

DECYZJE PODJĘTE 8 PAŹDZIERNIKA 2008 R.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zostało zamknięte przed podjęciem przez Radę Prezesów w dniu 8 października 2008 r. decyzji o obniżeniu podstawowych stóp procentowych EBC i o zmianie w procedurze przetargowej oraz przedziale oprocentowania operacji kredytowo-depozytowych banku centralnego. Poniżej zamieszczone są komunikaty prasowe dotyczące tych decyzji.

DECYZJE W SPRAWIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ

W obliczu aktualnego kryzysu finansowego banki centralne prowadzą ścisłe konsultacje i podejmują na niespotykaną dotąd skalę wspólne działania, w tym dostarczają płynność w celu złagodzenia napięć na rynkach finansowych.

W wielu krajach presja inflacyjna zaczęła maleć, co po części wynika z wyraźnego spadku cen energii i innych surowców. Oczekiwania inflacyjne obniżają się i utrzymują na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen. Obserwowane w ostatnim okresie nasilenie kryzysu finansowego spotęgowało groźbę spowolnienia wzrostu gospodarczego, a przez to jeszcze bardziej zmniejszyło ryzyko wzrostu inflacji.

W tej sytuacji uzasadnione jest pewne złagodzenie globalnych warunków monetarnych. W związku z tym Bank of Canada, Bank of England, Europejski Bank Centralny (EBC), Rezerwa Federalna, Sveriges Riksbank i Swiss National Bank ogłaszają dziś obniżenie stóp procentowych w ramach prowadzonej polityki pieniężnej. Bank of Japan wyraża silne poparcie dla podjętych działań.

Rada Prezesów EBC podjęła, w drodze telekonferencji, następujące decyzje w sprawie polityki pieniężnej:

- Minimalna oferowana stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu zostanie obniżona o 50 punktów bazowych do poziomu 3,75%, począwszy od operacji rozliczanej w dniu 15 października 2008 r.
- Stopa kredytu banku centralnego na koniec dnia zostanie obniżona o 50 punktów bazowych do poziomu 4,75% ze skutkiem natychmiastowym.
- Stopa depozytu w banku centralnym na koniec dnia zostanie obniżona o 50 punktów bazowych do poziomu 2,75% ze skutkiem natychmiastowym.

Ryzyko wzrostu inflacji w strefie euro ponownie zmalało. Sprawą najwyższej wagi pozostaje zapobieganie wystąpieniu efektów drugiej rundy w zachowaniach płacowych i cenotwórczych w całej gospodarce. Trwała stabilizacja oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z naszym celem inflacyjnym oraz zapewnienie stabilności cen w średnim okresie przyczyni się do trwałego wzrostu gospodarczego, zwiększenia zatrudnienia i utrzymania stabilności finansowej.

ZMIANY W PROCEDURZE PRZETARGOWEJ ORAZ PRZEDZIALE OPROCENTOWANIA OPERACJI KREDYTOWO-DEPOZYTOWYCH BANKU CENTRALNEGO

Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (EBC) podjęła dziś, w drodze telekonferencji, decyzję o zastosowaniu następujących dwóch rozwiązań:

Począwszy od operacji rozliczanej 15 października, cotygodniowe podstawowe operacje refinansujące będą prowadzone w formie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem po stopie podstawowej operacji refinansującej, aktualnie 3,75%.

Począwszy od 9 października EBC zwięzi przedział oprocentowania swoich operacji kredytowo-depozytowych z 200 punktów bazowych do 100 punktów bazowych względem stopy podstawowej operacji refinansującej. W związku z tym począwszy od 9 października oprocentowanie kredytu banku centralnego na koniec dnia zostanie obniżone ze 100 do 50 punktów bazowych ponad stopę podstawowej operacji refinansującej, aktualnie do 4,25%, a oprocentowanie depozytu w banku centralnym wzrośnie ze 100 do 50 punktów bazowych poniżej stopy podstawowej operacji refinansującej, aktualnie do 3,25%.

Przyjęte rozwiązania będą obowiązywać tak długo, jak będzie to konieczne, a przynajmniej do zakończenia pierwszego okresu utrzymywania rezerw w 2009 r., które przypada 20 stycznia.

EBC będzie nadal kontrolować sytuację płynnościową w celu zapewnienia równowagi, starając się działać w taki sposób, aby utrzymać stopy krótkoterminowe na poziomie zbliżonym do stopy podstawowych operacji refinansujących.

ARTYKUŁ WSTĘPNY¹

Na podstawie prowadzonej regularnie analizy ekonomicznej i monetarnej Rada Prezesów podjęła na posiedzeniu 2 października decyzję o pozostawieniu podstawowych stóp procentowych EBC bez zmian. Rada szczegółowo omówiła odnotowane w ostatnim okresie nasilenie zaburzeń na rynkach finansowych oraz ich możliwe skutki dla aktywności gospodarczej i inflacji, stwierdzając, że sytuacja ta doprowadziła do wyjątkowo dużej niepewności. W tych warunkach Rada Prezesów podkreśliła kluczowe znaczenie utrzymania oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen. Stabilność cen sprzyja efektywnej alokacji zasobów, pozwala ograniczyć premie z tytułu ryzyka inflacyjnego i koszty finansowania w dłuższym okresie oraz chroni siłę nabywczą euro, przyczyniając się w ten sposób do trwałego wzrostu gospodarczego, zwiększania zatrudnienia i utrzymania stabilności finansowej. Najnowsze dane wyraźnie wskazują na osłabienie aktywności gospodarczej w strefie euro, któremu towarzyszy spadek popytu wewnętrznego i zaostrenie warunków finansowania. Rada Prezesów stwierdziła jednocześnie, że roczne wskaźniki inflacji prawdopodobnie jeszcze przez jakiś czas będą pozostawać znacznie powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Słabszy popyt w pewnym stopniu złagodził ryzyko dalszego wzrostu inflacji, ale nie wyeliminował go całkowicie. Choć utrzymujący się silny trend wzrostowy ekspansji monetarnej wskazuje na ryzyko wzrostu inflacji w średnim okresie, tempo wzrostu szerokiego pieniądza i akcji kredytowej wykazuje oznaki dalszego spowolnienia. W tej sytuacji Rada Prezesów podkreśliła, że nadal należy bezwzględnie zapobiegać wystąpieniu efektów drugiej rundy w zachowaniach płacowych i cenotwórczych w całej gospodarce, i zaapelowała do wszystkich zaangażowanych stron o odpowiedzialne postępowanie w obliczu aktualnych, wyjątkowych wyzwań. Ze swojej strony Rada Prezesów deklaruje, że będzie z determinacją dążyć do utrzymania stabilności cen w średnim okresie i w dalszym ciągu bardzo uważnie monitorować zmiany sytuacji w nadchodzącym czasie.

Przy analizie bieżącego stanu aktywności gospodarczej należy podkreślić, że obecną sytuację cechuje wyjątkowo wysoki poziom niepewności, wynikający w znacznej mierze z nasilenia w ostatnim okresie zawirowań na rynkach finansowych, co utrudnia wszelkie próby oceny krótko- i średniookresowych perspektyw gospodarczych. Niekorzystne skutki przedłużających się i coraz silniejszych zaburzeń na rynkach finansowych

¹ Artykuł wstępny został zamknięty 6 października 2008 r.

odczuwalne są w całej światowej gospodarce. Najnowsze dane wyraźnie wskazują na osłabienie aktywności gospodarczej w strefie euro, któremu towarzyszy spadek popytu wewnętrznego i zaostrzenie warunków finansowania. Spadek cen ropy naftowej, których najwyższy poziom odnotowano w lipcu, oraz nieprzerwany wzrost gospodarczy na rynkach wschodzących mogą wpłynąć na stopniową poprawę sytuacji w 2009 roku.

W kwestii perspektyw gospodarczych Rada Prezesów dostrzega zwiększone ryzyko spowolnienia wzrostu gospodarczego, zwłaszcza przy scenariuszu zakładającym, że strefa realna gospodarki odczuje skutki napiętej sytuacji na rynkach finansowych w stopniu silniejszym, niż się obecnie przyjmuje. Inne czynniki ryzyka mogące doprowadzić do spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego obejmują możliwość ponownych podwyżek cen energii i żywności, które cechuje duża zmienność, oraz wystąpienia destabilizujących zjawisk wynikających ze stanów nierównowagi na świecie i nasilenia presji protekcyjnych.

W kwestii procesów cenowych, od jesieni ubiegłego roku roczna inflacja HICP utrzymuje się znacznie powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. We wrześniu 2008 r. wyniosła ona – według wstępnych szacunków Eurostatu – 3,6%, wobec 3,8% w sierpniu. Nadal jest to wielkość niepokojąco wysoka, która wynika głównie z bezpośredniego i pośredniego oddziaływania wcześniejszych gwałtownych podwyżek cen energii i żywności notowanych na całym świecie. Ponadto w ostatnich kwartałach zaobserwowano dość znaczne przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń, pomimo słabej dynamiki gospodarczej i niższego tempa wzrostu wydajności pracy. Doprowadziło to w drugim kwartale do gwałtownego przyspieszenia wzrostu jednostkowych kosztów pracy w ujęciu rocznym – do 3,4%, po kilku latach bardziej umiarkowanego tempa wzrostu rzędu 1-1½%.

Na podstawie obecnych cen kontraktów terminowych na surowce oczekuje się, że roczna stopa inflacji HICP przez pewien czas utrzyma się znacznie powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen i dopiero w 2009 r. zacznie się stopniowo obniżać. Biorąc pod uwagę osłabienie popytu, ryzyko wzrostu inflacji w horyzoncie średniookresowym – właściwym z punktu widzenia polityki pieniężnej – zmalało, ale nie znikło całkowicie. Ryzyko to obejmuje w szczególności możliwość kontynuacji i nasilenia się pośredniego wpływu dotychczasowych podwyżek cen surowców na ceny towarów i usług konsumpcyjnych, a także dalszego wzrostu cen surowców. Szczególnie niepokojące jest

to, że wystąpienie efektów drugiej rundy w zachowaniach płacowych i cenotwórczych w całej gospodarce może znacznie nasilić presję inflacyjną. Mogą ponadto wystąpić nieoczekiwane podwyżki podatków pośrednich i cen kontrolowanych.

W związku z powyższym zapewnienie trwałej stabilizacji średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen jest sprawą najwyższej wagi, szczególnie w obecnych warunkach bardzo dużej niepewności. Należy zapobiegać wystąpieniu w zachowaniach płacowych i cenotwórczych w całej gospodarce efektów drugiej rundy, będących skutkiem dotychczasowych podwyżek cen żywności i energii. Rada Prezesów, która ze szczególną uwagą obserwuje zachowania cenotwórcze i negocjacje płacowe w strefie euro, ponownie wyraziła swoje zaniepokojenie istnieniem systemów indeksacji płac nominalnych wskaźnikiem cen konsumpcyjnych. Istnieje ryzyko, że w krajach stosujących takie systemy wystąpią wstrząsy powodujące wzrost inflacji, które mogą doprowadzić do spirali płacowo-cenowej szkodzącej zatrudnieniu i konkurencyjności. Z tego względu Rada Prezesów apeluje o zaniechanie stosowania takich rozwiązań.

W dziedzinie analizy monetarnej najnowsze dane o agregatach pieniężnych dotyczą stanu na koniec sierpnia, czyli nie obejmują skutków obserwowanego w ostatnim okresie nasilenia zawirowań na rynkach finansowych. Kwestia ta zostanie szczegółowo przeanalizowana po pojawieniu się następnych danych. Z wcześniejszych obserwacji płynie ogólny wniosek, że napięcia na rynkach finansowych będą wywierać stosunkowo niewielki wpływ na sytuację pieniężną, ale mogą też wiązać się z poważną restrukturyzacją portfeli inwestycyjnych, znajdującą wyraźne odbicie w danych o agregatach pieniężnych.

Nadal silny trend wzrostowy ekspansji monetarnej wskazuje na ryzyko wzrostu inflacji w średnim okresie, natomiast dane za okres do sierpnia wskazują, że tempo wzrostu szerokiego pieniądza i akcji kredytowej w ostatnich miesiącach uległo spowolnieniu, do czego przyczyniły się podjęte od 2005 r. decyzje w sprawie polityki pieniężnej ukierunkowane na utrzymanie stabilności cen. Szczegółowa analiza tych danych wskazuje, że spłaszczenie krzywej dochodowości oraz struktura oprocentowania depozytów bankowych doprowadziły do wystąpienia kilku efektów substytucji. Po pierwsze, odchodzi się od aktywów o dłuższych terminach zapadalności na rzecz instrumentów objętych agregatem M3, zapewniających podobną rentowność przy większej płynności

i niższym ryzyku. Zjawisko to spowodowało, że roczna dynamika agregatu M3 prawdopodobnie zawyżyła oceny tempa ekspansji monetarnej. Po drugie, wystąpiła substytucja w ramach samego agregatu M3. W przeciwieństwie do agregatu M3, który dynamicznie rósł, roczna stopa wzrostu agregatu M1 spadła do bardzo niskiego poziomu. Wynikało to ze stosunkowo atrakcyjnego oprocentowania depozytów terminowych, przekładającego się na wyższy koszt utraconych możliwości związany z przechowywaniem środków w gotówce lub na lokatach jednodniowych.

Chociaż obecne napięcie na rynkach finansowych nie odbiło się na razie w istotny sposób na dostępności kredytów bankowych na poziomie całej strefy euro, dane za sierpień wskazują na dalsze stopniowe spowalnianie akcji kredytowej – zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami – przy spadającym zapotrzebowaniu na kredyty dla przedsiębiorstw. Wzrost kredytów zaciąganych przez gospodarstwa domowe nadal wykazuje tendencję spadkową obserwowaną przez kilka ostatnich lat z powodu wyższych krótkoterminowych stóp procentowych oraz słabszej koniunktury na rynkach mieszkaniowych w kilku częściach strefy euro.

Podsumowując, Rada Prezesów szczegółowo omówiła odnotowane w ostatnim okresie nasilenie zaburzeń na rynkach finansowych oraz ich możliwe skutki dla aktywności gospodarczej i inflacji, stwierdzając, że sytuacja ta doprowadziła do wyjątkowo dużej niepewności. W tych warunkach Rada podkreśliła kluczowe znaczenie utrzymania oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen. Stabilność cen sprzyja efektywnej alokacji zasobów, pozwala ograniczyć premie z tytułu ryzyka inflacyjnego i koszty finansowania w dłuższym okresie, oraz chroni moc nabywczą euro, przyczyniając się w ten sposób do trwałego wzrostu gospodarczego, zwiększania zatrudnienia i utrzymania stabilności finansowej. Najnowsze dane wyraźnie wskazują, że osłabieniu aktywności gospodarczej w strefie euro towarzyszy spadek popytu wewnętrznego i zaostrzenie warunków finansowania. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej wyraźnie wskazuje, że przez pewien czas roczne wskaźniki inflacji będą się utrzymywać znacznie powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen, a także, gdy uwzględni się osłabienie popytu, że ryzyko wyższej dynamiki cen nieco zmalało, ale nie znikło całkowicie. Bazowa dynamika ekspansji monetarnej jest nadal wysoka, co wskazuje na ryzyko wzrostu inflacji w średnim okresie, natomiast nadal widać oznaki spowolnienia tempa wzrostu szerokiego pieniądza i akcji kredytowej. Niezwykle ważne jest zapobieganie wystąpieniu efektów drugiej rundy w zachowaniach płacowych i cenotwórczych w całej gospodarce. Wszystkie zaangażowane strony, stojące obecnie

w obliczu wyjątkowych wyzwań, powinny postępować bardzo odpowiedzialnie. Ze swojej strony Rada Prezesów deklaruje, że będzie z determinacją dążyć do utrzymania stabilności cen w średnim okresie i w dalszym ciągu bardzo uważnie monitorować zmiany sytuacji gospodarczej w nadchodzącym czasie.

W dziedzinie polityki fiskalnej, w warunkach utrzymującej się w gospodarce niepewności, rządy powinny bezwzględnie przestrzegać zasad Paktu Stabilności i Wzrostu i pilnować stabilności finansów publicznych. Przy stabilnych finansach publicznych rządy będą mogły pozwolić na swobodne działanie automatycznych stabilizatorów, co przyczyni się do wygładzenia cyklu gospodarczego i podbuduje zaufanie sektora prywatnego.

W kwestii polityki strukturalnej, w obecnej sytuacji gospodarczej ogromne znaczenie ma podejmowanie działań na rzecz pobudzenia konkurencji, zwiększenia elastyczności i obniżenia tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Choć wzrost jednostkowych kosztów pracy należy koniecznie ograniczyć we wszystkich krajach strefy euro, szczególnie potrzebne jest to w tych państwach, w których w ostatnich latach odnotowano znaczną utratę konkurencyjności cenowej i kosztowej oraz wzrost bezrobocia. Rynek pracy wymaga ponadto reform ukierunkowanych na wzrost zatrudnienia i inwestycji oraz podniesienie kwalifikacji, innowacyjności i efektywności; zmiany te są konieczne dla zapewnienia wzrostu gospodarczego i wyższych dochodów realnych w dłuższym okresie.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. Pierwszy omawia rozwój sytuacji fiskalnej w strefie euro i państwach członkowskich UE od czasu wejścia w życie Paktu Stabilności i Wzrostu, czyli od 1998 r. Drugi artykuł dotyczy transgranicznych fuzji i przejęć banków w strefie euro w ostatnich latach, ze szczególnym uwzględnieniem roli inwestorów instytucjonalnych.