

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 2 lipca 2009 r. Rada Prezesów postanowiła, na podstawie prowadzonej regularnie analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Gdy uwzględni się informacje i analizy, które pojawiły się po ostatnim posiedzeniu Rady w dniu 4 czerwca 2009 r., obecny poziom stóp należy uznać za odpowiedni.

Spadek inflacji rocznej w czerwcu do wartości ujemnych był zgodny z wcześniejszymi oczekiwaniami i wynikał przede wszystkim z efektów przejściowych. Rada Prezesów przewiduje, że również po powrocie wskaźników inflacji do wartości dodatnich wzrost cen w horyzoncie ważnym dla polityki pieniężnej będzie nadal ograniczony. Przedstawione ostatnio dane i wyniki badań ankietowych nadal wskazują, że przez pozostałą część roku aktywność gospodarcza powinna być słaba, choć nie przewiduje się tak silnego jej spadku, jaki miał miejsce w pierwszym kwartale 2009 r. Przedstawiona ocena uwzględnia odczuwane z opóźnieniem niekorzystne zjawiska, takie jak dalsze pogorszenie się sytuacji na rynkach pracy, które prawdopodobnie wystąpią w nadchodzących miesiącach. Na przyszły rok przewiduje się, że po okresie stabilizacji nastąpi stopniowe ożywienie; do połowy 2010 roku kwartalne stopy wzrostu powinny osiągnąć wartości dodatnie. Dostępne wskaźniki średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych pozostają spójne z celem Rady Prezesów, by utrzymać stopę inflacji na poziomie poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Analiza monetarna potwierdza ocenę, że w związku z utrzymywaniem się niskich wskaźników podaży pieniądza i kredytów presja inflacyjna będzie niska. Przesłanki te pozwalają Radzie Prezesów oczekiwać, że okres bardzo niskiej lub wręcz ujemnej inflacji szybko się skończy i uda się utrzymać stabilność cen w średnim okresie, co przyczyni się do podtrzymania siły nabywczej gospodarstw domowych strefy euro.

Dane gospodarcze i wyniki badań ankietowych opublikowane od ostatniego posiedzenia Rady, które odbyło się 4 czerwca, zasadniczo potwierdzają wcześniejsze oczekiwania. Przez pozostałą część bieżącego roku aktywność gospodarcza będzie prawdopodobnie nadal słaba, ale powinna obniżyć się wolniej niż w pierwszym kwartale 2009 r. Na przyszły rok przewiduje się, że po okresie stabilizacji nastąpi stopniowe ożywienie; około połowy 2010 r. kwartalne stopy wzrostu powinny osiągnąć wartości dodatnie. Zastosowanie silnych bodźców ukierunkowanych na wszystkie główne obszary

gospodarcze powinno wesprzeć wzrost w gospodarce światowej, w tym również w strefie euro.

Zdaniem Rady Prezesów bilans zagrożeń związanych z dalszym rozwojem sytuacji gospodarczej jest obecnie zrównoważony. Do wzrostu aktywności mogą przyczynić się silniejsze od oczekiwanych skutki wdrażanych obecnie kompleksowych bodźców makroekonomicznych i innych posunięć w zakresie polityki. Również wzrost zaufania może nastąpić szybciej, niż się obecnie zakłada. Z drugiej strony nadal istnieje ryzyko, że niekorzystne wzajemne oddziaływanie między sferą realną gospodarki i dotkniętymi kryzysem rynkami finansowymi okaże się silniejsze lub potrwa dłużej niż oczekiwano. Obawy dotyczą także kolejnych podwyżek cen ropy i innych surowców, nasilenia nacisków protekcjonistycznych, pogarszania się sytuacji na rynkach pracy oraz możliwości wystąpienia negatywnych skutków niekontrolowanej korekty stanów nierównowagi na świecie.

W kwestii procesów cenowych, wg wstępnych szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP wyniosła w czerwcu -0,1%, wobec 0,0% w maju. Spadku tego oczekiwano; wynikał on głównie z efektu bazy związanego z gwałtownymi wahaniami światowych cen surowców w poprzednim okresie.

Przewiduje się, że w związku z efektem bazy roczne stopy inflacji w najbliższych miesiącach pozostaną ujemne, a następnie powrócą do wartości dodatnich. Takie krótkotrwałe wahania nie mają jednak znaczenia z punktu widzenia polityki pieniężnej. Zgodnie z dostępnymi projekcjami i prognozami inflacja w dalszej perspektywie będzie dodatnia, ale słaby popyt oczekiwany zarówno w strefie euro, jak i w innych częściach świata powinien spowodować, że wzrost cen i kosztów będzie wciąż niewielki. Pod tym względem wskaźniki średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych pozostają spójne z celem Rady Prezesów, by utrzymać stopę inflacji na poziomie poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

Bilans zagrożeń związanych z przedstawionym scenariuszem jest ogólnie zrównoważony. Wśród czynników oddziałujących w kierunku obniżenia inflacji należy zwłaszcza wymienić perspektywę aktywności gospodarczej, podczas gdy ryzyko wzrostu inflacji wiąże się z wyższymi od zakładanych cenami surowców. Z powodu konieczności przeprowadzenia w nadchodzących latach konsolidacji fiskalnej również podwyżki podatków pośrednich i cen kontrolowanych mogą okazać się większe od obecnie oczekiwanych.

W dziedzinie analizy monetarnej najnowsze dane potwierdzają postępujące osłabianie się dynamiki ekspansji monetarnej. W maju roczna stopa wzrostu agregatu M3 ponownie się obniżyła i wyniosła 3,7%, przy czym dynamika kredytów dla sektora prywatnego spadła jeszcze bardziej – do 1,8%, osiągając najniższą wartość od rozpoczęcia trzeciego etapu unii gospodarczej i walutowej. To powszechne spowolnienie potwierdza ocenę, że w średnim okresie tempo ekspansji monetarnej będzie wolniejsze, a presja inflacyjna niska.

W maju obniżyło się saldo otwartych pozycji większości komponentów szerokiego pieniądza, na co w znacznej mierze wpłynęły spadki oprocentowania depozytów krótkoterminowych i instrumentów rynkowych oraz związany z nimi wzrost alokacji środków w instrumenty spoza agregatu M3. Dynamika agregatu M1, po znacznym umocnieniu się w kwietniu, w maju nieco osłabła, choć nadal była wysoka. W ciągu ostatnich miesięcy zaznaczyły się wysokie wahania agregatu M3, ale abstrahując od wahań miesięcznych można stwierdzić, że od ostatniego kwartału 2008 r. nastąpił wyraźny spadek tempa ekspansji monetarnej.

Napływ kredytów bankowych do przedsiębiorstw i gospodarstw domowych był nadal niski, co po części wynikało z osłabienia aktywności gospodarczej, a także z niskiego poziomu zaufania utrzymującego się wśród przedsiębiorców i konsumentów. W ostatnim okresie bieżące saldo kredytów dla przedsiębiorstw z miesiąca na miesiąc nieco spadało, co wynikało przede wszystkim ze spadku kredytów krótkoterminowych. Saldo kredytów o dłuższych terminach zapadalności nieznacznie wzrosło. Należy przy tym odnotować, że dotychczasowe obniżki podstawowych stóp procentowych EBC w dalszym ciągu przekładały się na poziom oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Wynikająca stąd poprawa warunków finansowania powinna w najbliższej przyszłości pobudzać aktywność gospodarczą. Nadchodzący okres będzie jednak trudny, więc banki powinny podjąć odpowiednie działania w celu dalszego umacniania bazy kapitałowej (do czego wzywała już wcześniej Rada Prezesów), a w razie potrzeby w pełni wykorzystać rządowe środki pomocowe dla sektora prywatnego, zwłaszcza w celu zwiększenia kapitałów.

W podsumowaniu można stwierdzić, że gdy uwzględni się informacje i analizy, które pojawiły się po ostatnim posiedzeniu Rady w dniu 4 czerwca 2009 r., obecny poziom stóp należy uznać za odpowiedni. Spadek inflacji rocznej w czerwcu do wartości ujemnych był zgodny z wcześniejszymi oczekiwaniami i wynikał przede wszystkim z efektów

przejściowych. Rada Prezesów przewiduje, że również po powrocie wskaźników inflacji do wartości dodatnich wzrost cen w średnim okresie będzie nadal ograniczony. Przedstawione ostatnio dane i wyniki badań ankietowych nadal wskazują, że przez pozostałą część roku także aktywność gospodarcza powinna być słaba, choć nie przewiduje się tak silnego jej spadku, jaki miał miejsce w pierwszym kwartale 2009 r. Przedstawiona ocena uwzględnia odczuwane z opóźnieniem niekorzystne zjawiska, takie jak dalsze pogorszenie się sytuacji na rynkach pracy, które prawdopodobnie wystąpią w nadchodzących miesiącach. Na przyszły rok przewiduje się, że po okresie stabilizacji nastąpi stopniowe ożywienie; około połowy 2010 r. kwartalne stopy wzrostu powinny osiągnąć wartości dodatnie. Dostępne wskaźniki średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych pozostają spójne z celem Rady Prezesów, by utrzymać stopę inflacji na poziomie poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Zestawienie wyników analizy monetarnej i ekonomicznej potwierdza ocenę, że w związku z utrzymywaniem się słabych wskaźników podaży pieniądza i kredytów presja inflacyjna będzie niska. Przesłanki te pozwalają Radzie Prezesów oczekiwać, że okres bardzo niskiej lub wręcz ujemnej inflacji szybko się skończy i uda się utrzymać stabilności cen w średnim okresie, co przyczyni się do podtrzymania siły nabywczej gospodarstw domowych strefy euro.

Ponieważ mechanizm transmisji polityki pieniężnej działa z opóźnieniem, gospodarka dopiero z czasem w pełni odczuje skutki działań podjętych przez Radę Prezesów. Można zatem stwierdzić, że dzięki wszystkim zastosowanym środkom polityka pieniężna będzie w dalszym ciągu wspierała gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa. W tym miejscu należy wspomnieć, że Eurosystem przeprowadził ostatnio pierwszą z serii dłuższych operacji refinansujących z rocznym terminem zapadalności, stanowiącą duży zastrzyk płynności dla banków strefy euro. Operacja została przeprowadzana po stałej stopie 1%. Oczekuje się, że przyczyni się ona do dalszej poprawy sytuacji płynnościowej banków i normalizacji sytuacji na rynkach pieniężnych, a także – łącznie z innymi działaniami mającymi pobudzić akcję kredytową – do zwiększenia dostępności finansowania w gospodarce. Gdy tylko nastąpi poprawa warunków makroekonomicznych, Rada Prezesów zajmie się szybkim wycofaniem środków nadzwyczajnych i absorpcją dodatkowej płynności, co pozwoli skutecznie i na czas przeciwdziałać ewentualnym zagrożeniom dla stabilności cen w średniej i dłuższej perspektywie. Rada Prezesów, co wielokrotnie podkreślano, będzie nadal działać na rzecz trwałej stabilizacji średniookresowych oczekiwań inflacyjnych, bez której niemożliwy jest zrównoważony wzrost gospodarczy i wzrost zatrudnienia, i która pomaga w utrzymaniu stabilności

finansowej. W nadchodzącym okresie Rada będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

W dziedzinie polityki fiskalnej Rada Prezesów z zadowoleniem przyjęła ogólne kierunki polityki fiskalnej uzgodnione w czerwcu 2009 r. w ramach wiosennej debaty przez ministrów finansów strefy euro. Należy zapewnić przywrócenie zdrowej i zrównoważonej sytuacji finansów publicznych, co przełoży się na stabilizację całej gospodarki. W tej sytuacji rządy państw strefy euro powinny przygotować i ogłosić ambitne, lecz realistyczne strategie wycofania rozwiązań antykrzysowych i konsolidacji fiskalnej, zgodne z postanowieniami paktu stabilności i wzrostu. Zdaniem Rady Prezesów proces dostosowań strukturalnych powinien się rozpocząć, zanim jeszcze sytuacja gospodarcza ulegnie poprawie. W 2011 roku trzeba będzie jeszcze zdynamizować działania konsolidacyjne. Skorygowanie znacznej nierównowagi fiskalnej, która prawdopodobnie wystąpi w krajach strefy euro, będzie wymagało działań konsolidacyjnych znacznie przekraczających kryterium 0,5% rocznego PKB określone w pakcie stabilności i wzrostu. Roczna korekta w krajach o wysokich wskaźnikach deficytu budżetowego lub długu publicznego powinna wynosić co najmniej 1% PKB.

W dziedzinie polityki strukturalnej należy nasilić działania na rzecz zwiększenia wzrostu potencjalnego strefy euro. Wprowadzenie niezbędnych reform strukturalnych trzeba koniecznie przyspieszyć z uwagi na niekorzystne oddziaływanie kryzysu finansowego na zatrudnienie, inwestycje i zasoby kapitałowe. W szczególności reformy rynku produktów powinny pobudzić konkurencję oraz przyspieszyć restrukturyzację i wzrost wydajności, zaś reformy rynku pracy mają sprzyjać odpowiedniemu kształtowaniu płac, a także przepływowi siły roboczej między sektorami i regionami. Jednocześnie należy pamiętać o konieczności wycofania w odpowiednim momencie wielu spośród wprowadzonych w ostatnich miesiącach rozwiązań w dziedzinie polityki, ukierunkowanych na wsparcie konkretnych sektorów gospodarki. Sprawą o podstawowym znaczeniu jest obecnie wzmocnienie zdolności dostosowawczych i elastyczności gospodarki strefy euro, z poszanowaniem zasady otwartej gospodarki rynkowej i wolnej konkurencji.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. Pierwszy omawia wpływ rządowej pomocy dla sektora bankowego na finanse publiczne w strefie euro. Artykuł drugi przedstawia ocenę realizacji polityki pieniężnej od czasu pojawienia się zaburzeń na rynkach finansowych w sierpniu 2007 r. W trzecim omówiono rotacyjny system głosowania w Radzie Prezesów.