

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 4 lipca Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Napływające informacje potwierdzają wcześniejszą ocenę. Oczekuje się, że w średnim okresie presja cenowa w strefie euro pozostanie pod względem tendencji ograniczona. Spójna z tym obrazem jest nadal niewielka dynamika podaży pieniądza i – przede wszystkim – akcji kredytowej. Oczekiwania inflacyjne dotyczące strefy euro są wciąż mocno zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, by w średnim okresie utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2%. Jednocześnie najnowsze wskaźniki zaufania oparte na danych ankietowych znów nieco się poprawiły w porównaniu ze swymi wcześniejszymi niskimi wartościami. Polityka pieniężna jest ukierunkowana na utrzymanie stopnia akomodacyjności odpowiedniego do perspektyw stabilności cen oraz wspieranie stabilnej sytuacji na rynku pieniężnym. W ten sposób polityka pieniężna będzie się przyczyniać do ożywienia aktywności gospodarczej w roku bieżącym i następnym. W dłuższej perspektywie nastawienie polityki pieniężnej pozostanie akomodacyjne tak długo, jak długo będzie to potrzebne. Rada Prezesów oczekuje, że podstawowe stopy procentowe EBC pozostaną na poziomie obecnym lub niższym przez dłuższy czas. Oczekiwanie to opiera się na przewidywaniach, że ogólnie niewielka inflacja utrzyma się w horyzoncie średniookresowym z powodu słabości całej gospodarki realnej i niewielkiej dynamiki podaży pieniądza. W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie obserwować wszystkie napływające informacje o rozwoju sytuacji gospodarczej i pieniężnej oraz oceniać ich wpływ na perspektywy stabilności cen.

W dziedzinie analizy ekonomicznej realny PKB, po spadku o 0,6% w IV kw. 2012 r., w I kw. 2013 r. obniżył się o 0,3%. Jednocześnie nadal słaba była sytuacja na rynku pracy. Najnowsze wskaźniki koniunkturalne, zwłaszcza te oparte na danych ankietowych, ponownie nieco się poprawiły w porównaniu ze swymi wcześniejszymi niskimi wartościami. W dalszej części br. i w 2014 r. na dynamikę eksportu strefy euro powinno korzystnie wpływać stopniowe ożywienie popytu

światowego, a na popyt wewnętrzny – akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej i odnotowany ostatnio wzrost dochodów realnych związany z ogólnie niższą inflacją. Ponadto, niezależnie od rozwoju sytuacji w ostatnim okresie, w gospodarce realnej powinna być coraz bardziej odczuwalna znaczna poprawa sytuacji na rynkach finansowych, trwająca od ostatniego lata, a także postępy w konsolidacji fiskalnej. Aktywność gospodarczą będzie jednak nadal hamować proces koniecznych dostosowań bilansowych trwający jeszcze w sektorze publicznym i prywatnym. W sumie aktywność gospodarcza w strefie euro powinna się w ciągu roku ustabilizować i zacząć ożywiać, choć w niewielkim tempie.

Wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro nadal przeważają czynniki negatywne. Niedawne zacieśnienie warunków na światowych rynkach pieniężnych i finansowych oraz związana z tym niepewność mogą niekorzystnie wpłynąć na sytuację gospodarczą. Do czynników negatywnych należy też możliwość, że popyt wewnętrzny i światowy okażą się słabsze, niż się obecnie oczekuje, oraz że realizacja reform strukturalnych w krajach strefy euro będzie powolna lub niewystarczająca.

Jak już podawano w poprzednich miesiącach, oczekuje się, że w ciągu roku roczne stopy inflacji będą wykazywać pewną zmienność, głównie z powodu efektu bazy. Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w czerwcu 2013 r. wyniosła 1,6%, wobec 1,4% w maju. Wzrost ten wynika z dodatniego efektu bazy związanego ze zmianami cen energii sprzed 12 miesięcy. Oczekuje się jednak, że w średnim okresie presja cenowa pozostanie pod względem tendencji ograniczona, w związku z niedostatkami łącznego popytu i niskim tempem ożywienia gospodarczego. Średniokresowe oczekiwania inflacyjne pozostają mocno zakotwiczone na poziomie odpowiadającym stabilności cen.

Czynniki ryzyka wpływające na kształtowanie się cen w średnim okresie nadal powinny się zasadniczo równoważyć; w kierunku wzrostu inflacji mogą oddziaływać większe od oczekiwanych podwyżki cen administrowanych

i podatków pośrednich oraz wyższe ceny surowców, a w kierunku jej spadku – słabsza od oczekiwanej aktywność gospodarcza.

W dziedzinie analizy monetarnej najnowsze dane potwierdzają, że dynamika podaży pieniądza i – przede wszystkim – akcji kredytowej jest nadal niewielka. Roczna dynamika szerokiego pieniądza (M3) spadła z 3,2% w kwietniu do 2,0% w maju. Obniżyła się także roczna dynamika agregatu M1: z 8,7% w kwietniu do 8,4% w maju. Roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego była w dalszym ciągu ujemna. Podczas gdy roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) utrzymała się w maju na poziomie 0,3%, zasadniczo niezmiennym od przełomu roku, to roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację) ponownie się obniżyła: z -1,9% w kwietniu do -2,1% w maju. W maju, podobnie jak w kwietniu, wystąpiła duża przewaga kwot spłaconych nad udzielonymi w kategorii kredytów krótkoterminowych, czego powodem mógł być mniejszy popyt na kapitał obrotowy w związku z niskim poziomem zamówień na początku wiosny. W ujęciu bardziej ogólnym słabość akcji kredytowej nadal wynika głównie z obecnej fazy cyklu koniunkturalnego, podwyższonego ryzyka kredytowego oraz trwającego dostosowania bilansów w sektorze finansowym i niefinansowym.

Od lata 2012 r. nastąpił znaczny postęp w uzdrawianiu sytuacji banków w zakresie finansowania, a zwłaszcza w umacnianiu krajowej bazy depozytowej w szeregu krajów będących w trudnej sytuacji. Przyczyniło się to zmniejszenia zależności od finansowania dostarczanego przez Eurosystem, o czym świadczą dokonywane obecnie spłaty trzyletnich dłuższych operacji refinansujących. Aby zapewnić właściwe przekładanie się polityki pieniężnej na warunki finansowania w krajach strefy euro, należy koniecznie dalej zmniejszać segmentację rynków kredytowych w tej strefie oraz – jeśli istnieje taka potrzeba – wzmacniać odporność banków. W osiągnięciu powyższego celu pomogą dalsze zdecydowane działania na rzecz utworzenia unii bankowej. Kluczowe znaczenie dla reintegracji systemu bankowego będą mieć zwłaszcza przyszły jednolity mechanizm nadzoru oraz

jednolity mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, które należy w związku z tym szybko wdrożyć.

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

Jeśli chodzi o inne obszary polityki gospodarczej, Rada Prezesów zapoznała się z inicjatywami podjętymi przez Radę Europejską 27–28 czerwca 2013 r. w dziedzinie bezrobocia wśród ludzi młodych, inwestycji oraz finansowania małych i średnich przedsiębiorstw, a także odnotowała zatwierdzenie przez Radę Europejską zaleceń dla poszczególnych krajów w ramach semestru europejskiego 2013. Rada Prezesów podkreśla, że wdrożenie tych zaleceń ma kluczowe znaczenie dla trwałego ożywienia w strefie euro. Ponadto należy konsekwentnie stosować nowe europejskie ramy zarządzania w polityce fiskalnej i gospodarczej oraz wykazywać znacznie większą determinację w realizacji reform strukturalnych na rzecz wzrostu i zatrudnienia. W tym zakresie Rada Prezesów za szczególnie ważne uważa ukierunkowanie tych reform za konkurencyjność i zdolności dostosowawcze rynków pracy i produktów. Rada Prezesów z zadowoleniem przyjmuje również wskazanie działań zmierzających do ukończenia unii bankowej, jako krok we właściwym kierunku, ale jednocześnie wzywa do ich szybkiej realizacji.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. W pierwszym omówiono zmiany wprowadzone w ramowych zasadach Eurosystemu dotyczących zabezpieczeń w reakcji kryzys finansowy na jego kolejnych etapach i pokazano, jak zmiany te wpłynęły na wielkość i strukturę zabezpieczeń dopuszczanych i wykorzystywanych przez Eurosystem. Drugi artykuł przedstawia dane o aktualnych i długookresowych trendach w protekcyjnym handlowym i ocenę wpływu kryzysu finansowego na to zjawisko.

Zapowiedź Rady Prezesów dotycząca przyszłego poziomu podstawowych stóp procentowych EBC

Po posiedzeniu 4 lipca 2013 r. Rada Prezesów EBC podała, że oczekuje utrzymania podstawowych stóp procentowych EBC na poziomie obecnym lub niższym przez dłuższy czas. Oczekiwanie to opiera się to na ogólnie umiarkowanych perspektywach inflacji w średnim okresie przy powszechnej słabości gospodarki realnej i niewielkiej dynamice podaży pieniądza. Polityka pieniężna jest nadal ukierunkowana na utrzymanie stopnia akomodacyjności odpowiedniego do perspektyw stabilności cen oraz na potrzebę podtrzymywania stabilnej sytuacji na rynku pieniężnym.

W tej ramce przedstawiono uzasadnienie decyzji Rady Prezesów o przedstawieniu zapowiedzi przyszłego poziomu podstawowych stóp procentowych EBC oraz uwarunkowania tej zapowiedzi.

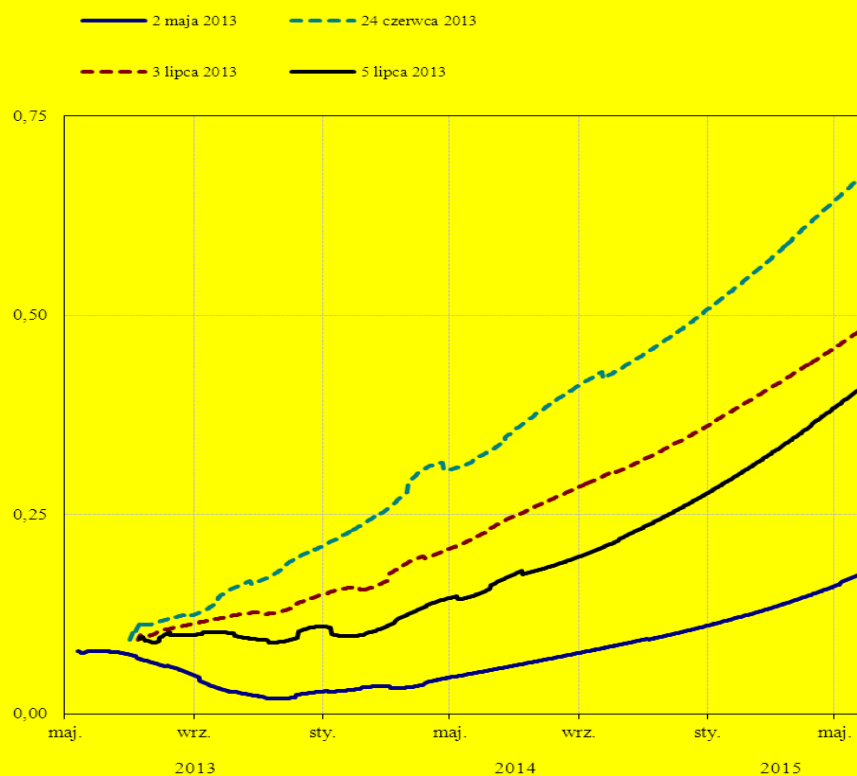
Uzasadnienie zapowiedzi przyszłego poziomu stóp procentowych

Przez pierwsze półrocze 2013 r. stopy procentowe na rynku pieniężnym euro wykazywały znaczną zmienność. W ostatnim okresie utrzymujący się trend wzrostowy stóp rynku pieniężnego doprowadził do zaostrzenia sytuacji kredytowej na tym rynku, tak że część akomodacyjności wprowadzonej, kiedy Rada Prezesów po raz ostatni zmieniła nastawienie tej polityki, została de facto wycofana. Na przykład stopy terminowe oparte na swapach indeksowanych stopą overnight – ważna miara oczekiwań rynków co do przebiegu stóp procentowych overnight – między 2 maja a 3 lipca przesunęły się w górę w horyzoncie od pośredniego do średniookresowego o ok. 20–30 pkt bazowych (zob. wykres). Ruch ten był najwyraźniejszy pod koniec czerwca.

Zjawisko to mogło wynikać z kilku czynników, ale to właśnie większa zmienność stóp rynku pieniężnego sprawiła, że oczekiwania co do nastawienia polityki pieniężnej stały się nadmiernie wrażliwe na szoki oderwane od fundamentalnych warunków gospodarczych i pieniężnych, na podstawie których kalibruje się pożądane nastawienie tej polityki.

W tej sytuacji precyzyjna informacja o kierunku polityki pieniężnej przyjętym przez Radę Prezesów (uzależnionym od tego, jak Rada ocenia aktualne perspektywy stabilności cen i ich przewidywaną ewolucję w miarę zmian warunków fundamentalnych) może sprzyjać stabilniejszej sytuacji na rynku pieniężnym i mocniej zakotwiczyć oczekiwania rynków.

Wykres
Stopy terminowe wyprowadzone ze swapów indeksowanych stopą overnight
 (w procentach rocznie; dane dzienne)



Źródło: Thomson Reuters i obliczenia EBC.

Ocena, że nastawienie polityki pieniężnej powinno pozostać akomodacyjne przez dłuższy czas, jest spójna z oczekiwaniem, że zmiany sytuacji cenowej w średnim okresie powinny być niewielkie. Oczekiwanie to opiera się na regularnej analizie ekonomicznej i monetarnej prowadzonej przez Radę Prezesów w ramach dwufilarowego systemu analizy.

Jeśli chodzi o analizę ekonomiczną, obecnie ocenia się, że średniookresowa presja cenowa jest niższa z powodu ogólnie ograniczonego trendu zagregowanego popytu przy słabej sytuacji na rynku pracy i niskim wykorzystaniu mocy produkcyjnych. Ocenę tę potwierdza porównanie z sygnałami płynącymi z analizy monetarnej. Dynamika podaży pieniądza, której tendencję obrazuje powolny wzrost szerokich agregatów pieniężnych i bardzo słaba akcja kredytowa, nadal nie sprzyja ożywieniu. Przede wszystkim poprawa warunków finansowania banków obserwowana od przełomu roku nie doprowadziła jeszcze do nasilenia napływu kredytów do prywatnego sektora niefinansowego. Trwające dostosowania bilansowe w sektorze publicznym i prywatnym, choć odzwierciedlają konieczne korekty, będą się nadal odbijać na aktywności gospodarczej.

Na podstawie tej oceny Rada Prezesów spodziewa się obecnie, że podstawowe stopy procentowe EBC pozostaną na poziomie aktualnym lub niższym przez dłuższy czas. Przebieg tych stóp pozostaje zależny od perspektyw inflacji i w miarę upływu czasu będzie weryfikowany w ramach systemu analizy określonego w strategii polityki pieniężnej EBC. Zgodnie z tym systemem Rada Prezesów będzie w nadchodzącym okresie obserwować wszystkie napływające informacje o rozwoju sytuacji gospodarczej i pieniężnej oraz oceniać jej wpływ na perspektywy stabilności cen. Na wykresie widać, że po komunikacie Rady z 4 lipca stopy terminowe oparte na swapach indeksowanych stopą overnight przesunęły się znacznie w dół.

Uwarunkowania zapowiedzi przyszłego nastawienia polityki pieniężnej

Należy wskazać trzy główne aspekty zapowiedzi Rady Prezesów.

Po pierwsze, została ona przedstawiona przed wyczerpaniem możliwości dalszych obniżek podstawowych stóp procentowych EBC. Niepewność co do oczekiwanego kształtu polityki pieniężnej zależnie od panujących warunków może zostać zredukowana przy dowolnym poziomie stóp bardzo krótkoterminowych. Podstawowe stopy procentowe EBC mogą zostać jeszcze obniżone, jeśli będą to uzasadniać perspektywy stabilności cen.

Po drugie, zapowiedź jest spójna, ale nie bezpośrednio związana z podjętą przez Radę Prezesów 2 maja decyzją o wydłużeniu okresu prowadzenia przetargów kwotowych z pełnym przydziałem do lipca 2014 r. Celem tej decyzji było zapewnienie, że banki będą w dalszym ciągu mieć niezakłócony dostęp do płynności z banku centralnego – czyli stabilnego źródła finansowania – nawet w sytuacji nawrotu zaburzeń finansowych i niedoboru finansowania prywatnego. Taka forma udzielania zapewnienia może być stosowana – i była stosowana w przeszłości – przy dowolnym poziomie podstawowych stóp procentowych EBC.

Po trzecie – i najważniejsze – sygnalizowanie przyszłego nastawienia jest w pełni zgodne z mandatem EBC i przyjętą strategią polityki pieniężnej. W szczególności:

- Rada Prezesów zaznaczyła, że spodziewany przebieg podstawowych stóp procentowych EBC opiera się na średniookresowych perspektywach inflacji. Jest to zgodne z podstawowym celem EBC – utrzymania stabilności cen, oraz z celem Rady Prezesów, by uzyskać stopę inflacji wynoszącą w średnim okresie poniżej, ale blisko 2%.

- „Dłuższy czas”, przez który, jak przewiduje obecnie Rada Prezesów, podstawowe stopy procentowe EBC mają pozostać na poziomie obecnym lub niższym, jest horyzontem elastycznym, bez określonej daty końcowej, zależnym od tego, jak Rada będzie oceniać fundamenty gospodarcze, które determinują tendencję inflacji.
- Warunki bazowe, na których opierają się oczekiwania dotyczące podstawowych stóp procentowych EBC, wynikają z podejścia EBC do organizacji, oceny i porównywania informacji istotnych przy ocenie zagrożeń dla stabilności cen. Scenariusz niewielkiej inflacji będzie w dalszym ciągu przemawiać za utrzymaniem bardzo niskiego poziomu podstawowych stóp procentowych EBC, dopóki będzie występować ogólnie umiarkowany trend zagregowanego popytu i uporczywie słabe trendy podaży pieniądza i akcji kredytowej.

W chwili obecnej zapowiedź przyszłego poziomu stóp ułatwia EBC skuteczną realizację jego mandatu – utrzymania stabilności cen, w ramach i z pełnym poszanowaniem obowiązującej strategii. Oczekuje się, że po decyzji Rady Prezesów o przedstawieniu tej zapowiedzi stabilność cen zostanie utrzymana w średnim okresie i znajdzie odzwierciedlenie w średnio- do długookresowych oczekiwaniach inflacyjnych.