

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 7 maja 2009 r. Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, obniżyć oprocentowanie podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu o kolejne 25 punktów bazowych, a oprocentowanie kredytu w banku centralnym o 50 punktów bazowych, do poziomu odpowiednio 1,00% i 1,75%; stawki te obowiązują od 13 maja 2009 r. Oprocentowanie depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaje na niezmiennym poziomie 0,25%. Po ostatniej decyzji suma obniżek oprocentowania podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu dokonanych od 8 października 2008 r. osiągnęła 325 punktów bazowych.

W świetle wszystkich dostępnych informacji i analiz należy uznać obecny poziom podstawowych stóp procentowych EBC za odpowiedni. 7 maja 2009 r., oprócz obniżki stóp procentowych, Rada Prezesów postanowiła kontynuować działania pobudzające akcję kredytową. Eurosystem, świadom centralnej roli systemu bankowego w finansowaniu gospodarki strefy euro, będzie kontynuować działania podejmowane od października 2008 r., prowadząc zasilające w płynność dłuższe operacje refinansujące z rocznym terminem zapadalności. Będą one realizowane w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem. Pierwsza z tych operacji, przypadająca 23 czerwca 2009 r., będzie oprocentowana według stopy podstawowych operacji refinansujących. Oprocentowanie kolejnych może, zależnie od okoliczności, obejmować także premię w stosunku do tej stopy.

Rada Prezesów podjęła ogólną decyzję, że Eurosystem będzie skupować zabezpieczone obligacje denominowane w euro i wyemitowane w strefie euro. Szczegóły techniczne zostaną ogłoszone po posiedzeniu Rady Prezesów wyznaczonym na 4 czerwca 2009 r.

Rada Prezesów postanowiła ponadto, że z dniem 8 lipca 2009 r. Europejski Bank Inwestycyjny stanie się kwalifikowanym kontrahentem operacji polityki pieniężnej Eurosystemu, na takich samych warunkach jak pozostali kontrahenci.

Celem powyższych decyzji było pobudzenie dalszego spadku terminowych stóp procentowych rynku pieniężnego, zachęcenie banków do kontynuowania i rozszerzenia akcji kredytowej, pomoc w zwiększeniu rynkowych zasobów płynności w ważnych segmentach rynku niepublicznych dłużnych papierów wartościowych oraz złagodzenie warunków finansowania banków i przedsiębiorstw.

Przy podejmowaniu decyzji uwzględniono oczekiwania, że znaczne obniżki cen surowców w poprzednim okresie oraz wyraźne osłabienie aktywności gospodarczej zarówno w strefie euro, jak i na całym świecie będą w dalszym ciągu przeciwdziałać wzrostowi inflacji. Sytuacja w pierwszym kwartale okazała się znacznie gorsza, niż przewidywano, ale w najnowszych danych gospodarczych oraz informacjach z badań ankietowych widać wstępne oznaki stabilizacji, choć na bardzo niskich poziomach. W gospodarce światowej, łącznie ze strefą euro, nadal trwa poważne załamanie koniunktury. Perspektywy na rok 2009 w dziedzinie popytu, zarówno zewnętrznego, jak i wewnętrznego, są bardzo słabe; stopniowe ożywienie nastąpi dopiero w ciągu 2010 r. Przedstawiona ocena uwzględnia kilka niekorzystnych procesów, które prawdopodobnie wystąpią w nadchodzących miesiącach, w tym dalsze pogorszenie się sytuacji na rynkach pracy. Jednocześnie dostępne wskaźniki średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych są spójne z celem Rady Prezesów, by utrzymać stopę inflacji na poziomie poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Wyniki analizy monetarnej potwierdzają, że w związku ze spowolnieniem tempa wzrostu wolumenu pieniądza i kredytów osłabiła się presja inflacyjna. W tej sytuacji Rada Prezesów spodziewa się, że po decyzji z 7 maja stabilność cen zostanie utrzymana w średnim okresie, co korzystnie wpłynie na siłę nabywczą gospodarstw domowych strefy euro.

Analiza ekonomiczna wskazuje, że w pierwszym kwartale 2009 r. światowemu załamaniu koniunktury towarzyszyło dalsze osłabienie aktywności gospodarczej w strefie euro, związane z wpływem zaburzeń na rynkach finansowych. Wydaje się, że w pierwszym kwartale aktywność gospodarcza osłabła znacznie bardziej, niż zakładano w projekcjach z marca br. W danych ankietowych pojawiły się ostatnio wstępne oznaki stabilizacji, choć na bardzo niskim poziomie. Ogólnie należy się spodziewać, że przez pozostałą część roku aktywność gospodarcza będzie bardzo słaba, a stopniowe ożywienie rozpocznie się w ciągu 2010 r. Wśród czynników szczegółowych należy tu wymienić trwający od lata 2008 r. znaczny spadek cen surowców, który korzystnie wpływa na poziom realnych dochodów do dyspozycji, a tym samym – spożycia. Ponadto coraz większy wpływ na popyt – zarówno zewnętrzny, jak i wewnętrzny – będą wywierać wprowadzane obecnie silne bodźce makroekonomiczne, a także rozwiązania mające przywrócić prawidłowe funkcjonowanie systemu finansowego w samej strefie euro i poza nią.

Biorąc pod uwagę wszystkie podejmowane działania i ich skutki, a także wyraźnie ujemne tempo wzrostu w pierwszym kwartale bieżącego roku oraz prognozy opublikowane ostatnio przez instytucje publiczne, należy uznać, że bilans zagrożeń związanych

z przedstawionym scenariuszem jest zasadniczo zrównoważony. Do czynników negatywnych należy zaliczyć ryzyko, że zaburzenia na rynkach finansowych jeszcze mocniej przełożą się na sferę realną i że nasilą się naciski protekcyjnistyczne; niepokój budzi też możliwość wystąpienia niekorzystnych zjawisk w gospodarce światowej wskutek niekontrolowanej korekty stanów nierównowagi na świecie. Z drugiej strony spadek cen surowców i wdrażane posunięcia w zakresie polityki mogą przynieść skutki korzystniejsze, niż dotąd zakładano.

Według wstępnych szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP wyniosła w kwietniu 0,6%, czyli tyle samo, co w marcu. Obserwowany od ostatniego lata spadek inflacji wynika głównie z notowanych w tym okresie gwałtownych obniżek światowych cen surowców. Pojawia się też coraz więcej oznak powszechnego osłabienia presji inflacyjnych. W nadchodzącym czasie krótkookresowa dynamika wskaźnika HICP będzie w znacznym stopniu zdeterminowana przez efekt bazy związany z wahaniami cen energii w poprzednim okresie. Rada Prezesów oczekuje, że roczne wskaźniki inflacji ogólnej jeszcze się obniżą, a w połowie roku osiągną nawet przejściowo wartości ujemne, by następnie z powrotem wzrosnąć. Takie krótkotrwałe wahania nie mają jednak znaczenia z punktu widzenia polityki pieniężnej. W dalszej perspektywie, w roku 2010, inflacja HICP prawdopodobnie będzie nadal dodatnia, ale nie przekroczy 2%; słaby popyt w strefie euro i poza nią będzie osłabiać procesy inflacyjne. Dostępne wskaźniki średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych są spójne z celem Rady Prezesów, by utrzymać stopę inflacji na poziomie poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

Bilans zagrożeń dla powyższego scenariusza jest zasadniczo zrównoważony, a dotyczą one zwłaszcza perspektyw aktywności gospodarczej oraz cen surowców.

W dziedzinie analizy monetarnej najnowsze dane potwierdzają postępujące osłabianie się dynamiki ekspansji monetarnej. Wskazuje na to np. jednoczesny dalszy spadek rocznego tempa wzrostu agregatu M3 (do 5,1%) i kredytów dla sektora prywatnego (do 3,2%). Spowolnienie to potwierdza ocenę, że słabnie średniookresowa presja inflacyjna.

Nadal obserwuje się zmienność agregatu M3 i jego komponentów w ujęciu miesięcznym; dane za marzec wskazują na obniżenie się salda otwartych pozycji zaliczanych do szerokiego pieniądza. Może to po części odzwierciedlać decyzje inwestycyjne uczestników rynku w reakcji na wcześniejsze obniżki podstawowych stóp procentowych EBC, które doprowadziły do obniżenia oprocentowania depozytów krótkoterminowych

i instrumentów rynkowych oraz przyczyniły się do realokacji środków nie tylko w obrębie agregatu M3, ale także w stronę instrumentów niezaliczanych do tego agregatu.

W marcu jeszcze bardziej obniżyło się całkowite saldo niespłaconych kredytów MFI dla sektora prywatnego, głównie wskutek ujemnego przepływu kredytów dla przedsiębiorstw. Również ten spadek dotyczy głównie kredytów o krótszych terminach zapadalności; przepływ netto kredytów o dłuższych terminach był nadal dodatni. Obniżenie salda kredytów krótkoterminowych prawdopodobnie w znacznym stopniu wynika z niższego popytu związanego z załamaniem się aktywności gospodarczej i perspektyw biznesowych na początku roku. W ostatnich miesiącach znacznie spadło oprocentowanie udzielanych przez banki kredytów krótkoterminowych i kredytów o zmiennej stopie, co świadczy o tym, że transmisja impulsów polityki pieniężnej do sfery realnej jeszcze trwa. W całościowym ujęciu najnowsze dane dotyczące podaży pieniądza i akcji kredytowej potwierdzają ocenę, że zarówno banki, jak i sektory utrzymujące zasoby pieniądza dążą do obniżenia wysokich wskaźników zadłużenia narosłych w ubiegłych latach.

Podsumowując, w swojej decyzji z 7 maja Rady Prezesów przyjęła założenie, że znaczne obniżki cen surowców w poprzednim okresie oraz wyraźne osłabienie aktywności gospodarczej (zarówno w strefie euro, jak i na całym świecie) nadal będą osłabiać presję inflacyjną. Sytuacja w pierwszym kwartale okazała się znacznie gorsza, niż przewidywano, ale w najnowszych danych gospodarczych oraz informacjach z badań ankietowych widać wstępne oznaki stabilizacji, choć na bardzo niskich poziomach. W gospodarce światowej, łącznie ze strefą euro, nadal trwa poważne załamanie koniunktury. Perspektywy na rok 2009 w dziedzinie popytu, zarówno zewnętrznego, jak i wewnętrznego, są bardzo słabe; stopniowe ożywienie nastąpi dopiero w ciągu 2010 r. Przedstawiona ocena uwzględnia kilka niekorzystnych procesów, które prawdopodobnie wystąpią w nadchodzących miesiącach, w tym dalsze pogorszenie się sytuacji na rynku pracy. Jednocześnie dostępne wskaźniki średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych pozostają zgodne z celem Rady Prezesów, by utrzymać stopę inflacji na poziomie poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Wyniki analizy monetarnej potwierdzają, że w związku ze spowolnieniem tempa wzrostu zasobów pieniądza i akcji kredytowej osłabiła się presja inflacyjna. W tej sytuacji Rada Prezesów spodziewa się, że po decyzji z 7 maja stabilność cen zostanie utrzymana w średnim okresie, co korzystnie wpłynie na siłę nabywczą gospodarstw domowych strefy euro.

Od nasilenia się kryzysu finansowego, czyli od września 2008 r., Eurosystem wdrożył serię rozwiązań bezprecedensowych pod względem charakteru, skali i terminów. Doprowadziły one do wyraźnego obniżenia głównych stóp procentowych rynku pieniężnego, które dla banków strefy euro stanowią zwykle punkt odniesienia przy aktualizacji stawek kredytów o zmiennej stopie i ustalaniu oprocentowania nowych kredytów. To z kolei doprowadziło do gwałtownego spadku stawek oprocentowania tych kredytów, zarówno dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw. Ponieważ mechanizm transmisji polityki pieniężnej działa z opóźnieniem, gospodarka dopiero z czasem w pełni odczuje skutki działań podjętych przez Radę Prezesów. Podsumowując, należy stwierdzić, że dzięki wszystkim zastosowanym środkom polityka pieniężna na bieżąco wspierała siłę nabywczą gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Rada Prezesów będzie dbać o to, by w momencie poprawy warunków makroekonomicznych można było szybko wycofać zastosowane rozwiązania i zaabsorbować dostarczoną płynność, tak by skutecznie i na czas zapobiegać ewentualnym zagrożeniom dla stabilności cen w średnim i dłuższym okresie. Rada będzie nadal działać na rzecz trwałej stabilizacji średniookresowych oczekiwań inflacyjnych, będącej warunkiem koniecznym zrównoważonego wzrostu gospodarczego i wzrostu zatrudnienia oraz czynnikiem wspomagającym utrzymanie stabilności finansowej. W nadchodzącym okresie Rada będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

W dziedzinie polityki fiskalnej najnowsze projekcje dotyczące krajów strefy euro wskazują na ciągle zmiany prognoz i szacunków sald budżetowych. Wyższe deficyty budżetowe oraz skutki fiskalne pakietów pomocowych dla sektora prywatnego doprowadzą do znacznego zwiększenia wskaźników długu publicznego do PKB. Ponadto aktualne wersje projekcji Komisji Europejskiej oraz Komitetu Polityki Gospodarczej, działającego z upoważnienia Rady ECOFIN, wskazują, że większość krajów musi zmierzyć się z trudnym zadaniem znalezienia w budżecie środków na pokrycie kosztów starzenia się społeczeństwa. Dlatego jest niezwykle ważne, by kraje podjęły zdecydowane i wiarygodne zobowiązanie do prowadzenia konsolidacji fiskalnej w celu przywrócenia dobrej sytuacji budżetowej, z pełnym poszanowaniem postanowień paktu stabilności i wzrostu. Pozwoli to ochronić wiarę społeczeństwa w stabilność finansów publicznych oraz przyczyni się zarówno do uzdrowienia gospodarki, jak i jej długofalowego wzrostu. Dążenie do konsolidacji fiskalnej stanie się bardziej wiarygodne, jeśli będzie elementem krajowej polityki średniookresowej.

W kwestii polityki strukturalnej sprawą o podstawowym znaczeniu jest obecnie wzmocnienie zdolności dostosowawczych i elastyczności gospodarki strefy euro, zgodnie z zasadą otwartej gospodarki rynkowej. Wymaga to szybszego wdrażania reform rynku pracy, które mają przyczynić się do wyznaczenia odpowiedniego poziomu płac i ułatwienia przepływu siły roboczej między sektorami i regionami, oraz reform rynku produktów mających pobudzić konkurencję i przyspieszyć restrukturyzację.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. W pierwszym omówiono kluczową rolę oczekiwań – zwłaszcza dobrze ugruntowanych długookresowych oczekiwań inflacyjnych – w prowadzeniu polityki pieniężnej. Drugi artykuł przedstawia podstawowe cechy instytucjonalne i gospodarcze 12 krajów, które wstąpiły do UE w maju 2004 r. lub styczniu 2007 r., i ukazuje z perspektywy czasu zmiany, jakie zaszły w tych krajach. Trzeci artykuł przedstawia aktualny stan i aspekty polityczne uregulowań dotyczących agencji przyznających ratingi kredytowe.