

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 2 października Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Nowe informacje i analizy potwierdzają jej wcześniejszą ocenę. Oczekuje się, że w średnim okresie presja cenowa w strefie euro pozostanie pod względem tendencji ograniczona. Spójna z tym obrazem jest nadal niewielka dynamika podaży pieniądza i – przede wszystkim – akcji kredytowej. Oczekiwania dotyczące inflacji w strefie euro są wciąż mocno zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, by w średnim okresie utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2%. Jednocześnie dynamika realnego PKB w II kw. była dodatnia, po sześciu kwartałach wartości ujemnych, a wskaźniki zaufania obejmujące okres do września potwierdzają oczekiwaną stopniową poprawę aktywności gospodarczej, z niskich dotychczas poziomów. Polityka pieniężna jest nadal ukierunkowana na utrzymanie stopnia akomodacyjności odpowiedniego do perspektyw stabilności cen oraz na wspieranie stabilnej sytuacji na rynku pieniężnym. W ten sposób polityka ta przyczynia się do stopniowego ożywienia aktywności gospodarczej. W przyszłości nastawienie polityki pieniężnej pozostanie akomodacyjne tak długo, jak długo będzie to potrzebne, zgodnie z zapowiedzią w tej sprawie przedstawioną w lipcu. Rada Prezesów potwierdza, że oczekuje utrzymania podstawowych stóp procentowych EBC na poziomie obecnym lub niższym przez dłuższy czas. Przesłanką tych oczekiwań w dalszym ciągu są wciąż umiarkowane ogólne perspektywy inflacji w horyzoncie średniookresowym, wynikające ze słabości całej gospodarki i niewielkiej dynamiki podaży pieniądza. W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie obserwować wszystkie napływające informacje o rozwoju sytuacji gospodarczej i pieniężnej oraz oceniać ich wpływ na średniookresowe perspektywy stabilności cen. Jeśli chodzi o warunki na rynku pieniężnym, Rada w dalszym ciągu będzie zwracać szczególną uwagę na procesy mogące wpłynąć na nastawienie polityki pieniężnej i jest gotowa rozważyć zastosowanie wszystkich dostępnych instrumentów.

W dziedzinie analizy ekonomicznej realny PKB strefy euro, po sześciu kwartałach spadków, w II kw. 2013 r. wzrósł o 0,3% w ujęciu kwartalnym, do czego przyczyniły się również czynniki przejściowe związane z wyjątkowo niekorzystnymi warunkami pogodowymi, jakie wystąpiły w kilku krajach strefy euro we wcześniejszej części roku. Dane o produkcji przemysłowej wskazują na pewne osłabienie wzrostu na początku III kw., natomiast ankietowe wskaźniki zaufania obejmujące okres do września jeszcze się poprawiły w porównaniu z wcześniejszymi niskimi wartościami; ogólnie potwierdza to wcześniejsze oczekiwania Rady Prezesów dotyczące stopniowej poprawy aktywności gospodarczej. W nadchodzącym okresie produkcja powinna powoli się ożywiać, przede wszystkim dzięki stopniowej poprawie popytu wewnętrznego, której sprzyja akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej. Aktywności gospodarczej w strefie euro powinno także sprzyjać stopniowe umacnianie się popytu zewnętrznego na towary eksportowe. W gospodarce realnej coraz bardziej zauważalna wydaje się również ogólna poprawa sytuacji na rynkach finansowych, obserwowana od ostatniego lata; powinny też dać się odczuć postępy konsolidacji fiskalnej. Oprócz tego w ostatnim okresie niższa inflacja korzystnie wpływa na dochody realne. Z drugiej strony bezrobocie w strefie euro ciągle jest wysokie, a aktywność gospodarczą będą nadal hamować konieczne dostosowania bilansowe w sektorze publicznym i prywatnym.

Wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro nadal przeważają czynniki negatywne. Niekorzystny wpływ na sytuację gospodarczą może wywierać sytuacja na światowych rynkach pieniężnych i finansowych oraz związana z nią niepewność. Do czynników negatywnych należą też wzrost cen surowców związany z powrotem napięć geopolitycznych, słabszy od oczekiwanego popyt światowy oraz powolna lub niewystarczająca realizacja reform strukturalnych w krajach strefy euro.

Według szybkich szacunków Eurostatu – i zasadniczo zgodnie z oczekiwaniami – roczna inflacja HICP w strefie euro we wrześniu 2013 r. wyniosła 1,1%, wobec 1,3% w sierpniu. Na podstawie aktualnych cen terminowych energii oczekuje się, że w najbliższych miesiącach roczna inflacja utrzyma się na obecnym niskim

poziomie. Natomiast w perspektywie średniookresowej (odpowiedniej dla polityki pieniężnej) presja cenowa ma, według oczekiwań, pozostać pod względem tendencji ograniczona, w związku z ogólną słabością łącznego popytu i niskim tempem ożywienia gospodarczego. Średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne są nadal mocno zakotwiczone na poziomie odpowiadającym stabilności cen.

Czynniki ryzyka wpływające na kształtowanie się cen powinny w średnim okresie nadal zasadniczo się równoważyć; w kierunku wzrostu inflacji mogą oddziaływać zwłaszcza wyższe ceny surowców oraz większe od oczekiwanych podwyżki cen administrowanych i podatków pośrednich, a w kierunku jej spadku – słabsza od oczekiwanej aktywność gospodarcza.

W dziedzinie analizy monetarnej dane za sierpień wskazują, że dynamika podaży szerokiego pieniądza (M3) i – przede wszystkim – akcji kredytowej jest pod względem tendencji nadal niewielka. Roczna dynamika M3 w dalszym ciągu była ogólnie stabilna: w sierpniu wyniosła 2,3%, wobec 2,2% w lipcu. Roczna dynamika M1 w sierpniu nadal była silna, ale zmalała do 6,8%, z 7,1% w lipcu. Głównym czynnikiem podtrzymującym roczną dynamikę M3 było w dalszym ciągu dodatnie saldo przepływu kapitału do strefy euro, natomiast roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego była wciąż słaba. Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) utrzymała się w sierpniu na poziomie 0,4%, zasadniczo niezmiennym od przełomu roku. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) wyniosła w sierpniu -2,9%, wobec -2,8% w lipcu. Niska dynamika kredytów dla przedsiębiorstw nadal wynika głównie z tego, że reaguje ona z opóźnieniem na zmiany cyklu koniunkturalnego, oraz z ryzyka kredytowego i trwającego dostosowania bilansów w sektorze finansowym i niefinansowym.

Od lata 2012 r. w szeregu krajów będących w trudnej sytuacji nastąpił znaczny postęp w uzdrawianiu sytuacji banków w zakresie finansowania, a zwłaszcza w umacnianiu krajowej bazy depozytowej. Aby zapewnić właściwe przekładanie się 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. W osiągnięciu powyższego celu pomogą dalsze zdecydowane działania na rzecz utworzenia unii bankowej.

Podsumowując, 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.

W dziedzinie polityki fiskalnej kraje strefy euro nie powinny zaprzepaścić swoich starań o zmniejszenie deficytów i sprowadzenie wysokich wskaźników długu publicznego na ścieżkę spadkową. Projekty planów budżetowych, które kraje przedstawią teraz po raz pierwszy na mocy rozporządzeń będących częścią tzw. dwupaku, powinny zawierać wystarczająco dalekosiężne środki, pozwalające osiągnąć cele fiskalne na 2014 r. Rządy muszą także zdecydowanie nasilić działania na rzecz wdrożenia koniecznych reform strukturalnych na rynkach produktów i pracy. Reformy te są potrzebne nie tylko do tego, by pomóc krajom odzyskać konkurencyjność i przywrócić równowagę w obrębie strefy euro, ale także do stworzenia elastyczniejszych i bardziej dynamicznych gospodarek, które będą źródłem stabilnego wzrostu gospodarczego i zatrudnienia.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. W pierwszym przedstawiono niedawne zmiany w charakterze ruchów cen surowców oraz potencjalne skutki tych zmian dla oceny perspektyw gospodarczych strefy euro. W drugim artykule mowa o tym, jaką rolę w strefie euro ogrywają referencyjne stopy procentowe takie jak EURIBOR; podsumowano w nim także poglądy EBC na temat aktualnej debaty o możliwych sposobach zreformowania tych stóp oraz inicjatywy podejmowane w tym zakresie przez sektor publiczny, w tym Eurosystem.