniki negatywne. Należy do nich możliwość, że popyt wewnętrzny i światowy okażą się jeszcze słabsze, niż oczekiwano, oraz że realizacja reform strukturalnych w strefie euro będzie powolna lub

niewystarczająca. Czynniki te mogą odbić się na zaufaniu, a tym samym opóźnić proces ożywienia.

Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w kwietniu 2013 r. wyniosła 1,2%, wobec 1,7% w marcu. Obniżenie się rocznej stopy inflacji wynika z dużego spadku cen energii, a także ze znacznego przejściowego efektu statystycznego dynamiki cen usług związanego z terminem świąt wielkanocnych. Jeszcze do końca roku stopy inflacji mogą wykazywać pewną zmienność. W dłuższej perspektywie podstawowy trend cenowy powinien się utrzymać; średniookresowe oczekiwania inflacyjne są nadal mocno zakotwiczone na poziomie spójnym z definicją stabilności cen.

Gdy uwzględni się decyzje Rady Prezesów, czynniki ryzyka wpływające na kształtowanie się cen w średnim okresie zasadniczo się równoważą; 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 aktywność gospodarcza.

W dziedzinie analizy monetarnej najnowsze dane potwierdzają, że wzrost podaży pieniądza jest, co do tendencji, nadal ograniczony. Roczne tempo wzrostu szerokiego pieniądza spadło z 3,1% w lutym do 2,6% w marcu. Roczna dynamika wąskiego agregatu M1 w marcu jeszcze nieco wzrosła – do 7,1% – w związku z tym, że spośród instrumentów zaliczanych do M3 nadal preferowane są te najbardziej płynne. W marcu w większości krajów będących w trudnej sytuacji nadal rosły depozyty w instytucjach z wewnętrznego sektora utrzymującego pieniądź.

Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) od początku roku zasadniczo się nie zmienia; w marcu wyniosła odpowiednio -1,3% i 0,4%. Słabość akcji kredytowej wynika w znacznej mierze z obecnej fazy cyklu koniunkturalnego, podwyższonego ryzyka kredytowego oraz trwającego dostosowania bilansów w sektorze finansowym i niefinansowym. Niedawne badanie akcji kredytowej banków potwierdziło, że popyt na kredyty w strefie euro jest słaby. Pojawiają się

wprawdzie pewne oznaki stabilizacji, ale badanie dostępu małych i średnich przedsiębiorstw w strefie euro do finansowania wskazuje, że warunki kredytowe są nadal trudne, zwłaszcza w niektórych krajach strefy euro. Ponadto z dostępnych informacji wynika, że banki postrzegają ryzyko jako wysokie.

Aby zapewnić właściwe przekładanie się impulsów 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. Od lata ubiegłego roku nastąpił postęp w uzdrawianiu sytuacji banków w zakresie finansowania, umacnianiu krajowej bazy depozytowej w państwach będących w trudnej sytuacji oraz zmniejszaniu zależności od Eurosystemu, o czym świadczą spłaty trzyletnich dłuższych operacji refinansujących. W osiągnięciu powyższego celu pomogą dalsze zdecydowane działania na rzecz utworzenia unii bankowej. Rada Prezesów podkreśla zwłaszcza, że kluczowe znaczenie dla reintegracji systemu bankowego mają przyszły jednolity mechanizm nadzoru i jednolity mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, dlatego też należy je szybko wdrożyć.

Podsumowując, gdy uwzględni się decyzje Rady Prezesów podjęte 2 maja, 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.

Jeśli chodzi o politykę fiskalną, dane o deficycie i długu zgłoszone przez kraje strefy euro na wiosnę 2013 r. wskazują, że średni deficyt finansów publicznych spadł z 4,2% PKB w 2011 r. do 3,7% PKB w 2012 r. W tym samym okresie średni dług publiczny wzrósł z 87,3% do 90,6% PKB. Aby sprowadzić wskaźniki długu na ścieżkę spadkową, kraje strefy euro nie mogą zaprzepaścić dotychczasowych dokonań w zakresie zmniejszania deficytów budżetowych i muszą w dalszym ciągu podejmować niezbędne działania legislacyjne lub w inny sposób szybko realizować reformy strukturalne w taki sposób, aby stabilność finansów publicznych i potencjał wzrostowy gospodarki wzajemnie się wzmacniały. Reformy te powinny być ukierunkowane na poprawę

konkurencyjności i zdolności dostosowawczych, a także zwiększenie trwałego wzrostu i zatrudnienia.

Aktualne wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. Pierwszy omawia trafność projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu od czasu ich pierwszej publikacji w 2000 r. Drugi artykuł przedstawia, jak kształtowała się nierównowaga zewnętrzna i wewnętrzna w krajach strefy euro od początku światowego kryzysu finansowego 2008–2009, wraz z oceną dotychczasowych postępów procesu dostosowań. W trzecim artykule wyjaśniono, jak w kontekście dysfunkcji rynków finansowania banków zaspokajanie przez EBC potrzeb płynnościowych wypłacalnych banków doprowadziło do powstania wysokich należności w systemie TARGET, które są odzwierciedleniem podskórnych napięć istniejących w unii gospodarczej i walutowej.