

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 7 lutego 2008 r. Rada Prezesów EBC postanowiła – na podstawie prowadzonej regularnie analizy ekonomicznej i monetarnej – utrzymać podstawowe stopy procentowe EBC na niezmiennym poziomie. Decyzja ta wynika z oceny Rady, że w obliczu bardzo wysokiej dynamiki agregatów pieniężnych i akcji kredytowej w średnim okresie istnieje ryzyko wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Nie można dopuścić, by obecna krótkookresowa presja inflacyjna utrzymała się w średnim okresie. Rada Prezesów uważa trwałą stabilizację średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych za sprawę najwyższej wagi, co wynika z jej mandatu. W związku z tym Rada nadal jest gotowa zapobiegać wystąpieniu efektów drugiej rundy i urzeczywistnieniu się zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie. W miarę jak na rynkach finansowych wciąż dokonuje się korekta wyceny ryzyka, niepewność co do jej ogólnego wpływu na sferę realną gospodarki utrzymuje się na nadzwyczaj wysokim poziomie. Fundamenty gospodarcze strefy euro są solidne, jednak otrzymane dane potwierdziły, że bilans czynników ryzyka związanych z prognozowaną aktywnością gospodarczą przechyla się na stronę jej spowolnienia. W nadchodzących tygodniach Rada Prezesów będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji gospodarczej.

Jeżeli chodzi o analizę ekonomiczną, najnowsze informacje o aktywności gospodarczej na przełomie roku sugerują, że tempo wzrostu w strefie euro było niższe niż stopa wzrostu w trzecim kwartale 2007 r. wynosząca 0,8% w ujęciu kwartalnym. Ocena tych danych jest zgodna ze wskaźnikami zaufania konsumentów i przedsiębiorców, które mimo tendencji spadkowych w ostatnich miesiącach utrzymują się zasadniczo na poziomach wskazujących na dalszy wzrost.

Mimo że na wzrost realnego PKB strefy euro w 2008 r. wpływ najprawdopodobniej będzie miało spowolnienie gospodarcze w niektórych krajach będących głównymi partnerami handlowymi strefy euro, zarówno popyt wewnętrzny, jak i zewnętrzny będą sprzyjać dalszemu wzrostowi. Ta ocena sytuacji jest zasadniczo zgodna z dostępnymi prognozami sektora prywatnego i publicznego. Fundamenty gospodarcze strefy euro nadal są solidne. W gospodarce strefy euro nie występują poważne stany nierównowagi. Rentowność przedsiębiorstw utrzymała się na dotychczasowym poziomie, a stopa bezrobocia spadła do poziomu najniższego od 25 lat. Wskutek poprawy sytuacji gospodarczej i ograniczonej dynamiki płac znacznie wzrosły wskaźniki zatrudnienia i aktywności zawodowej. W tej sytuacji rosnące spożycie, zgodnie z dynamiką realnych

dochodów do dyspozycji, powinno nadal przyczyniać się do wzrostu gospodarczego. Wzrostowi gospodarczemu powinien sprzyjać także wzrost inwestycji.

Mimo to poziom niepewności co do perspektyw wzrostu gospodarczego pozostaje nadzwyczaj wysoki, a bilans czynników ryzyka związanych z prognozowaną aktywnością gospodarczą przechyla się na stronę jej spowolnienia. Czynniki ryzyka związane są przede wszystkim z potencjalnie szerszym niż się obecnie zakłada wpływem sytuacji na rynkach finansowych na warunki finansowania i nastroje w gospodarce, odbijającym się negatywnie na wzroście gospodarczym na świecie i w strefie euro. Dodatkowe czynniki mogące osłabić wzrost gospodarczy wiążą się z dalszym wzrostem cen ropy naftowej i innych surowców, obawami przed presjami protekcyjnymi oraz możliwością wystąpienia destabilizujących zjawisk wynikających z nierównowagi globalnej.

W kwestii procesów cenowych, według wstępnych szacunków Eurostatu w styczniu 2008 r. roczna inflacja HICP wyniosła 3,2% (dla porównania w grudniu 2007 r. była równa 3,1%). Dane te świadczą o utrzymującej się silnej presji inflacyjnej w krótkim okresie, wynikającej głównie z odnotowanego w ostatnich miesiącach wysokiego wzrostu cen surowców, zwłaszcza ropy naftowej i żywności.

W nadchodzących miesiącach roczna stopa inflacji HICP najprawdopodobniej pozostanie na poziomie znacząco powyżej 2% i do końca 2008 r. będzie obniżać się jedynie stopniowo. Potwierdza to oczekiwania Rady Prezesów co do przedłużania się okresu przejściowo wysokiej inflacji. Ponadto należy podkreślić, że podstawą prognozowanego umiarkowanego wzrostu stopy inflacji, o którym mowa w projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu z grudnia 2007 r., jest zakładane częściowe odwrócenie tendencji zwykłych cen surowców, na które wskazują ceny kontraktów terminowych. Na poziomie bardziej fundamentalnym, w projekcjach przyjęto założenie, że niedawna dynamika cen ropy naftowej i żywności oraz jej wpływ na inflację HICP nie spowodują wystąpienia efektów drugiej rundy w zachowaniach płacowych i cenotwórczych w całej gospodarce.

Średniookresowe perspektywy rozwoju sytuacji cenowej są obciążone ryzykiem wzrostu cen. Ryzyko to obejmuje możliwość wystąpienia wyższego niż oczekiwano dotychczas wzrostu płac, biorąc pod uwagę wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych i ograniczenia występujące na rynku pracy. Ponadto możliwość dyktowania cen przez przedsiębiorstwa, szczególnie w segmentach rynku o niskiej konkurencji, może okazać się większa niż się tego oczekuje. W tym kontekście koniecznym jest, by wszystkie strony

mogące przyczynić się do powstania tych zagrożeń zachowywały się w sposób odpowiedzialny oraz by uniknąć wystąpienia efektów drugiej rundy, które wynikają z obecnej stopy inflacji, przy ustalaniu płac i cen. W opinii Rady Prezesów takie działania mają kluczowe znaczenie dla utrzymania stabilności cen w średnim okresie, a tym samym siły nabywczej ogółu mieszkańców strefy euro. Rada Prezesów ze szczególną uwagą obserwuje negocjacje płacowe w krajach strefy euro. Należy unikać indeksacji płac nominalnych względem wskaźnika cen konsumpcyjnych. Co więcej, dalszy wzrost cen ropy naftowej i produktów rolnych, stanowiący kontynuację silnego trendu wzrostowego w ostatnich miesiącach, a także dodatkowe w stosunku do przewidywanych dotychczas podwyżki cen kontrolowanych i podatków pośrednich są czynnikami ryzyka mogącymi doprowadzić do wzrostu przyszłej inflacji.

Wyniki analizy monetarnej potwierdzają istnienie zagrożeń mogących prowadzić do zachwiania stabilności cen w perspektywie średnio- i długookresowej. Po nieznacznym spadku w grudniu, roczna stopa wzrostu agregatu M3 była bardzo wysoka i wyniosła 11,5%. Jednocześnie wzrost agregatu M1 stracił na sile, co stanowiło odzwierciedlenie negatywnego wpływu wyższych stóp procentowych. W ostatnich kwartałach na dynamikę szerokich agregatów pieniężnych wpływ najprawdopodobniej miało kilka czynników przejściowych, w szczególności spłaszczenie krzywej dochodowości, które mogły przyczynić się do częściowej substytucji na rzecz aktywów pieniężnych. Ogólnie rzecz biorąc, przy uwzględnieniu wpływu czynników specyficznych szeroko zakrojona ocena najnowszych danych potwierdza, że obserwowana dynamika agregatów pieniężnych pozostaje wysoka.

Na słuszność tego wniosku wskazuje trwały wzrost rocznej stopy kredytów dla sektora prywatnego w strefie euro, który wyniósł w grudniu 11,1%. Mimo że na przestrzeni ostatnich kilku kwartałów wzrost kredytów dla gospodarstw domowych uległ dalszemu spowolnieniu – odzwierciedlając wpływ wyższych podstawowych stóp procentowych EBC od grudnia 2005 r. oraz pogorszenie koniunktury na rynkach mieszkaniowych w kilku częściach strefy euro – dynamika kredytów zaciąganych przez przedsiębiorstwa utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie. Pod koniec grudnia 2007 r. wartość kredytów udzielonych przez banki przedsiębiorstwom była o 14,4% wyższa niż w roku ubiegłym.

Dotychczas niewiele jest dowodów na to, że zawirowania występujące na rynkach finansowych od początku sierpnia 2007 r. wywarły silny wpływ na dynamikę szerokich agregatów pieniężnych i akcji kredytowej. Dostępne dane wskazują, że zwiększone

wahania na rynkach finansowych nie doprowadziły do znacznych przesunięć portfelowych na rzecz aktywów pieniężnych, co miało miejsce w latach 2001-2003. Mimo że ankieta dotycząca akcji kredytowej banków w strefie euro wykazała zaostrzenie zasad udzielania pożyczek, utrzymujący się silny wzrost kredytów sugeruje, że jak dotąd podaż kredytów bankowych w strefie euro nie zmalała z powodu zawirowań na rynkach finansowych. Do uzyskania pełniejszego obrazu w kwestii wpływu sytuacji na rynkach finansowych na bilanse banków, warunki finansowania oraz dynamikę pieniądza i akcji kredytowej konieczne będą dalsze dane i ich analiza.

Podsumowując, zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej potwierdza ocenę, że w perspektywie średniookresowej istnieje ryzyko wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen, w warunkach bardzo wysokiej dynamiki agregatów pieniężnych i akcji kredytowej oraz w obliczu solidnych fundamentów gospodarczych w strefie euro. Jednocześnie wpływ korekty wyceny ryzyka, dokonującej się obecnie na rynkach finansowych, na sferę realną gospodarki jest wciąż wysoce niepewny. Otrzymane dane potwierdziły, że bilans czynników ryzyka związanych z prognozowaną aktywnością gospodarczą przechyla się na stronę jej spowolnienia. W związku z tym Rada Prezesów będzie bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji. Ponadto Rada jest nadal gotowa zapobiegać wystąpieniu efektów drugiej rundy i urzeczywistnieniu się zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie. Niezwykle istotna jest trwała stabilizacja średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen. Zgodnie ze swym mandatem Rada Prezesów uważa taką stabilizację za sprawę najwyższej wagi.

W dziedzinie polityki budżetowej kraje UE powinny unikać uznaniowego poluzowania fiskalnego. Istnieje wiele dowodów na to, że aktywna polityka fiskalna nie przyczyniła się do stabilizacji gospodarek europejskich, lecz doprowadziła do długotrwałego wzrostu wskaźników wydatków oraz długu publicznego do PKB. Najlepszym sposobem, w jaki polityka fiskalna może przyczynić się do stabilności makroekonomicznej, jest umożliwienie swobodnego działania automatycznych stabilizatorów w krajach o silnej pozycji fiskalnej oraz zapewnienie długookresowej stabilności finansów. Kraje z nierównowagą budżetową powinny kontynuować konsolidację fiskalną zgodnie z wymogami Paktu Stabilności i Wzrostu. Istnieje duże ryzyko, że niektóre kraje nie wypełnią swych zobowiązań wynikających z przepisów dotyczących funkcji prewencyjnej Paktu Stabilności i Wzrostu, tym samym podważając jego wiarygodność.

Reformy strukturalne ułatwiają gospodarkom reagowanie na niekorzystne szoki, przyczyniają się do wzrostu wydajności, zatrudnienia i konkurencji, a przez to pomagają zmniejszyć presję inflacyjną. Do zapewnienia stabilności cen w strefie euro mogłoby się przyczynić przede wszystkim zwiększenie konkurencji w sektorze usług i w branżach sieciowych oraz zastosowanie odpowiednich środków w odniesieniu do unijnego rynku rolnego.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. Pierwszy z nich analizuje znaczenie rynku pieniężnego strefy euro w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej oraz opisuje wybrane narzędzia stosowane przez EBC do śledzenia sytuacji na tym rynku. Artykuł drugi poświęcony jest zmianom w zakresie sekurytyzacji w strefie euro. Natomiast artykuł trzeci przedstawia informacje na temat krzywych dochodowości w strefie euro publikowanych przez EBC.