

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 8 kwietnia 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 4 marca 2010 r., należy oczekiwać, że w perspektywie czasowej przyjętej przy stanowieniu polityki pieniężnej zmiany cen nadal będą umiarkowane. Najnowsze informacje potwierdziły także, że w pierwszych miesiącach 2010 r. w strefie euro nadal trwało ożywienie gospodarcze. Ogólnie Rada Prezesów oczekuje, że w 2010 r. gospodarka strefy euro będzie rosła w umiarkowanym tempie, przy czym otoczenie gospodarcze nadal cechować będzie niepewność, a tempo wzrostu może być nierównomierne z powodu różnych czynników szczególnych. Analiza monetarna potwierdza ocenę, że średniookresowa presja inflacyjna jest niska. Ogólnie Rada Prezesów spodziewa się, że w średnim okresie stabilność cen zostanie utrzymana, co będzie korzystnie wpływać na siłę nabywczą gospodarstw domowych strefy euro. Oczekiwania inflacyjne pozostają całkowicie spójne z docelową stopą inflacji, która wynosi poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

Analiza ekonomiczna wskazuje, że w III kw. 2009 r. gospodarka strefy euro, po okresie gwałtownych spadków, odnotowała wzrost o 0,4%, natomiast w IV kw., wg drugiej edycji danych Eurostatu, realny PKB nie zmienił się. Korzystny wpływ na sytuację gospodarczą miało ożywienie gospodarcze na świecie, znaczne pakiety stymulujące oraz działania podjęte w celu przywrócenia prawidłowego funkcjonowania systemu bankowego. Dostępne wskaźniki, w tym zwłaszcza dalsze pozytywne informacje z badań ankietowych prowadzonych wśród przedsiębiorców, wskazują, że w pierwszych miesiącach 2010 r. ożywienie gospodarcze w strefie euro trwało nadal, pomimo niesprzyjających czynników szczególnych, w tym złych warunków pogodowych. W rezultacie tempo wzrostu realnego PKB w strefie euro na przełomie roku było prawdopodobnie nadal nierównomierne, w związku z czym zasadne wydaje się, by pominąć w analizie zmienność kwartalną i porównywać trendy wzrostu gospodarczego w ujęciu półrocznym. Na rok 2010 Rada Prezesów przewiduje, że realny PKB będzie nadal rósł w umiarkowanym tempie, co będzie związane z dokonującą się w różnych sektorach korektą bilansów, z przewidywanym niskim poziomem inwestycji odzwierciedlającym niskie wykorzystanie

mocy produkcyjnych oraz z niskim spożyciem wynikającym ze słabych perspektyw rynku pracy.

Rada Prezesów nadal uważa, że zagrożenia dla przedstawionego scenariusza ogólnie się równoważą, przy czym otoczenie gospodarcze jest wciąż niepewne. Do czynników pozytywnych zalicza się możliwość mocniejszej niż się obecnie zakłada poprawy sytuacji gospodarczej na świecie i obrotów handlu zagranicznego oraz większego wzrostu zaufania. Także skutki wdrażanych obecnie kompleksowych pakietów stymulujących i innych podjętych działań mogą okazać się silniejsze od oczekiwanych. Po stronie negatywnej nadal występują obawy, że ponownie pojawią się napięcia w niektórych segmentach rynku finansowego oraz 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 niekontrolowanej korekty stanów nierównowagi na świecie.

Jeśli chodzi o procesy cenowe, w marcu 2010 r. roczna inflacja HICP w strefie euro według wstępnych szacunków Eurostatu wyniosła 1,5%, wobec 0,9% w lutym. Nie ma jeszcze szczegółowych danych o komponentach HICP, ale ten nadspodziewanie wysoki wynik może wiązać się zwłaszcza z poziomem cen energii i żywności, zdeterminowanym m.in. przez warunki pogodowe. Oczekuje się, że w perspektywie czasowej przyjętej przy stanowieniu polityki pieniężnej inflacja będzie nadal umiarkowana. Ogólny wzrost cen, kosztów i płac powinien być w dalszym ciągu niewielki, zgodny z powolnym tempem ożywienia popytu wewnętrznego i zewnętrznego. Średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostają całkowicie spójne z celem Rady Prezesów, by utrzymać stopę inflacji na poziomie poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

Zagrożenia związane z powyższym scenariuszem nadal zasadniczo się równoważą, a wiążą się w szczególności z dalszym rozwojem aktywności gospodarczej oraz kształtowaniem się cen surowców. Również podwyżki podatków pośrednich i cen kontrolowanych mogą okazać się większe od obecnie oczekiwanych z powodu konieczności przeprowadzenia w nadchodzących latach konsolidacji fiskalnej.

Z analizy monetarnej wynika, że roczna dynamika agregatu M3 wyniosła w lutym -0,4%. Również roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego nadal była słaba (-0,4%), chociaż w ujęciu miesięcznym była dodatnia. W sumie najnowsze dane nadal potwierdzają ocenę, że ogólny trend ekspansji monetarnej jest umiarkowany i że

średniookresowa presja inflacyjna związana z podażą pieniądza jest niska. Także w nadchodzących miesiącach tempo wzrostu agregatu M3 i kredytów będzie prawdopodobnie niskie.

Utrzymujące się strome nachylenie krzywej dochodowości zachęca do inwestycji w depozyty o dłuższych terminach zapadalności lub papiery wartościowe spoza agregatu M3 i może wskazywać, że faktyczna dynamika M3 jest niższa od ogólnego trendu ekspansji monetarnej. Jednocześnie niewielkie różnice między oprocentowaniem różnych instrumentów zaliczanych do M3 przekładają się na niski koszt alternatywny związany z lokowaniem środków w instrumenty o najwyższej płynności zaliczane do M1 – ten agregat nadal rósł w dobrym tempie, w lutym 10,9% rok do roku. Niemniej miesięczne przepływy w zakresie komponentów M3 były w lutym generalnie małe, co może wskazywać, że silny dotąd wpływ aktualnej konfiguracji stóp procentowych stopniowo maleje.

Ujemna roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego jest wypadkową dwóch przeciwstawnych czynników: z jednej strony dodatniej (i wciąż rosnącej) rocznej dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych, a z drugiej – ujemnej dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw. Jednocześnie przepływ kredytów do przedsiębiorstw był w lutym dodatni, po raz pierwszy od sierpnia 2009 r., co zatrzymało spadek dynamiki rocznej. Do tych pozytywnych zmian krótkookresowych należy jednak podchodzić ostrożnie z uwagą na zmienność danych miesięcznych. Poza tym taka jest prawidłowość cyklu koniunkturalnego, że jeszcze przez jakiś czas po odbiciu aktywności gospodarczej akcja kredytowa dla firm może być słaba.

Wydaje się, że w pierwszych miesiącach 2010 r. zatrzymał się proces redukcji sum bilansowych banków. Jednak nadal pozostaje dla nich problemem, jak wprowadzać ewentualne dalsze korekty bez szkody dla dostępności kredytów dla sektora niefinansowego. W celu rozwiązania tego problemu banki powinny wyzyskać lepsze warunki finansowania 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 4 marca 2010 r., należy oczekiwać, że w perspektywie czasowej przyjętej przy stanowieniu polityki pieniężnej zmiany cen nadal będą umiarkowane. Najnowsze informacje potwierdziły także, że w pierwszych miesiącach 2010 r. w strefie

euro nadal trwało ożywienie gospodarcze. Ogólnie Rada Prezesów oczekuje, że w 2010 r. gospodarka strefy euro będzie rosła w umiarkowanym tempie, przy czym otoczenie gospodarcze nadal cechować będzie niepewność, a tempo wzrostu może być nierównomierne z powodu różnych czynników szczególnych. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej potwierdza ocenę, że średniookresowa presja inflacyjna jest niska. Ogólnie Rada Prezesów spodziewa się, że w średnim okresie stabilność cen zostanie utrzymana, co będzie korzystnie wpływać na siłę nabywczą gospodarstw domowych strefy euro. Oczekiwania inflacyjne pozostają całkowicie spójne z docelową stopą inflacji, która wynosi poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

W dziedzinie polityki fiskalnej pierwszoplanowym zadaniem rządów jest obecnie ograniczenie w uzgodnionych terminach nierównowagi budżetowej i korekta nadmiernych deficytów. W niektórych krajach strefy euro konsolidacja fiskalna rozpocznie się w roku bieżącym, a we wszystkich pozostałych działania naprawcze powinny nastąpić najpóźniej w 2011 r. Skala konsolidacji fiskalnej powinna znacznie przekroczyć minimalną roczną wartość referencyjną 0,5% PKB określoną dla dostosowań strukturalnych w Pakcie na rzecz stabilności i wzrostu; należy też w pełni zdefiniować i wdrożyć wiarygodne strategie korekt budżetowych. Będzie to wymagać zdeterminowanych działań, zwłaszcza ze strony krajów z wysokimi współczynnikami deficytu finansów publicznych i długu do PKB, w znacznym stopniu w świetle przewidywanego wzrostu wydatków budżetowych w związku ze starzeniem się społeczeństwa. Należy się zatem zdecydowanie skoncentrować na reformach wydatków. Rada Prezesów z zadowoleniem przyjmuje wydane 25 marca oświadczenie szefów państw i rządów krajów strefy euro w sprawie Grecji. Rada w pełni popiera zamiar nasilenia nadzoru nad zagrożeniami dla gospodarki i budżetu oraz wzmocnienia instrumentów zapobiegawczych, w tym procedury dotyczącej nadmiernego deficytu. Rada przyjmuje też z zadowoleniem decyzję o opracowaniu solidnego ramowego planu antykryzysowego. Prace prowadzone w tych dziedzinach powinny zmierzać do zapewnienia trwałości finansów publicznych i przyczyniać się do sprawnego funkcjonowania UGW.

W kwestii reform strukturalnych uzgodnienia poczynione 25-26 marca na posiedzeniu Rady Europejskiej w sprawie strategii Europa 2020 powinny przyczynić się do tworzenia miejsc pracy, poprawy konkurencyjności i trwałego wzrostu. Dlatego też należy obecnie ukierunkować politykę na wzmocnienie konkurencji, a jednocześnie stopniowo wycofywać

programy wsparcia skierowane do konkretnych sektorów, wprowadzone podczas kryzysu. Na rynkach pracy warunkiem uniknięcia wzrostu bezrobocia strukturalnego w nadchodzących latach będzie elastyczność w kształtowaniu płac i podnoszenie motywacji do podejmowania zatrudnienia. Podobnie, nadal konieczna jest właściwa restrukturyzacja sektora bankowego. Kluczem do zwiększenia odporności banków na wstrząsy 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 i stabilności finansowej.

W odniesieniu do ramowych zasad Eurosystemu w sprawie zabezpieczeń, Rada Prezesów postanowiła, że wymóg, by aktywa rynkowe i nierynkowe miały jakość kredytową na poziomie co najmniej klasy inwestycyjnej (tj. BBB-/Baa3), zostanie utrzymany dłużej niż do końca 2010 r., z wyjątkiem papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami. Ponadto Rada postanowiła, że od 1 stycznia 2011 r. w odniesieniu do aktywów klasy od BBB+ do BBB- (lub równorzędnej) będzie obowiązywać system progresywnych redukcji wartości w wycenie. System ten zastąpi stosowaną obecnie do takich aktywów jednolitą redukcję wartości w postaci 5-procentowego narzutu. Szczegółowe zasady wyceny będą oparte na różnych parametrach, które zostały opisane w komunikacie prasowym opublikowanym na stronie internetowej EBC.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. Pierwszy opisuje niektóre narzędzia do prognozowania inflacji w krótkim okresie stosowane przez EBC. Drugi artykuł przedstawia działania podjęte przez rządy strefy euro w celu zminimalizowania skutków kryzysu dla sektora finansowego. W trzecim artykule omówiono perspektywę globalnej nierównowagi realnej i finansowej.