

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 14 stycznia 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 informacje i analizy, które pojawiły się od posiedzenia Rady z 3 grudnia 2009 r., należy oczekiwać, że w perspektywie przyjętej przy stanowieniu polityki pieniężnej zmiany cen nadal będą niewielkie. Najnowsze informacje potwierdzają także, że pod koniec 2009 r. aktywność gospodarcza w strefie euro nadal rosła. Jednak niektóre czynniki przyczyniające się obecnie do wzrostu realnego PKB mają charakter przejściowy. Mając świadomość, że proces ożywienia prawdopodobnie będzie nierównomierny i że perspektywy gospodarcze są niepewne, Rada Prezesów oczekuje, że w 2010 r. tempo wzrostu gospodarki strefy euro będzie umiarkowane. Analiza monetarna potwierdza ocenę, że średniookresowa presja inflacyjna będzie niska w związku z utrzymującym się jednoczesnym osłabieniem dynamiki pieniądza i kredytów. Ogólnie Rada Prezesów spodziewa się, że w średnim okresie stabilność cen zostanie utrzymana, co będzie korzystnie wpływać na siłę nabywczą gospodarstw domowych strefy euro. Średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostają spójne z celem Rady Prezesów, by utrzymać stopę inflacji na poziomie poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

W dziedzinie analizy ekonomicznej najnowsze informacje potwierdzają, że wzrost realnego PKB strefy euro, który w trzecim kwartale 2009 r. wyniósł 0,4% w ujęciu kwartalnym, pod koniec roku jeszcze przyspieszył. Do poprawy sytuacji w strefie euro przyczynia się zwrot w cyklu zapasów i ożywienie eksportu, a także wdrażane silne bodźce makroekonomiczne oraz działania mające przywrócić prawidłowe funkcjonowanie systemu finansowego. Niemniej jednak niektóre z tych czynników mają charakter przejściowy. Ponadto jeszcze przez jakiś czas aktywność gospodarczą będzie hamować trwająca obecnie, w strefie euro i poza nią, restrukturyzacja bilansów w sektorach finansowym i niefinansowym. Co więcej, niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych będzie prawdopodobnie wpływać niekorzystnie na inwestycje, a przewidywany dalszy niewielki wzrost bezrobocia w strefie euro spowoduje obniżenie dynamiki spożycia. Dlatego oczekuje się, że w 2010 r. tempo wzrostu gospodarki strefy euro będzie umiarkowane, a proces ożywienia – prawdopodobnie nierównomierny.

W opinii Rady Prezesów zagrożenia dla przedstawionego scenariusza ogólnie się równoważą. Po stronie pozytywnej mogą wystąpić silniejsze od oczekiwanych skutki

wdrażanych obecnie kompleksowych bodźców makroekonomicznych i innych podjętych działań. Również wzrost zaufania oraz poprawa sytuacji gospodarczej na świecie i obrotów handlu zagranicznego mogą okazać się większe od oczekiwanych. Po stronie negatywnej nadal istnieje ryzyko, że niekorzystne wzajemne oddziaływanie między sferą realną gospodarki i sektorem finansowym okaże się silniejsze lub bardziej długotrwałe. Do czynników ryzyka należą także ponowne wzrosty cen ropy i innych surowców, nasilenie protekcjonizmu oraz możliwość wystąpienia destabilizujących zmian na rynkach w związku z korektą stanów nierównowagi na świecie.

Jeśli chodzi o procesy cenowe, zgodnie z oczekiwaniami roczna inflacja HICP w strefie euro w grudniu 2009 r. ponownie wzrosła i wyniosła 0,9%, wobec 0,5% w listopadzie. Wzrost ten był spowodowany przede wszystkim przez dodatni efekt bazy wynikający głównie ze spadku światowych cen energii w tym samym okresie ubiegłego roku. Przewiduje się, że w najbliższej przyszłości inflacja utrzyma się na poziomie około 1%. W dalszej perspektywie można oczekiwać, że w horyzoncie przyjętym przy stanowieniu polityki pieniężnej inflacja w dalszym ciągu będzie umiarkowana – ogólny wzrost cen, kosztów i płac będzie wciąż niewielki, zgodny z powolnym ożywieniem popytu w samej strefie euro i poza nią. Należy przy tym ponownie podkreślić, że oczekiwania inflacyjne w średnim i dłuższym okresie pozostają całkowicie spójne z celem Rady Prezesów, którym jest utrzymanie stopy inflacji poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

Zagrożenia związane z tym scenariuszem nadal zasadniczo się równoważą, a wiążą się zwłaszcza z perspektywami aktywności gospodarczej oraz kształtowaniem się cen surowców. Z powodu konieczności przeprowadzenia w nadchodzących latach konsolidacji fiskalnej również podwyżki podatków pośrednich i cen kontrolowanych mogą okazać się większe od obecnie oczekiwanych.

W dziedzinie analizy monetarnej roczne stopy wzrostu zarówno agregatu M3, jak i kredytów dla sektora prywatnego w listopadzie ponownie się obniżyły, odpowiednio do -0,2% i -0,7%. Ten obserwowany od kilku miesięcy równoczesny spadek dynamiki obu tych zmiennych do nienotowanych wcześniej wartości potwierdza ocenę, że średniookresowe tempo ekspansji monetarnej jest niskie, a presja inflacyjna – słaba. Prawdopodobnie jeszcze przez jakiś czas stopa wzrostu agregatu M3 i kredytów będzie bardzo niska lub nawet ujemna.

Obserwowane tempo spadku dynamiki pieniądza może prowadzić do przeszacowania trendu spadkowego ekspansji monetarnej. Wynika to z nadal stromego nachylenia

krzywej dochodowości, które odzwierciedla przechodzenie inwestorów z instrumentów zaliczanych do M3 na depozyty o dłuższych terminach i papiery wartościowe. Jednocześnie aktualna konfiguracja stóp procentowych nadal powoduje, że główne komponenty agregatu M3 kształtują się niejednakowo – niewielkie różnice między oprocentowaniem rozmaitych depozytów krótkoterminowych przekładają się na niższy koszt alternatywny np. przesunięcia środków z depozytów terminowych o krótkim okresie zapadalności do depozytów *overnight*. Dlatego też agregat M1 nadal rósł w szybkim tempie (w listopadzie 12,6% w ujęciu rocznym), podczas gdy roczna dynamika M3 spadła poniżej zera.

Roczna stopa wzrostu kredytów dla sektora prywatnego była ujemna, mimo powrotu rocznej dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych do wartości dodatnich, gdyż roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw spadła jeszcze dalej poniżej zera. Rozbieżność ta jest zgodna z prawidłowością występującą w cyklu koniunkturalnym, zgodnie z którą zwrot w dynamice kredytów dla firm zwykle następuje z opóźnieniem w stosunku do zwrotu w aktywności gospodarczej. Natomiast najnowsze dane w dalszym ciągu potwierdzają stabilizację (choć na niskim poziomie) akcji kredytowej dla gospodarstw domowych. Jeśli chodzi o kredyty dla przedsiębiorstw, spadek ich dynamiki w dalszym ciągu wynikał głównie ze znacznej spłaty netto kredytów o krótszych terminach zapadalności, podczas gdy saldo udzielonych kredytów o dłuższych terminach zapadalności było nadal dodatnie. W nadchodzących miesiącach słabe wyniki w produkcji i handlu oraz utrzymująca się niepewność co do perspektyw biznesowych w dalszym ciągu będą prawdopodobnie osłabiać zapotrzebowanie przedsiębiorstw na finansowanie bankowe. Jednocześnie warunki finansowania przedsiębiorstw w ostatnich miesiącach znacznie się poprawiły, zarówno pod względem kosztu kredytów bankowych, jak i kosztu finansowania na rynku. W związku z tym utrzymujące się w ostatnich miesiącach ujemne saldo przepływu krótkoterminowych kredytów do przedsiębiorstw może po części wynikać z istnienia lepszych alternatywnych źródeł finansowania długoterminowego.

Banki w dalszym ciągu zmniejszały sumy bilansowe, zwłaszcza poprzez redukcję aktywów stanowiących zaangażowanie wobec innych banków. Problem polega na tym, by poprawa wielkości i struktury bilansu nie odbiła się na dostępności kredytów dla sektora niefinansowego. W celu rozwiązania tego problemu banki powinny wykorzystać większą dostępność pożyczek do dalszego umocnienia bazy kapitałowej, a w razie potrzeby w pełni wykorzystać do rekapitalizacji rządowe środki pomocowe.

Podsumowując, obecny poziom podstawowych stóp procentowych EBC jest wciąż odpowiedni. Biorąc pod uwagę wszystkie informacje i analizy, które pojawiły się od posiedzenia Rady z 3 grudnia 2009 r., należy oczekiwać, że w perspektywie przyjętej przy stanowieniu polityki pieniężnej zmiany cen nadal będą niewielkie. Najnowsze informacje potwierdzają także, że pod koniec 2009 r. aktywność gospodarcza w strefie euro nadal rosła. Jednak niektóre czynniki przyczyniające się obecnie do wzrostu realnego PKB mają charakter przejściowy. Mając świadomość, że proces ożywienia prawdopodobnie będzie nierównomierny i że perspektywy gospodarcze są niepewne, Rada Prezesów oczekuje, że w 2010 r. tempo wzrostu gospodarki strefy euro będzie umiarkowane. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej potwierdza ocenę, że średniookresowa presja inflacyjna będzie niska w związku z utrzymującym się jednoczesnym osłabieniem dynamiki pieniądza i kredytów. Ogólnie Rada Prezesów spodziewa się, że w średnim okresie stabilność cen zostanie utrzymana, co będzie korzystnie wpływać na siłę nabywczą gospodarstw domowych strefy euro. Średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostają spójne z celem Rady Prezesów, by utrzymać stopę inflacji na poziomie poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

Rada Prezesów będzie nadal dostarczać systemowi bankowemu zwiększonej ilości środków kredytowych, mając przy tym na uwadze postępującą poprawę sytuacji na rynkach finansowych i konieczność uniknięcia zakłóceń, które mogłyby wystąpić, gdyby stosowanie środków nadzwyczajnych trwało zbyt długo. Rada będzie też nadal stopniowo wycofywać nadzwyczajne wsparcie płynnościowe, kiedy nie będzie już potrzebne w takim zakresie jak wcześniej. Aby skutecznie zapobiec jakimkolwiek zagrożeniom dla stabilności cen w średnim i dłuższym okresie, dostarczona płynność zostanie we właściwym momencie wchłonięta z powrotem. Dlatego też w nadchodzącym okresie Rada będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

W dziedzinie polityki fiskalnej wiele rządów w strefie euro zмага się obecnie z dużą i szybko rosnącą nierównowagą fiskalną. Bardzo duże potrzeby pożyczkowe rządów niosą ze sobą ryzyko szybkiego pogorszenia się nastrojów inwestorów, które może przełożyć się na mniej korzystny poziom średnio- i długoterminowych rynkowych stóp procentowych. To z kolei mogłoby odbić się na inwestycjach prywatnych, a tym osłabić podstawy stabilnego wzrostu. Ponadto wysoki deficyt budżetowy i dług publiczny stanowiłyby dodatkowe obciążenie dla polityki pieniężnej, przez co mogłyby zaszkodzić wiarygodności zarówno postanowień Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, jak i paktu stabilności i wzrostu, będących filarem unii gospodarczej i walutowej. W związku

z tym Rada Prezesów wzywa rządy do uchwalenia i wdrożenia na czas ambitnych strategii fiskalnych dotyczących wycofania środków nadzwyczajnych oraz konsolidacji, opartych na realistycznych założeniach co do tempa wzrostu i skoncentrowanych na zreformowaniu wydatków publicznych. Ewentualne cięcia podatkowe można rozważać jedynie w perspektywie średniookresowej, czyli dopiero wtedy, kiedy kraje odzyskają większą swobodę budżetową. Wszystkie kraje strefy euro powinny jako minimum podjąć zobowiązanie do rozpoczęcia konsolidacji najpóźniej w 2011 r. i dążyć do osiągnięcia wyników znacznie przewyższających wartość referencyjną 0,5% PKB rocznie w ujęciu strukturalnym. Powodzenie strategii dostosowań fiskalnych będzie przede wszystkim zależęć od odpowiednich przepisów i instytucji budżetowych na szczeblu krajowym oraz od przejrzystości procedur budżetowych, a także od rzetelności i kompletności statystyk finansów publicznych.

W dziedzinie reform strukturalnych ważne jest przeprowadzenie właściwej restrukturyzacji sektora bankowego. Kluczem do zwiększenia odporności banków na wstrząsy gospodarcze są: zdrowe bilanse, skuteczne zarządzanie ryzykiem oraz przejrzyste i stabilne zasady działalności; one właśnie będą fundamentami trwałego wzrostu gospodarczego i stabilności finansowej.

Eurosystem przedstawi swoją odpowiedź na ogłoszone przez Komisję Europejską konsultacje publiczne w sprawie strategii UE 2020, która ma być następczynią aktualnej strategii lizbońskiej. Strategia UE 2020 ma odpowiedzieć na przyszłe wyzwania poprzez skoncentrowanie się na osiągnięciu wysokiego wzrostu potencjalnego i zatrudnienia, do czego ma przyczynić się dobre funkcjonowanie rynków pracy i produktów, właściwe działanie systemów finansowych oraz zrównoważona polityka fiskalna. Celem strategii, zgodnie z zapisami traktatu, ma być zbudowanie wysoce konkurencyjnej społecznej gospodarki rynkowej.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. W pierwszym opisano, w jaki sposób EBC określał, sygnalizował i realizował nastawienie polityki pieniężnej podczas niedawnego kryzysu finansowego. Drugi artykuł poświęcony jest relacjom EBC z innymi instytucjami i organami Unii Europejskiej od czasu wprowadzenia euro. W trzecim artykule przedstawiono ogólne informacje i szacunki dotyczące świadczeń należnych gospodarstwom domowym z tytułu rządowych programów emerytalnych w strefie euro.