

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 4 października Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. W związku z wysokimi cenami energii i podwyżkami podatków pośrednich wprowadzonymi w niektórych krajach strefy euro oczekuje się, że stopa inflacji utrzyma się powyżej 2% do końca 2012 r., po czym w ciągu następnego roku znów spadnie poniżej tego poziomu i w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej pozostanie zgodna z definicją stabilności cen. Spójnie z przedstawionym scenariuszem kształtuje się dynamika podaży pieniądza, która pod względem tendencji jest nadal niewielka. Oczekiwania inflacyjne dotyczące strefy euro są wciąż mocno zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, by w średnim okresie utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2%. Przewiduje się, że wzrost gospodarczy w strefie euro będzie nadal słaby, gdyż napięcia obecne na niektórych rynkach finansowych tej strefy i wysoka niepewność będą się w dalszym ciągu odbijać na zaufaniu i nastrojach. Decyzje Rady Prezesów w sprawie bezwarunkowych transakcji monetarnych (Outright Monetary Transactions, OMT) pomogły w ostatnich tygodniach złagodzić te napięcia, dzięki czemu zmalały obawy dotyczące materializacji najgorszych scenariuszy. Rządy powinny teraz koniecznie kontynuować działania na rzecz zmniejszenia nierównowagi – zarówno fiskalnej, jak i strukturalnej – i dalej prowadzić restrukturyzację sektora finansowego.

Rada Prezesów jest zdeterminowana utrzymać jedność polityki pieniężnej i zapewnić odpowiednie przełożenie tej polityki na gospodarkę realną w całej strefie euro. Dzięki transakcjom OMT Rada Prezesów będzie dysponować – na odpowiednich warunkach – w pełni skutecznym mechanizmem ochronnym, pozwalającym zapobiegać najgorszym scenariuszom, z którymi mogą się wiązać poważne zagrożenia dla stabilności cen w strefie euro. Działania Rady Prezesów są całkowicie zgodne z jej kompetencjami do utrzymania stabilności cen w średnim okresie; Rada zachowuje niezależność w kształtowaniu polityki pieniężnej; euro jest nieodwracalne.

Rada Prezesów jest gotowa do przeprowadzenia transakcji OMT, gdy tylko zostaną spełnione wszystkie warunki wstępne. Rada będzie rozważać zawarcie tych transakcji w zakresie uzasadnionym z punktu widzenia polityki pieniężnej, jeśli zostaną w pełni spełnione warunki programu, natomiast zaprzestanie ich prowadzenia, kiedy osiągną swój cel lub jeśli dany kraj nie dotrzyma warunków programu. Transakcje OMT nie będą prowadzone w trakcie przeglądu danego programu; zostaną wznowione po zakończeniu przeglądu i potwierdzeniu, że program jest realizowany prawidłowo.

W dziedzinie analizy ekonomicznej realny PKB strefy euro, po zerowym wzroście w I kw. 2012 r., w II kw. zmalał o 0,2% w ujęciu kwartalnym. Wskaźniki ekonomiczne, zwłaszcza wyniki badań ankietowych, potwierdzają, że w III kw. 2012 r. aktywność gospodarcza nadal była słaba, a otoczenie gospodarcze cechowała znaczna niepewność. Rada Prezesów przewiduje, że w najbliższym okresie gospodarka strefy euro pozostanie słaba, a potem jej ożywienie będzie przebiegać bardzo powoli. Jeśli chodzi o tempo wzrostu gospodarczego, z jednej strony jest ono podtrzymywane przez standardowe i niestandardowe środki polityki pieniężnej zastosowane przez Radę Prezesów, ale z drugiej strony w dalszym ciągu będzie prawdopodobnie osłabiane przez proces koniecznych dostosowań bilansowych w sektorach finansowym i niefinansowym, wysokie bezrobocie oraz nierównomierny przebieg ożywienia gospodarczego na świecie.

Wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro nadal przeważają czynniki stagnacyjne. Wiążą się one przede wszystkim z napięciami utrzymującymi się na niektórych rynkach finansowych w strefie euro i groźbą rozprzestrzenienia się ich skutków na sferę realną gospodarki. Aby ograniczyć to ryzyko, wszyscy odpowiedzialni za politykę w strefie euro powinni podjąć skuteczne działania.

Według szybkich szacunków Eurostatu we wrześniu 2012 r. roczna inflacja HICP w strefie euro wyniosła 2,7%, wobec 2,6% w poprzednim miesiącu. Wartość ta jest wyższa, niż oczekiwano, a wynika głównie z wcześniejszych podwyżek podatków pośrednich i cen energii w euro. Aktualne ceny kontraktów futures na ropę wskazują, że stopa inflacji prawdopodobnie utrzyma się na podwyższonym

poziomie i dopiero w ciągu przyszłego roku spadnie poniżej 2%. W horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, przy niewielkim wzroście gospodarczym w strefie euro i dobrze zakotwiczonych długookresowych oczekiwaniach inflacyjnych, presja cenowa powinna, co do tendencji, pozostać umiarkowana. Obecny poziom inflacji powinien mieć zatem charakter przejściowy i nie spowodować efektów drugiej rundy. Rada Prezesów będzie nadal uważnie obserwować dalsze kształtowanie się kosztów, płac i cen.

Czynniki ryzyka mogące wpłynąć na kształtowanie się cen w średnim okresie nadal zasadniczo się równoważą. Czynniki oddziałujące w kierunku wzrostu cen wiążą się z dalszymi podwyżkami podatków pośrednich, wynikającymi z konieczności konsolidacji fiskalnej. Główne czynniki oddziałujące w kierunku spadku cen wiążą się ze słabszym niż obecnie oczekiwany wzrostem gospodarczym w strefie euro w razie ponownego nasilenia się napięć na rynkach finansowych oraz z jego wpływem na wewnętrzne składowe inflacji. Jeśli nasilenie się napięć nie zostanie powstrzymane przez skuteczne działania wszystkich podmiotów odpowiedzialnych za politykę w strefie euro, bilans czynników ryzyka może przechylić się na stronę ujemną.

W dziedzinie analizy monetarnej najnowsze dane potwierdzają, że stopa wzrostu podaży pieniądza jest, co do tendencji, niewielka. W sierpniu roczna dynamika agregatu M3 wyniosła 2,9%, wobec 3,6% w lipcu. Spadek ten wynikał głównie z efektu bazy, ale również wpływy miesięczne były dość ograniczone. Wysokie były natomiast wpływy miesięczne do depozytów overnight, co przyczyniło się do dalszego wzrostu rocznej dynamiki agregatu M1 – z 4,5% w lipcu do 5,1% w sierpniu. Wzrost ten świadczy o tym, że przy niskich stopach procentowych i znacznej niepewności uczestnicy rynku w dalszym ciągu zdecydowanie preferują instrumenty płynne.

Roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację kredytów) obniżyła się w sierpniu do -0,2% (z 0,1% w lipcu), co było wynikiem spadku rocznej dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw z -0,2% w lipcu do -0,5% w sierpniu. Natomiast roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych w sierpniu nie zmieniła się i nadal wynosiła 1,0%.

Niewielka dynamika akcji kredytowej wiąże się przede wszystkim ze słabymi perspektywami PKB, zwiększoną awersją do ryzyka oraz trwającym dostosowaniem bilansów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw; wszystkie te czynniki wpływają na popyt na kredyty. Jednocześnie w wielu krajach strefy euro na podaży kredytów nadal odbijają się segmentacja rynków finansowych i ograniczenia kapitałowe dotyczące banków.

Zdrowe bilanse banków będą czynnikiem kluczowym dla zapewnienia zarówno odpowiedniego dopływu kredytów do gospodarki, jak i normalizacji wszystkich kanałów finansowania, a przez to będą sprzyjać właściwemu przekładaniu się impulsów polityki pieniężnej na warunki finansowania sektora niefinansowego w różnych krajach strefy euro. Dlatego też jest niesłychanie ważne, by tam, gdzie istnieje taka potrzeba, wzmacniać odporność banków.

Podsumowując, z analizy ekonomicznej wynika, że sytuacja cenowa powinna w średnim okresie pozostać zgodna z definicją stabilności cen. Ocenę tę potwierdza porównanie z sygnałami płynącymi z analizy monetarnej.

Dalsza stabilizacja rynków finansowych i poprawa perspektyw wzrostu gospodarczego wymaga istotnych działań również w innych dziedzinach polityki gospodarczej. Jeśli chodzi o politykę fiskalną, konsolidacja w krajach strefy euro posuwa się naprzód. Należy koniecznie kontynuować działania na rzecz przywrócenia stabilności finansów publicznych, zgodnie ze zobowiązaniami określonymi w pakcie stabilności i wzrostu oraz zaleceniami przedstawionymi w ramach semestru europejskiego 2012. Ważną rolę w umacnianiu przekonania o dobrym stanie finansów publicznych odegra także szybkie wdrożenie paktu fiskalnego. Równie niezbędne jak konsolidacja fiskalna i środki na rzecz poprawy funkcjonowania sektora finansowego są także reformy strukturalne. W krajach najmocniej dotkniętych kryzysem następuje wyraźny postęp w dostosowaniu jednostkowych kosztów pracy i poprawa salda obrotów bieżących. Zdecydowane reformy rynków produktów i pracy jeszcze poprawią konkurencyjność tych krajów i ich zdolności dostosowawcze.

Na koniec należy podkreślić konieczność kontynuowania budowy instytucji europejskich. EBC z zadowoleniem przyjmuje przedstawioną przez Komisję Europejską 12 września 2012 r. propozycję utworzenia jednolitego mechanizmu nadzoru z udziałem EBC, który ma zostać powołany rozporządzeniem Rady UE na podstawie art. 127 ust. 6 Traktatu. Rada Prezesów uważa jednolity mechanizm nadzoru za jeden z filarów unii finansowej i jeden z głównych etapów w procesie tworzenia faktycznej unii gospodarczej i walutowej. EBC wyda formalną opinię prawną, w której zostaną uwzględnione przede wszystkim następujące zasady: jasne i zdecydowane rozdzielanie decyzji w sprawach nadzoru od polityki pieniężnej; odpowiednie zasady rozliczania się z odpowiedzialności; decentralizacja zadań w obrębie Eurosystemu; efektywne ramy organizacyjne zapewniające spójny nadzór nad systemem bankowym strefy euro; wreszcie, pełna zgodność z przepisami dotyczącymi wspólnego rynku, w tym poszanowanie roli i prerogatyw Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego. Ponieważ w swojej propozycji Komisja wyznacza dość ambitny harmonogram wprowadzenia mechanizmu nadzoru, EBC rozpoczął już prace przygotowawcze, by móc wdrożyć rozporządzenie Rady UE, gdy tylko wejdzie ono w życie.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. Pierwszy przedstawia szczegółową definicję płynności globalnej, ocenę wpływu tej płynności na wewnętrzną stabilność cen i omówienie jej implikacji dla polityki pieniężnej. W drugim artykule przedstawiono rozwój sytuacji na rynkach pracy w strefie euro od wybuchu kryzysu gospodarczo-finansowego w 2008 r. oraz wpływ kryzysu na profil strukturalny tych rynków.

Ramka I

Zgodność bezwarunkowych transakcji monetarnych z zakazem finansowania sektora publicznego przez banki centralne

6 września 2012 r. Rada Prezesów EBC podjęła decyzję w sprawie sposobu prowadzenia bezwarunkowych transakcji monetarnych (Outright Monetary Transactions, OMT) na wtórnych rynkach obligacji skarbowych w strefie euro¹. Przyjmowanie przez banki centralne Eurosystemu obligacji skarbowych i innych instrumentów długu publicznego jako zabezpieczenia w operacjach kredytowych prowadzonych w ramach polityki pieniężnej jest od początku UGW uważane za zgodne z zakazem finansowania sektora publicznego przez bank centralny (tzw. monetyzacji długu). W niniejszej ramce wykazano w skrócie, że transakcje OMT są zgodne z powyższym zakazem.

Z punktu widzenia EBC transakcje OMT są potrzebnym, adekwatnym i efektywnym instrumentem polityki pieniężnej. Mają one umożliwić skuteczną transmisję polityki pieniężnej Eurosystemu, a tym samym zapewnić warunki do efektywnego prowadzenia w strefie euro wspólnej polityki pieniężnej, której podstawowym celem jest utrzymanie stabilności cen. Przy określaniu wymogów operacyjnych dotyczących transakcji OMT zwrócono szczególną uwagę na zapewnienie zgodności z zakazem monetyzacji długu wskazanym w art. 123 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE). Artykuł ten zakazuje EBC i krajowym bankom centralnym kupowania instrumentów długu publicznego na rynku pierwotnym. Ponadto zakupy takich instrumentów na rynku wtórnym – choć zasadniczo zakaz monetyzacji długu ich nie dotyczy – nie mogą służyć do faktycznego obchodzenia tego zakazu, jak wyjaśniono w rozporządzeniu Rady (WE) nr 3603/93². W wypadku transakcji OMT zakupy instrumentów długu publicznego na rynku wtórnym nie będą w żadnym razie wykorzystywane do obejścia zakazu monetyzacji długu. Wprowadzone w tym zakresie wymogi operacyjne mają służyć temu, by transakcje OMT nie kolidowały z trzema celami zakazu monetyzacji długu: i) ochroną podstawowego celu, jakim jest stabilność cen, ii) ochroną niezależności banku centralnego oraz iii) ochroną dyscypliny fiskalnej. Bardzo istotną kwestią było zapewnienie, by ten instrument polityki pieniężnej ostatecznie nie osłabił dyscypliny fiskalnej.

Transakcje OMT jako narzędzie polityki pieniężnej służące realizacji podstawowego celu – stabilności cen

Potrzeba zastosowania transakcji OMT

Na rynkach obligacji skarbowych występują obecnie poważne zaburzenia, wynikające przede wszystkim z bezpodstawnych obaw inwestorów o możliwość rezygnacji z euro. Sytuacja ta prowadzi do poważnych nieprawidłowości w procesie kształtowania cen na rynkach obligacji skarbowych, co zakłóca funkcjonowanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. W strefie euro rynki obligacji skarbowych odgrywają kluczową rolę na różnych etapach transmisji tej polityki. Dlatego dysfunkcja rynków, która utrudnia transmisję impulsów polityki pieniężnej, w niektórych gospodarkach osłabiła skuteczność standardowych narzędzi tej polityki. W tych warunkach EBC musi podjąć działania w celu ograniczenia średniookresowych zagrożeń dla stabilności cen. W obecnej, wyjątkowej sytuacji na rynkach finansowych transakcje OMT są wprowadzić niestandardowym, ale koniecznym instrumentem polityki pieniężnej. Możliwość stosowania bezwarunkowych zakupów obligacji jako narzędzia polityki pieniężnej jest wyraźnie dopuszczona w art. 18 ust. 1 Statutu ESBC.

Adekwatność transakcji OMT

Transakcje OMT będą stosowane jedynie w takim zakresie, jaki będzie potrzebny do utrzymania stabilności cen. Rada Prezesów będzie rozważać zastosowanie tego środka tylko wtedy, gdy będzie to uzasadnione z punktu widzenia polityki pieniężnej. Po gruntownej ocenie Rada zdecyduje, jakie transakcje są potrzebne, by przywrócić właściwe funkcjonowanie niektórych segmentów rynku. W ramach tej oceny dokonana zostanie ścisła selekcja państw członkowskich, w których transakcje te mają być prowadzone. Transakcje OMT będą przy tym skoncentrowane na skupie obligacji skarbowych z terminami zapadalności od jednego roku do trzech lat, co podkreśla ich ścisły związek z tradycyjną polityką pieniężną. Ponadto Rada Prezesów zakończy prowadzenie tych transakcji, gdy tylko osiągną one zakładane cele.

Efektywność transakcji OMT

Warunki prowadzenia transakcji OMT zostały ściśle określone, aby osiągnąć jak największy pozytywny wpływ na funkcjonowanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. Efektywność tych transakcji zależy od terminowego wprowadzenia przez

państwa członkowskie koniecznych rozwiązań makroekonomicznych, strukturalnych, fiskalnych i finansowych, których celem jest przywrócenie i utrzymanie fundamentalnych warunków gospodarczych. Dlatego też podjęcie przez Eurosystem transakcji OMT na rynku obligacji skarbowych w którymś państwie członkowskim zależy od przestrzegania przez to państwo zobowiązań i terminów wskazanych w zasadach zarządzania gospodarczego dotyczących strefy euro. Podstawowe znaczenie będą mieć ściśle określone i możliwe do wyegzekwowania warunki związane z uczestnictwem danego państwa w odpowiednim programie Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej i Europejskiego Mechanizmu Stabilności (EFSF/ESM), w tym możliwość dokonywania w ramach EFSF/ESM zakupów na rynku pierwotnym; pożądane będzie przy tym zaangażowanie MFW. To jednak nie wystarczy. Rada Prezesów będzie mieć całkowitą swobodę decydowania o rozpoczęciu, kontynuacji i wstrzymaniu transakcji OMT. Będzie przy tym działać w granicach swoich kompetencji w zakresie polityki pieniężnej. Rada rozważy wprowadzenie transakcji OMT, jeżeli będą one uzasadnione z punktu widzenia polityki pieniężnej, a zakończy je, kiedy spełnią założone cele lub jeśli dany kraj nie dotrzyma warunków programu. W tym celu Rada Prezesów będzie uważnie obserwować rozwój sytuacji i dokonywać odpowiedniej oceny.

Neutralny wpływ na sytuację płynnościową

Płynność powstała wskutek transakcji OMT zostanie poddana pełnej sterylizacji. Dzięki absorpcji całej dostarczonej płynności nie dojdzie do wzrostu bazy monetarnej i zmiany warunków płynnościowych.

Dyscyplina fiskalna

W celu zapewnienia i utrzymania dyscypliny fiskalnej transakcje OMT będą się ograniczać do państw członkowskich spełniających ściśle określone warunki, obejmujące niezbędne dostosowania makroekonomiczne, strukturalne, fiskalne i finansowe. Wszystkie zakupy obligacji skarbowych tych państw będą skoncentrowane na obligacjach o terminie zapadalności od jednego roku do trzech lat. Powyższe wymogi operacyjne są niezbędne, by transakcje OMT nie spowolniły osiąganych w tym czasie wymiernych postępów tych państw w dziedzinie konsolidacji fiskalnej i – przede wszystkim – długookresowych reform strukturalnych.

Niezależność banku centralnego

Wymogi operacyjne dotyczące transakcji OMT zostały opracowane przez Radę Prezesów – działającą z zachowaniem pełnej niezależności – pod kątem ich potrzeby, adekwatności i efektywności do celów polityki pieniężnej. Rada Prezesów, w granicach swoich kompetencji w zakresie polityki pieniężnej, będzie mieć całkowitą swobodę decydowania o rozpoczęciu, kontynuacji i wstrzymaniu transakcji OMT.

¹ Zob. ramka „Środki z zakresu polityki pieniężnej uchwalone przez Radę Prezesów 6 września 2012 r.”, Biuletyn Miesięczny, EBC, wrzesień 2012.

² Rozporządzenie Rady (WE) nr 3603/93 z dnia 13 grudnia 1993 r. określające definicje w celu zastosowania zakazów określonych w art. 104 [zmiana numeracji po traktacie lizbońskim na art. 123 TFUE] i 104b ust. 1 [zmiana numeracji po traktacie lizbońskim na art. 125 TFUE] Traktatu (Dz.U. L 332 z 31.12.1993, s. 1).