

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 12 stycznia 2006 r. Rada Prezesów EBC postanowiła, na podstawie regularnej analizy makroekonomicznej i monetarnej, utrzymać podstawowe stopy procentowe EBC na niezmienionym poziomie, po podwyżce o 25 punktów bazowych w dniu 1 grudnia 2005 r. Informacje, które pojawiły się od momentu podniesienia stóp potwierdzają, że korekta wyjątkowo łagodnego nastawienia polityki pieniężnej była uzasadniona. Nadal niezbędne jest trwale zakotwiczenie średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen. Jest to warunek konieczny, by polityka pieniężna mogła w dalszym ciągu wspierać wzrost gospodarczy oraz tworzenie nowych miejsc pracy w obszarze euro. Przy analizie i ocenie aktualnych informacji oraz podejmowaniu decyzji Rada Prezesów konsekwentnie stosuje zasadę przewodnią EBC, jaką jest utrzymanie stabilności cen w średnim okresie. Wobec historycznie niskich (zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym) stóp procentowych instrumentów o wszystkich terminach zapadalności i przy nadal łagodnym nastawieniu polityki pieniężnej Rada Prezesów będzie bardzo uważnie śledzić przebieg wszelkich zjawisk, które mogą stanowić zagrożenie dla stabilności cen w średnim okresie.

Jeśli chodzi o analizę makroekonomiczną leżącą u podstaw oceny przedstawionej przez Radę Prezesów, dostępne informacje potwierdzają, że zgodnie z oczekiwaniami w drugiej połowie 2005 r. tempo wzrostu realnego PKB uległo przyspieszeniu. Według wstępnych szacunków Eurostatu w trzecim kwartale 2005 r. realny PKB zwiększył się o 0,6% w ujęciu kwartalnym, po wzroście o 0,4% w drugim kwartale. Analiza składników PKB w trzecim kwartale 2005 r. potwierdza wzrost udziału popytu wewnętrznego. Ponadto wskaźniki ekonomiczne oraz dane z badań ankietowych za ostatni okres potwierdzają pogląd, że w czwartym kwartale 2005 r. ożywienie aktywności gospodarczej zasadniczo zachowało swą dynamikę i trend ten powinien się utrzymać w pierwszych miesiącach 2006 r., mimo wysokich cen ropy naftowej.

Patrząc w przyszłość, zgodnie z projekcjami ekspertów Eurosystemu i dostępnymi prognozami innych ośrodków nadal występują warunki sprzyjające trwałemu wzrostowi aktywności gospodarczej. Po stronie czynników zewnętrznych utrzymujący się wzrost popytu światowego powinien sprzyjać eksportowi strefy euro. Po stronie czynników wewnętrznych bardzo dogodne warunki finansowania, wysokie zyski przedsiębiorstw

oraz poprawa ich efektywności powinny sprzyjać inwestycjom. Stopa wzrostu spożycia powinna stopniowo się podnosić, wraz z przewidywanym wzrostem dochodów do dyspozycji.

Bilans zagrożeń dla przedstawionych perspektyw wzrostu gospodarczego nadal wskazuje na większe prawdopodobieństwo jego spowolnienia niż przyspieszenia; zagrożenia te dotyczą przede wszystkim wysokich i niestabilnych cen ropy naftowej, obaw związanych ze stanami nierównowagi w gospodarce światowej oraz poziomu zaufania konsumentów w strefie euro, mimo odnotowanej ostatnio jego poprawy.

Jeśli chodzi o procesy cenowe, według wstępnych szacunków Eurostatu w grudniu roczna inflacja HICP wyniosła 2,2%, w porównaniu z 2,3% w listopadzie i 2,5% w październiku. Spadek ten wynikał z pewnego złagodzenia wcześniejszych napięć na rynkach ropy naftowej i benzyny. Oczekuje się jednak, że w krótkim okresie roczna stopa inflacji HICP pozostanie na podwyższonym poziomie, głównie ze względu na ostatnie podwyżki cen ropy naftowej oraz efekt bazy. W dalszej perspektywie stopniowo może uwidocznić się pośredni wpływ dotychczasowych podwyżek cen ropy naftowej na inne składniki indeksu cen; można też oczekiwać, że zapowiedziane zmiany cen kontrolowanych i podatków pośrednich będą oddziaływać w kierunku wzrostu ogólnego poziomu cen. Podwyżki płac w ostatnich kwartałach były natomiast nadal ograniczone. Ogólnie rzecz biorąc dostępne informacje pozostają zgodne ze scenariuszem przebiegu procesów cenowych przedstawionym w grudniowych projekcjach ekspertów Eurosystemu.

Nadal występują czynniki ryzyka, które mogą doprowadzić do wzrostu cen powyżej tego scenariusza. Należą do nich dalszy wzrost cen ropy naftowej, kolejne podwyżki cen kontrolowanych i podatków pośrednich oraz – co ważniejsze – możliwość wystąpienia efektów drugiej rundy w zachowaniach płacowych i cenotwórczych. Sprawą podstawowej wagi jest zatem, aby partnerzy społeczni w dalszym ciągu wywiązywali się ze swych obowiązków, także w warunkach poprawy sytuacji gospodarczej.

Jeśli chodzi o analizę monetarną, w listopadzie roczne tempo wzrostu agregatu M3 nieco się obniżyło, ale nadal pozostaje wysokie, głównie ze względu na stymulujący wpływ niskich stóp procentowych. Silny wzrost agregatu M3 nadal kształtują jego najbardziej płynne składniki. W ostatnich miesiącach wzrosła – już wcześniej wysoka – dynamika kredytów dla sektora prywatnego, w szczególności kredytów hipotecznych. W związku z

powyższym należy wnikliwie monitorować zmiany cen na rynkach mieszkaniowych. W obszarze euro według wszelkich wiarygodnych miar utrzymuje się wysoki poziom płynności. W tym kontekście silny wzrost pieniądza i kredytów świadczy o istnieniu ryzyka wzrostu cen powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen w średnim i długim okresie.

Podsumowując, analiza makroekonomiczna sugeruje, że pośrednie skutki niedawnych wzrostów cen ropy naftowej oraz zapowiedzianych zmian cen kontrolowanych i podatków pośrednich będą oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji HICP. Wskazuje również, że bilans zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie nadal przechyla się na stronę wzrostu cen. Taką ocenę potwierdza zestawienie analizy makroekonomicznej z analizą monetarną. Istotne jest zatem, by opisane wyżej czynniki ryzyka nie wpłynęły na średnioterminowe oczekiwania inflacyjne, które powinny pozostać trwale zakotwiczone na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen. Tylko wówczas polityka pieniężna może skutecznie przyczynić się do trwałego wzrostu gospodarczego oraz tworzenia miejsc pracy. W związku z tym Rada Prezesów będzie w dalszym ciągu bardzo uważnie monitorować zmiany sytuacji gospodarczej mogące stanowić zagrożenie dla stabilności cen w średnim okresie.

Jeśli chodzi o politykę fiskalną, większość krajów strefy euro przedstawiła zaktualizowane programy stabilizacyjne, w tym swoje średnioterminowe plany budżetowe. Zbliżająca się ocena tych programów przez Radę ECOFIN oraz ich późniejsza realizacja będą stanowić okazję do stanowczego podkreślenia woli prowadzenia zdrowej polityki fiskalnej i konsekwentnego wdrażania Paktu Stabilności i Wzrostu. Postawa taka powinna bardzo korzystnie wpłynąć na poziom zaufania, zwłaszcza jeśli znajdzie odbicie w dobrze nakreślonych, wiarygodnych działaniach konsolidacyjnych, ograniczeniu zobowiązań z tytułu wydatków oraz włączeniu posunięć fiskalnych do szeroko zakrojonego i sprzyjającego wzrostowi programu reform.

Jeśli chodzi o reformy strukturalne, Rada Prezesów z zadowoleniem przyjęła wnioski Rady ECOFIN z 6 grudnia 2005 r. w sprawie krajowych programów reform w ramach Strategii Lizbońskiej oraz planowaną reakcją na wyzwania globalizacji. Proces międzynarodowej integracji gospodarczej i finansowej, charakteryzujący się silnym wzrostem handlu oraz przepływów kapitałowych, był jednym z motorów wzrostu dobrobytu w Europie w minionych dziesięcioleciach. Trwająca transformacja gospodarki

światowej, wynikająca z postępu technicznego i wejścia na rynek światowy nowych gospodarek, oferuje wielkie możliwości, jeśli chodzi o podniesienie standardu życia. Aby w pełni wykorzystać te możliwości, Europa powinna uelastyczyć rynki pracy i produktów, co przyspieszyłoby niezbędne przeniesienie zasobów ze schyłkowych do rozwojowych branż oraz zminimalizowało koszty dostosowań. Znaczące korzyści przyniosłoby również bardziej stymulujące otoczenie gospodarcze, sprzyjające innowacyjności, inwestycjom i zakładaniu nowych przedsiębiorstw. Wielką szansę stanowi także w pełni funkcjonujący rynek wewnętrzny UE, w tym rynek usług. Inicjatywy podejmowane w celu ożywienia Strategii Lizbońskiej są krokiem we właściwym kierunku.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. Pierwszy omawia główne zagadnienia dotyczące przewidywalności polityki pieniężnej EBC i analizuje, w jaki sposób przejrzysta strategia polityki pieniężnej oraz regularna komunikacja z opinią publiczną pozwoliły EBC osiągnąć wysoki poziom przewidywalności. Drugi artykuł przedstawia charakterystykę sektora funduszy hedgingowych, ze szczególnym uwzględnieniem ich wymiaru europejskiego, oraz zarysowuje obecną sytuację tego sektora i debatę na temat jego regulacji.