

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 3 lutego 2011 r. Rada Prezesów potwierdziła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, że obecny poziom podstawowych stóp procentowych EBC jest wciąż odpowiedni. W związku z tym Rada postanowiła pozostawić stopy bez zmian. Po uwzględnieniu wszystkich nowych informacji i analiz, które pojawiły się od posiedzenia 13 stycznia 2011 r., Rada Prezesów nadal dostrzega oznaki krótkookresowej presji na wzrost inflacji ogólnej, wynikającej głównie z cen energii i surowców. Dotychczas nie wpłynęło to na ocenę Rady, że w perspektywie przyjętej w polityce pieniężnej sytuacja cenowa będzie kształtować się zgodnie z definicją stabilności cen. Jednocześnie sytuacja ta wymaga bardzo uważnej obserwacji. Najnowsze dane ekonomiczne potwierdzają dodatni trend aktywności gospodarczej w strefie euro, przy utrzymującej się podwyższonej niepewności. Z analizy monetarnej wynika, że presja inflacyjna w okresie średnim do długiego powinna pozostać ograniczona. Oczekiwania inflacyjne pozostają całkowicie spójne z docelowym poziomem inflacji, wynoszącym poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Utrzymanie trwałej stabilności oczekiwań inflacyjnych jest kwestią o podstawowym znaczeniu.

W ujęciu ogólnym Rada Prezesów oczekuje, że w średnim okresie ceny pozostaną stabilne; bieżące nastawienie polityki pieniężnej jest w dalszym ciągu akomodacyjne. Nastawienie to, podobnie jak działania w zakresie dostarczania płynności i zasady jej przydziału, będą dostosowywane do sytuacji, z uwzględnieniem faktu, że wszystkie niestandardowe środki zastosowane w okresie ostrych napięć na rynkach finansowych są z definicji tymczasowe. Dlatego też w nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

W dziedzinie analizy ekonomicznej, po wzroście realnego PKB strefy euro w trzecim kwartale 2010 r. o 0,3% w ujęciu kwartalnym, najnowsze dane statystyczne i informacje z badań ankietowych za czwarty kwartał i początek bieżącego roku nadal potwierdzają dodatni trend aktywności gospodarczej w strefie euro. Przewiduje się, że w nadchodzącym okresie trwające ożywienie gospodarki światowej powinno nadal korzystnie wpływać na eksport strefy euro. Jednocześnie, biorąc pod uwagę relatywnie wysokie wskaźniki zaufania wśród przedsiębiorstw w strefie euro, coraz większy udział we wzroście powinien mieć popyt wewnętrzny ze strony sektora prywatnego, przy korzystnym wpływie akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej i środków podjętych w celu poprawy funkcjonowania systemu finansowego. Natomiast czynnikiem

hamującym ożywienie będzie prawdopodobnie proces dostosowania bilansów w różnych sektorach gospodarki.

W ocenie Rady Prezesów czynniki mogące spowodować, że aktywność gospodarcza odbiegnie od przedstawionego scenariusza, nadal nieznacznie przechylają się w stronę niższego tempa wzrostu, w warunkach wciąż podwyższonej niepewności. Z jednej strony wzrost handlu światowego znów może okazać się szybszy od oczekiwanego, co byłoby korzystne dla eksportu strefy euro. Możliwe jest także, że wysoki poziom zaufania wśród przedsiębiorstw będzie pobudzał wewnętrzną aktywność gospodarczą w strefie euro silniej, niż się obecnie zakłada. Z kolei do czynników mogących obniżyć tempo wzrostu należą napięcia w niektórych segmentach rynku finansowego i możliwość przełożenia się ich na sferę realną gospodarki strefy euro. Do potencjalnych czynników negatywnych należy też możliwość ponownych wzrostów cen ropy naftowej i innych surowców, nasilenia się protekcjonizmu oraz wystąpienia niekontrolowanej korekty stanów nierównowagi na świecie.

Jeśli chodzi o sytuację cenową, według wstępnych szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w styczniu 2011 r. wyniosła 2,4%, wobec 2,2% w grudniu. Ten dalszy, zasadniczo przewidywany wzrost wynikał głównie z wyższych cen energii. W nadchodzących miesiącach inflacja może jeszcze przejściowo wzrosnąć i prawdopodobnie przez większą część 2011 r. utrzyma się nieco powyżej 2%, a dopiero na przełomie 2011 r. i 2012 r. z powrotem się obniży. W sumie Rada Prezesów nadal dostrzega oznaki krótkookresowej presji na wzrost inflacji ogólnej, wynikającej głównie z cen energii i surowców. Presję tę można również dostrzec w początkowych etapach procesu produkcyjnego. Dotychczas sytuacja ta nie wpłynęła na ocenę Rady, że w perspektywie przyjętej w polityce pieniężnej sytuacja cenowa będzie kształtować się zgodnie z definicją stabilności cen. Jednocześnie sytuacja ta wymaga bardzo uważnej obserwacji. Średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostają całkowicie spójne z celem Rady Prezesów, by utrzymać stopę inflacji w średnim okresie na poziomie poniżej, ale blisko 2%.

Czynniki mogące spowodować, że w średnim okresie inflacja odbiegnie od przedstawionego scenariusza, nadal ogólnie się równoważą, ale – na co wskazywano już w styczniu – mogą przechylić się w stronę większego wzrostu cen. Obecnie do wyższej inflacji mogą w szczególności prowadzić zmiany cen surowców energetycznych i nieenergetycznych. Również podwyżki podatków pośrednich i cen kontrolowanych mogą okazać się większe od obecnie oczekiwanych z powodu konieczności przeprowadzenia w nadchodzących latach konsolidacji fiskalnej. Może też jeszcze

wzrosnąć presja cenowa w kolejnych etapach procesu produkcyjnego. Biorąc pod uwagę utrzymującą się niepewność, czynniki mogące obniżyć inflację wiążą się głównie z wpływem, jaki może na nią wywrzeć potencjalnie niższy wzrost gospodarczy.

W dziedzinie analizy monetarnej roczna dynamika agregatu M3 w grudniu 2010 r. spadła do 1,7%, wobec 2,1% w listopadzie. Spadła również, choć minimalnie, roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego, z 2,0% w listopadzie do 1,9% w grudniu. Spadki te częściowo odzwierciedlają odwrócenie się czynników szczególnych, które wystąpiły w listopadzie, i nie oznaczają ogólnego osłabienia dynamiki pieniądza. W sumie jednak dynamika szerokiego pieniądza i kredytu jest nadal niska, co potwierdza ocenę, że ogólny trend ekspansji monetarnej jest umiarkowany, a presja inflacyjna w okresie średnim do długiego powinna pozostać ograniczona.

W obrębie komponentów agregatu M3 roczna dynamika M1 ponownie się obniżyła – w grudniu 2010 r. wyniosła 4,4% – w związku z niskim oprocentowaniem depozytów overnight. Jednocześnie znów zwiększyło się nieznacznie nachylenie krzywej dochodowości, z czego wynika, że nadal maleje atrakcyjność instrumentów krótkoterminowych zaliczanych do M3 w porównaniu z wyżej oprocentowanymi instrumentami o dłuższych terminach zapadalności spoza M3.

Po stronie przeciwnej, za roczną dynamiką kredytów dla sektora prywatnego nadal kryły się różne tempa wzrostu w poszczególnych sektorach. Dynamika kredytów dla przedsiębiorstw w grudniu 2010 r. wyniosła -0,2% (wobec -0,1% w listopadzie), natomiast dynamika kredytów dla gospodarstw domowych wzrosła w grudniu do 3,0% (z 2,8% w listopadzie). Gdy weźmie się pod uwagę wyłączenie kredytów z bilansów banków oraz pominięcie krótkookresową zmienność, najnowsze dane potwierdzają, że roczna dynamika kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego nadal stopniowo się umacniała.

Jednocześnie najnowsze dane wskazują, że sumy bilansowe banków, które rosły przez większą część 2010 r., z powrotem się skurczyły, głównie z powodu spadku pożyczek międzybankowych. Ważne jest, by w warunkach wzrostu popytu banki nadal zwiększały akcję kredytową dla sektora prywatnego. W razie potrzeby powinny w tym celu zatrzymać zyski, dalej umacniać swoją bazę kapitałową przez pozyskiwanie środków na rynku lub w pełni wykorzystać do rekapitalizacji rządowe środki pomocowe.

Podsumowując, obecny poziom podstawowych stóp procentowych EBC jest wciąż odpowiedni, w związku z czym Rada Prezesów postanowiła pozostawić je bez zmian. Po uwzględnieniu wszystkich nowych informacji i analiz, które pojawiły się od posiedzenia 13 stycznia 2011 r., Rada Prezesów nadal dostrzega oznaki krótkookresowej presji na

wzrost inflacji ogólnej, wynikającej głównie z cen energii i surowców. Dotychczas nie wpłynęło to na ocenę Rady, że w perspektywie przyjętej w polityce pieniężnej sytuacja cenowa będzie kształtować się zgodnie z definicją stabilności cen. Jednocześnie sytuacja ta wymaga bardzo uważnej obserwacji. Najnowsze dane ekonomiczne potwierdzają dodatni trend aktywności gospodarczej w strefie euro, przy utrzymującej się podwyższonej niepewności. Zestawienie analizy ekonomicznej i monetarnej wskazuje, że presja inflacyjna w okresie średnim do długiego powinna pozostać ograniczona. Oczekiwania inflacyjne pozostają całkowicie spójne z docelowym poziomem inflacji, wynoszącym poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Utrzymanie trwałej stabilności oczekiwań inflacyjnych jest kwestią o podstawowym znaczeniu.

W dziedzinie polityki fiskalnej jest teraz konieczne, by w 2011 r. wszystkie rządy w pełni zrealizowały plany konsolidacji fiskalnej. W razie potrzeby należy szybko wdrożyć dodatkowe działania naprawcze, aby zapewnić postępy w trwałej stabilizacji finansów publicznych. Jeśli chodzi o lata następne, kraje powinny wskazać w swoich wieloletnich programach dostosowawczych konkretne posunięcia w dziedzinie polityki fiskalnej, tak aby wzmocnić wiarygodność przyjętych celów konsolidacji fiskalnej. Doświadczenie pokazuje, że ważnym krokiem w kierunku osiągnięcia i utrzymania zdrowej sytuacji budżetowej jest ograniczenie wydatków, szczególnie gdy zostanie ono usankcjonowane w obowiązujących zasadach krajowej polityki budżetowej. Zobowiązanie takie pomaga umocnić wiarę w trwałą stabilność finansów publicznych, obniżyć zawarte w stopach procentowych premie za ryzyko oraz stworzyć lepsze warunki do solidnego i trwałego wzrostu. Ze względu na aktualne napięcia na rynkach finansowych kwestią o krytycznym znaczeniu jest prowadzenie wiarygodnej polityki.

Jako uzupełnienie dostosowań fiskalnych należy pilnie wdrożyć głębokie i szeroko zakrojone reformy strukturalne, tak aby poprawić perspektywy trwałego wzrostu gospodarczego i zatrudnienia. Gruntowne reformy są szczególnie potrzebne w krajach, które doświadczyły spadku konkurencyjności lub borykają się z wysokim deficytem budżetowym i zewnętrznym. Dodatkowym wsparciem procesu wprowadzania niezbędnych dostosowań w gospodarce byłoby zwiększenie konkurencji na rynku produktów oraz elastyczności rynku pracy. Opisanym reformom strukturalnym powinny towarzyszyć odpowiednie zmiany w strukturze sektora bankowego. Kluczem do zwiększenia odporności banków na wstrząsy i zapewnienia wystarczającej dostępności finansowania są: zdrowe bilanse, skuteczne zarządzanie ryzykiem oraz przejrzyste i stabilne zasady działalności; one właśnie staną się fundamentami trwałego wzrostu gospodarczego i stabilności finansowej.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. Pierwszy omawia kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych w strefie euro w ostatnim okresie. Drugi analizuje zawartość informacyjną cen opcji podczas kryzysu finansowego.