

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 3 lipca 2008 r. Rada Prezesów EBC postanowiła – na podstawie regularnie prowadzonej analizy ekonomicznej i monetarnej – podnieść minimalną oferowaną stopę procentową podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu o 25 punktów bazowych do poziomu 4,25%; stopa ta zacznie obowiązywać wraz z rozpoczęciem nowego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej w dniu 9 lipca 2008 r. Postanowiono także podnieść stopy kredytu i depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych, do poziomu odpowiednio 5,25% i 3,25%. Również te stopy zaczną obowiązywać z dniem rozpoczęcia nowego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej, tj. 9 lipca 2008 r.

Rada Prezesów podjęła decyzję o podniesieniu stóp, aby zapobiec wystąpieniu efektów drugiej rundy w całej gospodarce oraz przeciwdziałać rosnącym zagrożeniom dla stabilności cen w średnim okresie. Od jesieni ubiegłego roku stopy inflacji HICP nieprzerwanie wykazywały znaczny wzrost. Oczekuje się, że utrzymają się one znacznie powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen dłużej niż wcześniej zakładano. Ocenę Rady Prezesów, że w perspektywie średniokresowej istnieje ryzyko wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen, potwierdza utrzymująca się bardzo wysoka dynamika agregatów pieniężnych i akcji kredytowej oraz fakt, że – w kontekście napiętej sytuacji na rynkach finansowych – jak dotąd nie pojawiły się istotne ograniczenia podaży kredytów bankowych. Choć najnowsze dane potwierdzają, że po wyjątkowo silnym wzroście w pierwszym kwartale dynamika realnego PKB w połowie roku uległa przewidywanemu osłabieniu, to jednak fundamenty gospodarcze strefy euro są solidne. W związku z tym Rada Prezesów pragnie podkreślić, że – w pełnej zgodności z jej mandatem – jej głównym celem jest utrzymanie stabilności cen w średnim okresie, a także że z pełną determinacją będzie dążyć do trwałej stabilizacji średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym ze stabilnością cen, tym samym chroniąc siłę nabywczą pieniądza w średnim okresie oraz przyczyniając się do trwałego wzrostu gospodarczego i zatrudnienia w strefie euro. Najnowsza ocena sytuacji dokonana przez Radę Prezesów wykazała, że stopień restrykcyjności polityki pieniężnej osiągnięty po decyzji o podniesieniu stóp procentowych podjętej 3 lipca 2008 r. przyczyni się do osiągnięcia podstawowego celu EBC. W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

Jeśli chodzi o analizę ekonomiczną, informacje dostępne od 5 czerwca 2008 r. potwierdzają wcześniejsze oczekiwania Rady Prezesów co do dość niskiej dynamiki realnego PKB w drugim kwartale 2008 r., co po części jest technicznie uwarunkowane silnym wzrostem odnotowanym w pierwszym kwartale, który wyniósł 0,8% w porównaniu z kwartałem poprzednim. Jak Rada Prezesów podkreślała już wcześniej, na kwartalne stopy wzrostu w pierwszej połowie roku duży wpływ wywarły czynniki przejściowe i wyrównawcze, w szczególności warunki pogodowe, które wpłynęły na sytuację w budownictwie. Z tego względu, aby ocenić główną tendencję kształtowania się aktywności gospodarczej w strefie euro i uniknąć błędnej interpretacji danych kwartalnych charakteryzujących się dużą zmiennością, konieczna jest ocena łącznych danych za dwa pierwsze kwartały 2008 r. W takim ujęciu dostępne informacje są zasadniczo zgodne z oczekiwaniami Rady Prezesów co do umiarkowanego wzrostu gospodarczego.

W 2008 r. zarówno popyt wewnętrzny, jak i zewnętrzny powinny nadal sprzyjać wzrostowi realnego PKB w strefie euro, chociaż w mniejszym stopniu niż w roku 2007. Ponadto przewiduje się, że choć tempo wzrostu gospodarki światowej będzie bardziej umiarkowane, to jednak wzrost ten powinien się utrzymać, do czego w szczególności przyczyni się utrzymujący się dynamiczny wzrost w gospodarkach wschodzących. Powinno to korzystnie oddziaływać na popyt zewnętrzny. Jeśli chodzi o sytuację w strefie euro, fundamenty gospodarcze nadal są solidne i nie występują poważne stany nierównowagi. Oczekuje się, że wzrost inwestycji nadal będzie sprzyjać aktywności gospodarczej w strefie euro, ponieważ stopień wykorzystania mocy produkcyjnych wciąż jest wysoki, a rentowność w sektorze przedsiębiorstw utrzymuje się na dotychczasowym poziomie. Ponadto w ostatnich latach znacznie wzrosły wskaźniki zatrudnienia i aktywności zawodowej, a stopa bezrobocia spadła do poziomu najniższego od 25 lat. Choć sytuacja ta pozytywnie wpływa na poziom dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz spożycie, jest mało prawdopodobne, by w pełni skompensowała ona spadek siły nabywczej spowodowany wyższymi cenami energii i żywności.

W opinii Rady Prezesów poziom niepewności co do perspektyw aktywności gospodarczej pozostaje wysoki – przede wszystkim z uwagi na bardzo wysoki poziom cen surowców – przy czym przeważa ryzyko jej spowolnienia. Ryzyko to wiąże się w szczególności z kolejnymi nieoczekiwanymi podwyżkami cen żywności i energii, które wpływają niekorzystnie na konsumpcję i inwestycje. Dodatkowym czynnikiem ryzyka jest

w dalszym ciągu potencjalnie większy niż oczekiwano niekorzystny wpływ napiętej sytuacji na rynkach finansowych na sferę realną gospodarki. Ponadto na perspektywy aktywności gospodarczej negatywnie wpływają obawy związane z pojawieniem się presji protekcyjnych oraz możliwością wystąpienia destabilizujących zjawisk wynikających z nierównowagi globalnej.

W kwestii procesów cenowych, od jesieni ubiegłego roku roczna inflacja HICP utrzymuje się znacznie powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. W maju 2008 r. wyniosła ona 3,7%, a w czerwcu – według wstępnych szacunków Eurostatu – 4,0%. Ten niepokojący poziom inflacji wynika głównie z gwałtownego wzrostu cen energii i żywności na całym świecie w ostatnich miesiącach.

Na podstawie obecnych cen kontraktów terminowych na wymienione powyżej surowce oczekuje się, że roczna stopa inflacji HICP utrzyma się znacznie powyżej 2% przez dłuższy czas i dopiero w 2009 r. zacznie się stopniowo obniżać. Strefa euro przechodzi zatem obecnie przedłużający się okres wysokich rocznych stóp inflacji, który najprawdopodobniej będzie dłuższy niż zakładano kilka miesięcy temu.

W horyzoncie średniookresowym – właściwym z punktu widzenia kształtowania polityki pieniężnej – nadal wyraźnie przeważają czynniki ryzyka mogące prowadzić do wzrostu cen powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Na przestrzeni ostatnich miesięcy czynniki te przybrały na sile i obejmują w szczególności możliwość dalszego wzrostu cen energii i żywności. Bardzo niepokojące jest również to, że poprzez efekty drugiej rundy w całej gospodarce do presji inflacyjnej dodatkowo przyczynić się mogą zachowania płacowe i cenotwórcze. Dlatego też Rada Prezesów ze szczególną uwagą obserwuje zachowania cenotwórcze i negocjacje płacowe w strefie euro. Ponadto czynnikiem mogącym doprowadzić do wzrostu cen okazać się może nieoczekiwany wzrost cen kontrolowanych i podatków pośrednich.

W związku z powyższym zapewnienie trwałej stabilizacji średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym ze stabilnością cen jest sprawą najwyższej wagi. Należy zaakceptować zmianę cen względnych oraz związane z nią transfer dochodów z krajów importujących surowce do krajów eksportujących surowce, co pociągnie za sobą zmianę zachowań przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Ponadto należy unikać wystąpienia w całej gospodarce efektów drugiej rundy w zachowaniach

płacowych i cenotwórczych, będących skutkiem wyższych cen żywności i energii. Wszystkie zaangażowane strony – zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym – muszą zatem zachowywać się w sposób odpowiedzialny. W tym kontekście Rada Prezesów zaniepokojona jest istnieniem systemów indeksacji płac nominalnych względem cen konsumpcyjnych. Istnieje ryzyko, że tego rodzaju systemy staną się źródłem wstrząsów powodujących wzrost cen, co może doprowadzić do spirali płacowo-cenowej szkodzącej zatrudnieniu i konkurencyjności w danym kraju. Z tego względu Rada Prezesów apeluje o unikanie stosowania takich rozwiązań.

Wyniki analizy monetarnej potwierdzają, że przeważają zagrożenia mogące prowadzić do zachwiania stabilności cen w perspektywie średnio- i długookresowej. W oparciu o swoją strategię polityki monetarnej Rada Prezesów stwierdza, że wysoka dynamika agregatów pieniężnych i akcji kredytowej utrzymująca się w strefie euro przez ostatnich kilka lat stała się źródłem ryzyka wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Ryzyko to stało się bardziej wyraźne na przestrzeni ostatnich kwartałów, w miarę jak utrzymywał się zwykły trend inflacji. W tym kontekście utrzymująca się wysoka dynamika agregatów pieniężnych jest istotną oznaką istnienia w średnim okresie ryzyka wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Przeciwdziałaniu temu ryzyku służyły działania Rady Prezesów podejmowane od końca 2005 r., do których zaliczyć należy także decyzję o podniesieniu podstawowych stóp procentowych podjętą w dniu 3 lipca 2008 r.

W ostatnich miesiącach dynamika rocznej stopy wzrostu agregatu M3 była nadal bardzo wysoka, do czego przyczynił się utrzymujący się silny wzrost kredytów udzielanych przez monetarne instytucje finansowe sektorowi prywatnemu. Chociaż roczna stopa wzrostu agregatu M3, która w dalszym ciągu utrzymuje się powyżej 10%, zawyża obecnie dynamikę agregatów pieniężnych – ze względu na wpływ płaskiej krzywej dochodowości oraz innych czynników przejściowych – to jednak nawet po uwzględnieniu wpływu takich czynników szeroko zakrojona ocena najnowszych danych potwierdza, że obserwowana dynamika agregatów pieniężnych i akcji kredytowej jest nadal wysoka.

Obecna struktura stóp rentowności stała się przyczyną zastępowania jednych składników M3 innymi oraz substytucji na rzecz składników szerokiego agregatu M3, co spowodowało wyraźny spadek rocznej stopy wzrostu M1 i bardzo szybki wzrost depozytów terminowych. Jednocześnie wzrost kredytów dla gospodarstw domowych stał

się bardziej umiarkowany ze względu na wyższe krótkoterminowe stopy procentowe, chociaż istotny wpływ w tym zakresie miało także pogorszenie koniunktury na rynkach mieszkaniowych w kilku częściach strefy euro. Jednak mimo wzrostu krótkookresowych stóp procentowych dynamika kredytów bankowych zaciąganych przez przedsiębiorstwa utrzymywała się na bardzo wysokim poziomie. W maju 2008 r. roczna stopa wzrostu kredytów udzielonych przez banki przedsiębiorstwom w strefie euro wyniosła 14,2%, a wartość pożyczek udzielonych w ostatnich miesiącach była wysoka; w przyszłości należy jednak spodziewać się bardziej umiarkowanego wzrostu kredytów w świetle zaostrożenia się warunków finansowania i wolniejszego wzrostu gospodarczego.

Koncentrując się na ryzyku wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen w średnim okresie, analiza monetarna stanowi wsparcie dla perspektywy średniookresowej w polityce pieniężnej, zwłaszcza w obliczu napiętej sytuacji na rynkach finansowych. Ponadto wnikliwa ocena danych dotyczących agregatów pieniężnych i akcji kredytowej dostarczyła bardzo istotnych informacji na temat zachowania banków i warunków finansowania. I tak na przykład wysoka dynamika, zapadalność oraz struktura kredytów bankowych w rozbiciu na poszczególne segmenty wskazują, że jak dotąd napięta sytuacja na rynkach finansowych nie wywarła znacznego wpływu na dostępność kredytów bankowych w strefie euro jako całości.

Podsumowując, zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej wyraźnie potwierdza ocenę, że w warunkach bardzo wysokiej dynamiki agregatów pieniężnych i akcji kredytowej oraz przy braku jak dotąd wyraźnych ograniczeń podaży kredytów bankowych, w perspektywie średniookresowej zwiększa się ryzyko wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Jednocześnie fundamenty gospodarcze strefy euro są solidne, a napływające dane makroekonomiczne w dalszym ciągu świadczą o umiarkowanym, lecz nieprzerwanym wzroście realnego PKB, przy odpowiednim uwzględnieniu dużych wahań stopy wzrostu w pierwszej połowie tego roku. W tym kontekście jest sprawą najwyższej wagi, by Rada Prezesów, działając w pełnej zgodności ze swoim mandatem, zapobiegała występowaniu efektów drugiej rundy w całej gospodarce oraz urzeczywistnianiu się rosnących zagrożeń dla stabilności cen. Rada Prezesów pragnie podkreślić, że jej głównym celem jest utrzymanie stabilności cen w średnim okresie, a także, że z pełną determinacją będzie dążyć do trwałej stabilizacji średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym ze stabilnością cen, tym samym chroniąc siłę nabywczą pieniądza w średnim okresie oraz przyczyniając

się do trwałego wzrostu gospodarczego i zatrudnienia w strefie euro. Najnowsza ocena sytuacji dokonana przez Radę Prezesów wykazała, że stopień restrykcyjności polityki pieniężnej osiągnięty po decyzji o podniesieniu stóp procentowych podjętej 3 lipca 2008 r. przyczyni się do osiągnięcia celu EBC, jakim jest stabilność cen. W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

W dziedzinie polityki fiskalnej istnieje ryzyko, że kilka krajów strefy euro nie zrealizuje celów związanych z konsolidacją budżetu państwa. Ponadto wzrosło prawdopodobieństwo, że deficyt budżetowy w niektórych krajach zbliży się do wartości referencyjnej wynoszącej 3% PKB, a nawet przewyższy ten poziom. Z tego względu Rada Prezesów ponownie wyraża swoje pełne poparcie dla rygorystycznego wykonywania budżetów na rok 2008 r. przez rządy strefy euro oraz dla ostrożnego planowania polityki fiskalnej na 2009 r., zgodnie z ustaleniami Eurogrupy w maju 2008 r. Osiągnięcie i utrzymanie stabilnej pozycji fiskalnej jest konieczne, aby zapewnić długookresową stabilność finansów publicznych oraz umożliwić swobodne działanie automatycznych stabilizatorów we wszystkich krajach strefy euro, i tym samym przyczynia się do złagodzenia wpływu wahań koniunkturalnych.

W kwestii reform strukturalnych Rada Prezesów ponownie wyraża swoje pełne poparcie dla wszelkich wysiłków na rzecz zwiększenia konkurencji, podniesienia wydajności i poprawy elastyczności rynków. W obliczu znacznego wzrostu cen surowców żywnościowych na świecie, zniesienie ograniczeń konkurencji na różnych etapach łańcucha dostaw żywności zarówno w handlu detalicznym, jak i w sektorze dystrybucji przyniosłoby korzyści konsumentom w Europie w postaci niższych cen. Jeśli chodzi o rynki pracy, w sprawozdaniu EBC z 2008 r. dotyczącym zagadnień strukturalnych, które niedawno zostało przedłożone Parlamentowi Europejskiemu, podkreślono, że zmiany, które dokonały się w ciągu ostatniej dekady na rynkach pracy w strefie euro, były ogólnie rzecz biorąc korzystne. W sprawozdaniu zwrócono jednak także uwagę na nagłą potrzebę przeciwdziałania kurczeniu się siły roboczej z powodu starzenia się społeczeństwa, przede wszystkim poprzez podnoszenie poziomu zatrudnienia we wszystkich grupach społecznych, zwiększanie elastyczności rynków pracy i wzrost inwestycji na edukację i szkolenia.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. W pierwszym z nich przedstawiono korzyści z prowadzenia polityki pieniężnej i polityki fiskalnej w ramach

systemu opartego na określonych zasadach i opisano z perspektywy empirycznej ogólne skutki polityki pieniężnej i fiskalnej w strefie euro w latach 1999-2007. W drugim artykule dokonano analizy najważniejszych stylizowanych faktów odnoszących się do handlu usługami w strefie euro. W trzecim opisano stosowane przez Eurosystem sposoby udzielania pomocy technicznej regionom sąsiadującym z Unią Europejską.