

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 13 stycznia 2011 r. Rada Prezesów potwierdziła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, że obecny poziom podstawowych stóp procentowych EBC jest wciąż odpowiedni. W związku z tym Rada postanowiła pozostawić stopy bez zmian. Biorąc pod uwagę wszystkie nowe informacje i analizy, które pojawiły się od posiedzenia 2 grudnia 2010 r., Rada Prezesów dostrzega oznaki krótkookresowej presji inflacyjnej, wynikającej głównie z cen energii; dotychczas nie wpłynęło to jednak na opinię Rady, że w perspektywie przyjętej w polityce pieniężnej sytuacja cenowa będzie kształtować się zgodnie z definicją stabilności cen. Jednocześnie sytuacja ta wymaga bardzo uważnej obserwacji. Najnowsze dane ekonomiczne wpisują się w dodatni trend aktywności gospodarczej, przy utrzymującej się podwyższonej niepewności. Z analizy monetarnej wynika, że średniookresowa presja inflacyjna powinna pozostać ograniczona. W ujęciu ogólnym Rada Prezesów oczekuje, że w średnim okresie ceny pozostaną stabilne, co podtrzyma siłę nabywczą gospodarstw domowych strefy euro. Oczekiwania inflacyjne pozostają całkowicie spójne z docelowym poziomem inflacji, wynoszącym poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Utrzymanie trwałej stabilności oczekiwań inflacyjnych jest kwestią o podstawowym znaczeniu.

Ogólnie rzecz biorąc, bieżące nastawienie polityki pieniężnej jest nadal akomodacyjne. Nastawienie polityki oraz działania w zakresie dostarczania płynności i zasady jej przydziału będą dostosowywane do sytuacji, z uwzględnieniem faktu, że wszystkie niestandardowe środki zastosowane w okresie ostrych napięć na rynkach finansowych są z definicji tymczasowe. W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

W dziedzinie analizy ekonomicznej, po wzroście realnego PKB strefy euro o 0,3% w ujęciu kwartalnym w trzecim kwartale 2010 r., najnowsze dane statystyczne i informacje z badań ankietowych potwierdzają, że pod koniec ubiegłego roku w strefie tej utrzymywał się dodatni trend ożywienia gospodarczego. Na rok 2011 przewiduje się, że trwające ożywienie na świecie powinno nadal korzystnie wpływać na eksport strefy euro. Jednocześnie coraz większy udział we wzroście – zwłaszcza biorąc pod uwagę relatywnie wysokie wskaźniki zaufania wśród przedsiębiorstw w strefie euro – będzie mieć popyt ze strony sektora prywatnego, przy korzystnym wpływie akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej i środków podjętych w celu przywrócenia prawidłowego

funkcjonowania systemu finansowego. Natomiast czynnikiem hamującym ożywienie będzie prawdopodobnie proces dostosowania bilansów w różnych sektorach gospodarki.

W ocenie Rady Prezesów czynniki mogące spowodować, że aktywność gospodarcza odbiegnie od przedstawionego scenariusza, wciąż nieznacznie przechylają się w stronę niższego tempa wzrostu, w warunkach wciąż podwyższonej niepewności. Z jednej strony wzrost handlu światowego znów może okazać się szybszy od oczekiwanego, co byłoby korzystne dla eksportu strefy euro. Możliwe jest także, że wysoki poziom zaufania wśród przedsiębiorstw będzie pobudzał wewnętrzną aktywność gospodarczą w strefie euro silniej, niż się obecnie zakłada. Z kolei do czynników mogących obniżyć tempo wzrostu należą napięcia w niektórych segmentach rynku finansowego i możliwość przełożenia się ich na sferę realną gospodarki. Do potencjalnych czynników negatywnych należy też możliwość ponownych wzrostów cen ropy naftowej i innych surowców, nasilenia się protekcjonizmu oraz wystąpienia niekontrolowanej korekty stanów nierównowagi na świecie.

Jeśli chodzi o sytuację cenową, w grudniu roczna inflacja HICP w strefie euro według wstępnych szacunków Eurostatu wyniosła 2,2%, wobec 1,9% w listopadzie. Poziom ten był nieco wyższy niż oczekiwano, a wynikał głównie z wyższych cen energii. W najbliższych miesiącach stopa inflacji może przejściowo jeszcze wzrosnąć. Prawdopodobnie utrzyma się nieco powyżej 2%, głównie w związku z kształtowaniem się cen surowców, i dopiero pod koniec roku z powrotem się obniży. W ujęciu ogólnym Rada Prezesów dostrzega oznaki krótkookresowej presji inflacyjnej, wynikającej głównie ze światowych cen surowców. Wprawdzie dotychczas nie wpłynęło to na opinię Rady, że w perspektywie przyjętej w polityce pieniężnej inflacja będzie się kształtować zgodnie z definicją stabilności cen, ale wskazana jest bardzo uważna obserwacja sytuacji cenowej. Średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostają całkowicie spójne z celem Rady Prezesów, by utrzymać stopę inflacji w średnim okresie na poziomie poniżej, ale blisko 2%.

Czynniki mogące spowodować, że w średnim okresie inflacja odbiegnie od przedstawionego scenariusza, nadal ogólnie się równoważą, ale mogą przechylić się w stronę większego wzrostu cen. Do wyższej inflacji mogą w szczególności prowadzić zmiany cen surowców energetycznych i nieenergetycznych. Również podwyżki podatków pośrednich i cen kontrolowanych mogą okazać się większe od obecnie oczekiwanych z powodu konieczności przeprowadzenia w nadchodzących latach konsolidacji fiskalnej.

Może też jeszcze wzrosnąć presja cenowa w łańcuchu produkcyjnym. Biorąc pod uwagę utrzymującą się niepewność, czynniki mogące obniżyć inflację wiążą się głównie z wpływem, jaki na inflację może mieć potencjalnie niższy wzrost gospodarczy.

W dziedzinie analizy monetarnej roczna dynamika agregatu M3, która w październiku 2010 r. wyniosła 0,9%, w listopadzie wzrosła do 1,9%. Ten duży wzrost wynikał częściowo z efektu bazy i czynników o dużej zmienności. Wzrosła również roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego: z 1,5% w październiku do 2,0% w listopadzie. Gdy pominiemy wpływ czynników szczególnych, które wystąpiły w listopadzie, tempo wzrostu szerokiego pieniądza i kredytów wciąż jest niskie, co potwierdza opinię, że trend ekspansji monetarnej jest umiarkowany, a średniokresowa presja inflacyjna powinna pozostać ograniczona.

Na dynamikę agregatów pieniężnych silny wpływ wywiera obecny układ stóp procentowych. W obrębie komponentów agregatu M3 oprocentowanie depozytów krótkoterminowych nadal było wyższe niż depozytów *overnight*. W rezultacie roczna stopa wzrostu agregatu M1 nadal się obniżała i w listopadzie 2010 r. wyniosła 4,6%, natomiast roczna dynamika innych depozytów krótkoterminowych w dalszym ciągu rosła, choć nie przekroczyła zera. Jednocześnie w ostatnim czasie z powrotem zwiększyło się nachylenie krzywej dochodowości, co może wskazywać, że zmalała nieco atrakcyjność depozytów krótkoterminowych zaliczanych do M3 w porównaniu z wyżej oprocentowanymi aktywami o dłuższych terminach zapadalności spoza M3.

W listopadzie nadal rosła również roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego, co częściowo wynikało z czynników szczególnych. Na poziomie sektorów wzrost ten w coraz większym stopniu jest odzwierciedleniem zwiększania się dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw, która w listopadzie wyniosła -0,1% (wobec -0,5% w październiku), co potwierdza, że w 2010 r. osiągnęła punkt zwrotny. Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych nadal była relatywnie wysoka (2,7% w listopadzie, wobec 2,9% w październiku), ale najnowsze dane sygnalizują, że być może zaczyna wyhamowywać.

W ostatnich miesiącach banki nasiliły akcję kredytową dla sektora prywatnego, przy czym ich sumy bilansowe zasadniczo nie uległy zmianie. Wyzwaniem dla banków pozostanie zapewnienie dostępności kredytów dla tego sektora, gdy bardziej wzrośnie popyt. W razie potrzeby banki powinny w tym celu koniecznie zatrzymać zyski, dalej umacniać swoją bazę kapitałową przez pozyskiwanie środków na rynku lub też w pełni wykorzystać do rekapitalizacji rządowe środki pomocowe.

Podsumowując, obecny poziom podstawowych stóp procentowych EBC jest wciąż odpowiedni, w związku z czym Rada Prezesów postanowiła pozostawić je bez zmian. Biorąc pod uwagę wszystkie nowe informacje i analizy, które pojawiły się od posiedzenia 2 grudnia 2010 r., Rada Prezesów dostrzega oznaki krótkookresowej presji inflacyjnej, wynikającej głównie z cen energii; dotychczas nie wpłynęło to jednak na opinię Rady, że w perspektywie przyjętej w polityce pieniężnej sytuacja cenowa będzie kształtować się zgodnie z definicją stabilności cen. Jednocześnie sytuacja ta wymaga bardzo uważnej obserwacji. Najnowsze dane ekonomiczne wpisują się w dodatni trend aktywności gospodarczej, przy utrzymującej się podwyższonej niepewności. Zestawienie analizy ekonomicznej i monetarnej wskazuje, że średniookresowa presja inflacyjna powinna pozostać ograniczona. W ujęciu ogólnym Rada Prezesów oczekuje, że w średnim okresie ceny pozostaną stabilne, co podtrzyma siłę nabywczą gospodarstw domowych strefy euro. Oczekiwania inflacyjne pozostają całkowicie spójne z docelowym poziomem inflacji, wynoszącym poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Utrzymanie trwałej stabilności oczekiwań inflacyjnych jest kwestią o podstawowym znaczeniu.

W dziedzinie polityki fiskalnej, w obliczu narażenia na niekorzystne reakcje rynków kraje powinny dołożyć wszelkich starań, by sprowadzić deficyty do docelowego poziomu oraz konsekwentnie zmniejszać relację długu publicznego do PKB. W tym zakresie Rada Prezesów odnotowała ogłoszone ostatnio w niektórych krajach strefy euro działania na rzecz ograniczenia bardzo dużej nierównowagi fiskalnej. W razie potrzeby trzeba będzie szybko opracować i wdrożyć dodatkowe działania naprawcze, najlepiej po stronie wydatków. Jednocześnie wszystkie kraje strefy euro powinny realizować ambitne i wiarygodne wieloletnie strategie konsolidacji. Pomoże to umocnić zaufanie do trwałej stabilności finansów publicznych, obniżyć zawarte w stopach procentowych premie za ryzyko oraz stworzyć lepsze warunki do mocnego i trwałego wzrostu. Wszelkie pozytywne zmiany sytuacji budżetowej, wynikające np. z lepszych niż zakładano warunków gospodarczych, należy wykorzystać do przyspieszenia konsolidacji fiskalnej.

Jako uzupełnienie dostosowań fiskalnych należy pilnie wdrożyć głębokie i szeroko zakrojone reformy strukturalne, tak aby poprawić perspektywy trwałego wzrostu gospodarczego. Gruntowne reformy są szczególnie potrzebne w krajach, które doświadczyły w przeszłości spadku konkurencyjności lub borykają się z wysokim deficytem budżetowym i zewnętrznym. Na procesy dostosowawcze w tych krajach korzystnie wpłynęłoby też zwiększenie elastyczności rynku pracy. Wzrost konkurencji na rynku produktów, zwłaszcza w sektorze usług, także ułatwiłby restrukturyzację

gospodarki oraz zachęcał do innowacji. Posunięcia te są nieodzowne, by zwiększyć dynamikę wydajności, będącą jednym z głównych czynników wzrostu w długim okresie. Opisanym reformom strukturalnym powinny towarzyszyć odpowiednie zmiany w strukturze sektora bankowego. Kluczem do zwiększenia odporności banków na wstrząsy i zapewnienia wystarczającej dostępności finansowania są: zdrowe bilanse, skuteczne zarządzanie ryzykiem oraz przejrzyste i stabilne zasady działalności; one właśnie staną się fundamentami trwałego wzrostu gospodarczego i stabilności finansowej.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. Pierwszy omawia stan akcji kredytowej dla sektora prywatnego w ostatnim okresie. Drugi zawiera analizę trendów produkcji potencjalnej w strefie euro. Trzeci artykuł dotyczy działań podjętych w celu wzmocnienia globalnego nadzoru makroekonomicznego i finansowego po kryzysie finansowym.