

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 2 sierpnia Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian, po lipcowej obniżce o 25 punktów bazowych. Jak podano już w lipcu, w 2012 r. inflacja powinna nadal spadać i w 2013 r. znaleźć się ponownie poniżej 2%. Spójna z przedstawionym scenariuszem jest nadal niewielka – pod względem tendencji – dynamika podaży pieniądza. Oczekiwania inflacyjne dotyczące gospodarki strefy euro są wciąż silnie 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 napięcia utrzymujące się na rynkach finansowych i podwyższona niepewność odbijają się na zaufaniu i nastrojach. Potencjalne dalsze nasilenie się tych napięć może sprawić, że bilans czynników ryzyka związanych ze wzrostem gospodarczym i inflacją przechyli się w stronę ich spadku.

Rada Prezesów szczegółowo omówiła możliwe posunięcia w zakresie polityki mające zaradzić poważnym zakłóceniom w procesie kształtowania cen na rynkach obligacji krajów strefy euro. W niektórych krajach premie za ryzyko obligacji skarbowych były wyjątkowo wysokie, a fragmentacja rynków finansowych osłabia skuteczność oddziaływania polityki pieniężnej. Premie za ryzyko, które są związane z obawami dotyczącymi możliwości rezygnacji z euro, są niedopuszczalne i należy je wyeliminować u podstaw. Euro jest nieodwracalne.

Stworzenie podstawowych warunków, by tego rodzaju premie za ryzyko znikły, wymaga od twórców polityki w strefie euro wielkiej determinacji w kontynuowaniu konsolidacji fiskalnej, reform strukturalnych i budowy instytucji europejskich. Ponieważ realizacja takich działań wymaga czasu, a dostosowanie na rynkach finansowych zwykle następuje dopiero wtedy, gdy postępy staną się wyraźne i widoczne, rządy muszą być gotowe uruchomić fundusze EFSF/ESM na rynku obligacji – na ściśle określonych, możliwych do wyegzekwowania warunkach, zgodnie z uzgodnionymi wytycznymi – jeśli na rynkach finansowych wystąpi sytuacja wyjątkowa i pojawią się zagrożenia dla stabilności finansowej.

Warunkiem koniecznym jest, by rządy wywiązały się z podjętych zobowiązań, a fundusze EFSF/ESM spełniły swoją rolę. Rada Prezesów, w granicach kompetencji dotyczących utrzymywania stabilności cen w średnim okresie i z zachowaniem niezależności

w wyznaczaniu polityki pieniężnej, może przeprowadzić bezwarunkowe operacje otwartego rynku na skalę pozwalającą osiągnąć jej cel. W tym kontekście rozwiązana zostanie kwestia obaw inwestorów prywatnych co do kolejności zaspokajania roszczeń. Ponadto Rada Prezesów może rozważyć podjęcie dalszych niestandardowych środków polityki pieniężnej, jakich wymagać będzie naprawa funkcjonowania transmisji polityki pieniężnej. W nadchodzących tygodniach Eurosystem opracuje warunki stosowania tych środków.

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 ekonomiczne wskazują na słabość aktywności gospodarczej w drugim i na początku trzeciego kwartału 2012 r., przy podwyższonej niepewności. Wybiegając poza krótki okres, Rada Prezesów przewiduje, że ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie bardzo powolne, a tempo wzrostu mogą jeszcze bardziej osłabiać różne czynniki. Oczekuje się w szczególności, że w kierunku osłabienia tendencji wzrostowej w gospodarce, oprócz spowolnienia trwającego na świecie, będą oddziaływać napięcia na niektórych rynkach długu państwowego strefy euro i ich wpływ na warunki finansowania, 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 napięciami na niektórych rynkach finansowych w strefie euro i groźbą 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 lipcu 2012 r. wyniosła 2,4%, tyle samo co w poprzednim miesiącu. Aktualne ceny kontraktów futures na ropę wskazują, że w 2012 r. inflacja powinna nadal spadać i w 2013 r. znaleźć się ponownie 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.

Czynniki ryzyka mogące wpłynąć na kształtowanie się cen w średnim okresie nadal zasadniczo się równoważą. W kierunku wzrostu inflacji mogą oddziaływać dalsze podwyżki podatków pośrednich, wynikające z potrzeby konsolidacji fiskalnej, oraz

wyższe od oczekiwanych ceny energii w średnim okresie. Główne czynniki oddziałujące w kierunku spadku inflacji wiążą się ze słabszym niż obecnie zakładany wzrostem gospodarczym w strefie euro, który może wynikać przede wszystkim z dalszego nasilenia się napięć na rynkach finansowych. Takie nasilenie przechyliłoby bilans czynników ryzyka związanych z inflacją w stronę jej spadku.

W dziedzinie analizy monetarnej wzrost podaży pieniądza był – co do tendencji – nadal ograniczony. Roczna dynamika agregatu M3 w czerwcu 2012 r. wyniosła 3,2%, czyli nieco powyżej wartości 3,1% odnotowanej w poprzednim miesiącu i blisko poziomu z końca pierwszego kwartału. W sumie w drugim kwartale napływ środków do szerokiego agregatu był słaby. Roczna dynamika agregatu M1 w czerwcu jeszcze wzrosła, do 3,5%, w związku z większym zainteresowaniem inwestorów instrumentami płynnymi w warunkach niskich stóp procentowych i wysokiej niepewności.

Roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację kredytów) obniżyła się z 0,5% w maju do 0,3% w czerwcu. Ponieważ w czerwcu wartość kredytów udzielonych przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym (skorygowanych o sprzedaż i sekurytyzację kredytów) była niższa niż kredytów spleconych, roczna dynamika obu kategorii kredytów w czerwcu jeszcze się obniżyła, do odpowiednio -0,3% i 1,1%. Ograniczona akcja kredytowa wiąże się przede wszystkim z obecną fazą cyklu koniunkturalnego, zwiększoną awersją do ryzyka oraz trwającym dostosowaniem bilansów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw; wszystkie te czynniki odbijają się na popycie na kredyty. Znaczny udział czynników popytowych w osłabieniu dynamiki kredytów MIF potwierdzają wyniki badania ankietowego akcji kredytowej banków w strefie euro za drugi kwartał 2012 r. Badanie to wskazuje również, że w ujęciu netto zaostrzenie standardów kredytowych przez banki w drugim kwartale 2012 r. na poziomie strefy euro zasadniczo się nie zmieniło w porównaniu z pierwszym kwartałem, zarówno w odniesieniu do kredytów dla przedsiębiorstw, jak i dla gospodarstw domowych.

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 kredytu do gospodarki, jak i normalizacji wszystkich kanałów finansowania.

Podsumowując, z analizy ekonomicznej wynika, że sytuacja cenowa powinna pozostać zgodna z definicją stabilności cen w średnim okresie. Ocenę tę potwierdza porównanie z sygnałami z analizy monetarnej.

Choć w ostatnich latach nastąpiły znaczne postępy w konsolidacji fiskalnej, należy pilnie podjąć dalsze zdecydowane działania w celu poprawy konkurencyjności. Między 2009 a 2011 r. kraje strefy euro zmniejszyły wskaźnik deficytu do PKB średnio o 2,3 pkt proc. i poprawiły deficyt pierwotny o ok. 2½ pkt proc. W 2012 r. w strefie euro trwa dostosowanie fiskalne, którego kontynuacja ma kluczowe znaczenie dla przywrócenia stabilności finansów publicznych. Jednocześnie równie niezbędne jak konsolidacja fiskalna i środki na rzecz naprawy sektora finansowego są reformy strukturalne. Także w tej dziedzinie nastąpiły pewne postępy. Na przykład w większości krajów, które silnie ucierpiały wskutek kryzysu, rozpoczął się proces korekty jednostkowych kosztów pracy i salda rachunku bieżącego. Konieczne jest jednak szybkie i sprawne wprowadzenie dalszych reform. Aby skorygować istniejącą nierównowagę oraz zapewnić wysoki i trwały wzrost gospodarczy, konieczne są reformy rynku produktów mające na celu poprawę konkurencyjności, a także stworzenie efektywnego i elastycznego rynku pracy. Obecnie kluczowe znaczenie ma zdecydowane wprowadzenie przez państwa członkowskie dotyczących ich zaleceń.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. Pierwszy z nich przedstawia przyczyny zróżnicowania warunków na rynkach finansowych, związane z tym wyzwania dla wspólnej polityki pieniężnej oraz rolę innych dziedzin polityki w eliminowaniu nierównowagi i rozbieżności o charakterze strukturalnym. Drugi artykuł omawia warunki finansowania w sektorze prywatnym w strefie euro podczas kryzysu zadłużeniowego.