

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 6 maja 2010 r. Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Obecny poziom stóp jest wciąż odpowiedni. Biorąc pod uwagę wszystkie nowe informacje, które pojawiły się od posiedzenia z 8 kwietnia 2010 r., Rada Prezesów oczekuje, że w perspektywie czasowej przyjętej przy stanowieniu polityki pieniężnej zmiany cen nadal będą umiarkowane. Niski poziom wewnętrznej presji cenowej nadal przeciwdziała globalnej presji inflacyjnej, wynikającej głównie z sytuacji cenowej na rynkach surowców i w szybko rozwijających się obszarach gospodarczych świata. Najnowsze informacje potwierdziły także, że w pierwszych miesiącach 2010 r. w strefie euro wciąż trwało ożywienie gospodarcze. Rada Prezesów oczekuje, że w 2010 r. gospodarka strefy euro będzie rosła w umiarkowanym tempie, ale tempo wzrostu może być nierównomierne z uwagi na niezwykle dużą niepewność cechującą otoczenie gospodarcze. Wyniki analizy monetarnej potwierdzają, że w średnim okresie presja inflacyjna będzie ograniczona, na co wskazuje słaby wzrost podaży pieniądza i kredytu. Ogólnie Rada Prezesów spodziewa się utrzymania w średnim okresie stabilności cen, z korzyścią dla siły nabywczej gospodarstw domowych strefy euro. Oczekiwania inflacyjne pozostają całkowicie spójne z docelową stopą inflacji, która wynosi poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Kwestią o podstawowym znaczeniu pozostaje zapewnienie trwałej stabilizacji oczekiwań inflacyjnych. W polityce pieniężnej zostanie zrobione wszystko, co konieczne, by utrzymać średniookresową stabilność cen w strefie euro. W nadchodzącym okresie Rada będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

Analiza ekonomiczna wskazuje, że aktywność gospodarcza w strefie euro, po okresie ostrego spadku, od połowy 2009 r. rośnie. W szczególności korzystny wpływ na sytuację gospodarczą miały: ożywienie gospodarcze na świecie, znaczne pakiety stymulujące oraz działania podjęte w celu przywrócenia prawidłowego funkcjonowania systemu bankowego. Najnowsze dane gospodarcze – w tym pozytywne wskaźniki z badań ankietowych – potwierdzają opinię, że w 2010 r. w gospodarce strefy euro nadal trwa ożywienie. Na początku roku tempo wzrostu było wprawdzie słabsze, przede wszystkim wskutek niekorzystnych warunków pogodowych, ale wydaje się, że na wiosnę przyspieszyło. Na najbliższy okres Rada Prezesów przewiduje umiarkowany wzrost realnego PKB. Korzystny wpływ na gospodarkę strefy euro powinno wywierać

postępujące globalne ożywienie gospodarcze i jego pozytywne skutki dla popytu na eksport tej strefy. Jednocześnie, z uwagi na dokonującą się w niektórych sektorach korektę bilansów oraz przewidywane niskie wykorzystanie mocy produkcyjnych i słabe perspektywy rynku pracy, przypuszcza się, że kryzys finansowy będzie osłabiał tempo wzrostu gospodarczego.

Rada Prezesów nadal uważa, że czynniki mogące wpłynąć na powyższy scenariusz ogólnie się równoważą, przy czym otoczenie gospodarcze jest wciąż wyjątkowo niepewne. Do czynników pozytywnych zalicza się możliwość szybszej niż dotąd zakładano poprawy sytuacji gospodarczej na świecie i obrotów handlu zagranicznego oraz większego wzrostu zaufania, dzięki czemu ożywienie gospodarcze będzie już postępować samoczynnie. Po stronie negatywnej nadal występują obawy, że ponownie pojawią się napięcia w niektórych segmentach rynku finansowego. Do czynników negatywnych zalicza się ponadto silniejsze lub bardziej długotrwałe niekorzystne wzajemne oddziaływanie między sferą realną gospodarki i sektorem finansowym, ponowne wzrosty cen ropy i innych surowców, nasilenie protekcjonizmu oraz możliwość niekontrolowanej korekty stanów nierównowagi na świecie.

Jeśli chodzi o procesy cenowe, według wstępnych szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w kwietniu 2010 r. wyniosła 1,5%, wobec 1,4% w marcu. Wynik ten jest nieco wyższy niż przewidywano przed kilkoma miesiącami i wydaje się związany przede wszystkim ze wzrostem cen energii. W nadchodzącym okresie światowa presja inflacyjna może się nasilić, głównie pod wpływem rozwoju sytuacji cenowej na rynkach surowców i w szybko rozwijających się obszarach gospodarczych świata, natomiast wewnętrzna presja cenowa w strefie euro prawdopodobnie nadal będzie ograniczona. W rezultacie przewiduje się, że w horyzoncie czasowym przyjętym w polityce pieniężnej stopy inflacji ogółem będą umiarkowane. Średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostają całkowicie spójne z celem Rady Prezesów, by utrzymać stopę inflacji na poziomie poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

W najbliższym okresie, z uwagi na kształtowanie się cen energii, inflacja HICP może okazać się wyższa, niż zakładano we wcześniejszych projekcjach, natomiast czynniki mogące spowodować, że w średnim okresie inflacja będzie wyższa lub niższa od projekcji, ogólnie się równoważą. Średniookresowe czynniki wzrostowe wiążą się głównie z kształtowaniem się cen surowców. Większe od obecnie oczekiwanych mogą się również okazać podwyżki podatków pośrednich i cen kontrolowanych, z uwagi na

konieczność przeprowadzenia w nadchodzących latach konsolidacji fiskalnej. Natomiast ryzyko związane z cenami i kosztami wewnętrznymi jest ograniczone. Rada Prezesów będzie w przyszłości uważnie obserwować kształtowanie się wszystkich dostępnych wskaźników cen.

Jak wynika z analizy monetarnej, w marcu 2010 r. roczna dynamika agregatu M3 utrzymała się nieznacznie poniżej zera (-0,1%). W połączeniu z utrzymującą się ujemną dynamiką roczną kredytów dla sektora prywatnego, która w marcu wyniosła -0,2%, najnowsze dane potwierdzają ocenę, że ogólny trend ekspansji monetarnej jest umiarkowany, a średniookresowa presja inflacyjna – ograniczona. Również krótkookresowa dynamika M3 i kredytów była niska.

Faktyczna dynamika agregatu M3 wydaje się słabsza od ogólnego trendu ekspansji monetarnej, gdyż dość strome nachylenie krzywej dochodowości w dalszym ciągu zachęca do inwestycji w depozyty o dłuższych terminach zapadalności lub papiery wartościowe spoza agregatu M3. Jednocześnie wciąż niewielkie różnice między oprocentowaniem różnych instrumentów zaliczanych do M3 przekładają się na niski koszt alternatywny związany z lokowaniem środków w depozyty *overnight* (w porównaniu z innymi instrumentami w M3). Odzwierciedleniem tej sytuacji jest wciąż wyraźna różnica między słabą roczną dynamiką M3 i wysokim rocznym wzrostem M1, który w marcu osiągnął 10,9%. Niemniej jednak, jako że aktualna konfiguracja stóp procentowych utrzymuje się już od pewnego czasu, najnowsze dane wskazują, że duże przesunięcia w alokacji środków stopniowo ustępują.

Dynamika kredytów bankowych dla sektora prywatnego w ujęciu rocznym była w marcu wciąż ujemna, ale w ujęciu miesięcznym przepływ netto był ponownie dodatni. Ujemna dynamika roczna jest przy tym wypadkową przeciwstawnych tendencji na poziomie sektorów: z jednej strony dodatniej (i wciąż rosnącej) dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych, a z drugiej – ujemnej dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw. Opóźniona reakcja kredytów dla przedsiębiorstw na zwrot w aktywności gospodarczej jest zjawiskiem normalnym dla cyklu koniunkturalnego, przy czym dane za ostatnie miesiące wskazują, że dotychczasowy trend spadkowy rocznej dynamiki kredytów mógł się zatrzymać.

Najnowsze dane potwierdzają także, że na przełomie roku zatrzymał się proces redukcji sum bilansowych banków. Nie można jednak wykluczyć dalszych dostosowań, przy czym wyzwaniem dla banków pozostaje to, w jaki sposób zwiększyć dostępność kredytów dla

sektora niefinansowego, gdy znacznie rosnąć popyt. Rozwiązaniem powinno być pozyskiwanie przez banki finansowania na rynku oraz wykorzystanie obecnych warunków finansowania do dalszego umacniania bazy kapitałowej.

Podsumowując, obecny poziom podstawowych stóp procentowych EBC jest wciąż odpowiedni. Biorąc pod uwagę wszystkie nowe informacje, które pojawiły się od posiedzenia z 8 kwietnia 2010 r., Rada Prezesów oczekuje, że w perspektywie czasowej przyjętej przy stanowieniu polityki pieniężnej zmiany cen nadal będą umiarkowane. Niski poziom wewnętrznej presji cenowej nadal przeciwdziała globalnej presji inflacyjnej, wynikającej głównie z sytuacji cenowej na rynkach surowców i w szybko rozwijających się obszarach gospodarczych świata. Najnowsze informacje potwierdziły także, że w pierwszych miesiącach 2010 r. w strefie euro wciąż trwało ożywienie gospodarcze. Rada Prezesów oczekuje, że w 2010 r. gospodarka strefy euro będzie rosła w umiarkowanym tempie, ale tempo wzrostu może być nierównomierne z uwagi na niezwykle dużą niepewność cechującą otoczenie gospodarcze. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej potwierdza, że w średnim okresie presja inflacyjna będzie ograniczona, na co wskazuje słaby wzrost podaży pieniądza i kredytu. Ogólnie Rada Prezesów spodziewa się utrzymania w średnim okresie stabilności cen, z korzyścią dla siły nabywczej gospodarstw domowych strefy euro. Oczekiwania inflacyjne pozostają całkowicie spójne z docelową stopą inflacji, która wynosi poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Kwestią o podstawowym znaczeniu pozostaje zapewnienie trwałej stabilizacji oczekiwań inflacyjnych. W polityce pieniężnej zostanie zrobione wszystko, co konieczne, by utrzymać średniookresową stabilność cen w strefie euro. W nadchodzącym okresie Rada będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

W dziedzinie polityki fiskalnej Rada Prezesów wzywa rządy do prowadzenia zdecydowanych działań na rzecz trwałej i wiarygodnej konsolidacji finansów publicznych. Najnowsze informacje wskazują, że korekta dużej nierównowagi budżetowej będzie generalnie wymagać nasilenia prowadzonych działań. Skala konsolidacji fiskalnej powinna znacznie przekroczyć minimalną roczną wartość referencyjną 0,5% PKB określoną dla dostosowań strukturalnych w Pakcie na rzecz stabilności i wzrostu. Im bardziej odsuwa się w czasie korektę fiskalną, tym większa staje się potrzeba dostosowań i rośnie ryzyko utraty reputacji i zaufania. Natomiast szybkie wdrożenie kompleksowych planów konsolidacji zakładających największe nasilenie działań w początkowym okresie, skoncentrowanych na wydatkach i powiązanych z reformami strukturalnymi powinno umocnić społeczną wiarę w zdolność rządów do przywrócenia trwałej stabilności

finansów publicznych i spowodować obniżenie premii za ryzyko zawartych w stopach procentowych, a tym samym w średnim okresie wspierać trwały wzrost. W tym kontekście Rada Prezesów z zadowoleniem przyjmuje program dostosowań gospodarczo-finansowych, który został zatwierdzony przez rząd Grecji po udanym zakończeniu negocjacji z Komisją Europejską, we współpracy z EBC, oraz Międzynarodowym Funduszem Walutowym; celem tych negocjacji była ochrona stabilności finansowej strefy euro jako całości.

We wszystkich krajach strefy euro kwestią kluczową dla trwałości ożywienia gospodarczego jest przeprowadzenie reform strukturalnych, które zwiększą wzrost gospodarczy i zatrudnienie. Aby niedawny wzrost bezrobocia nie nabrał charakteru strukturalnego, należy w systemach podatkowych i świadczeń społecznych stworzyć skuteczne bodźce do podejmowania pracy, ulepszyć systemy szkolenia zawodowego i zapewnić odpowiednią elastyczność umów o pracę. Jednocześnie kraje, w których występują problemy z konkurencyjnością oraz nierównowaga wewnętrzna i zewnętrzna, powinny pilnie podjąć działania na rzecz ich wyeliminowania. W tym celu w dziedzinie porozumień płacowych niezbędne są rozwiązania instytucjonalne, które umożliwią dostosowanie płac do niższej konkurencyjności i zmian poziomu bezrobocia. Należy także stworzyć rozwiązania zwiększające elastyczność cenową i konkurencyjność pozacenową. Ważna jest także właściwa restrukturyzacja sektora bankowego. Kluczem do zwiększenia odporności banków na wstrząsy gospodarcze i zapewnienia wystarczającej dostępności finansowania są: zdrowe bilanse, skuteczne zarządzanie ryzykiem oraz przejrzyste i stabilne zasady działalności; one właśnie będą fundamentami trwałego wzrostu gospodarczego i stabilności finansowej.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. Pierwszy przedstawia ewolucję mechanizmu transmisji polityki pieniężnej w strefie euro od wprowadzenia wspólnej waluty. W drugim omówiono główne źródła „wielkiej inflacji” z lat 70. XX w. i wskazano najważniejsze w tym zakresie wnioski dla polityki pieniężnej. Poniższa ramka przedstawia środki podjęte przez Radę Prezesów 10 maja 2010 r.

Ramka 1

DODATKOWE ŚRODKI UCHWALONE PRZEZ RADĘ PREZESÓW

10 maja 2010 r. Rada Prezesów podjęła decyzje w sprawie kilku środków mających przeciwdziałać poważnym napięciom obserwowanym w pewnych segmentach rynku; napięcia te zakłócają mechanizm transmisji polityki pieniężnej, a tym samym – skuteczne prowadzenie polityki

pieniężnej ukierunkowanej na utrzymanie stabilności cen w średnim okresie. Środki te zaprojektowano w taki sposób, by nie wpływały na nastawienie polityki pieniężnej.

W szczególności Rada Prezesów podjęła decyzję o prowadzeniu interwencji na rynkach publicznych i niepublicznych dłużnych papierów wartościowych w strefie euro w ramach programu dotyczącego rynków papierów wartościowych (*Securities Markets Programme*), tak aby pogłębić i zasilic w płynność te segmenty rynku, które nie funkcjonują właściwie. Celem programu jest przeciwdziałanie nieprawidłowemu działaniu rynków papierów wartościowych oraz przywrócenie prawidłowego funkcjonowania mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. Zakres interwencji będzie ustalać Rada Prezesów. Przy podejmowaniu tej decyzji Rada Prezesów uwzględniła deklarację rządów strefy euro, że „podejmą wszelkie działania konieczne do osiągnięcia celów budżetowych w roku bieżącym i latach następnych zgodnie z procedurami nadmiernego deficytu”, oraz dodatkowe konkretne zobowiązania niektórych rządów strefy euro dotyczące przyspieszenia konsolidacji fiskalnej i zapewnienia trwałej stabilizacji finansów publicznych. W celu zneutralizowania skutków powyższych interwencji zostaną przeprowadzone specjalne operacje sterylizujące, które umożliwią absorpcję płynności wprowadzonej w ramach programu dotyczącego rynków papierów wartościowych.

Rada Prezesów podjęła także decyzję o zastosowaniu trybu przetargu kwotowego z pełnym przydziałem w regularnych dłuższych operacjach refinansujących z terminem 3-miesięcznym, które zostaną rozstrzygnięte 26 maja i 30 czerwca 2010 r. Ponadto 12 maja 2010 r. przeprowadzono dłuższą operację refinansującą z terminem 6-miesięcznym, w trybie przetargu kwotowego po stopie równej średniej z minimalnych stóp zastosowanych w podstawowych operacjach refinansujących w okresie zapadalności tej operacji.

Wreszcie, Rada Prezesów zdecydowała o przywróceniu, w uzgodnieniu z innymi bankami centralnymi, tymczasowych, zasilających w płynność umów swap z Systemem Rezerwy Federalnej oraz o wznowieniu operacji zasilających w płynność w dolarach amerykańskich z terminem 7 i 84 dni. Operacje te będą miały formę operacji z przyrzeczeniem odkupu zabezpieczonych aktywami kwalifikowanymi, czyli dopuszczonymi przez EBC, i będą prowadzone w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem. Pierwsza z tych operacji została przeprowadzona 11 maja 2010 r.

Rada Prezesów uważa powyższe środki za niezbędne dla zapewnienia efektywności mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. W szczególności pomogą one złagodzić proces rozprzestrzeniania się w gospodarce skutków podwyższonej zmienności rynku finansowego, ryzyka braku płynności i zakłóceń w funkcjonowaniu rynków w zakresie dostępności finansowania.

Dzięki sterylizacji interwencji na rynkach publicznych i niepublicznych dłużnych papierów wartościowych strefy euro, program dotyczący rynków papierów wartościowych nie wpłynie na ogólny poziom płynności i stopy rynku pieniężnego. Dlatego też przyjęte środki nie wpływają na nastawienie polityki pieniężnej.