

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 15 stycznia Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, obniżyć stopę procentową podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu o kolejne 50 punktów bazowych. Tym samym łączna obniżka od 8 października 2008 r. wyniosła 225 punktów bazowych. Stopę podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu obniżono do 2,00%, stopę kredytu w banku centralnym pozostawiono na niezmiennym poziomie 3,00%, zaś stopę depozytu ustalono na 1,00%. Decyzja o obniżeniu oprocentowania podstawowych operacji refinansujących o kolejne 50 punktów bazowych uwzględnia dalsze osłabienie presji inflacyjnej, wynikające w szczególności z pogorszenia się perspektyw gospodarczych. Rada Prezesów nadal oczekuje, że w istotnej dla polityki pieniężnej perspektywie średniookresowej stopy inflacji w strefie euro pozostaną na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen, co będzie korzystnie wpływać na siłę nabywczą dochodów i oszczędności. Rada Prezesów uważa, że po obecnej obniżce bilans zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie będzie zasadniczo zrównoważony. Rada bierze przy tym pod uwagę najnowsze dane gospodarcze i wyniki badań ankietowych, które jednoznacznie potwierdzają ocenę, że w strefie euro występuje znaczne spowolnienie gospodarcze, wynikające w znacznym stopniu z nasilania i rozprzestrzeniania się zaburzeń na rynkach finansowych. Popyt – zarówno na świecie, jak i w samej strefie euro – przez dłuższy czas będzie prawdopodobnie niski. Nadal obserwuje się osłabienie ekspansji monetarnej, co potwierdza tezę, że presja i ryzyko inflacyjne obecnie maleją. Ogólny poziom niepewności jest wciąż wyjątkowo wysoki. Rada Prezesów będzie kontynuować działania na rzecz trwałej stabilizacji oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym ze średnioterminowym celem „poniżej, ale blisko 2%”, przyczyniając się w ten sposób do trwałego wzrostu gospodarczego, zwiększania zatrudnienia i utrzymania stabilności finansowej. W nadchodzącym okresie Rada będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

W kwestii analizy ekonomicznej, od września 2008 r. skala i zasięg zaburzeń na rynkach finansowych jeszcze wzrosły. Napięcia w coraz większym stopniu przenoszą się z sektora finansowego na sferę realną gospodarki. Wskutek tego aktywność gospodarcza na całym świecie, również w strefie euro, uległa dalszemu osłabieniu. Obniżył się zwłaszcza popyt zewnętrzny na eksport ze strefy euro, zaś aktywność gospodarcza strefy euro spadła w związku z pogorszeniem się perspektyw popytowych i zaostrzeniem warunków

finansowania. Opublikowane od ostatniego posiedzenia Rady Prezesów wyniki badań ankietowych i wskaźniki miesięczne za listopad i grudzień jednoznacznie wskazują na dalszy spadek aktywności na przełomie roku, co świadczy o urzeczywistnieniu się wymienianych wcześniej zagrożeń dla wzrostu gospodarczego.

Na podstawie bieżącej analizy i oceny Rada nadal przewiduje, że w konsekwencji napięć na rynkach finansowych sytuacja gospodarcza na świecie w najbliższych kwartałach będzie słaba, a popyt wewnętrzny – bardzo niski. Z drugiej strony oczekuje się, że w nadchodzącym okresie obniżki cen surowców będą wywierać korzystny wpływ na poziom realnych dochodów do dyspozycji. Ponadto z czasem strefa euro zacznie w pełni odczuwać pozytywne skutki ogłoszonych w ostatnich tygodniach posunięć w dziedzinie polityki gospodarczej.

Zdaniem Rady Prezesów przedstawiony scenariusz sytuacji gospodarczej jest nadal wyjątkowo niepewny. Ogólnie wyraźnie przeważa ryzyko spadku wzrostu gospodarczego. Źródłem zagrożeń jest przede wszystkim potencjalnie silniejsze przełożenie zaburzeń z rynków finansowych na sferę realną gospodarki, a także obawy dotyczące pojawienia się i nasilenia presji protekcyjnych oraz możliwość wystąpienia negatywnych skutków niekontrolowanej korekty stanów nierównowagi na świecie.

Stworzenie solidnych podstaw trwałego ożywienia gospodarczego wymaga wysiłków wszystkich zaangażowanych stron. By ożywienie to mogło nastąpić jak najszybciej, należy przede wszystkim utrzymać dyscyplinę i nastawienie średniookresowe przy kształtowaniu polityki makroekonomicznej i stosować przy tym wyważone rozwiązania ukierunkowane na zapewnienie stabilności. Takie podejście jest najlepszym sposobem na utrzymanie i umacnianie zaufania. Istotne posunięcia wdrażane przez rządy w ramach walki z zaburzeniami na rynkach finansowych powinny pomóc w przywróceniu zaufania do systemu finansowego i złagodzeniu ograniczeń podaży kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

W kwestii procesów cenowych roczna inflacja HICP, której najwyższy poziom (4%) odnotowano w połowie ubiegłego roku, znacznie się obniżyła: w listopadzie wyniosła 2,1%, a w grudniu 1,6%. Jak wcześniej podkreślano, tak znaczny spadek inflacji ogólnej w drugiej połowie 2008 r. wynikał głównie z gwałtownych obniżek cen surowców w ostatnich miesiącach.

Niższe ceny surowców i słabnący popyt świadczą o osłabianiu się presji inflacyjnej w strefie euro. Na najbliższe miesiące przewiduje się dalszy spadek rocznych wskaźników inflacji ogółem, głównie wskutek efektu bazy związanego z kształtowaniem się cen energii w poprzednim okresie. W połowie roku inflacja będzie prawdopodobnie bardzo niska, ale już w drugim półroczu, również z powodu efektu bazy związanego z cenami energii, powinna ponownie wzrosnąć. Zatem w 2009 r. można się spodziewać gwałtownych wahań wskaźników inflacji. Taka krótkotrwała zmienność nie ma jednak znaczenia z punktu widzenia polityki pieniężnej. W istotnej dla polityki pieniężnej perspektywie średniookresowej roczna inflacja HICP powinna być zgodna z definicją stabilności cen. Ocenę tę potwierdzają dostępne wskaźniki średniookresowych oczekiwań inflacyjnych.

Bilans zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie jest ogólnie zrównoważony. Czynniki działającymi w kierunku obniżenia inflacji mogą być kolejne, nieoczekiwane spadki cen surowców lub silniejsze od przewidywanego spowolnienie gospodarcze, natomiast do urzeczywistnienia zagrożeń prowadzących do wzrostu inflacji może dojść zwłaszcza w razie odwrócenia się ostatnich obniżek cen surowców lub gdyby wewnętrzne presje cenowe okazały się silniejsze od zakładanych. Jest zatem sprawą kluczową, by podmioty wpływające na poziom płac i cen postępowały bardzo odpowiedzialnie.

Jeśli chodzi o analizę monetarną, najnowsze dane świadczą o obniżaniu się tempa ekspansji pieniężnej w strefie euro, co potwierdza tezę, że presja i ryzyko inflacyjne obecnie maleją.

Przy analizie sytuacji monetarnej należy stwierdzić, że obserwowane od połowy września 2008 r. nasilenie zaburzeń na rynkach finansowych może znacząco wpłynąć na kształtowanie się agregatów pieniężnych. Najnowsze dane dotyczące podaży pieniądza i akcji kredytowej wskazują, że zaburzenia te już wywarły poważny wpływ na zachowania uczestników rynku. Zarówno cały szeroki agregat M3, jak i jego komponenty najmocniej powiązane z trwającymi napięciami finansowymi (np. środki w posiadaniu funduszy rynku pieniężnego) wykazują ostatnio dużą zmienność w ujęciu miesięcznym. Abstrahując, na ile to możliwe, od wahań miesięcznych, widać jednak, że tempo wzrostu szerokiego pieniądza nadal spada zgodnie z trendem obserwowanym od 18 miesięcy, przy czym trwające od września nasilenie napięć w sektorze finansowym doprowadziło raczej do znacznej substytucji w obrębie agregatu M3 niż – przynajmniej na razie – do gwałtownych zmian w trendzie całego agregatu.

W dziedzinie akcji kredytowej, w związku z zacieśnieniem warunków finansowania wskutek nasilenia się napięć finansowych, w ostatnich miesiącach obniżył się napływ do przedsiębiorstw sektora prywatnego kredytów udzielanych przez monetarne instytucje finansowe (MIF). Bardziej zdecydowana ocena powagi i skali ograniczeń finansowania oraz ich potencjalnego wpływu na aktywność gospodarczą wymaga jednak większej liczby danych i dalszych analiz.

Podsumowując, decyzja z 15 stycznia br. o obniżeniu oprocentowania podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu o kolejne 50 punktów bazowych uwzględnia dalsze osłabienie presji inflacyjnej, wynikające w szczególności z ciągłego pogarszania się perspektyw gospodarczych. Rada Prezesów postanowiła ponadto, zgodnie z własną decyzją operacyjną z 18 grudnia 2008 r., z powrotem rozszerzyć przedział oprocentowania operacji kredytowo-depozytowych Eurosystemu z dniem 21 stycznia 2009 r. Rada Prezesów oczekuje, że w istotnej dla polityki pieniężnej perspektywie średniookresowej inflacja w strefie euro pozostanie na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen, co będzie korzystnie wpływać na siłę nabywczą dochodów i oszczędności. Zdaniem Rady bilans zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie będzie zasadniczo zrównoważony. Rada bierze przy tym pod uwagę najnowsze dane gospodarcze i wyniki badań ankietowych, które jednoznacznie potwierdzają ocenę, że w strefie euro występuje znaczne spowolnienie gospodarcze, wynikające przede wszystkim z nasilenia i rozprzestrzeniania się zaburzeń na rynkach finansowych. Popyt – zarówno na świecie, jak i w samej strefie euro – przez dłuższy czas będzie prawdopodobnie słaby. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej potwierdza tę opinię. Nadal obserwuje się osłabienie ekspansji monetarnej, co potwierdza tezę, że presja i ryzyko inflacyjne obecnie maleją. W ogóle poziom niepewności jest wciąż wyjątkowo wysoki. Rada Prezesów nadal będzie działać na rzecz trwałej stabilizacji oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym ze średnioterminowym celem „poniżej, ale blisko 2%”, przyczyniając się w ten sposób do trwałego wzrostu gospodarczego, zwiększania zatrudnienia i utrzymania stabilności finansowej. W nadchodzącym okresie Rada będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

W dziedzinie polityki fiskalnej Rada Prezesów z zadowoleniem przyjmuje deklarację Rady Europejskiej potwierdzającą pełne poparcie dla potrzeby stabilizacji finansów publicznych. Trzeba przy tym podkreślić, że w obecnej sytuacji gospodarczej należy zachować szczególną ostrożność przy stosowaniu szeroko zakrojonych bodźców fiskalnych i uwzględniać uwarunkowania budżetowe poszczególnych krajów. Oprócz

ogłoszonych już ekspansywnych posunięć w dziedzinie polityki fiskalnej oraz rządowych programów pomocy dla sektora bankowego, stosunkowo silnym bodźcem fiskalnym o dużym zasięgu będą dla gospodarki automatyczne stabilizatory. Przyjęte dotychczas specjalne rozwiązania stanowią w sumie znaczne obciążenie finansów publicznych w wielu krajach strefy euro i jeżeli nie wycofa się ich w odpowiednim czasie, mogą przynieść niekorzystne skutki, które odczują zwłaszcza ludzie młodszy i przyszłe pokolenia. Dlatego trzeba koniecznie jak najszybciej i w wiarygodny sposób ukierunkować politykę fiskalną z powrotem na cele średniookresowe. Znaczne złagodzenie polityki fiskalnej i wynikający z niego wzrost długu publicznego nie powinny w żadnym razie podważyć społecznego zaufania do trwałości finansów publicznych, gdyż to osłabiłoby skuteczność bodźców fiskalnych.

W dziedzinie polityki strukturalnej, w trwającym okresie słabej aktywności i wysokiej niepewności co do perspektyw gospodarczych, istnieje potrzeba wzmocnienia odporności i elastyczności gospodarki strefy euro. Reformy rynku produktów powinny pobudzać konkurencję i przyspieszać skuteczną restrukturyzację. Reformy rynku pracy mają sprzyjać odpowiedniemu kształtowaniu płac, a także przepływowi siły roboczej między sektorami i regionami. Obecną sytuację należy zatem postrzegać jako katalizator procesu wdrażania niezbędnych reform wewnętrznych, z poszanowaniem zasady otwartej gospodarki rynkowej z wolną konkurencją.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. Pierwszy przedstawia teoretyczne i empiryczne dowody dotyczące związku między posiadaniem nieruchomości a spożyciem i wykazuje, że w strefie euro jest on stosunkowo słaby w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi i Wielką Brytanią. Drugi artykuł wyjaśnia przyczyny znacznej akumulacji aktywów zagranicznych przez władze w gospodarkach wschodzących w ciągu ostatniego dziesięciolecia oraz związane z tym pojawienie się państwowych funduszy inwestycyjnych.