

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 9 lutego Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Informacje uzyskane od połowy stycznia ogólnie potwierdzają wcześniejszą ocenę Rady. Inflacja jeszcze przez kilka miesięcy prawdopodobnie utrzyma się powyżej 2%, po czym spadnie poniżej tego poziomu. W najnowszych wskaźnikach z badań ankietowych pojawiło się kilka wstępnych oznak, że aktywność na przełomie roku ustabilizowała się na niskim poziomie; perspektywy gospodarcze są jednak nadal obciążone przez dużą niepewność i ujemne czynniki ryzyka. Ekspansja monetarna jest obecnie – co do tendencji – nadal niewielka. W nadchodzącym okresie polityka pieniężna powinna koniecznie zapewnić utrzymanie stabilności cen w strefie euro jako całości. Pozwoli to mocno zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, jakim jest utrzymanie inflacji w średnim okresie poniżej, ale blisko 2%. Zakotwiczenie to jest niezbędne, by polityka pieniężna mogła przyczyniać się do wzrostu gospodarczego i tworzenia miejsc pracy w strefie euro. W nadchodzącym okresie konieczna będzie bardzo dokładna analiza wszystkich napływających danych i dalszego rozwoju sytuacji.

Poprzez niestandardowe środki polityki pieniężnej Rada Prezesów będzie nadal wspomagać funkcjonowanie sektora finansowego strefy euro, a tym samym finansowanie gospodarki realnej. Od czasu przeprowadzenia w grudniu 2011 r. pierwszej dłuższej operacji refinansującej z terminem trzyletnim Rada Prezesów zatwierdziła w odniesieniu do niektórych krajów odrębne kryteria kwalifikacji i środki kontroli ryzyka, aby umożliwić tym krajom tymczasowe przyjmowanie dodatkowych należności kredytowych jako zabezpieczenia w operacjach kredytowych Eurosystemu, co powinno wpłynąć na zwiększenie dostępności zabezpieczeń¹. Na początku obecnego okresu utrzymywania rezerwy, tj. 18 stycznia 2012 r., obniżono stopę rezerwy obowiązkowej, uwalniając w ten

¹ Szczegółowe informacje w komunikacie prasowym *ECB's Governing Council approves eligibility criteria for additional credit claims* z 9 lutego 2012 r.

sposób dodatkowe środki na zabezpieczenia. Jak już wcześniej podkreślano, wszelkie środki niestandardowe są z założenia tymczasowe.

W dziedzinie analizy ekonomicznej wzrost realnego PKB w czwartym kwartale 2011 r. prawdopodobnie okaże się bardzo słaby. W danych ankietowych za dwa ostatnie miesiące pojawiły się wstępne oznaki, że aktywność gospodarcza ustabilizowała się na niskim poziomie. Co do przyszłości, Rada Prezesów oczekuje, że w ciągu 2012 r. gospodarka strefy euro będzie rosła bardzo stopniowo. Obecnie korzystny wpływ na wzrost gospodarczy mają bardzo niski poziom stóp krótkoterminowych i wszystkie środki zastosowane w celu przywrócenia właściwego funkcjonowania sektora finansowego w strefie euro. Poza tym, w związku ze środkami polityki pieniężnej przyjętymi przez Radę Prezesów oraz postęпами w umacnianiu zarządzania gospodarczego w strefie euro i przyspieszoną konsolidacją fiskalną w kilku krajach strefy euro, zmalały napięcia na rynkach finansowych. Jednak tendencję wzrostową realnego PKB nadal osłabia kilka czynników: niewielka dynamika popytu światowego, napięcia utrzymujące się na rynkach długu państwowego strefy euro i ich wpływ na warunki kredytowania, a także proces dostosowań bilansowych w sektorach finansowym i niefinansowym.

Z perspektywami gospodarczymi wiążą się ujemne czynniki ryzyka, do których należą przede wszystkim napięcia na rynkach długu w strefie euro oraz możliwość rozprzestrzenienia się tych napięć na sferę realną gospodarki. Czynniki ujemne wiążą się także z możliwością pogorszenia sytuacji gospodarczej na świecie, wyższym niż zakładano wzrostem cen surowców, protekcjonizmem i możliwością niekontrolowanej korekty stanów nierównowagi na świecie.

W styczniu 2012 r. roczna inflacja HICP w strefie euro według wstępnych szacunków Eurostatu wyniosła 2,7%, tyle samo co w grudniu. Średnia inflacja w 2011 r. wyniosła 2,7%, a wynikała głównie ze wzrostu cen energii i innych surowców. W nadchodzącym okresie inflacja prawdopodobnie utrzyma się powyżej 2% jeszcze przez kilka miesięcy, po czym spadnie poniżej tego poziomu. Taki przebieg inflacji odzwierciedla oczekiwania, że – w związku ze słabym

wzrostem gospodarczym w strefie euro i na świecie – tendencja presji cenowej w strefie euro powinna pozostać ograniczona.

Czynniki ryzyka związane z perspektywami sytuacji cenowej w średnim okresie nadal ogólnie się równoważą. Do czynników oddziałujących w kierunku wzrostu inflacji należą wyższe od zakładanych podwyżki podatków pośrednich i cen administrowanych oraz wzrosty cen surowców. Natomiast główne czynniki oddziałujące w kierunku spadku inflacji wiążą się ze słabszym niż zakładano wzrostem gospodarczym w strefie euro i na świecie.

Z analizy monetarnej wynika, że ekspansja monetarna jest obecnie – pod względem tendencji – nadal niewielka. Roczna dynamika agregatu M3 spadła w grudniu 2011 r. do 1,6%, z 2,0% w listopadzie, co wynikało z dalszego osłabiania się dynamiki agregatów pieniężnych pod koniec roku.

Również roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw i kredytów dla gospodarstw domowych skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację kredytów obniżyła się w grudniu i wyniosła odpowiednio 1,2% i 1,9%. Wolumen kredytów MIF dla obu sektorów w grudniu spadł, szczególnie w sektorze przedsiębiorstw. Ponadto pojawiły się oznaki, że nastąpiło dalsze zacieśnienie warunków kredytowania, co pod koniec 2011 r. odbiło się na podaży kredytów w niektórych krajach strefy euro. Jednak na razie jest za wcześnie na ostateczne wnioski w tej sprawie, zwłaszcza że wpływ pierwszej dłuższej operacji refinansującej z terminem trzyletnim na dostęp banków do finansowania jeszcze się całkowicie nie zmaterializował i może nie być w pełni odzwierciedlony w wynikach najnowszego badania akcji kredytowej banków. Ponadto nie zostały jeszcze wprowadzone pozostałe niestandardowe środki polityki pieniężnej zapowiedziane w grudniu. W związku z tym w nadchodzącym okresie konieczna będzie uważna obserwacja sytuacji kredytowej.

Kluczowym czynnikiem, który powinien z biegiem czasu wspomagać odpowiedni napływ kredytów do gospodarki, będą zdrowe bilanse banków. Niezwykle ważne jest, by wdrożenie planów dokapitalizowania banków nie odbiło się niekorzystnie na finansowaniu aktywności gospodarczej w strefie euro.

Podsumowując, z analizy ekonomicznej wynika, że presja cenowa powinna co do tendencji pozostać ograniczona, a czynniki ryzyka związane z perspektywami sytuacji cenowej w średnim okresie ogólnie się równoważą. Ocenę tę potwierdza porównanie z oznakami płynącymi z analizy monetarnej.

W celu zwiększenia zaufania i stworzenia korzystnych warunków do zrównoważonego wzrostu gospodarczego należy wdrażać jednocześnie reformy strukturalne i dyscyplinę fiskalną. W dziedzinie polityki fiskalnej rządy wszystkich państw strefy euro powinny nadal dokładać wszelkich starań, by zapewnić stabilizację finansów publicznych. Jest bardzo ważne, by wszystkie kraje trzymały się celów fiskalnych przyjętych na rok 2012. Powinno to pomóc w ugruntowaniu oczekiwań dotyczących stabilności polityki fiskalnej i zwiększeniu poziomu zaufania. Obecnie trwają prace nad wzmocnieniem zasad dotyczących planowania i realizacji krajowej polityki fiskalnej, zarówno na szczeblu unijnym, jak i w systemach prawnych kilku państw członkowskich. To istotne działania, zmierzające we właściwym kierunku. Jeśli chodzi o reformy strukturalne, mają one kluczowe znaczenie dla zwiększenia zdolności dostosowawczych i konkurencyjności państw strefy euro, a tym samym dla poprawy perspektyw wzrostu gospodarczego i tworzenia miejsc pracy. Należy zwłaszcza przeprowadzić daleko idące, gruntowne reformy w celu zwiększenia konkurencji na rynkach produktów, przede wszystkim w sektorze usług, oraz zmniejszyć sztywność rynków pracy i zwiększyć elastyczność płac.

Aktualne wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. Pierwszy z nich przedstawia analizę prawidłowości we wzroście podaży pieniądza i kredytu podczas poprzednich kryzysów gospodarczych i finansowych. Drugi opisuje kształtowanie się wskaźników zadłużenia przedsiębiorstw w strefie euro. W trzecim artykule omówiono rolę, jaką strefa euro odgrywała w globalnych finansach transgranicznych przed ostatnim światowym kryzysem finansowym i po nim.