

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 8 października 2009 r. Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Obecny poziom stóp jest wciąż odpowiedni. Informacje i analizy, które pojawiły się od ostatniego posiedzenia Rady z początku września, potwierdziły poprzednią ocenę Rady Prezesów. Choć według wstępnych szacunków Eurostatu we wrześniu roczna inflacja HICP wykazywała jeszcze wartości nieco poniżej zera, w najbliższych miesiącach prawdopodobnie powróci do wartości dodatnich i w horyzoncie właściwym dla kształtowania polityki pieniężnej będzie wciąż dodatnia, choć niska. Jednocześnie najnowsze informacje w dalszym ciągu potwierdzają opinię Rady, że gospodarka strefy euro stabilizuje się i powinna zacząć stopniowo się ożywiać. Poziom niepewności pozostaje jednak nadal wysoki. Wskaźniki oczekiwań inflacyjnych na średni i dłuższy okres 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 jest niska, co wiąże się 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 wskaźniki z badań ankietowych nadal wskazują na trwającą stabilizację aktywności gospodarczej. Do poprawy sytuacji w strefie euro powinno przyczynić się zwłaszcza ożywienie eksportu oraz zastosowane silne bodźce makroekonomiczne i działania podjęte w celu przywrócenia prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego. Ponadto oczekuje się, że na wzrost realnego PKB w drugiej połowie roku pozytywnie wpłynie zwrot w cyklu zapasów, który w pierwszej połowie 2009 r. bardzo przyczynił się do obniżenia PKB. Poziom niepewności pozostaje jednak wysoki, a duża zmienność napływających danych nakazuje ostrożną interpretację dostępnych informacji. Ogólnie oczekuje się, że ożywienie gospodarcze będzie przebiegać dość nierównomiernie. W krótkim okresie będą mu sprzyjać pewne czynniki o charakterze przejściowym, lecz w średnim okresie prawdopodobnie odczujemy niekorzystny wpływ korekty bilansów dokonującej się obecnie w sektorze finansowym i niefinansowym (zarówno w strefie euro, jak i poza nią).

Zdaniem Rady Prezesów bilans zagrożeń związanych z przedstawionym scenariuszem jest w dalszym ciągu zasadniczo zrównoważony. Po stronie pozytywnej mogą wystąpić

silniejsze od oczekiwanych skutki wdrażanych obecnie kompleksowych bodźców makroekonomicznych i innych podjętych działań. Możliwe jest też, że zaufanie i nastroje w gospodarce poprawią się szybciej, a sytuacja na rynku pracy nie pogorszy się tak bardzo, jak uprzednio zakładano. Także popyt zewnętrzny może okazać się silniejszy niż przewidywano. 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.

W kwestii procesów cenowych, według wstępnych szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP wyniosła we wrześniu -0,3%, wobec -0,2% w sierpniu. Aktualne ujemne stopy inflacji są zgodne z wcześniejszymi oczekiwaniami i w dużej mierze odzwierciedlają efekt bazy wynikający ze zmian światowych cen surowców w analogicznym okresie ubiegłego roku. Przewiduje się, że w nadchodzących miesiącach ten sam efekt spowoduje powrót rocznych stóp inflacji do wartości dodatnich. Później, w perspektywie przyjętej przy stanowieniu polityki pieniężnej, inflacja powinna zgodnie z prognozami pozostać dodatnia, przy czym ogólny wzrost cen i kosztów będzie ograniczony w związku z utrzymywaniem się niskiego popytu 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. 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, że dynamika szerokiego pieniądza i kredytów jest wciąż słaba. W sierpniu roczne stopy wzrostu agregatu M3 oraz kredytów dla sektora prywatnego obniżyły się ponownie do nienotowanych dotąd wartości, odpowiednio 2,5% i 0,1%. Takie równoczesne osłabienie się dynamiki pieniądza i kredytów potwierdza poprzednią ocenę Rady Prezesów, według której trend ekspansji monetarnej jest umiarkowany, a presja inflacyjna w średnim okresie będzie niska.

Trwającemu obniżaniu się rocznego tempa wzrostu agregatu M3 nadal towarzyszyło umacnianie się rocznej dynamiki agregatu M1, która w sierpniu ponownie wzrosła i osiągnęła poziom 13,6%. Wzrost agregatu M1 wynikał z tego, że mniejsze różnice między oprocentowaniem różnych depozytów krótkoterminowych skłaniały do przesuwania środków, zwłaszcza z depozytów krótkoterminowych do depozytów *overnight*. Jednocześnie strome nachylenie krzywej dochodowości mogło wpłynąć na realokację środków z agregatu M3 do depozytów o dłuższych terminach zapadalności i papierów wartościowych spoza agregatu M3.

Łączny napływ kredytów bankowych do prywatnego sektora niefinansowego był w sierpniu nadal niewielki. Najnowsze dane wskazują, że spadek dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych wyhamował, ale jest ona stosunkowo niska. Po trwającym natomiast kilka miesięcy odpływie w ujęciu netto kredytów dla przedsiębiorstw, w sierpniu odnotowano ich nieznaczny wzrost. Abstrahując od zmienności danych miesięcznych, można stwierdzić, że tempo wzrostu kredytów nadal jest bardzo niskie. Jest to zgodne z ogólną prawidłowością, że zmiany koniunktury dopiero po pewnym czasie przekładają się na skalę akcji kredytowej dla przedsiębiorstw. Gdy weźmie się pod uwagę niski poziom produkcji i handlu, jak również utrzymującą się niepewność co do perspektyw gospodarczych, w nadchodzących miesiącach akcja kredytowa dla przedsiębiorstw prawdopodobnie nie przyspieszy. Z drugiej strony, trwająca poprawa warunków finansowania powinna w nadchodzącym okresie pobudzać popyt na kredyty. W tej trudnej sytuacji 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. Informacje i analizy, które pojawiły się od ostatniego posiedzenia Rady z początku września, potwierdziły poprzednią ocenę Rady Prezesów. Choć według wstępnych szacunków Eurostatu we wrześniu roczna inflacja HICP wykazywała jeszcze wartości nieco poniżej zera, w najbliższych miesiącach prawdopodobnie powróci do wartości dodatnich i w horyzoncie właściwym dla kształtowania polityki pieniężnej pozostanie dodatnia, choć niska. Jednocześnie najnowsze informacje w dalszym ciągu potwierdzają opinię Rady, że gospodarka strefy euro stabilizuje się i powinna zacząć stopniowo się ożywiać. Poziom niepewności pozostaje jednak nadal wysoki. Wskaźniki oczekiwań inflacyjnych na średni i dłuższy okres 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 jest niska, co wiąże się 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.

Ponieważ mechanizm transmisji polityki pieniężnej działa z opóźnieniem, Rada Prezesów oczekuje, że korzystne skutki podjętych przez nią działań będą w coraz większym stopniu odczuwane w gospodarce. Można zatem stwierdzić, że dzięki wszystkim podjętym działaniom, w tym przeprowadzonej 30 września dłuższej operacji refinansującej z 12-miesięcznym terminem zapadalności, polityka pieniężna przez cały czas mocno wspiera gospodarkę. Gdy tylko nastąpi poprawa warunków makroekonomicznych, Rada Prezesów zajmie się szybkim wycofaniem środków nadzwyczajnych i absorpcją dodatkowej płynności, tak aby skutecznie przeciwdziałać ewentualnym zagrożeniom dla stabilności cen w średniej i dłuższej perspektywie. W ten sposób Rada będzie działać na rzecz trwałej stabilizacji średniookresowych oczekiwań inflacyjnych, będącej warunkiem koniecznym zrównoważonego wzrostu gospodarczego i wzrostu zatrudnienia oraz czynnikiem wspomagającym utrzymanie stabilności finansowej. Dlatego też w nadchodzącym okresie Rada będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

Jeżeli chodzi o politykę fiskalną, coraz bardziej nagląca staje się potrzeba stworzenia ambitnych i zarazem realistycznych strategii wycofania rozwiązań antykryzysowych i konsolidacji fiskalnej. Jest niezwykle ważne, aby rządy wdrożyły konkretne rozwiązania strukturalne oraz w przekonujący sposób zapewniły o swojej determinacji, by utrzymać stabilność finansów publicznych. Rządowe plany konsolidacyjne powinny być zgodne z postanowieniami paktu stabilności i wzrostu i przewidywać rozpoczęcie konsolidacji jak najszybciej, a w każdym razie nie później niż z początkiem ożywienia gospodarczego. Oprócz opracowania tych planów należy wzmocnić krajową politykę budżetową. W 2011 r. działania konsolidacyjne należy zdynamizować, tak by znacznie przekroczyć roczną wartość referencyjną 0,5% PKB określoną w pakcie stabilności i wzrostu; roczne dostosowanie strukturalne w krajach o wysokich wskaźnikach deficytu budżetowego lub długu publicznego powinno wynosić co najmniej 1% PKB. W związku z gwałtownym wzrostem wskaźników wydatków publicznych, jak również z przewidywanym nasilaniem się presji na wzrost wydatków, spowodowanym zwiększeniem się obciążeń z tytułu płatności odsetkowych i starzenia się populacji, działania strukturalne podejmowane przez poszczególne kraje powinny koncentrować się na stronie wydatkowej.

W kwestii reform strukturalnych wszystkie kraje powinny podjąć dodatkowe starania, by zapewnić zrównoważony wzrost gospodarczy i zatrudnienie, gdyż kryzys finansowy prawdopodobnie osłabił potencjał produkcyjny gospodarek strefy euro. Potrzeba przede wszystkim odpowiedniego kształtowania płac, wystarczającej elastyczności rynku pracy oraz skutecznych mechanizmów zachęcających do podejmowania zatrudnienia. Pilnie potrzebne są też strategie pobudzania konkurencji i innowacji, które pozwoliłyby przyspieszyć restrukturyzację i inwestycje oraz stworzyć możliwości biznesowe i wzrost wydajności, bez których niemożliwe jest trwałe ożywienie gospodarcze. Ważne jest przeprowadzenie właściwej restrukturyzacji i konsolidacji w sektorze bankowym. Kluczem do poprawy sytuacji finansowej banków i ich odporności 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. Pierwszy poświęcony jest polityce pieniężnej i podaży kredytów w strefie euro. Drugi omawia najnowsze zmiany w bilansach Eurosystemu, Systemu Rezerwy Federalnej i banku centralnego Japonii. W artykule trzecim przedstawiono stan rozwoju finansowego gospodarek wschodzących wraz ze skutkami dla polityki gospodarczej.