

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 5 listopada 2009 r. Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Obecna wysokość stóp jest w dalszym ciągu odpowiednia. Napływające informacje i analizy uzyskane od posiedzenia Rady z 8 października potwierdziły jej wcześniejsze oczekiwania. Roczna inflacja HICP, która wg wstępnych szacunków Eurostatu w październiku wyniosła -0,1%, powinna w najbliższych miesiącach powrócić do wartości dodatnich i w horyzoncie odpowiednim dla kształtowania polityki pieniężnej utrzymać się nieco powyżej zera. Najnowsze informacje wskazują przy tym na dalsze ożywienie aktywności gospodarczej w drugim półroczu br. Rada Prezesów oczekuje, że w 2010 r. w sytuacji gospodarcza w strefie euro będzie się stopniowo poprawiać, ma jednak przy tym świadomość, że scenariusz ten jest bardzo niepewny. Średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostają całkowicie spójne z celem Rady Prezesów, by utrzymać stopę inflacji na poziomie poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Analiza monetarna potwierdza ocenę, że średniookresowa presja inflacyjna będzie niska w związku z postępującym osłabieniem dynamiki pieniądza i kredytów. W tej sytuacji Rada Prezesów spodziewa się, że w średnim okresie stabilność cen zostanie utrzymana, co korzystnie wpłynie na siłę nabywczą gospodarstw domowych strefy euro.

W dziedzinie analizy ekonomicznej dostępne dane i wskaźniki z badań ankietowych nadal wskazują na ożywienie aktywności gospodarczej w drugim półroczu br. W najbliższym okresie do poprawy sytuacji w strefie euro powinny przyczynić się zwłaszcza zwrot w cyklu zapasów i ożywienie eksportu, a także wdrażane silne bodźce makroekonomiczne oraz podjęte działania mające przywrócić prawidłowe funkcjonowanie systemu finansowego. Na podstawie wszystkich dostępnych informacji można przypuszczać, że w drugim półroczu kwartalne tempo wzrostu realnego PKB będzie już dodatnie. Niemniej stopień niepewności jest nadal wysoki, gdyż wiele spośród czynników sprzyjających wzrostowi ma charakter przejściowy. Pomimo zmienności napływających danych należy oczekiwać, że w 2010 r. w strefie euro będzie trwać stopniowe ożywienie gospodarcze, a także, że w średnim okresie na wynikach gospodarczych odbije się trwająca obecnie – w strefie euro i poza nią – restrukturyzacja bilansów w sektorach finansowym i niefinansowym.

Zdaniem Rady Prezesów bilans zagrożeń związanych z dalszym rozwojem sytuacji gospodarczej jest w dalszym ciągu zrównoważony. Po stronie pozytywnej mogą wystąpić

silniejsze od oczekiwanych skutki wdrażanych obecnie kompleksowych bodźców makroekonomicznych i innych podjętych działań. Możliwe jest też, że zaufanie w gospodarce poprawi się szybciej, niż zakładano, sytuacja na rynku pracy nie pogorszy się tak bardzo, a popyt zewnętrzny okaże się silniejszy. Po stronie negatywnej nadal istnieje ryzyko, że niekorzystne wzajemne oddziaływanie między sferą realną gospodarki i sektorem finansowym okaże się silniejsze lub bardziej długotrwałe. Do czynników ryzyka należą także ponowne podwyżki cen ropy i innych surowców, nasilenie protekcjonizmu oraz możliwość niekontrolowanej korekty stanów nierównowagi na świecie.

W kwestii procesów cenowych, według wstępnych szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP wyniosła w październiku -0,1%, wobec -0,3% we wrześniu. Aktualne ujemne stopy inflacji są zgodne z wcześniejszymi oczekiwaniami i wynikają głównie ze zmian światowych cen surowców w ciągu ubiegłego roku. Na nadchodzące miesiące, również w związku z efektem bazy, przewiduje się powrót rocznych stóp inflacji do wartości dodatnich. Później, w perspektywie właściwej przy stanowieniu polityki pieniężnej, inflacja powinna pozostać dodatnia; zmiany ogólnego poziomu cen i kosztów będą ograniczone w związku z niskim popytem w samej strefie euro i poza nią. Należy przy tym ponownie podkreślić, że oczekiwania inflacyjne w średnim i dłuższym okresie pozostają całkowicie spójne z celem Rady Prezesów, którym jest utrzymanie stopy inflacji poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

Bilans zagrożeń związanych z tym scenariuszem jest nadal zasadniczo zrównoważony. Wiążą się one zwłaszcza z perspektywami aktywności gospodarczej oraz kształtowaniem się cen surowców. Wyższe od obecnie oczekiwanych mogą się też okazać podwyżki podatków pośrednich i cen kontrolowanych, co będzie wynikać z konieczności przeprowadzenia w nadchodzących latach konsolidacji fiskalnej.

Jeśli chodzi o analizę pieniężną, we wrześniu roczne stopy wzrostu agregatu M3 oraz kredytów dla sektora prywatnego ponownie się obniżyły, odpowiednio do 1,8% i -0,3%. Te równoczesne spadki potwierdzają ocenę, że w średnim okresie tempo ekspansji monetarnej będzie niskie, a presja inflacyjna – słaba.

W najbliższych miesiącach prawdopodobnie obniży się roczna dynamika agregatów pieniężnych, co będzie wynikać z efektu bazy związanego z nasileniem się zaburzeń finansowych w analogicznym okresie ubiegłego roku. Jednak w ujęciu bardziej fundamentalnym tempo wzrostu agregatów M1 i M3 jest nadal odzwierciedleniem

aktualnej konfiguracji stóp procentowych. Niewielkie różnice między oprocentowaniem różnych depozytów krótkoterminowych zachęcają do realokacji środków w najbardziej płynne aktywa zaliczane do wąskiego pieniądza; strome nachylenie krzywej dochodowości sprzyja także przesunięciom z M3 do depozytów o dłuższych terminach i papierów wartościowych spoza tego agregatu.

Roczna dynamika kredytów bankowych dla prywatnego sektora niefinansowego spadła we wrześniu nieco poniżej zera – zarówno w wypadku kredytów dla przedsiębiorstw, jak i kredytów dla gospodarstw domowych roczne stopy wzrostu ponownie spadły i wykazały wartości ujemne. Jednocześnie miesięczny napływ kredytów dla gospodarstw domowych był w ujęciu netto nadal dodatni, a nawet wzrósł, podczas gdy miesięczny napływ netto kredytów dla przedsiębiorstw był ujemny. Najnowsze dane w dalszym ciągu potwierdzają stabilizację (choć na niskim poziomie) akcji kredytowej dla gospodarstw domowych. W przypadku przedsiębiorstw słabe wyniki w produkcji i handlu oraz utrzymująca się niepewność co do perspektyw biznesowych w dalszym ciągu osłabiają zapotrzebowanie firm na finansowanie bankowe; tendencja ta prawdopodobnie utrzyma się w najbliższych miesiącach. Warto w tym miejscu zauważyć, że dynamika akcji kredytowej dla przedsiębiorstw zwykle zaczyna rosnąć dopiero jakiś czas po zwrocie w cyklu koniunkturalnym. Z drugiej strony, trwająca poprawa warunków finansowania powinna w nadchodzącym okresie pobudzać popyt na kredyty. W związku z bardzo trudną sytuacją 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, obecny poziom stóp jest wciąż odpowiedni. Napływające informacje i analizy uzyskane od posiedzenia Rady z 8 października potwierdziły jej wcześniejsze oczekiwania. Roczna inflacja HICP, która wg wstępnych szacunków Eurostatu w październiku wyniosła -0,1%, powinna w najbliższych miesiącach powrócić do wartości dodatnich i w horyzoncie odpowiednim dla kształtowania polityki pieniężnej utrzymać się nieco powyżej zera. Najnowsze informacje wskazują przy tym na dalsze ożywienie aktywności gospodarczej w drugim półroczu br. Rada Prezesów oczekuje, że w 2010 r. w sytuacja gospodarcza w strefie euro będzie się stopniowo poprawiać, ma jednak przy tym świadomość, że scenariusz ten jest bardzo niepewny. Średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostają całkowicie spójne z celem Rady Prezesów, by utrzymać stopę inflacji na poziomie poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej potwierdza ocenę, że

średniookresowa presja inflacyjna będzie niska w związku z postępującym osłabieniem dynamiki pieniądza i kredytów. W tej sytuacji Rada Prezesów spodziewa się, że stabilność w średnim okresie stabilność cen zostanie utrzymana, co korzystnie wpłynie na siłę nabywczą gospodarstw domowych strefy euro.

Ponieważ mechanizm transmisji polityki pieniężnej działa z opóźnieniem, Rada Prezesów oczekuje, że skutki podjętych przez nią działań przekładają się na sytuację gospodarczą stopniowo. Można zatem stwierdzić, że dzięki wszystkim podjętym działaniom polityka pieniężna przez cały czas przyczynia się do zwiększenia zasobów płynności i do ożywienia gospodarczego w strefie euro. Biorąc pod uwagę poprawę sytuacji na rynkach finansowych, można spodziewać się, że w nadchodzącym okresie nie wszystkie środki służące dostarczaniu płynności będą nadal potrzebne na taką samą skalę, jak dotychczas. Dlatego też Rada Prezesów dopilnuje, by środki nadzwyczajne zostały stopniowo i na czas wycofane, a dodatkowa płynność zaabsorbowana z rynku, tak aby skutecznie przeciwdziałać wszelkim zagrożeniom dla stabilności cen w średniej i dłuższej perspektywie. W ten sposób Rada będzie nadal zapewniać trwałą stabilizację średniookresowych oczekiwań inflacyjnych, będącą warunkiem koniecznym zrównoważonego wzrostu gospodarczego i wzrostu zatrudnienia oraz czynnikiem wspomagającym utrzymanie stabilności finansowej. W nadchodzącym okresie Rada będzie bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

W dziedzinie polityki fiskalnej wiele rządów w strefie euro zmagają się obecnie z dużą i szybko rosnącą nierównowagą fiskalną. Jeżeli nie zostanie przedstawiona jasna i wiarygodna strategia wycofania środków nadzwyczajnych, istnieje poważna groźba, że sytuacja ta spowoduje podważenie społecznego zaufania do stabilności finansów publicznych i wiary w ożywienie gospodarcze. Bardzo duże potrzeby pożyczkowe rządów niosą ze sobą ryzyko szybkiego pogorszenia klimatu gospodarczego, które może przełożyć się na mniej korzystny poziom średnio- i długoterminowych stóp procentowych. To z kolei mogłoby odbić się na inwestycjach prywatnych, a tym samym utrudnić powrót na ścieżkę stabilnego wzrostu. Ponadto wysokie deficyty budżetowe i dług publiczny mogą skomplikować realizację podstawowego zadania wspólnej polityki pieniężnej, czyli utrzymania stabilności cen. W związku z tym Rada Prezesów wzywa rządy do przedstawienia i wdrożenia na czas ambitnych strategii fiskalnych dotyczących wycofania środków nadzwyczajnych i konsolidacji, opartych na realistycznych założeniach co do tempa wzrostu i skoncentrowanych na zreformowaniu wydatków publicznych. Cięcia podatkowe można przy tym rozważać jedynie w perspektywie

średniookresowej, czyli dopiero wtedy, kiedy kraje odzyskają większą swobodę budżetową. Jako minimalne kryterium konsolidacji, które powinny spełnić wszystkie kraje strefy euro, należy przyjąć wnioski z ostatniego posiedzenia rady ECOFIN, zgodnie z którymi konsolidacja powinna rozpocząć się najpóźniej w 2011 r. i znacznie przekroczyć wartość referencyjną wynoszącą dla konsolidacji strukturalnej 0,5% PKB rocznie. Powodzenie strategii dostosowań fiskalnych będzie też w dużym stopniu zależeć od przejrzystości procedur budżetowych oraz rzetelności i kompletności statystyk finansów publicznych. W tej dziedzinie niezbędne są szybkie i zdecydowane postępy; dotyczy to zarówno krajów dotkniętych tym problemem, jak i strefy euro jako całości.

W kwestii reform strukturalnych wszystkie kraje muszą podjąć dodatkowe starania, by zapewnić zrównoważony wzrost gospodarczy i wyższe zatrudnienie, gdyż kryzys finansowy najprawdopodobniej osłabił potencjał produkcyjny gospodarek strefy euro. Warunkiem uniknięcia znacznego wzrostu bezrobocia strukturalnego w nadchodzących latach będzie umiarkowanie w kształtowaniu płac, wystarczająca elastyczność rynku pracy oraz skuteczne mechanizmy zachęcające do podejmowania zatrudnienia. Pilnie potrzebne są też strategie pobudzania konkurencji i innowacji, które pozwoliłyby przyspieszyć restrukturyzację i inwestycje oraz stworzyć nowe możliwości biznesowe. Ważne jest także przeprowadzenie właściwej restrukturyzacji sektora bankowego. Kluczem do zwiększenia odporności banków na wstrząsy gospodarcze są: zdrowe bilanse, odpowiednie zarządzanie ryzykiem oraz przejrzyste i stabilne zasady działalności; one właśnie będą fundamentami trwałego wzrostu gospodarczego i stabilności finansowej.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. W pierwszym omówiono rolę działań informacyjnych banku centralnego w okresach zwiększonej niepewności. Tematem drugiego jest prowadzenie analizy monetarnej w sytuacji zaburzeń na rynkach finansowych. W trzecim artykule przedstawiono niedawną recesję w strefie euro z perspektywy historycznej.