

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 5 maja 2011 r. Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian, po podwyżce o 25 punktów bazowych z 7 kwietnia 2011 r. Informacje uzyskane od ostatniego posiedzenia potwierdzają, że modyfikacja bardzo akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej była uzasadniona. Rada Prezesów nadal dostrzega presję na wzrost inflacji ogólnej, wynikającą głównie z cen energii i surowców. Wprawdzie analiza monetarna wskazuje, że trend ekspansji monetarnej jest wciąż umiarkowany, ale zasoby płynności pieniężnej są w dalszym ciągu na tyle duże, że presja ta może się nasilić. Ponadto najnowsze dane ekonomiczne potwierdzają dodatni trend aktywności gospodarczej w strefie euro, przy nadal podwyższonej niepewności. Dlatego niezwykle ważne jest, by najnowsze zmiany sytuacji cenowej nie spowodowały rozprzestrzenienia się presji inflacyjnej. Oczekiwania inflacyjne w strefie euro muszą pozostać mocno zakotwiczone zgodnie z docelowym poziomem inflacji, wynoszącym poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Zakotwiczenie to jest warunkiem koniecznym, by polityka pieniężna mogła nadal przyczyniać się do wzrostu gospodarczego i tworzenia nowych miejsc pracy w strefie euro. Ponieważ stopy procentowe dla wszystkich terminów zapadalności są wciąż niskie, a nastawienie polityki pieniężnej – nadal akomodacyjne, Rada Prezesów będzie w dalszym ciągu bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji pod kątem ryzyka dla stabilności cen. Utrzymanie stabilności cen w średnim okresie jest zasadą przewodnią, jaką kieruje się Rada Prezesów przy analizie nowych informacji, ocenie sytuacji i podejmowaniu decyzji, czy akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej wymaga dalszej modyfikacji.

Jak już wcześniej podkreślano, w odpowiednim momencie zmodyfikowane zostaną również działania w zakresie dostarczania płynności i zasady jej przydziału w operacjach refinansujących, z uwzględnieniem tego, że wszystkie niestandardowe środki zastosowane w okresie ostrych napięć na rynkach finansowych są z definicji tymczasowe.

W dziedzinie analizy ekonomicznej, po wzroście realnego PKB strefy euro w czwartym kwartale 2010 r. o 0,3% w ujęciu kwartalnym, najnowsze dane statystyczne i wskaźniki z badań ankietowych wskazują na utrzymanie się dodatniego trendu ożywienia gospodarczego w pierwszym kwartale i na początku drugiego kwartału 2011 r. Przewiduje się, że w nadchodzącym okresie trwające ożywienie gospodarki światowej powinno korzystnie wpływać na eksport strefy euro. Jednocześnie, biorąc pod uwagę wysokie wskaźniki zaufania wśród przedsiębiorców w strefie euro, na wzrost gospodarczy coraz

silniej powinien oddziaływać popyt wewnętrzny ze strony sektora prywatnego, na który korzystnie wpływają akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej i środki podjęte w celu poprawy funkcjonowania systemu finansowego. Natomiast czynnikiem nieco hamującym ożywienie będzie prawdopodobnie proces dostosowania bilansów w różnych sektorach.

W ocenie Rady Prezesów czynniki mogące spowodować, że aktywność gospodarcza odbiegnie od przedstawionego scenariusza, nadal ogólnie się równoważą, przy czym występuje podwyższona niepewność. 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 przedsiębiorców będzie pobudzał wewnętrzną aktywność gospodarczą w strefie euro silniej, niż się obecnie zakłada. Z drugiej strony do czynników, które mogłyby obniżyć tempo wzrostu, należą napięcia obecne w niektórych segmentach rynków finansowych, mogące potencjalnie rozprzestrzenić się na sferę realną gospodarki strefy euro. Do potencjalnych czynników negatywnych należą też dalsze wzrosty cen energii – zwłaszcza w kontekście obecnych napięć geopolitycznych w Afryce Północnej i na Bliskim Wschodzie – oraz protekcjonizm i możliwość wystąpienia niekontrolowanej korekty stanów nierównowagi na świecie. Potencjalnym źródłem ryzyka pozostaje też wpływ klęski żywiołowej i katastrofy nuklearnej w Japonii na gospodarkę strefy euro i innych regionów.

Jeśli chodzi o sytuację cenową, według wstępnych szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w kwietniu wyniosła 2,8%, wobec 2,7% w marcu. Wzrost inflacji w czterech pierwszych miesiącach 2011 r. wynikał głównie z wyższych cen surowców. W najbliższych miesiącach stopy inflacji prawdopodobnie pozostaną wyraźnie powyżej 2%. Presja na wzrost inflacji, wynikająca głównie z wzrostów cen energii i surowców, jest także zauważalna na wczesnych etapach procesu produkcyjnego. Niezwykle ważne jest, by wzrost inflacji HICP nie wywołał efektów drugiej rundy w procesach cenowo-płacowych i nie doprowadził do rozprzestrzenienia się presji inflacyjnej. Oczekiwania inflacyjne muszą pozostać mocno zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, jakim jest utrzymanie inflacji na poziomie poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

Wśród czynników wpływających na perspektywy kształtowania się cen w średnim okresie nadal przeważają te, które mogą spowodować wzrost inflacji. Wiążą się one w znacznym stopniu z wyższymi od zakładanych podwyżkami cen energii, spowodowanymi przede wszystkim obecnymi napięciami politycznymi w Afryce Północnej i na Bliskim Wschodzie. Ogólnie rzecz ujmując, do dalszego wzrostu cen surowców może doprowadzić silny wzrost

w gospodarkach wschodzących w połączeniu z dużą podażą płynności w skali globalnej. Ponadto, z powodu konieczności przeprowadzenia w nadchodzących latach konsolidacji fiskalnej, również podwyżki podatków pośrednich i cen administrowanych mogą okazać się większe od obecnie zakładanych. Do czynników ryzyka należy także potencjalnie silniejsza od oczekiwanej wewnętrzna presja cenowa, związana z trwającym obecnie ożywieniem aktywności gospodarczej.

W dziedzinie analizy monetarnej roczna dynamika agregatu M3 wzrosła z 2,1% w lutym 2011 r. do 2,3% w marcu. Abstrahując od niedawnej zmienności tempa wzrostu szerokiego pieniądza, która wynikała z czynników szczególnych, dynamika agregatu M3 w ostatnich miesiącach nadal szła w górę. Roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego pozostała w marcu zasadniczo niezmienną – wyniosła 2,5%, wobec 2,6% w lutym. Ogólny trend ekspansji monetarnej stopniowo rośnie, choć nadal jest umiarkowany. Jednocześnie w strefie euro zasoby płynności pieniężnej, nagromadzone przed okresem napięć na rynkach finansowych, są w dalszym ciągu na tyle duże, że presja inflacyjna może się nasilać.

W obrębie komponentów agregatu M3 roczna dynamika M1 w marcu zasadniczo się nie zmieniła, natomiast wzrosła dynamika innych depozytów krótkoterminowych. Wynika to po części ze stopniowego wzrostu oprocentowania tych depozytów w ostatnich miesiącach. Jednocześnie strome nachylenie krzywej dochodowości prowadzi do osłabienia ogólnej dynamiki M3, gdyż mniejsza atrakcyjność aktywów pieniężnych w porównaniu z wyżej oprocentowanymi instrumentami o dłuższych terminach zapadalności spoza M3.

Po stronie czynników kreacji pieniądza znów nieco się umocniła dynamika kredytów dla przedsiębiorstw – z 0,6% w lutym do 0,8% w marcu. Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych wyniosła w marcu 3,4%, wobec 3,0% w lutym. Gdy pominie się krótkookresową zmienność, najnowsze dane potwierdzają, że roczna dynamika kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego nadal stopniowo się umacniała.

Łączna suma bilansowa banków od kilku miesięcy utrzymuje się na zasadniczo niezmiennym poziomie, pomimo pewnej zmienności. Ważne jest, by w warunkach wzrostu popytu banki nadal zwiększały podaż kredytu dla sektora prywatnego. W razie potrzeby powinny w tym celu bezwzględnie zatrzymać zyski, dalej umacniać swoją bazę kapitałową przez pozyskiwanie środków na rynku lub też w pełni wykorzystać do rekapitalizacji rządowe środki pomocowe. Zwłaszcza te banki, które obecnie mają ograniczony dostęp do środków na rynku, muszą pilnie zwiększyć swój kapitał i efektywność.

Podsumowując, Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian, po podwyżce o 25 punktów bazowych z 7 kwietnia 2011 r. Informacje uzyskane od ostatniego posiedzenia potwierdzają, że modyfikacja bardzo akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej była uzasadniona. Rada Prezesów nadal dostrzega presję na wzrost inflacji ogólnej, wynikającą głównie z cen energii i surowców. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej z oznakami płynącymi z analizy monetarnej wskazuje, że wprawdzie trend ekspansji monetarnej jest wciąż umiarkowany, ale zasoby płynności pieniężnej są w dalszym ciągu na tyle duże, że presja ta może się nasilić. Ponadto najnowsze dane ekonomiczne potwierdzają dodatni trend aktywności gospodarczej w strefie euro, przy nadal podwyższonej niepewności. Dlatego niezwykle ważne jest, by najnowsze zmiany sytuacji cenowej nie spowodowały rozprzestrzenienia się presji inflacyjnej. Oczekiwania inflacyjne w strefie euro muszą pozostać mocno zakotwiczone zgodnie z docelowym poziomem inflacji, wynoszącym poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Zakotwiczenie to jest warunkiem koniecznym, by polityka pieniężna mogła nadal przyczyniać się do wzrostu gospodarczego i tworzenia nowych miejsc pracy w strefie euro. Ponieważ stopy procentowe dla wszystkich terminów zapadalności są wciąż niskie, a nastawienie polityki pieniężnej – nadal akomodacyjne, Rada Prezesów będzie w dalszym ciągu bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji pod kątem ryzyka dla stabilności cen. Utrzymanie stabilności cen w średnim okresie jest zasadą przewodnią, jaką kieruje się Rada Prezesów przy analizie nowych informacji, ocenie sytuacji i podejmowaniu decyzji, czy akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej wymaga dalszej modyfikacji.

W dziedzinie polityki fiskalnej aktualne informacje wskazują na różnice w postępach realizacji uzgodnionych planów konsolidacji fiskalnej poszczególnych krajów. Istnieje ryzyko, że w niektórych krajach saldo finansów publicznych nie osiągnie docelowych wartości uzgodnionych przez Radę ECOFIN, które pozwoliłyby na niezbędną i terminową korektę nadmiernego deficytu. Konieczne jest, by wszystkie rządy w pełni zrealizowały cele konsolidacji fiskalnej zapowiedziane na 2011 r. W razie potrzeby należy szybko wdrożyć dodatkowe działania naprawcze, aby zapewnić postępy w trwałej stabilizacji finansów publicznych. Ze względu na aktualną presję ze strony rynków finansowych kwestią o krytycznym znaczeniu jest prowadzenie wiarygodnej polityki.

Jednocześnie niezwykle istotne jest, by w strefie euro pilnie przeprowadzić głębokie i szeroko zakrojone reformy strukturalne, które wzmocnią potencjał wzrostowy, konkurencyjność i elastyczność gospodarki. Kompleksowe reformy gospodarcze są

potrzebne zwłaszcza w tych krajach, które mają wysoki deficyt budżetowy i zewnętrzny lub borykają się ze spadkiem konkurencyjności. W odniesieniu do rynków produktów należy przede wszystkim dalej realizować strategię pobudzania konkurencji i innowacji, tak aby przyspieszyć restrukturyzację i wzrost wydajności. Natomiast w odniesieniu do rynku pracy priorytetem musi być zwiększanie elastyczności płac i skuteczności mechanizmów zachęcających do podejmowania zatrudnienia oraz zmniejszanie sztywności tego rynku.

Rada Prezesów, zgodnie z opinią EBC z 17 lutego 2011 r. w sprawie sześciu projektów legislacyjnych dotyczących zarządzania gospodarczego, wzywa Radę ECOFIN, Parlament Europejski i Komisję Europejską, by w ramach prowadzonego „trialogu” uzgodniły bardziej rygorystyczne wymagania, większy automatyzm procedur oraz ściślejsze ukierunkowanie na kraje najsłabsze, które doświadczyły spadku konkurencyjności.

Rada Prezesów z zadowoleniem przyjmuje także program dostosowań gospodarczo-finansowych uzgodniony przez rząd Portugalii po pomyślnym zakończeniu negocjacji z Komisją Europejską, wspólnie z EBC, i Międzynarodowym Funduszem Walutowym. Program ten zawiera elementy potrzebne, by zapewnić gospodarce portugalskiej trwałą stabilizację. W zdecydowany sposób odnosi się do problemów gospodarczych i finansowych będących źródłem aktualnych obaw rynków, dzięki czemu przyczyni się do odbudowy zaufania i ochrony stabilności finansowej w strefie euro. Rada Prezesów z zadowoleniem przyjmuje też zobowiązanie władz Portugalii do podjęcia wszelkich działań koniecznych do realizacji celów programu. Zdaniem Rady bardzo ważne jest przy tym szerokie poparcie polityczne dla programu dostosowań, podnoszące jego ogólną wiarygodność.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. Pierwszy przedstawia prawidłowości cykli koniunkturalnych strefy euro i Stanów Zjednoczonych i spostrzeżenia dotyczące ożywienia gospodarczego. Drugi artykuł opisuje i ocenia zasadność istnienia zewnętrznej reprezentacji UE i UGW oraz obecne rozwiązania w tym zakresie.