

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 7 listopada Rada Prezesów podjęła kilka decyzji dotyczących podstawowych stóp procentowych EBC, zapowiedzi przyszłego nastawienia polityki pieniężnej i zasilania w płynność.

Po pierwsze, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej Rada postanowiła obniżyć stopę procentową podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu o 25 punktów bazowych – do 0,25%, oraz stopę kredytu w banku centralnym o 25 punktów bazowych – do 0,75%. Stopa depozytu w banku centralnym pozostaje bez zmian na poziomie 0,00%. Decyzje te są zgodne z zapowiedzią przyszłego nastawienia polityki pieniężnej przedstawioną przez Radę w lipcu 2013 r., w związku z obserwowanymi ostatnio oznakami, że – przy obecnej rocznej inflacji poniżej 1% – presja cenowa w strefie euro będzie w średnim okresie dalej maleć. Spójna z tym obrazem jest nadal niewielka dynamika podaży pieniądza i – przede wszystkim – akcji kredytowej. Jednocześnie oczekiwania dotyczące inflacji w strefie euro w okresie średnim do długiego są wciąż mocno zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, by utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2%. Taka konfiguracja wskaźników pozwala zakładać, że inflacja w strefie euro będzie przez dłuższy czas niska, a następnie zacznie stopniowo rosnąć i dojdzie do poziomu nieznacznie poniżej 2%. W związku z tym nastawienie polityki pieniężnej pozostanie akomodacyjne tak długo, jak długo będzie to potrzebne, i będzie nadal przyczyniać się do stopniowego ożywienia gospodarczego, o czym świadczą wskaźniki zaufania obejmujące okres do października.

Po drugie, po obniżce stóp Rada Prezesów ponownie przeanalizowała lipcową zapowiedź przyszłego nastawienia polityki pieniężnej i potwierdziła, że oczekuje utrzymania podstawowych stóp procentowych EBC na poziomie obecnym lub niższym przez dłuższy czas. Przesłanką do tego w dalszym ciągu są umiarkowane ogólne perspektywy inflacji w horyzoncie średniookresowym, przy ogólnej słabości gospodarki i niewielkiej dynamice podaży pieniądza.

Po trzecie, Rada Prezesów stale uważnie obserwuje warunki panujące na rynku pieniężnym i ich potencjalny wpływ na nastawienie polityki pieniężnej. Rada jest gotowa rozważyć zastosowanie wszystkich dostępnych instrumentów i w tym kontekście postanowiła, że będzie kontynuować prowadzenie podstawowych operacji refinansujących w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem tak długo, jak długo będzie to konieczne, a co najmniej do końca szóstego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej w 2015 r., tj. do 7 lipca 2015 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. 2015 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. 2015 r. będą prowadzone w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem, po stopie równej średniej stóp podstawowych operacji refinansujących za okres zapadalności danej operacji dłuższej.

W dziedzinie analizy ekonomicznej realny PKB strefy euro, po sześciu kwartałach spadku produkcji, w II kw. 2013 r. wzrósł w ujęciu kwartalnym o 0,3%. Ankietowe wskaźniki zaufania obejmujące okres do października wskazują na dalszy, choć umiarkowany, wzrost w drugim półroczu. W nadchodzącym okresie produkcja powinna nadal 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 eksportowego. W gospodarce realnej coraz bardziej zauważalna wydaje się również ogólna poprawa sytuacji na rynkach finansowych, obserwowana od ostatniego roku; powinny też dać się odczuć postępy konsolidacji fiskalnej. Oprócz tego w ostatnim okresie niższa inflacja cen energii wywiera korzystny wpływ 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 należy też możliwość, że ceny surowców będą wyższe, popyt wewnętrzny i eksport okażą się słabsze, niż się obecnie oczekuje, oraz że realizacja reform strukturalnych w krajach strefy euro będzie powolna lub niewystarczająca.

Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w październiku 2013 r. wyniosła 0,7%, wobec 1,1% we wrześniu. Spadek inflacji był nadszpiewanie duży; złożyły się na niego przede wszystkim niższa dynamika cen żywności, większy spadek cen energii oraz pewne osłabienie dynamiki cen usług. Na podstawie aktualnych cen terminowych energii oczekuje się, że w najbliższych miesiącach roczna inflacja utrzyma się na niskim poziomie. Przewiduje się, że w średnim okresie presja cenowa w strefie euro pozostanie pod względem tendencji ograniczona. Jednocześnie oczekiwania dotyczące inflacji w strefie euro są w okresie średnim do długiego wciąż mocno zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, by utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2%. Taka konfiguracja wskaźników pozwala zakładać, że inflacja w strefie euro będzie przez dłuższy czas niska, a następnie zacznie stopniowo rosnąć i dojdzie do poziomu nieznacznie poniżej 2%.

Gdy uwzględni się decyzje Rady Prezesów z 7 listopada, czynniki ryzyka mogące wpłynąć na kształtowanie się cen w średnim okresie zasadniczo się równoważą. W kierunku wzrostu inflacji mogą oddziaływać zwłaszcza wyższe ceny surowców i większe od oczekiwanych podwyżki cen administrowanych i podatków pośrednich, natomiast w kierunku jej spadku – słabsza niż się obecnie przewiduje aktywność gospodarcza.

W dziedzinie analizy monetarnej dane za wrzesień potwierdzają, że dynamika podaży szerokiego pieniądza (M3), a zwłaszcza akcji kredytowej, jest pod względem tendencji niewielka. Roczna dynamika M3 we wrześniu spadła do 2,1%, z 2,3% w sierpniu. Roczna dynamika M1 nadal była silna – 6,6%, co wynika stąd, że inwestorzy preferują instrumenty płynne; nieco się jednak

obniżyła w porównaniu z maksimum 8,7% zanotowanym w kwietniu. 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 we wrześniu na poziomie 0,3%, zasadniczo niezmiennym od przełomu roku. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) wyniosła we wrześniu -2,7%, wobec -2,9% w sierpniu. Ogólnie niska dynamika kredytów dla przedsiębiorstw nadal odzwierciedla głównie opóźnioną reakcję na zmiany cyklu koniunkturalnego oraz ryzyko kredytowe i trwające dostosowania bilansów w sektorze finansowym i niefinansowym. Jednocześnie w badaniu akcji kredytowej banków z października 2013 r. widać wstępne oznaki stabilizacji warunków kredytowych dla firm i gospodarstw domowych, przy nadal słabym popycie na kredyty.

Od lata 2012 r. nastąpił znaczny postęp w uzdrawianiu sytuacji banków w zakresie finansowania. 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. Korzystny wpływ na proces odbudowy zaufania wywrze kompleksowa ocena sytuacji banków, jaką ma przeprowadzić EBC przed podjęciem swojej roli nadzorczej w ramach jednolitego mechanizmu nadzorczego. Ocena ta poprawi jakość dostępnych informacji o sytuacji banków oraz pozwoli określić i wdrożyć potrzebne działania naprawcze. W przywracaniu zaufania do systemu finansowego pomogą dalsze zdecydowane działania na rzecz utworzenia unii bankowej.

Podsumowując, analiza ekonomiczna z uwzględnieniem decyzji Rady Prezesów wskazuje, że inflacja w strefie euro będzie przez dłuższy czas niska, a następnie zacznie stopniowo rosnąć i dojdzie do poziomu nieznacznie poniżej 2%. Ocenę tę potwierdza porównanie z sygnałami płynącymi z analizy monetarnej.

W dziedzinie polityki fiskalnej, zgodnie z prognozą gospodarczą Komisji Europejskiej z jesieni 2013 r., przewiduje się, że deficyt budżetowy strefy euro

jeszcze się obniży: z 3,1% PKB w 2013 r. do 2,5% w 2014 r. Jednocześnie wskaźnik długu publicznego w strefie euro ma według oczekiwań wzrosnąć z 95,5% PKB w 2013 r. do 95,9% w 2014 r. Aby sprowadzić wysokie wskaźniki długu publicznego na ścieżkę spadkową, rządy nie mogą zaprzepaścić dotychczasowych starań o zmniejszenie deficytów i kontynuować dostosowanie fiskalne w średnim okresie. W konsolidacji fiskalnej główny nacisk należy położyć na środki sprzyjające wzrostowi gospodarczemu, które mają perspektywę średniookresową oraz łączą poprawę jakości i efektywności usług publicznych z minimalizacją zniekształcającego wpływu podatków. Rządy muszą także zdecydowanie nasilić działania na rzecz wdrożenia koniecznych reform strukturalnych na rynkach produktów i pracy. Osiągnięto postępy w zmniejszaniu deficytów w rachunku bieżącym i różnic w jednostkowych kosztach pracy, ale bardzo wiele jeszcze pozostaje do zrobienia w zakresie dalszej poprawy konkurencyjności, działania na rzecz przywrócenia równowagi w strefie euro oraz tworzenia elastyczniejszych i bardziej dynamicznych gospodarek, które z kolei będą źródłem stabilnego wzrostu gospodarczego i zatrudnienia.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera jeden artykuł. Mowa w nim o tym, jak kształtował się produkt potencjalny strefy euro od początku kryzysu oraz jaki jest związek między niepełnym wykorzystaniem mocy produkcyjnych a wskaźnikami nominalnymi.