

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 5 lipca Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy czynników ryzyka związanych z perspektywami wzrostu gospodarczego w strefie ekonomicznej i monetarnej, obniżyć podstawowe stopy procentowe EBC o 25 punktów bazowych. W horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej presja inflacyjna jeszcze bardziej się osłabiła w związku z materializacją niektórych spośród rozpoznanych wcześniej ujemnych euro. Spójna z przedstawionym scenariuszem jest dynamika podaży pieniądza, pozostająca – pod względem tendencji – nadal niewielka. Oczekiwania inflacyjne dotyczące gospodarki strefy euro są wciąż mocno zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, by utrzymać inflację w średnim okresie poniżej, ale blisko 2%. Jednocześnie wzrost gospodarczy w strefie euro jest nadal słaby, a podwyższona niepewność odbija się na zaufaniu i nastrojach.

Eurosystem stosował dotychczas zarówno standardowe, jak i niestandardowe środki polityki pieniężnej. Taka kombinacja środków pomogła w transmisji impulsów polityki pieniężnej. Wszystkie środki niestandardowe są z założenia tymczasowe, a Eurosystem utrzymuje pełną zdolność zapewnienia średniookresowej stabilności cen poprzez podjęcie w odpowiednim momencie zdecydowanych działań. W tym względzie 22 czerwca 2012 r. Rada Prezesów podjęła decyzję w sprawie dalszych środków mających zapewnić kontrahentom większą dostępność zabezpieczeń.

W dziedzinie analizy ekonomicznej realny PKB strefy euro w pierwszym kwartale 2012 r. w ujęciu kwartalnym nie zmienił się, po spadku o 0,3% w poprzednim kwartale. Wskaźniki za drugi kwartał 2012 r. wskazują na ponowne osłabienie wzrostu gospodarczego i podwyższoną niepewność. W odniesieniu do perspektywy sięgającej poza krótki okres Rada Prezesów przewiduje, że gospodarka strefy euro będzie się stopniowo ożywiać, choć różne czynniki będą spowalniać tempo wzrostu. Oczekuje się w szczególności, że w kierunku osłabienia tendencji wzrostowej w gospodarce będą oddziaływać napięcia na niektórych rynkach długu państwowego strefy euro i ich wpływ na warunki

kredytowania, a także proces dostosowań bilansowych w sektorach finansowym i niefinansowym oraz wysokie bezrobocie.

Wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro nadal przeważają czynniki ujemne. Wiążą się one przede wszystkim z ponownym nasileniem się napięć na niektórych rynkach finansowych w strefie euro i możliwością rozprzestrzenienia się ich skutków na sferę realną gospodarki, a także z możliwością ponownych wzrostów cen energii w średnim okresie.

Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w czerwcu 2012 r. wyniosła 2,4%, tyle samo co w poprzednim miesiącu. Z aktualnych cen kontraktów futures na ropę wynika, że w 2012 r. inflacja powinna nadal się obniżać i w 2013 r. zejść poniżej 2%. W horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, przy niewielkim wzroście gospodarczym w strefie euro i dobrze zakotwiczonych długookresowych oczekiwaniach inflacyjnych, presja cenowa powinna – co do tendencji – pozostać umiarkowana.

Gdy uwzględni się decyzje Rady Prezesów z 5 lipca, czynniki ryzyka mogące wpłynąć na kształtowanie się cen w średnim okresie nadal zasadniczo się równoważą. Główne czynniki oddziałujące w kierunku spadku inflacji wiążą się ze słabszym niż obecnie zakładany wzrostem gospodarczym w strefie euro. W kierunku wzrostu inflacji mogą natomiast oddziaływać dalsze podwyżki podatków pośrednich, wynikające z potrzeby konsolidacji fiskalnej, oraz wyższe od oczekiwanych ceny energii w średnim okresie.

W dziedzinie analizy monetarnej wzrost podaży pieniądza był – co do tendencji – nadal ograniczony, a w ujęciu krótkookresowym wykazywał pewną zmienność. Wzrost rocznej dynamiki agregatu M3 z 2,5% w kwietniu do 2,9% w maju (czyli blisko odnotowanej w marcu wartości 3,0%) wynikał głównie z odwrócenia się w kwietniu odpływu środków z depozytów overnight należących do niemonetarnych instytucji pośrednictwa finansowego (zwłaszcza funduszy inwestycyjnych). Zmiana ta w połączeniu z rosnącym zainteresowaniem inwestorów depozytami o krótszym terminie wymagalności wpłynęła także na

kształtowanie się agregatu M1, którego roczna dynamika wzrosła z 1,8% w kwietniu do 3,3% w maju.

Roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację kredytów) obniżyła się w maju do 0,4%, wobec 0,8% w kwietniu. Roczne dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych (skorygowane o sprzedaż i sekurytyzację kredytów) w maju również się obniżyły, do odpowiednio 0,2% i 1,3%, przy czym miesięczne przepływy kredytów do przedsiębiorstw były ujemne. Ograniczony wzrost akcji kredytowej wiąże się przede wszystkim z obecną fazą cyklu koniunkturalnego, zwiększoną awersją do ryzyka oraz trwającym dostosowaniem bilansów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, co odbija się na popycie na kredyty.

W nadchodzącym okresie banki powinny koniecznie – tam, gdzie istnieje taka potrzeba – dalej wzmacniać swoją odporność. Zdrowe bilanse banków będą czynnikiem kluczowym dla zapewnienia zarówno odpowiedniego napływu kredytów do gospodarki, jak i normalizacji wszystkich kanałów finansowania.

Podsumowując: z analizy ekonomicznej wynika, że gdy uwzględni się decyzje Rady Prezesów z 5 lipca, sytuacja cenowa powinna w średnim okresie pozostać zgodna z definicją stabilności cen. Ocenę tę potwierdza porównanie z sygnałami z analizy monetarnej.

Jeśli chodzi o inne obszary polityki, Rada Prezesów z zadowoleniem przyjmuje konkluzje Rady Europejskiej z 29 czerwca 2012 r. dotyczące podjęcia działań w sprawie zmniejszenia napięć na rynkach finansowych, odbudowy zaufania i ożywienia wzrostu. Rada Prezesów zgadza się, że unia gospodarcza i walutowa potrzebuje na przyszłość mocniejszych podstaw, a głównymi priorytetami gospodarczymi są nadal: trwały wzrost, zdrowe finanse publiczne i reformy strukturalne na rzecz pobudzenia konkurencyjności. Rada z zadowoleniem przyjmuje decyzję o opracowaniu konkretnego harmonogramu działań prowadzących do autentycznej unii gospodarczej i walutowej. Z zadowoleniem przyjmuje także podjętą na szczycie strefy euro inicjatywę, by ustanowić jeden mechanizm nadzoru, umożliwienie bezpośredniego dokapitalizowania banków (na

określonych warunkach) oraz elastyczne i efektywne wykorzystanie z istniejących instrumentów EFSF/ESM w celu ustabilizowania rynków. Ponadto EBC jest gotów działać jako agent EFSF/ESM przy przeprowadzaniu operacji rynkowych.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. Pierwszy przedstawia analizę współzależności między polityką fiskalną i pieniężną w UGW oraz czynniki konieczne do poprawy ram stanowienia polityki. Drugi artykuł pokazuje, jak kształtowały się w strefie euro oczekiwania inflacyjne formułowane w dłuższym horyzoncie czasowym.