

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 6 listopada Rada Prezesów EBC postanowiła – na podstawie regularnie prowadzonej analizy ekonomicznej i monetarnej – ponownie obniżyć oprocentowanie podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu o 50 punktów bazowych do poziomu 3,25%; stopa ta zacznie obowiązywać wraz z rozpoczęciem nowego okresu utrzymywania rezerw w dniu 12 listopada 2008 r. Postanowiono także obniżyć stopy kredytu i depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 50 punktów bazowych, do poziomu odpowiednio 3,75% i 2,75%, również z dniem 12 listopada 2008 r. Poprzednia obniżka została przeprowadzona w ramach skoordynowanego cięcia stóp 8 października 2008 r.

W opinii Rady Prezesów perspektywy utrzymania stabilności cen uległy dalszej poprawie. W nadchodzących miesiącach spodziewany jest dalszy spadek stóp inflacji, które w ciągu 2009 r. powinny osiągnąć poziom zgodny z definicją stabilności cen. Nasilenie i rozprzestrzenienie się zawirowań na rynku finansowym będzie prawdopodobnie przez dość długi okres osłabiać popyt globalny i popyt w strefie euro. W tych warunkach, gdy uwzględni się znaczne obniżki cen surowców w ostatnich miesiącach, powinny także osłabnąć presje cenowe, kosztowe i płacowe w strefie euro. Utrzymuje się zwykły trend ekspansji monetarnej, ale widać kolejne oznaki spowolnienia. Podsumowując, dostępne informacje i bieżące analizy Rady Prezesów wskazują, że czynniki ryzyka mogące prowadzić do wzrostu inflacji w horyzoncie średniookresowym (właściwym z punktu widzenia polityki pieniężnej) uległy dalszemu osłabieniu, ale nie zanikły całkowicie. W tej sytuacji konieczne jest niezwykle odpowiedzialne postępowanie wszystkich zaangażowanych stron, w tym władz publicznych, podmiotów wyznaczających ceny i partnerów społecznych. Rozwój sytuacji na rynku finansowym prowadzi do wyjątkowo wysokiego poziomu niepewności, co oznacza, że czekają nas jeszcze bardzo poważne wyzwania. Rada Prezesów oczekuje, że sektor bankowy będzie się przyczyniać do przywrócenia zaufania. Ze swojej strony Rada nadal będzie działać na rzecz trwałej stabilizacji oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym ze średnioterminowym celem inflacyjnym. Działania te mają przyczyniać się do trwałego wzrostu gospodarczego, zwiększania zatrudnienia i utrzymania stabilności finansowej. W tym celu w nadchodzącym okresie Rada będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

Bieżącą sytuację w zakresie aktywności gospodarczej cechuje wyjątkowo duża niepewność, wynikająca w znacznej mierze z nasilenia i rozprzestrzeniania się zawirowań na rynku finansowym. Napięcia w coraz większym stopniu przenoszą się z rynku finansowego na strefę realną gospodarki oraz z krajów rozwiniętych na gospodarki wschodzące. Negatywne skutki tych procesów odbijają się na całej gospodarce światowej. Ostatnie dane z badań ankietowych dotyczących strefy euro potwierdzają znaczne osłabienie tempa wzrostu aktywności gospodarczej, co wiąże się ze słabym popytem wewnętrznym i zewnętrznym oraz zaostrzeniem warunków finansowania. Nadal ważnym zadaniem jest tworzenie solidnych podstaw, by mogło nastąpić ożywienie gospodarki. Aby stało się to jak najszybciej, trzeba bezwzględnie utrzymać dyscyplinę oraz perspektywę średniokresową przy kształtowaniu polityki makroekonomicznej, a także unikać efektów drugiej rundy. Równie ważne jest, by sektor bankowy w pełni uwzględnił istotne posunięcia wspomagające zastosowane przez rządy w celu opanowania zawirowań finansowych. Posunięcia te mają podbudować zaufanie do systemu finansowego i przyczynić się do zapobiegania niepożądanym ograniczeniom w podaży kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. W połączeniu z ostatnimi powszechnymi obniżkami cen surowców działania te powinny pomóc w przywróceniu zaufania.

Zdaniem Rady Prezesów urzeczywistniły się różne wymieniane wcześniej czynniki ryzyka wpływające na obniżenie tempa wzrostu aktywności gospodarczej, zwłaszcza związane z napięciami na rynku finansowym. Na spowolnienie aktywności gospodarczej mogą także wpływać destabilizujące zjawiska wynikające ze stanów nierównowagi na świecie oraz możliwość nasilenia presji protekcyjnych i ponownych podwyżek cen surowców.

W kwestii procesów cenowych, od jesieni ubiegłego roku roczna inflacja HICP utrzymuje się znacznie powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Tym niemniej od lipca wskaźnik inflacji stale się obniża: w sierpniu wyniósł 3,8%, we wrześniu – 3,6%, a w październiku, zgodnie ze wstępnymi szacunkami Eurostatu, spadł do 3,2%. Utrzymujący się wysoki poziom inflacji wynika głównie z bezpośredniego i pośredniego wpływu występującego wcześniej gwałtownego wzrostu cen energii i żywności na świecie. Ponadto zarejestrowany w pierwszym półroczu – pomimo osłabienia wzrostu gospodarczego – wysoki wzrost wynagrodzeń w połączeniu ze spowolnieniem wydajności pracy w tym samym okresie spowodowały znaczne zwiększenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

W dalszej perspektywie, z uwagi na ostatnie gwałtowne spadki cen surowców w połączeniu z postępującym osłabieniem popytu można przewidywać, że roczna stopa inflacji HICP w nadchodzących miesiącach jeszcze się obniży, by w ciągu 2009 r. osiągnąć poziom zgodny z definicją stabilności cen. Nie można wykluczyć, że na przełomie pierwszego i drugiego półrocza przyszłego roku nastąpi jeszcze większy spadek wskaźnika HICP, szczególnie z uwagi na efekt bazy; będzie to zależeć przede wszystkim od kształtowania się cen ropy i innych surowców. Ewentualne zmiany będą krótkotrwałe, a zatem nieistotne z perspektywy polityki pieniężnej, ale nawet pomijając krótkookresową zmienność widać, że ryzyko wzrostu inflacji w horyzoncie przyjętym w polityce pieniężnej maleje. Występujące jeszcze czynniki ryzyka, które mogą wpłynąć na wzrost inflacji, obejmują nieoczekiwane podwyżki cen surowców oraz podatków pośrednich i cen kontrolowanych, a także możliwość wystąpienia na szeroką skalę efektów drugiej rundy w zachowaniach ceno- i płacotwórczych, zwłaszcza w tych gospodarkach, gdzie płace nominalne są indeksowane wskaźnikiem cen konsumpcyjnych. Z tego względu Rada Prezesów stale apeluje o zaniechanie stosowania takich rozwiązań. Zapewnienie trwałej stabilizacji średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen jest sprawą najwyższej wagi.

Wyniki analizy monetarnej wskazują, że wrzesień będzie kolejnym miesiącem spadku rocznej dynamiki szerokiego pieniądza i agregatów kredytowych, choć nadal będzie ona wysoka. Dane dotyczące agregatów pieniężnych za okres do września analizowane z perspektywy średniookresowej potwierdzają, że ryzyko wzrostu inflacji zmalało, ale nie znikło całkowicie.

Szczegółowa analiza danych dotyczących agregatów pieniężnych i akcji kredytowej wskazuje, że nasilenie napięć finansowych w ostatnim okresie już przyniosło wyraźnie dostrzegalne skutki, zwłaszcza w formie wypływu środków z funduszy rynku pieniężnego i napływu środków do depozytów overnight. Pełną skalę wpływu niepewności inwestorów na ich preferencje w zakresie struktury portfeli inwestycyjnych będzie można ocenić dopiero w nadchodzących miesiącach. W związku z tym nie można wykluczyć, że w najbliższym okresie nastąpią kolejne przesunięcia w portfelach, zarówno pomiędzy aktywami pieniężnymi i niepieniężnymi, jak i pomiędzy różnymi rodzajami aktywów pieniężnych. Należy o tym pamiętać przy ocenie dynamiki agregatów pieniężnych i jej wpływu na stabilność cen w średnim okresie.

Dane za wrzesień mogą także świadczyć o tym, że nasilenie i rozprzestrzenianie się napięć finansowych w ostatnim okresie spowodowało spowolnienie akcji kredytowej wśród rezydentów strefy euro, przejawiające się przede wszystkim w zmniejszeniu zasobów papierów wartościowych. Jednocześnie jednak w skali całej strefy aż do września nie było oznak problemów z dostępnością kredytów bankowych dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. O tym, że przedsiębiorstwa nadal zaciągały kredyty, również na stosunkowo długie okresy, świadczy zwłaszcza profil wymagalności zadłużenia. Jednak bardziej zdecydowana ocena tej kwestii wymaga większej liczby danych i dalszych analiz.

Podsumowując, nasilenie i rozprzestrzenianie się zawirowań na rynku finansowym będzie prawdopodobnie przez dość długi okres osłabiać popyt globalny i popyt w strefie euro. W tych warunkach, gdy uwzględni się znaczne obniżki cen surowców w ostatnich miesiącach, powinny także osłabnąć presje cenowe, kosztowe i płacowe w strefie euro. Utrzymuje się zwykły trend ekspansji monetarnej, ale widać kolejne oznaki spowolnienia. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej potwierdza, że czynniki ryzyka mogące prowadzić do wzrostu inflacji w horyzoncie średniookresowym (właściwym z punktu widzenia polityki pieniężnej) uległy dalszemu osłabieniu, ale nie zanikły całkowicie. W tej sytuacji konieczne jest niezwykle odpowiedzialne postępowanie wszystkich zaangażowanych stron, w tym władz publicznych, podmiotów wyznaczających ceny i partnerów społecznych. Rozwój sytuacji na rynku finansowym prowadzi do wyjątkowo wysokiego poziomu niepewności, co oznacza, że czekają nas jeszcze bardzo poważne wyzwania. Rada Prezesów oczekuje, że sektor bankowy będzie się przyczyniać do przywrócenia zaufania. Ze swojej strony Rada nadal będzie działać na rzecz trwałej stabilizacji oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym ze średnioterminowym celem inflacyjnym. Działania te mają przyczyniać się do trwałego wzrostu gospodarczego, zwiększania zatrudnienia i utrzymania stabilności finansowej. W tym celu w nadchodzącym okresie Rada będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

W dziedzinie polityki fiskalnej istniejące wyzwania średniookresowe, w tym starzenie się społeczeństw, wyraźnie świadczą o tym, że polityka ta powinna skupiać się na zapewnieniu stabilności w średnim okresie, a tym samym na umacnianiu zaufania. Dlatego też nadal należy w pełni przestrzegać postanowień traktatu z Maastricht oraz Paktu Stabilności i Wzrostu w zakresie polityki fiskalnej; wymóg ten potwierdziły ostatnio Rada ECOFIN i Rada Europejska. Zasady dotyczące polityki fiskalnej są jednym

z filarów UGW i wspólnej waluty, który powinien pozostać nienaruszony, by nie zachwiać wiary w trwałość finansów publicznych. W obecnej sytuacji należy też szczególnie dbać o wysoką jakość i terminowość informacji statystycznych o interwencjach rządowych, tak aby zapewnić przejrzyste i odpowiedzialne wykorzystanie środków publicznych.

W dziedzinie polityki strukturalnej, w trwającym okresie słabej aktywności gospodarczej i wysokiej niepewności co do perspektyw gospodarczych gospodarka strefy euro będzie musiała wykazać się dużą odpornością. Można zatem postrzegać bieżącą sytuację jako katalizator procesu wprowadzania niezbędnych reform wewnętrznych, dzięki którym kraje będą mogły w pełni zrealizować korzyści, jakie zapewniają postępy w handlu międzynarodowym i integracji rynku, z poszanowaniem zasady otwartej gospodarki rynkowej z wolną konkurencją.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. Pierwszy wyjaśnia znaczenie monitorowania zmian kosztów pracy i wskaźników konkurencyjności we wszystkich krajach strefy euro z punktu widzenia polityki pieniężnej. W drugim artykule przedstawiono ramowe zasady wyceny rynków akcji i premii za ryzyko kapitałowe. Artykuł trzeci poświęcony jest dziesięcioleciu istnienia systemu TARGET i uruchomieniu systemu TARGET2.