

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 5 sierpnia 2010 r. Rada Prezesów uznała, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, że obecny poziom podstawowych stóp procentowych EBC jest wciąż odpowiedni, i w związku z tym postanowiła pozostawić je bez zmian. Biorąc pod uwagę wszystkie nowe informacje, które pojawiły się od posiedzenia z 8 lipca 2010 r., Rada Prezesów nadal oczekuje, że w perspektywie średniookresowej przyjętej w polityce pieniężnej zmiany cen pozostaną umiarkowane, czemu sprzyjać będzie niska wewnętrzna presja cenowa. Z dostępnych danych gospodarczych i wskaźników z badań ankietowych wynika, że w II kw. 2010 r. aktywność gospodarcza umocniła się; również dostępne dane za III kw. są lepsze, niż się spodziewano. W dalszej perspektywie, uwzględnivszy szereg czynników przejściowych, Rada Prezesów przewiduje, że gospodarka strefy euro będzie rosła w umiarkowanym, nadal nierównomiernym tempie, w warunkach niepewności. Analiza monetarna potwierdza, że średniookresowa presja inflacyjna jest wciąż ograniczona, na co wskazuje niewielki wzrost podaży pieniądza i kredytu. Ogólnie Rada Prezesów spodziewa się, że w średnim okresie stabilność cen zostanie utrzymana, co podtrzyma siłę nabywczą 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 jest w dalszym ciągu zapewnienie trwałej stabilizacji oczekiwań inflacyjnych.

W polityce pieniężnej zostanie zrobione wszystko, co konieczne, by utrzymać średniookresową stabilność cen w strefie euro. Jest to niezbędny i podstawowy wkład polityki pieniężnej w zapewnianie trwałego wzrostu gospodarczego, tworzenie nowych miejsc pracy i stabilność finansową. Wszystkie niestandardowe środki zastosowane w okresie ostrych napięć na rynkach finansowych, określane jako „nadzwyczajne wsparcie akcji kredytowej” i „program dotyczący rynków papierów wartościowych”, są w pełni zgodne z mandatem Rady Prezesów i – ze swej definicji – tymczasowe. Rada nadal będzie konsekwentnie dążyć do utrzymania stabilności cen w okresie średnim do dłuższego oraz dostosowywać odpowiednio do warunków nastawienie polityki pieniężnej i działania w zakresie dostarczania płynności. W związku z tym w nadchodzącym okresie Rada będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

Jak wynika z analizy ekonomicznej, aktywność gospodarcza w strefie euro, po okresie ostrego spadku, od połowy 2009 r. rośnie. Realny PKB strefy euro w I kw. 2010 r. wzrósł w ujęciu kwartalnym o 0,2%. Z dostępnych danych gospodarczych i wskaźników z badań

ankietowych wynika, że w II kw. 2010 r. aktywność gospodarcza umocniła się; również dostępne dane za III kw. są lepsze, niż się spodziewano. W dalszej perspektywie, uwzględniając czynniki przejściowe, Rada Prezesów przewiduje, że realny PKB będzie rósł w umiarkowanym tempie, przy czym tempo wzrostu w czasie, w różnych gospodarkach i sektorach strefy euro w dalszym ciągu będzie nierównomierne. Korzystny wpływ na gospodarkę strefy euro nadal powinien mieć trwający wzrost gospodarczy na świecie i jego przełożenie na popyt na eksport strefy euro, a także akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej i działania podjęte w celu przywrócenia prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego. Natomiast czynnikami hamującymi ożywienie aktywności gospodarczej będą prawdopodobnie proces korekty bilansów w różnych sektorach oraz rozwój sytuacji na rynku pracy.

W ocenie Rady Prezesów czynniki ryzyka związane z perspektywami sytuacji gospodarczej ogólnie się równoważą, w warunkach niepewności. Spośród czynników pozytywnych, globalne ożywienie gospodarcze i poprawa w handlu międzynarodowym mogą być silniejsze, niż się obecnie zakłada, co mocniej pobudzi eksport strefy euro. Po stronie negatywnej nadal istnieją obawy dotyczące możliwości ponownego pojawienia się napięć na rynkach finansowych, ponownych wzrostów cen ropy naftowej i innych surowców, nasilenia protekcjonizmu oraz wystąpienia niekontrolowanej korekty stanów nierównowagi na świecie.

Jeśli chodzi o sytuację cenową, w lipcu roczna inflacja HICP w strefie euro według wstępnych szacunków Eurostatu wzrosła do 1,7%, wobec 1,4% w czerwcu, prawdopodobnie w wyniku dodatniego efektu bazy w składowych energia i żywność. Przewiduje się, że przez kilka najbliższych miesięcy roczna dynamika inflacji HICP będzie wykazywać dalsze wahania wokół obecnego poziomu. W 2011 r. stopy inflacji powinny ogólnie pozostać umiarkowane, czemu sprzyjać będzie niska wewnętrzna presja cenowa. Średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne są w dalszym ciągu całkowicie spójne z celem Rady Prezesów, by utrzymać stopę inflacji w średnim okresie na poziomie poniżej, ale blisko 2%.

Czynniki ryzyka związane z perspektywami sytuacji cenowej ogólnie się równoważą. W średnim okresie ewentualny wzrost inflacji powyżej przedstawionego scenariusza może zależeć głównie od kształtowania się cen surowców. Również podwyżki podatków pośrednich i cen kontrolowanych mogą okazać się większe od obecnie oczekiwanych ze względu na konieczność przeprowadzenia w nadchodzących latach konsolidacji fiskalnej.

Natomiast czynniki ryzyka związane z cenami i kosztami wewnętrznymi są ograniczone. Rada Prezesów będzie w przyszłości uważnie obserwować kształtowanie się wszystkich dostępnych wskaźników cen.

Jak wynika z analizy monetarnej, w czerwcu 2010 r. roczna stopa wzrostu agregatu M3 osiągnęła wartość dodatnią i wyniosła 0,2%, wobec -0,1% w maju. Roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego ponownie nieco wzrosła, ale nadal była niewielka (0,3%). Łącznie dane te potwierdzają ocenę, że średniookresowa ekspansja monetarna jest umiarkowana, a presja inflacyjna w średnim okresie – ograniczona. Krótkookresowa dynamika agregatu M3 oraz niektórych jego komponentów i czynników kreacji nadal była zmienna; zmienność ta może się utrzymać.

Silny do niedawna wpływ konfiguracji stóp procentowych na dynamikę agregatów pieniężnych wydaje się stopniowo słabnąć, przy czym nadal oddziałuje na trend wzrostu podaży pieniądza. Oznacza to, że stopniowo słabnie wpływ, jaki na faktyczną dynamikę agregatu M3 ma ujemne oddziaływanie stromej krzywej dochodowości oraz związane z tym lokowanie środków w depozyty o dłuższych terminach zapadalności i w papiery wartościowe spoza M3. Jednocześnie roczna dynamika agregatu M1 w dalszym ciągu maleje, choć w czerwcu 2010 r. była nadal wysoka (9,2%). Częściowo jest to wynikiem nieco wyższych kosztów alternatywnych lokowania środków w depozyty *overnight* w porównaniu z innymi depozytami krótkoterminowymi.

Wciąż niska roczna dynamika kredytów bankowych dla sektora prywatnego w dalszym ciągu jest wypadkową przeciwstawnych czynników: dodatniej i wciąż rosnącej dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych oraz ujemnej i stabilnej rocznej dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw. Opóźniona reakcja kredytów dla przedsiębiorstw na zwrot w aktywności gospodarczej jest zjawiskiem normalnym dla cyklu koniunkturalnego.

Dane dostępne do czerwca wskazują, że po trwającej przez kilka miesięcy tego roku ekspansji sumy bilansowe banków nie wykazały dalszego wzrostu. Wyzwaniem dla banków pozostaje zwiększenie dostępności kredytów dla sektora niefinansowego, gdy zacznie rosnać popyt. W razie potrzeby, by sprostać temu zadaniu, banki powinny zatrzymać zyski, dalej umacniać bazę kapitałową pozyskując środki na rynku lub też w pełni wykorzystać rządowe środki pomocowe przeznaczone na rekapitalizację.

W tym względzie Rada Prezesów z zadowoleniem przyjmuje ogólnounijne testy warunków skrajnych, przygotowane i przeprowadzone przez Komitet Europejskich

Organów Nadzoru Bankowego (CEBS) i krajowe organy nadzoru, w ścisłej współpracy z EBC. Testy warunków skrajnych były wszechstronne i szczegółowe, a ich wyniki potwierdzają ogólną odporność systemów bankowych Unii Europejskiej i strefy euro na silne wstrząsy gospodarcze i finansowe. Dzięki testom znacznie wzrosła także przejrzystość obecnej sytuacji finansowej i stopnia narażenia na ryzyko 91 podmiotów uczestniczących w testach. Z tego względu testy są ważnym krokiem na drodze do przywrócenia zaufania rynków.

Rada Prezesów z zadowoleniem przyjmuje także zobowiązanie władz krajowych dotyczące zapewnienia bankom mechanizmów wsparcia, gdy środki sektora prywatnego okażą się niewystarczające. Kluczem do zwiększenia odporności banków na szoki 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, tworzenia nowych miejsc pracy i stabilności finansowej.

Podsumowując, obecny poziom podstawowych stóp procentowych EBC jest wciąż odpowiedni. Biorąc pod uwagę wszystkie nowe informacje, które pojawiły się od posiedzenia z 8 lipca 2010 r., Rada Prezesów nadal oczekuje, że w średniookresowej perspektywie przyjętej w polityce pieniężnej zmiany cen pozostaną umiarkowane, czemu sprzyjać będzie niska wewnętrzna presja cenowa. Z dostępnych danych gospodarczych i wskaźników z badań ankietowych wynika, że w II kw. 2010 r. aktywność gospodarcza umocniła się; również dostępne dane za III kw. są lepsze, niż się spodziewano. W dalszej perspektywie, uwzględniając szereg czynników przejściowych, Rada Prezesów przewiduje, że gospodarka strefy euro będzie rosła w umiarkowanym, nadal nierównomiernym tempie, w warunkach niepewności. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej potwierdza, że średniookresowa presja inflacyjna jest wciąż ograniczona, na co wskazuje niewielki wzrost podaży pieniądza i kredytu. Ogólnie Rada Prezesów spodziewa się, że w średnim okresie stabilność cen zostanie utrzymana, co podtrzyma siłę nabywczą 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 jest w dalszym ciągu zapewnienie trwałej stabilizacji oczekiwań inflacyjnych.

W dziedzinie polityki fiskalnej konieczne jest, by plany budżetowe na rok 2011 i lata następne odzwierciedlały stanowcze zobowiązanie do uzdrowienia finansów publicznych.

Ze względu na nadzwyczajne pogorszenie się sytuacji fiskalnej w ciągu dwóch ostatnich lat istnieje pilna potrzeba wprowadzenia wiarygodnych średnioterminowych strategii konsolidacji, których celem będzie przywrócenie trwałej stabilności finansów publicznych i stworzenie pola manewru przy decyzjach budżetowych. Wymaganym minimum jest, by cele budżetowe poszczególnych krajów spełniały wymogi konsolidacji fiskalnej określone w ramach procedur nadmiernego deficytu. Jeśli realizacja dotychczasowych planów nie wystarczy do osiągnięcia nadrzędnego celu, jakim jest zatrzymanie i odwrócenie wzrostu wskaźnika długu publicznego, konieczne może stać się wyznaczenie celów bardziej ambitnych, takich jak już przyjęte przez niektóre kraje strefy euro. Ponadto wszystkie kraje muszą określić wiarygodne działania dostosowawcze, skoncentrowane na wydatkach; w nadchodzących latach muszą być także przygotowane na to, by w razie potrzeby zastosować środki dodatkowe.

Podstawowe znaczenie dla wzmocnienia procesu konsolidacji fiskalnej, prawidłowego funkcjonowania strefy euro i lepszych perspektyw umocnienia się zrównoważonego wzrostu ma przeprowadzenie dogłębnych reform strukturalnych. Gruntowniejsze reformy są szczególnie potrzebne w tych krajach, które doświadczyły spadku konkurencyjności lub borykają się z wysokimi deficytami budżetowymi i zewnętrznymi. Rezultatem podjętych działań powinien być system negocjacji płacowych, który umożliwi elastyczne dostosowywanie się płac do poziomu bezrobocia i konkurencyjności. Ponadto na proces dostosowawczy w tych gospodarkach korzystnie wpłynąć mogą reformy służące zwiększeniu wydajności.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. Pierwszy przedstawia analizę kształtowania się cen ropy naftowej oraz ich wpływu na inflację i aktywność gospodarczą w strefie euro. W drugim omówiono najnowsze zmiany w handlu na świecie i w strefie euro. W trzecim opisano nowe zharmonizowane statystyki EBC dotyczące funduszy inwestycyjnych w strefie euro.