

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 6 sierpnia Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnie prowadzonej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Informacje i analizy, które pojawiły się po ostatnim posiedzeniu Rady z dnia 2 lipca 2009 r., potwierdzają opinię, że obecny poziom stóp jest wciąż odpowiedni.

Zgodnie z oczekiwaniami roczna stopa inflacji HICP, która już wcześniej była ujemna, w lipcu jeszcze bardziej się obniżyła, głównie z powodu efektów przejściowych. Rada Prezesów przewiduje, że w drugim półroczu wskaźniki inflacji wzrosną powyżej zera, ale w perspektywie przyjętej przy stanowieniu polityki pieniężnej wzrost cen będzie nadal ograniczony. Opublikowane ostatnio dane i informacje ankietowe wskazują, że przez pozostałą część roku aktywność gospodarcza prawdopodobnie będzie nadal słaba, choć tempo jej spadku wyraźnie maleje. Powyższa ocena uwzględnia niekorzystne procesy zachodzące z opóźnieniem, w tym 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, a kwartalne stopy wzrostu osiągną 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 presja inflacyjna jest niska w związku z postępującym osłabieniem dynamiki pieniądza i kredytów. Na podstawie tych przesłanek Rada Prezesów przewiduje, że czas bardzo niskiej lub wręcz ujemnej inflacji szybko się skończy i w średnim okresie stabilność cen utrzyma się, co przyczyni się do podtrzymania siły nabywczej gospodarstw domowych strefy euro.

Dane ekonomiczne i wyniki badań ankietowych opublikowane od ostatniego posiedzenia Rady, które odbyło się 2 lipca 2009 r., zasadniczo potwierdzają wcześniejsze oczekiwania. Wprawdzie poziom niepewności jest nadal wysoki, ale pojawia się coraz więcej oznak, że recesja na świecie osiąga najniższy punkt. W strefie euro najnowsze dane z badań ankietowych wskazują na wyraźne spowolnienie spadku gospodarczego. Oczekuje się jednak, że do końca roku aktywność gospodarcza będzie słaba. Na przyszły rok przewiduje się, że po okresie stabilizacji nastąpi stopniowe ożywienie, a kwartalne stopy wzrostu osiągną wartości dodatnie. Zdecydowane rozwiązania ukierunkowane na pobudzenie gospodarki, wprowadzone we wszystkich głównych obszarach

gospodarczych, powinny przyczynić się do wzrostu gospodarczego na świecie, w tym również w strefie euro.

W opinii Rady Prezesów poziom niepewności w gospodarce nadal jest wysoki, w związku z czym w najbliższym czasie dane będą najprawdopodobniej wykazywać dużą zmienność. Bilans czynników ryzyka związanych z przedstawionym scenariuszem aktywności gospodarczej jest ogólnie zrównoważony. Po stronie pozytywnej mogą wystąpić 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. Po stronie negatywnej nadal istnieje ryzyko, że niekorzystne wzajemne oddziaływanie między sferą realną gospodarki i zaburzeniami na rynkach finansowych okaże się silniejsze lub bardziej długotrwałe. Do czynników ryzyka należą także ponowne podwyżki cen ropy i innych surowców, nasilenie nacisków protekcyjnych, dalsze pogorszenie się sytuacji na rynkach pracy oraz negatywne skutki niekontrolowanej korekty stanów nierównowagi na świecie.

W dziedzinie procesów cenowych roczna inflacja HICP wyniosła w lipcu wg wstępnych szacunków Eurostatu -0,6 %, wobec -0,1% w czerwcu. Spadek ten, przewidziany przez Radę Prezesów, wynikał głównie z efektu bazy związanego z rekordowo wysokim poziomem światowych cen surowców rok wcześniej.

Przewiduje się, że w związku z efektem bazy roczne stopy inflacji pozostaną przez jakiś czas ujemne, ale przed końcem roku 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 wzrost cen i kosztów będzie wciąż niewielki w związku ze słabym popytem obserwowanym zarówno w strefie euro, jak i w innych częściach świata. 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.

Zagrożenia związane z przedstawionym scenariuszem inflacji ogólnie się równoważą, a wiążą się zwłaszcza z perspektywami aktywności gospodarczej oraz możliwością większego niż oczekiwano wzrostu cen surowców. Konieczność przeprowadzenia w nadchodzących latach konsolidacji fiskalnej może spowodować, że również podwyżki podatków pośrednich i cen kontrolowanych okażą się większe od obecnie oczekiwanych.

W dziedzinie analizy monetarnej najnowsze dane potwierdzają postępujące osłabianie się dynamiki szerokiego pieniądza i kredytów. W czerwcu roczne stopy wzrostu agregatu M3 i kredytów dla sektora prywatnego osiągnęły rekordowo niskie wartości, odpowiednio 3,5% oraz 1,5% – najniższy poziom od rozpoczęcia trzeciego etapu UGW. Dane te potwierdzają ocenę, że w średnim okresie tempo ekspansji monetarnej będzie wolniejsze, a presja inflacyjna niska.

Trwającemu od ostatniego kwartału 2008 r. spadkowi tempa ekspansji monetarnej nadal towarzyszy zmienność krótkoterminowych wskaźników szerokiego pieniądza i czynników jego kreacji. Wynika to w znacznej mierze z wpływu zmian stóp procentowych (w ujęciu bezwzględnym i względnym) na alokację środków między różne inwestycje finansowe, zarówno objęte agregatem M3, jak i spoza niego, oraz między różne kategorie depozytów zaliczanych do M3. I tak na przykład przesunięcia środków z depozytów krótkoterminowych do depozytów *overnight* w obrębie M3 doprowadziły w czerwcu do znacznego umocnienia się rocznej dynamiki M1.

Napływ kredytów bankowych do prywatnej części sektora niefinansowego w czerwcu był nadal niewielki, przy czym wystąpiły różnice między poszczególnymi kategoriami kredytobiorców. Z powodu ostrego spadku salda kredytów krótkoterminowych napływ kredytów do przedsiębiorstw, już wcześniej ujemny, ostatnio jeszcze znacznie spadł. Jednocześnie napływ kredytów do gospodarstw domowych wykazywał wartości dodatnie, nieco wyższe niż w poprzednim miesiącu. Wydaje się, że utrzymująca się niepewność osłabiła zapotrzebowanie kredytobiorców na finansowanie. Jednak wyniki ostatniej ankiety dotyczącej akcji kredytowej banków w strefie euro wskazują, że warunki udzielania kredytów były znacznie mniej rygorystyczne. Nadchodzący okres będzie trudny, więc banki powinny podjąć odpowiednie działania w celu dalszego umacniania bazy kapitałowej, a w razie potrzeby w pełni wykorzystać rządowe środki pomocowe dla sektora finansowego, zwłaszcza do celów rekapitalizacji.

Podsumowując, informacje i analizy, które pojawiły się po posiedzeniu Rady Prezesów z dnia 2 lipca 2009 r., potwierdzają opinię Rady, że obecny poziom podstawowych stóp procentowych EBC jest wciąż odpowiedni. Zgodnie z oczekiwaniami roczna stopa inflacji HICP, która już wcześniej była ujemna, w lipcu jeszcze bardziej się obniżyła, głównie z powodu efektów przejściowych. Rada Prezesów przewiduje, że w drugim półroczu wskaźniki inflacji wzrosną powyżej zera, ale w perspektywie przyjętej przy stanowieniu polityki pieniężnej wzrost cen będzie nadal ograniczony. Opublikowane ostatnio dane

i informacje ankietowe wskazują, że przez pozostałą część roku aktywność gospodarcza prawdopodobnie będzie nadal słaba, choć tempo jej spadku wyraźnie maleje. Powyższa ocena uwzględnia niekorzystne procesy zachodzące z opóźnieniem, w tym 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, a kwartalne stopy wzrostu gospodarczego osiągną 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 presja inflacyjna jest niska w związku z trwającym spowolnieniem ekspansji monetarnej i akcji kredytowej. 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. Przez ten czas, dzięki wszystkim zastosowanym środkom (w tym skupowi zabezpieczonych obligacji), polityka pieniężna będzie wspierała gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa. 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 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 przyjmuje stanowisko Eurogrupy, że w świetle obecnych perspektyw gospodarczych oraz prognozowanej sytuacji w zakresie deficytu budżetowego i długu publicznego nie ma obecnie podstaw do stosowania następnych bodźców fiskalnych. Plany budżetowe na rok 2010, których opracowywanie w wielu krajach dobiega końca, oraz średniookresowe strategie konsolidacji powinny uwzględniać zobowiązanie do szybkiego uzdrowienia finansów publicznych i przywrócenia ich do stanu równowagi. Dlatego też rządy powinny przygotować i ogłosić ambitne, lecz realistyczne strategie wycofania rozwiązań

antykryzysowych oraz konsolidacji fiskalnej, zgodne z postanowieniami paktu stabilności i wzrostu. Proces dostosowań strukturalnych powinien rozpocząć się, zanim sytuacja gospodarcza ulegnie poprawie, a w 2011 roku działania konsolidacyjne należy zintensyfikować. Docelowa konsolidacja powinna znacznie przekraczać wartość referencyjną 0,5% PKB rocznie określoną w pakcie stabilności i wzrostu; roczna korekta w krajach o wysokich wskaźnikach deficytu budżetowego lub długu publicznego powinna wynosić co najmniej 1% PKB. Z uwagi na ryzyko, że potencjalny wzrost gospodarczy w strefie euro będzie przez dłuższy czas niski, rządy powinny dostosować wydatki publiczne do nowych warunków makroekonomicznych i jak najszybciej wycofać się z posunięć, które doprowadziły do gwałtownego skoku wskaźników wydatków publicznych. Działanie takie jest konieczne, by przygotować budżety na przyszłe obciążenia związane ze starzeniem się społeczeństw.

W dziedzinie polityki strukturalnej należy nasilić reformy strukturalne, by utrzymać zrównoważony wzrost gospodarczy w strefie euro. Aby niekorzystny wpływ kryzysu na rynki pracy nie utrwalił się, należy właściwie kształtować płace i stosować odpowiednio elastyczną politykę przywracania bezrobotnych na rynek pracy. W tym celu niezbędne jest stworzenie odpowiednich zachęt do podejmowania pracy. Z kolei polityka ukierunkowana na przyspieszenie restrukturyzacji i wzrost inwestycji, z poszanowaniem zasady otwartej gospodarki rynkowej i wolnej konkurencji, powinna stworzyć możliwości biznesowe i przynieść wzrost wydajności, potrzebne do zapoczątkowania trwałego ożywienia gospodarczego.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. Pierwszy przedstawia w zarysie zmiany w finansowaniu inwestycji mieszkaniowych od 1999 r. W drugim omówiono czynniki wpływające na podejście banków do wyznaczania stóp procentowych oraz opisano wpływ ostatnich napięć na rynkach finansowych na mechanizm transmisji polityki pieniężnej.