

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 4 lutego 2010 r. Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Obecny poziom stóp jest wciąż odpowiedni. Biorąc pod uwagę wszystkie informacje i analizy, które pojawiły się od posiedzenia Rady z 14 stycznia 2010 r., należy oczekiwać, że w perspektywie przyjętej przy stanowieniu polityki pieniężnej zmiany cen nadal będą niewielkie. Najnowsze informacje potwierdzają także, że na przełomie ubiegłego i bieżącego roku aktywność gospodarcza w strefie euro nadal rosła. Rada Prezesów spodziewa się, że w 2010 r. w gospodarce strefy euro będzie postępować powolne ożywienie, jednak proces ten prawdopodobnie będzie nierównomierny; scenariusz ten wciąż jest niepewny. Analiza monetarna potwierdza ocenę, że średniookresowa presja inflacyjna będzie niska. Ogólnie Rada Prezesów spodziewa się, że w średnim okresie stabilność cen zostanie utrzymana, co będzie korzystnie wpływać na siłę nabywczą gospodarstw domowych strefy euro. 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.

Najnowsze informacje potwierdzają, że na przełomie ubiegłego i bieżącego roku aktywność gospodarcza w strefie euro nadal rosła. Do poprawy sytuacji w strefie euro przyczynia się zwrot w cyklu zapasów i ożywienie eksportu, a także wdrażane silne bodźce makroekonomiczne oraz działania mające przywrócić prawidłowe funkcjonowanie systemu finansowego. Jednak z czasem bodźce te będą wygasać, a jednocześnie na aktywności gospodarczej będzie się odbijać trwająca obecnie, w strefie euro i poza nią, restrukturyzacja bilansów w sektorach finansowym i niefinansowym. Co więcej, niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych będzie prawdopodobnie wpływać niekorzystnie na inwestycje, a przewidywany dalszy, choć niewielki, wzrost bezrobocia w strefie euro spowoduje obniżenie dynamiki spożycia. Dlatego oczekuje się, że w 2010 r. tempo wzrostu gospodarki strefy euro będzie umiarkowane, a proces ożywienia – prawdopodobnie nierównomierny.

Rada Prezesów nadal uważa, że zagrożenia dla przedstawionego scenariusza ogólnie się równoważą. Do czynników pozytywnych zalicza się możliwość większego niż się obecnie zakłada wzrostu zaufania oraz szybszej poprawy sytuacji gospodarczej na świecie i obrotów handlu zagranicznego. Także skutki wdrażanych obecnie kompleksowych bodźców makroekonomicznych i innych podjętych działań mogą okazać się silniejsze od

oczekiwanych. 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 wzrosty cen ropy i innych surowców, nasilenie protekcjonizmu oraz możliwość niekontrolowanej korekty stanów nierównowagi na świecie.

Jeśli chodzi o procesy cenowe, w styczniu 2010 r. roczna inflacja HICP w strefie euro ponownie wzrosła; według wstępnych szacunków Eurostatu wyniosła 1,0%, wobec 0,9% w grudniu 2009 r. W najbliższym okresie inflacja powinna utrzymać się na poziomie około 1%; również w perspektywie przyjętej przy stanowieniu polityki pieniężnej powinna być umiarkowana. Ogólny wzrost cen, kosztów i płac nadal powinien być niewielki, zgodny z powolnym tempem ożywienia gospodarczego w samej strefie euro i poza nią. Należy zatem 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.

Zagrożenia związane z tym scenariuszem nadal zasadniczo się równoważą, a wiążą się zwłaszcza z dalszym rozwojem aktywności gospodarczej oraz kształtowaniem się 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.

Jak wynika z analizy monetarnej, w grudniu 2009 r. roczna dynamika agregatu M3 nadal była ujemna i wyniosła -0,2%. W tym samym okresie roczne tempo wzrostu kredytów dla sektora prywatnego było zerowe. Dane te potwierdzają opinię Rady Prezesów, że w średnim okresie tempo ekspansji monetarnej będzie niskie, a presja inflacyjna – słaba. Faktyczny wzrost podaży pieniądza będzie prawdopodobnie niższy od ogólnego trendu ekspansji monetarnej, co będzie wynikać z dość stromego nachylenia krzywej dochodowości. Prawdopodobnie jeszcze przez jakiś czas stopa wzrostu agregatu M3 i kredytów będzie bardzo niska.

Aktualna konfiguracja stóp procentowych nadal silnie wpływa zarówno na poziom, jak i strukturę rocznej dynamiki agregatu M3. Z jednej strony, niskie oprocentowanie krótkoterminowych lokat bankowych zachęca inwestorów do wycofywania się z instrumentów zaliczanych do M3 i lokowania środków w depozyty o dłuższych terminach zapadalności lub papiery wartościowe. Z drugiej strony, niewielkie różnice między oprocentowaniem różnych rodzajów depozytów krótkoterminowych wskazują na

niski koszt alternatywny związany z lokowaniem środków w instrumenty o najwyższej płynności zaliczane do M1; tempo wzrostu tego agregatu było wysokie – w grudniu przekroczyło 12% rok do roku.

Zerowa dynamika roczna kredytów dla sektora prywatnego była wypadkową dalszego przyspieszenia wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych i pogłębienia się spadku kredytów dla przedsiębiorstw. Rozbieżność ta nadal jest zgodna z prawidłowością występującą w cyklu koniunkturalnym. Utrzymujący się spadek salda pozostałych do spłaty kredytów dla przedsiębiorstw nadal wynika wyłącznie z dużej przewagi kwot spłaconych nad udzielonymi w kategorii kredytów krótkoterminowych. Spadek w skali całego sektora może po części wynikać z korzystania z alternatywnego finansowania rynkowego.

Ponieważ zwrot w popycie na kredyty zwykle następuje z opóźnieniem w stosunku do zwrotu w aktywności gospodarczej, można oczekiwać, że w nadchodzących miesiącach tempo wzrostu kredytów nadal będzie niewielkie. Ankieta dotycząca akcji kredytowej banków za ostatni kwartał 2009 r. wskazuje na dalszy spadek realnego kosztu finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw oraz dalsze ogólne złagodzenie warunków udzielania kredytów przez banki. Jednocześnie w ostatnich miesiącach banki wciąż zmniejszały sumy bilansowe. Pojawia się przy tym problem, jak poprawić wielkość i strukturę bilansu bez szkody dla dostępności kredytów dla sektora niefinansowego. W celu rozwiązania tego problemu banki powinny wykorzystać większą dostępność pożyczek do dalszego umocnienia bazy kapitałowej, a w razie potrzeby w pełni wykorzystać do rekapitalizacji rządowe środki pomocowe. Ma to duże znaczenie dla dostępności finansowania, zwłaszcza w przypadku przedsiębiorstw, które nie mogą pozyskać środków na rynku.

Podsumowując, obecny poziom podstawowych stóp procentowych EBC jest wciąż odpowiedni. Biorąc pod uwagę wszystkie informacje i analizy, które pojawiły się od posiedzenia Rady z 14 stycznia 2010 r., należy oczekiwać, że w perspektywie przyjętej przy stanowieniu polityki pieniężnej zmiany cen nadal będą niewielkie. Najnowsze informacje potwierdzają także, że na przełomie ubiegłego i bieżącego roku aktywność gospodarcza w strefie euro nadal rosła. Rada Prezesów spodziewa się, że w 2010 r. w gospodarce strefy euro będzie postępować powolne ożywienie, jednak proces ten prawdopodobnie będzie nierównomierny; scenariusz ten wciąż jest niepewny. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej potwierdza ocenę, że średniookresowa presja

inflacyjna będzie niska. Ogólnie Rada Prezesów spodziewa się, że w średnim okresie stabilność cen zostanie utrzymana, co będzie korzystnie wpływać na siłę nabywczą gospodarstw domowych strefy euro. 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.

Rada Prezesów będzie nadal dostarczać systemowi bankowemu zwiększonej ilości środków kredytowych, mając przy tym na uwadze postępującą poprawę sytuacji na rynkach finansowych i konieczność uniknięcia zakłóceń, które mogłyby wystąpić, gdyby stosowanie środków nadzwyczajnych trwało zbyt długo. Na początku marca Rada podejmie decyzje w sprawie dalszego stopniowego wycofywania nadzwyczajnego wsparcia płynnościowego, kiedy nie będzie już potrzebne w takim zakresie jak wcześniej. Aby skutecznie zapobiec jakimkolwiek zagrożeniom dla stabilności cen w średnim i dłuższym okresie, dostarczona płynność zostanie we właściwym momencie z powrotem wchłonięta. W nadchodzącym okresie Rada będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

W dziedzinie polityki fiskalnej w wielu krajach strefy euro występuje duża i szybko rosnąca nierównowaga budżetowa, której skutkiem mogą być mniej korzystne średnio- i krótkoterminowe stopy procentowe oraz niższy poziom inwestycji prywatnych. Ponadto wysoki deficyt budżetowy i dług publiczny stanowią dodatkowe obciążenie dla polityki pieniężnej i zagrażają realizacji paktu stabilności i wzrostu, będącego filarem unii gospodarczej i walutowej. Dlatego jest sprawą najwyższej wagi, by we wszystkich krajach strefy euro programy stabilności opierały się na konkretnych rozwiązaniach zgodnych ze strategią wycofania nadzwyczajnego wsparcia budżetowego i konsolidacji fiskalnej na nadchodzący okres. Kraje muszą też wywiązać się ze swoich zobowiązań wynikających z procedury dotyczącej nadmiernego deficytu. Konsolidacja finansów publicznych powinna rozpocząć się najpóźniej w 2011 r. i znacznie przekroczyć minimalną roczną wartość referencyjną 0,5% PKB określoną w pakcie stabilności i wzrostu. W procesie tym należy się przede wszystkim skoncentrować na reformach wydatków.

Ponieważ kryzys finansowy osłabił możliwości produkcyjne gospodarek strefy euro, kluczowe znaczenie dla wzmocnienia i utrwalenia wzrostu gospodarczego oraz zwiększenia zatrudnienia będzie mieć przyspieszenie reform strukturalnych. Rynki produktów pilnie potrzebują strategii pobudzania konkurencji i innowacji, które pozwoliłyby przyspieszyć restrukturyzację i inwestycje oraz stworzyć nowe możliwości

biznesowe. Na rynkach pracy warunkiem uniknięcia znacznego wzrostu bezrobocia strukturalnego w nadchodzących latach będzie umiarkowanie w kształtowaniu płac, skuteczne mechanizmy zachęcające do podejmowania zatrudnienia oraz wystarczająca elastyczność rynku. Konieczna jest także właściwa restrukturyzacja sektora bankowego. Kluczem do zwiększenia odporności banków na wstrząsy gospodarcze są: zdrowe bilanse, skuteczne 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 z nich opisano, w jaki sposób zaburzenia na rynkach finansowych wpłynęły na rynki operacji z przyrzeczeniem odkupu (repo) w euro, oraz omówiono związki między rynkami repo w euro i operacjami Eurosystemu. Drugi artykuł przedstawia w ogólnych zarysach rynki nieruchomości komercyjnych w strefie euro i ich wpływ na banki. W trzecim artykule opisano najnowsze zmiany w dziedzinie statystyk ogólnogospodarczych dotyczących strefy euro.