

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 7 października 2010 r. Rada Prezesów uznała, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, że obecny poziom podstawowych stóp procentowych EBC jest odpowiedni. W związku z tym Rada postanowiła pozostawić stopy bez zmian. Biorąc pod uwagę wszystkie nowe informacje i analizy, które pojawiły się od posiedzenia z 2 września 2010 r., Rada Prezesów nadal oczekuje, że w perspektywie średniookresowej przyjętej w polityce pieniężnej zmiany cen w dalszym ciągu będą umiarkowane. Najnowsze dane ekonomiczne są zgodne z oczekiwaniem, że w drugiej połowie roku ożywienie gospodarcze będzie umiarkowane, a jego trend pozostanie dodatni. Jednocześnie jednak nadal utrzymuje się niepewność. Analiza monetarna potwierdza, że średniookresowa presja inflacyjna jest wciąż ograniczona, na co wskazuje słaby wzrost podaży pieniądza i kredytu. Rada Prezesów oczekuje, że stabilność cen utrzyma się w średnim okresie, co podtrzyma siłę nabywczą gospodarstw domowych strefy euro. Oczekiwania inflacyjne pozostają całkowicie spójne z dążeniem do utrzymania inflacji na poziomie poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Kwestią o podstawowym znaczeniu pozostaje utrzymanie stabilności oczekiwań inflacyjnych.

Ogólnie rzecz biorąc, bieżące nastawienie polityki pieniężnej jest nadal akomodacyjne. Nastawienie to, podobnie jak działania w zakresie dostarczania płynności i zasady jej przydziału, będą modyfikowane stosownie do sytuacji, z uwzględnieniem faktu, że wszystkie niestandardowe środki zastosowane w okresie ostrych napięć na rynkach finansowych są w pełni zgodne z mandatem EBC i z definicji – tymczasowe. W nadchodzącym okresie Rada będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

Z analizy ekonomicznej wynika, że w II kw. 2010 r. realny PKB strefy euro mocno wzrósł – o 1,0% w ujęciu kwartalnym – do czego przyczynił się głównie popyt wewnętrzny, lecz częściowo także czynniki o charakterze przejściowym. Najnowsze dane statystyczne i wskaźniki z badań ankietowych generalnie potwierdzają, że w drugim półroczu można oczekiwać spowolnienia tempa wzrostu w strefie euro i w pozostałych regionach, ale trend wzrostu gospodarczego w strefie euro nadal jest dodatni. Oczekuje się, że ożywienie gospodarcze na świecie utrzyma się i będzie korzystnie wpływać na popyt na eksport strefy euro. Jednocześnie w strefie euro powinien się stopniowo umacniać popyt ze strony sektora prywatnego, czemu sprzyjać będzie akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej i środki podjęte w celu przywrócenia prawidłowego funkcjonowania systemu

finansowego. Natomiast czynnikiem hamującym ożywienie może być proces dostosowania bilansów w różnych sektorach gospodarki.

W ocenie Rady Prezesów czynniki mogące spowodować, że wzrost PKB odbiegnie od przedstawionego scenariusza, przechylają się nieznacznie w stronę niższego tempa wzrostu, przy utrzymującej się niepewności. Z jednej strony wzrost handlu światowego może być szybszy, niż się obecnie oczekuje, co byłoby korzystne dla eksportu strefy euro. Z drugiej strony wciąż istnieją obawy dotyczące możliwości ponownego pojawienia się napięć na rynkach finansowych. Ponadto do potencjalnych czynników negatywnych należy możliwość ponownych wzrostów cen ropy naftowej i innych surowców, nasilenia protekcjonizmu oraz wystąpienia niekontrolowanej korekty stanów nierównowagi na świecie.

Jeśli chodzi o kształtowanie się cen, według wstępnych szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro we wrześniu 2010 r. wyniosła 1,8%, wobec 1,6% w sierpniu. Wzrost inflacji był spodziewany i odzwierciedlał efekt bazy dotyczący głównie cen energii. Przez kilka najbliższych miesięcy stopa inflacji HICP będzie oscylować wokół bieżącego poziomu, po czym w ciągu przyszłego roku nieco spadnie. Ogólnie w 2011 r. stopa inflacji powinna być umiarkowana, czemu będzie sprzyjać niski poziom wewnętrznej presji cenowej. Średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostają całkowicie spójne z celem Rady Prezesów, którym jest utrzymanie w średnim okresie stopy inflacji na poziomie poniżej, ale blisko 2%.

Czynniki mogące spowodować, że inflacja odbiegnie od przedstawionego scenariusza, przechylają się nieznacznie w stronę większego wzrostu cen. Wiążą się one w szczególności z dalszym kształtowaniem się cen energii i surowców innych niż ropa naftowa. Ponadto z powodu konieczności przeprowadzenia w nadchodzących latach konsolidacji fiskalnej również podwyżki podatków pośrednich i cen kontrolowanych mogą okazać się większe od obecnie oczekiwanych. Jednocześnie ryzyko związane z kształtowaniem się cen i kosztów w strefie euro jest ograniczone.

Jak wynika z analizy monetarnej, roczna dynamika agregatu M3, która w lipcu 2010 r. wyniosła 0,2%, w sierpniu wzrosła do 1,1%. Wzrosła również roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego, z 0,8% w lipcu do 1,2% w sierpniu. W obu przypadkach wzrost jest odbiciem stosunkowo wysokich przepływów miesięcznych. Wciąż niska stopa wzrostu obu agregatów potwierdza ocenę, że ogólny trend ekspansji monetarnej jest umiarkowany, a średniookresowa presja inflacyjna – ograniczona.

Krzywa dochodowości jest nadal stosunkowo stroma, ale jej ujemne oddziaływanie na wzrost podaży pieniądza stopniowo słabnie. Ponadto, choć różnice między oprocentowaniem różnych instrumentów krótkoterminowych są generalnie nadal małe, to te pomiędzy oprocentowaniem depozytów krótkoterminowych i depozytów *overnight* nieco się powiększyły. W rezultacie roczna stopa wzrostu agregatu M1 nadal obniżała się w porównaniu z wcześniejszym wysokim poziomem i w sierpniu 2010 r. wyniosła 7,7%, natomiast dynamika innych depozytów krótkoterminowych, choć nadal ujemna, nieco się podniosła.

Wzrost dynamiki kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego odzwierciedla zarówno dalszy nieznaczny wzrost dodatkowej dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych, jak i ujemną, ale stopniowo rosnącą dynamikę kredytów dla przedsiębiorstw. Dynamika obu tych kategorii kredytów jest typowa dla opóźnionej reakcji akcji kredytowej na zmiany aktywności gospodarczej w ramach cyklu koniunkturalnego, obserwowanej również podczas wcześniejszych cykli.

Banki w ostatnim czasie stopniowo zwiększały swoje sumy bilansowe, ale wciąż pozostaje dla nich wyzwaniem, jak zwiększyć dostępność kredytu dla sektora niefinansowego w sytuacji dalszego wzrostu popytu. W razie potrzeby, w celu rozwiązania tego problemu banki powinny 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 postanowiła pozostawić je bez zmian. Biorąc pod uwagę wszystkie nowe informacje i analizy, które pojawiły się od posiedzenia z 2 września 2010 r., Rada Prezesów nadal oczekuje, że w perspektywie średniookresowej przyjętej w polityce pieniężnej zmiany cen w dalszym ciągu będą umiarkowane. Najnowsze dane ekonomiczne są zgodne z oczekiwaniem, że w drugiej połowie roku ożywienie gospodarcze będzie umiarkowane, a jego trend pozostanie dodatni. Jednocześnie jednak nadal utrzymuje się niepewność. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej potwierdza, że średniookresowa presja inflacyjna jest wciąż ograniczona, na co wskazuje słaby wzrost podaży pieniądza i kredytu. Rada Prezesów oczekuje, że stabilność cen utrzyma się w średnim okresie, co podtrzyma siłę nabywczą gospodarstw domowych strefy euro. Oczekiwania inflacyjne pozostają całkowicie spójne z dążeniem do utrzymania inflacji na poziomie poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

Kwestią o podstawowym znaczeniu pozostaje utrzymanie stabilności oczekiwań inflacyjnych.

W kwestii polityki fiskalnej Rada Prezesów odnotowuje niedawne deklaracje kilku krajów strefy euro w sprawie działań na rzecz opanowania istniejących stanów nierównowagi fiskalnej. Szereg krajów stoi przed poważnymi wyzwaniami w tym zakresie i musi niezwłocznie podjąć ambitne i przekonujące działania naprawcze. Potrzebne są wiarygodne wieloletnie plany konsolidacji, które umocnią społeczne przekonanie, że rządy są w stanie przywrócić trwałą stabilność finansów publicznych i spowodować obniżenie premii za ryzyko zawartej w stopach procentowych, a tym samym wspierać trwałą wzrost gospodarczy w średnim okresie. We wszystkich krajach strefy euro budżety na 2011 r. powinny uwzględniać zobowiązanie do przeprowadzenia ambitnej konsolidacji fiskalnej zgodnie z deklaracjami złożonymi przez poszczególne kraje w związku z procedurą nadmiernego deficytu. Wszelkie pozytywne zmiany sytuacji budżetowej, wynikające np. z lepszych niż zakładano warunków gospodarczych, należy wykorzystać do przyspieszenia procesu konsolidacji.

Pilne przeprowadzenie szeroko zakrojonych reform strukturalnych ma podstawowe znaczenie dla poprawy perspektyw trwałego wzrostu gospodarczego. Gruntowne reformy są szczególnie potrzebne w tych krajach, które doświadczyły w przeszłości spadku konkurencyjności lub borykają się z wysokim deficytem budżetowym i handlowym. Na procesy dostosowawcze w tych krajach mogą też korzystnie wpłynąć reformy służące zwiększeniu elastyczności rynku pracy i zwiększeniu dynamiki wydajności. Zwiększenie konkurencji na rynku produktów, zwłaszcza w sektorze usług, ułatwiłoby też restrukturyzację w przemyśle i zachęciło do innowacji i wdrażania nowych technologii.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera artykuł opisujący działania podejmowane przez EBC na różnych etapach kryzysu na rynkach finansowych w ramach średniookresowej strategii polityki pieniężnej.