

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 4 sierpnia 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 lipca 2011 r. Informacje uzyskane od ostatniego posiedzenia potwierdzają ocenę, że ze względu na istnienie ryzyka dla stabilności cen modyfikacja akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej była uzasadniona. Wprawdzie analiza monetarna wskazuje, że trend ekspansji monetarnej jest nadal umiarkowany, ale zasoby płynności pieniężnej są w dalszym ciągu na tyle duże, że presja cenowa może się nasilić. Tak jak oczekiwano, najnowsze dane wskazują, że tempo wzrostu gospodarczego, które w pierwszym kwartale było wysokie, w ostatnich miesiącach zwolniło. Przewiduje się, że w nadchodzącym okresie wzrost ten będzie nadal umiarkowany. Niepewność jest jednak szczególnie wysoka. Z punktu widzenia polityki pieniężnej niezwykle ważne jest, by zmiany poziomu cen w ostatnim okresie nie spowodowały rozprzestrzenienia się presji inflacyjnej. Oczekiwania inflacyjne w strefie euro muszą pozostać mocno zakotwiczone 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 nadal przyczyniać się do wzrostu gospodarczego i tworzenia nowych miejsc pracy w strefie euro. Jednocześnie krótkoterminowe stopy procentowe są wciąż niskie, a warunki finansowania – korzystne. Tym samym nastawienie polityki pieniężnej jest w dalszym ciągu akomodacyjne. Rada Prezesów będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji pod kątem ryzyka dla stabilności cen.

Z uwagi na ponowne wystąpienie napięć na niektórych rynkach finansowych w strefie euro, na posiedzeniu 4 sierpnia Rada Prezesów podjęła także decyzję o przeprowadzeniu dodatkowej dłuższej operacji refinansującej zasilającej w płynność, z około 6-miesięcznym terminem zapadalności. Zostanie ona przeprowadzona w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem, po stałej stopie równej średniej stóp podstawowych operacji refinansujących za okres

zapadalności tej dodatkowej operacji. Ogłoszenie operacji nastąpi 9 sierpnia 2011 r., jej przydział i rozliczenie – odpowiednio 10 i 11 sierpnia 2011 r., zaś termin zapadalności upłynie 1 marca 2012 r.

Rada Prezesów postanowiła również, że będzie kontynuować prowadzenie podstawowych operacji refinansujących w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem tak długo, jak długo będzie to konieczne, a co najmniej do końca ostatniego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej w 2011 r., tj. do 17 stycznia 2012 r. Ten sam tryb będzie nadal stosowany w specjalnych operacjach refinansujących Eurosystemu z terminem zapadalności równym jednemu okresowi utrzymywania rezerwy obowiązkowej; operacje te będą kontynuowane tak długo, jak długo będzie to konieczne, a co najmniej do końca ostatniego kwartału 2011 r. Stała stopa zastosowana w tych specjalnych operacjach refinansujących będzie równa obowiązującej w danym momencie stopie operacji podstawowych. Rada Prezesów postanowiła ponadto, że tryb przetargu kwotowego z pełnym przydziałem zostanie zastosowany również w 3-miesięcznych dłuższych operacjach refinansujących z terminem przydziału 26 października, 30 listopada i 21 grudnia 2011 r. W operacjach tych zostaną zastosowane stałe stopy równe średniej stóp podstawowych operacji refinansujących za okres zapadalności danej dłuższej operacji refinansującej.

Jak już wcześniej wspomiano, działania w zakresie dostarczania płynności i zasady jej przydziału w operacjach refinansujących będą dostosowywane do sytuacji, z uwzględnieniem faktu, że wszystkie niestandardowe środki zastosowane w okresie ostrych napięć na rynkach finansowych są z definicji tymczasowe.

W dziedzinie analizy ekonomicznej, w pierwszym kwartale 2011 r. realny PKB strefy euro mocno wzrósł – o 0,8% w ujęciu kwartalnym. Opublikowane dane i wyniki badań ankietowych za drugi kwartał wskazują na dalszy wzrost PKB, choć – tak jak oczekiwano – wolniejszy. Obniżenie dynamiki realnego PKB wiąże się także z tym, że wysoki wzrost w pierwszym kwartale wynikał częściowo z czynników szczególnych. Trend wzrostu gospodarczego w strefie euro nadal jest dodatni i w nadchodzącym okresie można się spodziewać dalszego

umiarkowanego ożywienia. Przewiduje się, że trwający wzrost gospodarki światowej będzie w dalszym ciągu korzystnie wpływać na eksport strefy euro. Ponadto obecny poziom zaufania wśród konsumentów i przedsiębiorców w strefie euro sprzyja popytowi wewnętrznemu ze strony sektora prywatnego. Jednak dynamikę wzrostu osłabia obecnie szereg czynników zwiększających niepewność, a aktywność gospodarczą będzie prawdopodobnie nieco hamować proces korygowania bilansów w różnych regionach i sektorach.

W ocenie Rady Prezesów czynniki, które mogą wpłynąć na kształtowanie się aktywności gospodarczej w strefie euro, nadal ogólnie się równoważą, przy szczególnie wysokiej niepewności. Z jednej strony na wewnętrzną aktywność gospodarczą w dalszym ciągu pozytywnie wpływać mogły zaufanie konsumentów i przedsiębiorców oraz poprawa warunków na rynku pracy. Z drugiej strony mogły się nasilić czynniki obniżające tempo wzrostu. Wśród nich wskazać należy napięcia obecne w niektórych segmentach rynków finansowych strefy euro i rozwój sytuacji na świecie oraz możliwość rozprzestrzenienia się presji wynikającej z tych procesów na sferę realną gospodarki strefy euro. Do potencjalnych czynników negatywnych należy też możliwość ponownych wzrostów cen energii, nasilenia się protekcjonizmu oraz wystąpienia niekontrolowanej korekty stanów nierównowagi na świecie.

Jeśli chodzi o sytuację cenową, w lipcu 2011 r. roczna inflacja HICP w strefie euro wyniosła 2,5%, wobec 2,7% w czerwcu. Stosunkowo wysokie wskaźniki inflacji odnotowane w ostatnich miesiącach wynikają w znacznej mierze z wyższych cen energii i innych surowców. W najbliższych miesiącach stopy inflacji prawdopodobnie utrzymają się wyraźnie powyżej 2%. Presja na wzrost inflacji, wynikająca głównie z cen energii i innych surowców, jest też wciąż widoczna na wczesnych etapach procesu produkcyjnego. Nadal 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 w średnim okresie na poziomie poniżej, ale blisko 2%.

Wśród czynników mogących wpłynąć na kształtowanie się cen w średnim okresie nadal przeważają te, które mogą spowodować wzrost inflacji. Wiążą się one przede wszystkim z wyższymi od zakładanych wzrostami cen energii. Istnieje ponadto ryzyko, że ze względu na konieczność konsolidacji fiskalnej w nadchodzących latach również podwyżki podatków pośrednich i cen administrowanych okażą się większe od zakładanych obecnie. Czynnikiem mogącym potencjalnie prowadzić do wzrostu inflacji może być także silniejsza od oczekiwanej wewnętrzna presja cenowa w strefie euro.

W dziedzinie analizy monetarnej, roczna dynamika agregatu M3 spadła z 2,5% w maju 2011 r. do 2,1% w czerwcu. Gdy pominie się zmienność miesięczną, w ostatnich miesiącach dynamika agregatu M3 zasadniczo się ustabilizowała, po okresie wzrostu trwającym do pierwszego kwartału 2011 r. Roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego spadła z 2,7% w maju do 2,5% w czerwcu. W sumie trend ekspansji monetarnej pozostaje umiarkowany. Jednocześnie zasoby płynności pieniężnej nagromadzone przed okresem napięć na rynkach finansowych są w dalszym ciągu na tyle duże, że presja inflacyjna w strefie euro może się nasilać.

W obrębie komponentów agregatu M3, roczna dynamika M1 pozostała na niezmiennym poziomie 1,2%, natomiast dynamika innych depozytów krótkoterminowych spadła do 3,7%. Różnica ta w dalszym ciągu wynika po części ze stopniowego wzrostu oprocentowania krótkich depozytów terminowych i oszczędnościowych w ostatnich miesiącach. Natomiast wciąż stosunkowo strome nachylenie krzywej dochodowości prowadzi do osłabienia ogólnej dynamiki M3, gdyż zmniejsza atrakcyjność aktywów pieniężnych w porównaniu z wyżej oprocentowanymi instrumentami o dłuższych terminach zapadalności spoza M3. Wpływ ten będzie jednak najprawdopodobniej zanikać. Po stronie czynników kreacji pieniądza, roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw nadal rosła – z 0,9% w maju do 1,5% w czerwcu, natomiast stopa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych w ostatnich miesiącach oscylowała na poziomie nieznacznie powyżej 3%.

Łączna suma bilansowa monetarnych instytucji finansowych w ostatnich miesiącach utrzymywała się na zasadniczo niezmiennym poziomie. Tam, gdzie będzie potrzebne stworzenie pola manewru do zwiększenia akcji kredytowej dla sektora prywatnego, banki powinny koniecznie zatrzymać zyski, dalej umacniać swoją bazę kapitałową przez pozyskiwanie środków na rynku lub też w pełni wykorzystać rządowe środki pomocowe do rekapitalizacji. Zwłaszcza te banki, które obecnie mają ograniczony dostęp do finansowania rynkowego, muszą pilnie zwiększyć swój kapitał i efektywność. W tym względzie Rada Prezesów z zadowoleniem przyjmuje ogólnounijne testy warunków skrajnych, przygotowane przez Europejski Urząd Nadzoru Bankowego i krajowe organy nadzoru w ścisłej współpracy z EBC. Rada z zadowoleniem przyjmuje także zobowiązanie władz krajowych dotyczące zapewnienia bankom wsparcia, gdyby środki sektora prywatnego okazały się niewystarczające.

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 lipca 2011 r. Informacje uzyskane od ostatniego posiedzenia potwierdzają ocenę, że ze względu na istnienie ryzyka dla stabilności cen modyfikacja akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej była uzasadniona. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej z oznakami płynącymi z analizy monetarnej wskazuje, że trend ekspansji monetarnej jest nadal umiarkowany, ale zasoby płynności pieniężnej są w dalszym ciągu na tyle duże, że presja cenowa może się nasilić. Tak jak oczekiwano, najnowsze dane wskazują, że tempo wzrostu gospodarczego, które w pierwszym kwartale było wysokie, w ostatnich miesiącach zwolniło. Przewiduje się, że w nadchodzącym okresie wzrost ten będzie nadal umiarkowany. Niepewność jest jednak szczególnie wysoka. Z punktu widzenia polityki pieniężnej niezwykle ważne jest, by zmiany poziomu cen w ostatnim okresie nie spowodowały rozprzestrzenienia się presji inflacyjnej. Oczekiwania inflacyjne w strefie euro muszą pozostać mocno zakotwiczone 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 nadal przyczyniać się do wzrostu gospodarczego i tworzenia

nowych miejsc pracy w strefie euro. Jednocześnie krótkoterminowe stopy procentowe są wciąż niskie, a warunki finansowania – korzystne. Tym samym nastawienie polityki pieniężnej jest w dalszym ciągu akomodacyjne. Rada Prezesów będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji pod kątem ryzyka dla stabilności cen.

W dziedzinie polityki fiskalnej Rada Prezesów podkreśla potrzebę rygorystycznego i terminowego wdrożenia programów dostosowawczych MFW-UE w Grecji, Irlandii i Portugalii, a także znaczenie ponownego zobowiązania się wszystkich szefów państw i rządów strefy euro do ścisłego przestrzegania uzgodnionych celów budżetowych. Kilka państw będzie musiało ogłosić i wdrożyć dodatkowe, przyspieszone działania na rzecz dostosowania fiskalnego. Kraje, w których odnotowano ponadplanową poprawę wyników gospodarczych i budżetowych, powinny w pełni wykorzystać to pole manewru do szybszej redukcji deficytu i zadłużenia. Wspólnym celem powinno być jak najszybsze ograniczenie długu publicznego oraz stabilizacja finansów publicznych. Jak podkreślili szefowie państw i rządów strefy euro, kluczowa dla utrzymania stabilności finansowej strefy jako całości jest niezmienna determinacja wszystkich krajów strefy euro, by całkowicie honorować swoje indywidualne zobowiązania krajowe.

Rada Prezesów z zadowoleniem przyjmuje także ponowne zobowiązanie wszystkich państw członkowskich dotyczące poprawy konkurencyjności oraz przeciwdziałania nierównowadze makroekonomicznej. W krajach strefy euro należy przeprowadzić gruntowne i szeroko zakrojone reformy strukturalne w celu zwiększenia elastyczności ich gospodarek i długookresowego potencjału wzrostowego. Kluczowe znaczenie ma przy tym zmniejszanie sztywności rynku pracy oraz przyjęcie rozwiązań służących zwiększeniu elastyczności płac, a zwłaszcza zaprzestanie ich automatycznej indeksacji.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera jeden artykuł. Przedstawia on zasadnicze zmiany wprowadzone w statystyce pieniężnej i finansowej EBC, które mają zapewnić większą przydatność danych statystycznych.

Poniższa ramka przedstawia oświadczenie Prezesa EBC z 7 sierpnia 2011 r.

#### Ramka I

#### Oświadczenie Prezesa EBC z 7 sierpnia 2011 r.

1. Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (EBC) z zadowoleniem przyjmuje ogłoszenie przez rządy Włoch i Hiszpanii nowych środków i reform w dziedzinie polityk fiskalnej i strukturalnej. Rada Prezesów uważa, że ich zdecydowana i szybka realizacja przez rządy obu państw jest niezbędna, by istotnie zwiększyć konkurencyjność i elastyczność tych gospodarek, a także szybko zmniejszyć deficyty finansów publicznych.
2. Rada Prezesów podkreśla znaczenie zobowiązania wszystkich szefów państw lub rządów do ścisłej realizacji uzgodnionych celów fiskalnych, potwierdzonego na szczycie państw strefy euro 21 lipca 2011 r. Kluczowym elementem jest także poprawa potencjału wzrostowego gospodarki.
3. Rada Prezesów uważa za niezbędną natychmiastową realizację wszystkich decyzji przyjętych podczas szczytu państw strefy euro. W tym kontekście Rada z zadowoleniem przyjmuje wspólne zobowiązanie podjęte dziś przez Niemcy i Francję.
4. Rada Prezesów przypisuje ogromne znaczenie deklaracji szefów państw lub rządów strefy euro o ich niezmiennej determinacji, by całkowicie honorować indywidualne zobowiązania krajowe, co jest kluczowym elementem zapewnienia stabilności finansowej strefy euro jako całości.
5. Za równie ważną Rada uznaje gotowość rządów do uruchomienia funduszu European Financial Stability Facility (EFSF) na rynku wtórnym – gdy tylko fundusz ten będzie gotów do działania – na podstawie analizy EBC stwierdzającej wystąpienie wyjątkowych okoliczności na rynku finansowym i zagrożenie stabilności finansowej.
6. Na podstawie powyższej oceny EBC będzie aktywnie prowadzić swój program dotyczący rynków papierów wartościowych (Securities Markets Programme). Program ten ma pomóc w przywróceniu lepszej transmisji naszych decyzji w sprawie polityki pieniężnej – z uwzględnieniem segmentów rynku, które nie funkcjonują właściwie – a tym samym w zapewnieniu stabilności cen w strefie euro.