

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 3 listopada 2011 r. Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, obniżyć podstawowe stopy procentowe EBC o 25 punktów bazowych. Wprawdzie inflacja wciąż jest podwyższona i prawdopodobnie jeszcze przez kilka miesięcy będzie przekraczać 2%, ale w ciągu 2012 r. stopa inflacji powinna spaść poniżej 2%. Aktualna tendencja ekspansji monetarnej jest przy tym nadal umiarkowana. Po decyzji Rady inflacja w horyzoncie przyjętym w polityce pieniężnej powinna kształtować się zgodnie z definicją stabilności cen. Napięcia trwające na rynkach finansowych, niekorzystnie oddziałujące na warunki finansowania i poziom zaufania, prawdopodobnie będą spowalniać tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro w drugim półroczu i późniejszym okresie. Perspektywy gospodarcze nadal obciąża wyjątkowo duża niepewność i nasilenie ujemnych czynników ryzyka. Niektóre z tych czynników zaczęły się materializować, przez co bardzo prawdopodobne staje się znaczne obniżenie prognoz i projekcji średniego wzrostu realnego PKB w 2012 r. W tej sytuacji w strefie euro powinny także osłabić się presja cenowa, kosztowa i płacowa, co zostało uwzględnione w decyzji Rady Prezesów z 3 listopada o obniżce podstawowych stóp procentowych EBC. Konieczne jest, by polityka pieniężna była w dalszym ciągu ukierunkowana na utrzymanie średniookresowej stabilności cen, tak aby zapewnić mocne zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, jakim jest utrzymanie inflacji w średnim okresie na poziomie poniżej, ale blisko 2%. Zakotwiczenie to jest warunkiem koniecznym, by polityka pieniężna mogła przyczyniać się do wzrostu gospodarczego i tworzenia miejsc pracy w strefie euro.

Działania w zakresie dostarczania płynności i tryby jej przydziału w operacjach refinansujących nadal będą służyć temu, by banki w strefie euro nie miały ograniczeń w zakresie płynności. Wszystkie niestandardowe środki polityki pieniężnej zastosowane w okresie ostrych napięć na rynkach finansowych są z definicji tymczasowe.

W dziedzinie analizy ekonomicznej oczekuje się, że dynamika realnego PKB w strefie euro, która w drugim kwartale 2011 r. obniżyła się do 0,2% w ujęciu kwartalnym, w drugim półroczu będzie bardzo umiarkowana. Widać oznaki, że rozpoznane wcześniej ujemne czynniki ryzyka zaczynają się materializować, o czym świadczą niekorzystne wyniki badań ankietowych. Jeśli chodzi o nadchodzący okres, wydaje się, że aktualną tendencję wzrostu w strefie euro osłabia kilka czynników, w tym spowolnienie dynamiki popytu światowego oraz niekorzystny wpływ, jaki na ogólne warunki finansowania i poziom zaufania wywierają napięcia utrzymujące się na rynkach obligacji rządowych kilku krajów strefy euro. Jednocześnie Rada Prezesów nadal spodziewa się, że na aktywność gospodarczą w strefie euro będzie korzystnie wpływać utrzymująca się dodatnia stopa wzrostu gospodarek wschodzących, a także niski poziom krótkoterminowych stóp procentowych i wszystkie środki zastosowane w celu wsparcia funkcjonowania sektora finansowego.

W ocenie Rady Prezesów ujemne czynniki ryzyka dotyczące perspektyw gospodarczych w strefie euro potwierdziły się w warunkach szczególnie wysokiej niepewności. Do czynników tych należy przede wszystkim większe nasilenie się napięć w niektórych segmentach rynków finansowych w strefie euro i na poziomie globalnym, a także możliwość dalszego rozprzestrzenienia się tych napięć na sferę realną gospodarki strefy euro. Czynnikiem ujemnym są też: wpływ wciąż wysokich cen energii, presje protekcyjistyczne oraz możliwość wystąpienia niekontrolowanej korekty stanów nierównowagi na świecie.

Jeśli chodzi o sytuację cenową, w październiku roczna inflacja HICP w strefie euro według wstępnych szacunków Eurostatu wyniosła 3,0%, tyle samo co we wrześniu. Od końca ubiegłego roku stopa inflacji jest podwyższona, głównie pod wpływem wzrostów cen energii i innych surowców. Stopa ta prawdopodobnie pozostanie powyżej 2% jeszcze przez kilka miesięcy, a następnie w ciągu 2012 r. spadnie poniżej 2%. Oczekuje się, że w horyzoncie przyjętym w polityce pieniężnej stopa inflacji będzie zgodna z definicją stabilności cen. Taki rozwój sytuacji odzwierciedla oczekiwania, że w związku ze słabszym wzrostem w strefie

euro i na świecie również presja cenowa, kosztowa i płacowa w strefie euro powinna się osłabić.

W ocenie Rady Prezesów, uwzględniającej także decyzję z 3 listopada o obniżeniu podstawowych stóp procentowych EBC o 25 punktów bazowych, czynniki mogące wpłynąć na sytuację cenową w średnim okresie nadal ogólnie się równoważą. Do czynników oddziałujących w kierunku wzrostu inflacji należy przede wszystkim możliwość podwyżek podatków pośrednich i cen administrowanych ze względu na konieczność konsolidacji fiskalnej w nadchodzących latach. Jednak w obecnej sytuacji presja inflacyjna powinna ustępować. Natomiast głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku inflacji jest wpływ słabszego niż zakładano wzrostu gospodarczego w strefie euro i na świecie. Gdyby spowolniony wzrost gospodarczy się utrzymał, może to faktycznie ograniczyć średniookresową presję inflacyjną w strefie euro.

W dziedzinie analizy monetarnej roczna dynamika agregatu M3 we wrześniu 2011 r. wzrosła do 3,1%, z 2,7% w sierpniu. Roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego, skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację kredytów, wyniosła we wrześniu 2,7%, tyle samo co w sierpniu. Podobnie jak w sierpniu, napływ środków do instrumentów zaliczanych do M3 także odzwierciedlał podwyższone napięcia na niektórych rynkach finansowych. Wydaje się, że we wrześniu na sytuacji pieniężnej mocno odbił się zwłaszcza napływ środków do jednostek funduszy rynku pieniężnego oraz umów repo zawieranych za pośrednictwem kontrahentów centralnych. Roczna stopa wzrostu M1 zwiększyła się z 1,7% w sierpniu do 2,0% we wrześniu.

Po stronie czynników kreacji roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych we wrześniu nie zmieniła się w porównaniu z sierpniem i wyniosła w ujęciu skorygowanym o sprzedaż kredytów 2,2%, a w ujęciu skorygowanym o sekurytyzację 2,6%. Wartości te nie wskazują, by do września podwyższone napięcia na rynkach finansowych odbiły się na podaży kredytów. Ponieważ jednak takie oddziaływanie może objawić się później, w nadchodzącym okresie należy uważnie obserwować akcję kredytową. Gdy przyjmie się właściwą, średniookresową perspektywę i pominie zmienność krótkookresową, widać, że

tendencje w dynamice szerokiego pieniądza i kredytu w ostatnich miesiącach się ustabilizowały. Tym samym aktualna tendencja ekspansji monetarnej pozostaje umiarkowana.

Sumy bilansowe monetarnych instytucji finansowych w ostatnich miesiącach utrzymywały się na zasadniczo niezmiennym poziomie. Zdrowe bilanse banków będą kluczowym czynnikiem ograniczenia samonapędzającej się spirali niekorzystnych skutków napięć na rynkach finansowych, dzięki czemu z czasem zapewnią odpowiednią podaż kredytów dla gospodarki. Zatem Rada Prezesów z zadowoleniem przyjmuje konsensus Rady Europejskiej z 26 października w sprawie wprowadzenia do końca czerwca 2012 r. wymogu podwyższenia pozycji kapitałowej banków do 9% kapitału podstawowego kategorii 1. Rada w pełni popiera też skierowane do krajowych organów nadzoru wezwanie do pilnowania, by plany rekapitalizacyjne banków nie doprowadziły do nadmiernej redukcji dźwigni finansowej.

Podsumowując, na posiedzeniu 3 listopada 2011 r. Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, obniżyć podstawowe stopy procentowe EBC o 25 punktów bazowych. Wprawdzie inflacja wciąż jest podwyższona i jeszcze przez kilka miesięcy będzie prawdopodobnie przekraczać 2%, ale oczekuje się, że w ciągu 2012 r. stopa inflacji spadnie poniżej 2%. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej potwierdza, że aktualna tendencja ekspansji monetarnej jest nadal umiarkowana. Po decyzji Rady inflacja w horyzoncie przyjętym w polityce pieniężnej powinna kształtować się zgodnie z definicją stabilności cen. Napięcia trwające na rynkach finansowych, niekorzystnie oddziałujące na warunki finansowania i poziom zaufania, prawdopodobnie będą spowalniać tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro w drugim półroczu i późniejszym okresie. Perspektywy gospodarcze nadal obciąża wyjątkowo duża niepewność i nasilenie ujemnych czynników ryzyka. Niektóre z tych czynników zaczęły się materializować, przez co bardzo prawdopodobne staje się znaczne obniżenie prognoz i projekcji średniego wzrostu realnego PKB w 2012 r. W tej sytuacji powinna także osłabić się presja cenowa, kosztowa i płacowa w strefie euro, co Rady Prezesów uwzględniła w decyzji z 3 listopada

o obniżce podstawowych stóp procentowych EBC o 25 punktów bazowych. Konieczne jest, by polityka pieniężna była w dalszym ciągu ukierunkowana na utrzymanie średniookresowej stabilności cen, tak aby zapewnić mocne zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, jakim jest utrzymanie inflacji w średnim okresie na poziomie poniżej, ale blisko 2%. Zakotwiczenie to jest warunkiem koniecznym, by polityka pieniężna mogła przyczynić się do wzrostu gospodarczego i tworzenia miejsc pracy w strefie euro.

W dziedzinie polityki fiskalnej wszystkie rządy w strefie euro winny wykazywać niezłomną determinację, by w pełni honorować dobrowolnie podjęte zobowiązania; jest to kluczowe dla utrzymania stabilności finansowej w strefie jako całości. Rada Prezesów zapoznała się z zobowiązaniami fiskalnymi zawartymi w oświadczeniu ze szczytu państw strefy euro z 26 października 2011 r. i wzywa wszystkie rządy do pełnego i jak najszybszego wdrożenia środków koniecznych do osiągnięcia konsolidacji fiskalnej i zrównoważonych systemów emerytalnych, a także do poprawy zarządzania. Rządy krajów objętych wspólnymi programami dostosowawczymi UE-MFW oraz krajów szczególnie mało odpornych powinny być gotowe na zastosowanie wszelkich dodatkowych rozwiązań, których wymagać będzie sytuacja.

Niezwykle istotne jest, by konsolidacji fiskalnej towarzyszyły reformy strukturalne, gdyż tego wymaga umocnienie zaufania, poprawa perspektyw wzrostu gospodarczego i przyspieszenie tworzenia miejsc pracy. W związku z tym Rada Prezesów wzywa wszystkie rządy państw strefy euro, by natychmiast przyspieszyły gruntowne i szeroko zakrojone reformy strukturalne. Pomoże to krajom tej strefy poprawić konkurencyjność, uelastyczyć gospodarkę i zwiększyć długookresowy potencjał wzrostu. W tym kontekście niezbędne są reformy rynku pracy, skoncentrowane na rozwiązaniach służących zmniejszeniu sztywności tego rynku i zwiększeniu elastyczności płac, tak aby płace i warunki pracy mogły być dostosowywane do konkretnych potrzeb firm. W ogóle w tych trudnych czasach kwestią o podstawowym znaczeniu jest umiarkowanie – zarówno w kwestii marż zysku, jak i poziomu płac. Powyższym rozwiązaniom powinny towarzyszyć

reformy strukturalne zwiększające konkurencję na rynkach produktów, a zwłaszcza usług – w tym liberalizacja zawodów regulowanych – oraz, w stosownych przypadkach, prywatyzacja usług świadczonych obecnie przez sektor publiczny. Jednocześnie Rada Prezesów podkreśla, że bezwzględnie konieczne jest, by władze państw strefy euro szybko uchwały i wdrożyły zalecane środki ogłoszone w oświadczeniu ze szczytu państw strefy euro z 26 października 2011 r.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. Pierwszy przedstawia kształtowanie się cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro i Stanach Zjednoczonych w ostatnim okresie. Drugi poświęcony jest niedawnym zmianom w strefie euro na rynkach instrumentów stosowanych przez banki do finansowania się długiem długoterminowym; omówiono w nim stan integracji tych rynków i konsekwencje dla transmisji polityki pieniężnej.