

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 6 października 2011 r. Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Inflacja jest nadal podwyższona, a napływające informacje potwierdzają opinię, że w najbliższych miesiącach pozostanie ona powyżej 2%, ale potem się obniży. Jednocześnie trend ekspansji monetarnej jest w dalszym ciągu umiarkowany. Napięcia trwające na rynkach finansowych i ich niekorzystne oddziaływanie na warunki finansowania prawdopodobnie obniżą tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro w drugiej połowie roku. Perspektywy gospodarcze są nadal obciążone przez wyjątkowo dużą niepewność i nasilenie czynników negatywnych. Jednocześnie krótkoterminowe stopy procentowe wciąż są niskie. Podstawowym zadaniem polityki pieniężnej jest w dalszym ciągu utrzymanie średniookresowej stabilności cen, a tym samym mocne zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych w strefie euro na docelowym poziomie wynoszącym poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Zakotwiczenie to jest warunkiem koniecznym, by polityka pieniężna mogła przyczynić się do wzrostu gospodarczego i tworzenia miejsc pracy w strefie euro. W nadchodzącym okresie trzeba będzie bardzo dokładnie analizować wszystkie napływające dane i rozwój sytuacji.

Rada Prezesów podjęła także decyzje dotyczące szczegółów operacji refinansujących od października 2011 r. do 10 lipca 2012 r., a mianowicie postanowiono przeprowadzić dwie dłuższe operacje refinansujące – jedną z terminem zapadalności około 12 miesięcy w październiku 2011 r., drugą z terminem około 13 miesięcy w grudniu 2012 r. – oraz nadal stosować tryb przetargu kwotowego z pełnym przydziałem we wszystkich operacjach refinansujących. Ponadto Rada Prezesów podjęła decyzję o uruchomieniu w listopadzie 2011 r. nowego programu skupu obligacji zabezpieczonych¹.

¹ Szczegółowe informacje podano w komunikatach prasowych z 6 października 2011 r. (dostępnych jedynie w języku angielskim): „ECB announces details of refinancing operations from October 2011 to 10 July 2012” oraz „ECB announces new covered bond purchase programme”.

Działania w zakresie dostarczania płynności i zasady jej przydziału w operacjach refinansujących nadal będą służyć temu, by banki w strefie euro nie miały ograniczeń w zakresie płynności. Wszystkie niestandardowe środki zastosowane w okresie ostrych napięć na rynkach finansowych są z definicji tymczasowe.

W dziedzinie analizy ekonomicznej oczekuje się obecnie, że dynamika realnego PKB w strefie euro, która w drugim kwartale 2011 r. obniżyła się do 0,2% w ujęciu kwartalnym, w drugim półroczu będzie bardzo umiarkowana. Wydaje się, że trend wzrostowy w strefie euro jest osłabiany przez kilka czynników, w tym spowolnienie dynamiki popytu światowego, pogorszenie nastrojów konsumentów i przedsiębiorców, a także niekorzystny wpływ, jaki na warunki finansowania wywierają napięcia utrzymujące się na rynkach obligacji rządowych kilku krajów strefy euro. Jednocześnie Rada Prezesów nadal spodziewa się, że korzystnie na aktywność gospodarczą w strefie euro będzie wpływać dodatnia stopa wzrostu gospodarek wschodzących, a także niski poziom krótkoterminowych stóp procentowych i różne środki zastosowane w celu wsparcia funkcjonowania sektora finansowego.

W ocenie Rady Prezesów czynniki kształtujące aktywność gospodarczą w strefie euro w dalszym ciągu przechylają się w stronę niższego tempa wzrostu, przy szczególnie wysokiej niepewności. W kierunku obniżenia tempa wzrostu mogą oddziaływać przede wszystkim napięcia obecne w niektórych segmentach rynków finansowych w strefie euro i na poziomie globalnym, a także możliwość dalszego rozprzestrzenienia się tych presji na sferę realną gospodarki strefy euro. Czynnikiem negatywnym są też wciąż wysokie ceny energii, presje protekcyjnistyczne oraz możliwość wystąpienia niekontrolowanej korekty stanów nierównowagi na świecie.

Jeśli chodzi o sytuację cenową, według wstępnych szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro we wrześniu 2011 r. wyniosła 3,0%, wobec 2,5% w sierpniu. Od końca ubiegłego roku inflacja jest podwyższona, co wynika głównie z wyższych cen energii i innych surowców. W najbliższych miesiącach stopa inflacji prawdopodobnie utrzyma się wyraźnie powyżej 2%, ale potem się

obniży. Scenariusz ten uwzględnia oczekiwania stosunkowo stabilnego wzrostu wynagrodzeń przy umiarkowanym wzroście gospodarczym.

W ocenie Rady Prezesów czynniki mogące spowodować, że w średnim okresie inflacja odbiegnie od przedstawionego scenariusza, nadal ogólnie się równoważą. W kierunku wyższego wzrostu cen mogą oddziaływać przede wszystkim potencjalne podwyżki podatków pośrednich i cen administrowanych ze względu na konieczność konsolidacji fiskalnej w nadchodzących latach. Natomiast inflacja może okazać się niższa, gdyby wzrost gospodarczy w strefie euro i na świecie był słabszy, niż zakładano.

W dziedzinie analizy monetarnej, roczna dynamika agregatu M3 w sierpniu 2011 r. wyniosła 2,8%, wobec 2,1% w lipcu. Roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego, skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację kredytów, w sierpniu wyniosła 2,8%, wobec 2,6% w lipcu. Do wzrostu komponentów M3 mogły przyczynić się różne czynniki, prawdopodobnie związane z nasileniem się napięć na niektórych rynkach finansowych. W szczególności wydaje się, że sytuację monetarną w sierpniu kształtował pokaźny napływ środków do depozytów overnight i jednostek funduszy rynku pieniężnego, a także ich znaczny napływ do umów repo. Ten ostatni wiązał się głównie z zabezpieczonymi pożyczkami międzybankowymi, które są w coraz większym stopniu rozliczane poprzez centralnych kontrahentów, zaliczanych do sektora utrzymującego pieniądź. W ujęciu ogólnym na dynamikę M3 wpłynął zwłaszcza wzrost rocznej dynamiki M1 z 1,0% w lipcu do 1,7% w sierpniu oraz wzrost rocznej dynamiki instrumentów rynkowych.

Po stronie czynników kreacji, roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w sierpniu nie zmieniła się w porównaniu z lipcem i wyniosła: w ujęciu skorygowanym o sprzedaż kredytów – 2,2%, a skorygowanym o sekurytyzację – 2,7%. W perspektywie średniookresowej, jaką należy stosować, trendy w dynamice szerokiego pieniądza i kredytu w ostatnich miesiącach generalnie się ustabilizowały. Tym samym trend ekspansji monetarnej pozostaje umiarkowany.

Na szczególną uwagę zasługuje sytuacja sektora bankowego, z uwagi na współzależność między problemem ryzyka niewypłacalności krajów i potrzebami finansowymi banków. Rada Prezesów ponownie wzywa banki do dołożenia wszelkich starań, by wzmocnić swoje bilanse, do zatrzymania zysków, do umiarkowania w zakresie wynagrodzeń oraz do pozyskiwania środków na rynku w celu dalszego wzmocnienia bazy kapitałowej. W razie potrzeby banki powinny w pełni wykorzystać rządowe pakiety pomocowe, które powinny zostać w pełni uruchomione, łącznie z możliwością udzielania w przyszłości pożyczek rządowi przez fundusz European Financial Stability Facility (EFSF) w celu dokapitalizowania banków.

Podsumowując, Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Inflacja jest nadal podwyższona, a napływające informacje potwierdzają opinię, że w najbliższych miesiącach pozostanie ona powyżej 2%, ale potem się obniży. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej z oznakami płynącymi z analizy monetarnej świadczy o tym, że trend ekspansji monetarnej jest w dalszym ciągu umiarkowany. Napięcia trwające na rynkach finansowych i ich niekorzystne oddziaływanie na warunki finansowania prawdopodobnie obniżą tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro w drugiej połowie roku. Perspektywy gospodarcze są nadal obciążone przez wyjątkowo dużą niepewność i nasilenie czynników negatywnych. Jednocześnie krótkoterminowe stopy procentowe wciąż są niskie. Podstawowym zadaniem polityki pieniężnej jest w dalszym ciągu utrzymanie średniookresowej stabilności cen, a tym samym mocne zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych w strefie euro na docelowym poziomie wynoszącym poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Zakotwiczenie to jest warunkiem koniecznym, by polityka pieniężna mogła przyczynić się do wzrostu gospodarczego i tworzenia miejsc pracy w strefie euro. W nadchodzącym okresie trzeba będzie bardzo dokładnie analizować wszystkie napływające dane i rozwój sytuacji.

W dziedzinie polityki fiskalnej, wobec wysokiej niepewności panującej na rynkach finansowych wszystkie rządy powinny podjąć zdecydowane i szybkie

działania w celu umocnienia zaufania społecznego do stabilności finansów publicznych. Wszystkie rządy w strefie euro winny wykazywać niezłomną determinację, by w pełni honorować dobrowolnie podjęte zobowiązania; jest to kluczowe dla utrzymania stabilności finansowej w strefie jako całości. Kraje objęte wspólnymi programami dostosowawczymi UE-MFW oraz te, na które szczególnie mocno wpływa sytuacja na rynkach finansowych, powinny jednoznacznie wprowadzić wszystkie zapowiedziane rozwiązania w dziedzinie konsolidacji fiskalnej i umocnienia krajowych ram fiskalnych, a także być gotowe do podjęcia wszelkich dodatkowych działań, jakie mogą okazać się konieczne w związku z dalszym rozwojem ich sytuacji.

Aby umocnić zaufanie, poprawić perspektywy wzrostu gospodarczego i przyspieszyć tworzenie nowych miejsc pracy, konsolidacji fiskalnej muszą towarzyszyć reformy strukturalne. W związku z tym Rada Prezesów wzywa wszystkie rządy strefy euro do zdecydowanego i szybkiego wprowadzenia gruntownych i szeroko zakrojonych reform strukturalnych. Pomoże to krajom poprawić konkurencyjność, uelastyczyć gospodarkę i zwiększyć długookresowy potencjał wzrostu. Kluczowe znaczenie mają przy tym reformy rynku pracy, które powinny być ukierunkowane na zmniejszanie jego sztywności i przyjęcie rozwiązań służących zwiększeniu elastyczności płac, w tym usunięcie przepisów o automatycznej indeksacji płac oraz szersze stosowanie porozumień płacowych na poziomie zakładu pracy. Ogólnie w tych trudnych czasach kwestią o podstawowym znaczeniu jest umiarkowanie – zarówno w kwestii marż zysku, jak i poziomu wynagrodzeń. Środkom tym powinny towarzyszyć reformy strukturalne zwiększające konkurencję na rynkach produktów, a zwłaszcza usług – w tym liberalizacja zawodów regulowanych – oraz prywatyzacja usług świadczonych obecnie przez sektor publiczny, co będzie sprzyjać wzrostowi wydajności i konkurencyjności. Jednocześnie Rada Prezesów wzywa wszystkie rządy strefy euro, by w pełni wprowadziły w życie wszystkie aspekty swoich decyzji podjętych 21 lipca 2011 r.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. W pierwszym przedstawiono, jak informacje wynikające z analizy sytuacji monetarnej

i kredytowej mogą pomóc w określeniu, w jaki sposób zachowanie banków i działalność w zakresie pośrednictwa wpływają na gospodarkę. Drugi omawia cechy strukturalne dystrybucyjnych sektorów handlowych i ich wpływ na kształtowanie się cen w strefie euro; wynika z niego, że wiele jest jeszcze do zrobienia w dziedzinie reform strukturalnych związanych z poprawą funkcjonowania wspólnego rynku. W trzecim artykule analizuje się przebieg kryzysu finansowego z perspektywy przepływów środków finansowych.