

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 2 sierpnia 2007 r. Rada Prezesów postanowiła – na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej – utrzymać podstawowe stopy procentowe EBC na niezmiennym poziomie. Informacje uzyskane po posiedzeniu Rady 5 lipca potwierdziły trafność postawionej wówczas diagnozy stanu gospodarki. Rozwój sytuacji gospodarczej w ostatnim czasie i wyniki badań ankietowych potwierdzają, że w drugim kwartale w strefie euro nadal notowano trwały wzrost gospodarczy. Na poprzednim posiedzeniu Rada Prezesów stwierdziła, że w perspektywie średniookresowej istnieje zagrożenie wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Za trafnością tej oceny przemawiają m.in. rosnące ceny ropy naftowej, pojawiające się ograniczenia możliwości produkcyjnych oraz ryzyko szybszego wzrostu płac i kosztów. Na istnienie zagrożeń dla stabilności cen w perspektywie średnio- i długookresowej wskazuje też siła głównego trendu ekspansji pieniądza. Aby zapobiec urzeczywistnieniu się tych zagrożeń w średnim okresie, niezbędna jest wzmożona czujność. Postawa taka przyczyni się do trwałej stabilizacji średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen. Jak podkreślano w przeszłości, stabilizacja oczekiwań jest konieczna, by polityka pieniężna mogła w dalszym ciągu przyczynić się do trwałego wzrostu gospodarczego oraz tworzenia nowych miejsc pracy w strefie euro. Na tle istniejących obecnie dogodnych warunków gospodarczych – ogólne warunki finansowania są korzystne, utrzymuje się wysoka dynamika agregatów pieniężnych i akcji kredytowej, a poziom płynności pozostaje wysoki – polityka pieniężna EBC wciąż ma charakter akomodacyjny. Zapewnienie średniookresowej stabilności cen będzie więc nadal wymagać podejmowania w odpowiednim momencie zdecydowanych działań.

W ramach analizy ekonomicznej odnotowano, że ostatnio Eurostat skorygował w górę szacunki dynamiki realnego wzrostu PKB w pierwszym kwartale 2007 r. do poziomu 0,7%, co potwierdza, że wzrost gospodarki strefy euro był nadal silny. Najnowsze dane i wyniki badań ankietowych wskazują, że także w drugim kwartale utrzymało się tempo rozwoju aktywności gospodarczej, zgodnie z podstawowym scenariuszem przyjętym przez Radę Prezesów.

Średniookresowe perspektywy gospodarcze pozostają korzystne i istnieją warunki, by gospodarka strefy euro w dalszym ciągu odnotowywała trwały wzrost. Jeśli chodzi o środowisko zewnętrzne, w gospodarce światowej nastąpiło większe zrównoważenie wzrostu gospodarczego w poszczególnych regionach i nadal utrzymuje się on na wysokim poziomie. Warunki zewnętrzne wciąż sprzyjają zatem eksportowi strefy euro. Oczekuje się,

że również popyt wewnętrzny w strefie euro utrzyma stosunkowo dużą dynamikę. Dynamika inwestycji powinna pozostać wysoka dzięki dogodnym ogólnym warunkom finansowania, zakumulowanym i nadal notowanym wysokim zyskom przedsiębiorstw, restrukturyzacji bilansów, a także trwającemu od dłuższego czasu wzrostowi efektywności przedsiębiorstw. Na wzrost spożycia wpływać będzie poziom realnych dochodów do dyspozycji wynikający z utrzymującego się wysokiego tempa wzrostu zatrudnienia.

W krótkim okresie bilans czynników ryzyka związanych ze wspomnianym korzystnym scenariuszem wzrostu gospodarczego jest zasadniczo zrównoważony. W perspektywie średnio- i długookresowej przeważa natomiast ryzyko osłabienia wzrostu, które wynika głównie z czynników zewnętrznych, w tym zwłaszcza z możliwości gwałtownej zmiany nastrojów na światowych rynkach finansowych (która może doprowadzić do zmiany wyceny ryzyka), a także dalszego wzrostu cen ropy naftowej, niekorzystnego rozwoju sytuacji w zakresie nierównowagi globalnej i obaw przed nasileniem presji protekcjonistycznych.

W kwestii procesów cenowych, według wstępnych szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP wyniosła w lipcu 2007 r. 1,8% (w czerwcu – 1,9%). Dalsze kształtowanie się rocznej stopy inflacji w krótkim okresie nadal będzie zależało głównie od poziomu cen energii, których zeszłoroczne wahania będą wywoływać znaczny efekt bazy. Na podstawie aktualnych cen ropy naftowej oraz jej cen terminowych można się spodziewać, że roczna stopa inflacji będzie w najbliższych miesiącach oscylować wokół obecnego poziomu, a pod koniec roku znacznie wzrośnie, głównie w wyniku wspomnianego efektu bazy.

W horyzoncie średnioterminowym – właściwym dla kształtowania polityki pieniężnej – perspektywy rozwoju sytuacji cenowej obciążone są ryzykiem wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Ostatnie zmiany cen ropy naftowej zawczasu przypominają o istnieniu zagrożeń inflacyjnych mających swoje źródło we wzroście cen surowców. Jednak źródłem zagrożeń dla stabilności cen są przede wszystkim czynniki wewnętrzne. W szczególności, do wyższego niż przewidywano wzrostu płac i kosztów mogą prowadzić ograniczenia możliwości produkcyjnych wynikające z wysokiego wykorzystania zasobów produkcyjnych i szybkiego wzrostu zatrudnienia w strefie euro. Ponadto w tych warunkach zdolność przedsiębiorstw do dyktowania cen na rynkach charakteryzujących się niskim stopniem konkurencji może doprowadzić do zwiększenia marż zysku. Procesy te mogą stać się poważnym zagrożeniem dla stabilności cen. Dlatego też jest sprawą kluczową, by wszystkie strony mogące przyczynić się do powstania tych zagrożeń zachowywały się w sposób odpowiedzialny. Zwłaszcza porozumienia płacowe powinny być odpowiednio zróżnicowane, by uwzględniać konkurencyjność cenową, wciąż wysokie w wielu

gospodarkach wskaźniki bezrobocia, a także poziom wydajności w poszczególnych sektorach. Rada Prezesów podkreśla, że należy unikać takiego kształtowania płac, które mogłoby ostatecznie doprowadzić do powstania presji inflacyjnej i osłabić siłę nabywczą ogółu mieszkańców strefy euro. Dodatkowym źródłem zagrożeń dla stabilności cen byłyby podwyżki cen kontrolowanych i podatków pośrednich wykraczające poza obecnie przewidywane, a także potencjalnie procykliczny kurs polityki fiskalnej w niektórych krajach.

Wobec szybkiego wzrostu agregatów pieniężnych i akcji kredytowej w warunkach wysokiej płynności wyniki analizy monetarnej potwierdzają istnienie zagrożeń mogących prowadzić do zachwiania stabilności cen w perspektywie średnio- do długookresowej. O sile ekspansji pieniądza świadczy utrzymujący się szybki wzrost agregatu M3, który w czerwcu 2007 r. osiągnął poziom 10,9% w skali rocznej, a także wciąż wysoka dynamika akcji kredytowej. Utrzymujący się wzrost obu zmiennych jest między innymi wynikiem korzystnych warunków finansowania i znacznego tempa wzrostu gospodarczego.

Przy rozpoznawaniu i ocenie głównych trendów dynamiki podaży pieniądza i akcji kredytowej, które są istotne z punktu widzenia polityki pieniężnej, należy pomijać krótkookresową zmienność, skutki zmian nachylenia krzywej dochodowości i inne czynniki, które prawdopodobnie są tymczasowe. Przyjmując perspektywę średniookresową dostrzega się obecnie przejawy wpływu wyższych krótkoterminowych stóp procentowych na dynamikę agregatów pieniężnych, choć ogólna siła ekspansji monetarnej i kredytowej nie uległa dotychczas znacznemu osłabieniu. Na przykład podwyżki stóp krótkoterminowych przyczyniły się w ostatnich kwartałach do spowolnienia ekspansji wąskiego agregatu M1. Podobnie od połowy 2006 r. widać pewne oznaki stabilizacji rocznej stopy wzrostu kredytów dla sektora prywatnego, choć nadal wykazuje ona wartości dwucyfrowe. Na stabilizację tempa wzrostu kredytów wskazują przede wszystkim dane dotyczące zadłużenia gospodarstw domowych, odzwierciedlające pewne spowolnienie wzrostu cen na rynku mieszkaniowym, choć wzrost ten średnio w strefie euro utrzymuje się na wysokim poziomie.

Na podstawie utrzymującej się silnej ekspansji pieniądza i kredytów można stwierdzić, że w perspektywie średnio- i długookresowej widać wyraźne zagrożenia dla stabilności cen. Po kilku latach szybkiego wzrostu podaży pieniądza poziom płynności w strefie euro w dalszym ciągu jest wysoki. Z tego względu należy nadal bardzo uważnie śledzić procesy monetarne, szczególnie w świetle dobrej koniunktury i utrzymujących się wysokich cen nieruchomości.

Podsumowując, ważne jest, by w ocenie sytuacji cenowej nie przywiązywać zbyt dużej wagi do krótkookresowej zmienności stopy inflacji. Właściwym horyzontem dla prowadzenia

polityki pieniężnej jest perspektywa średniookresowa. Bilans zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie przechyla się nadal na stronę wzrostu inflacji, na co oprócz wzrostu cen ropy naftowej wpływają przede wszystkim czynniki wewnętrzne. Ponieważ wykorzystanie zasobów produkcyjnych jest wysokie, a warunki na rynku pracy ulegają dalszej poprawie, pojawiają się ograniczenia możliwości produkcyjnych, które mogą doprowadzić przede wszystkim do wyższych niż oczekiwane podwyżek płac i kosztów, a także do wzrostu marż zysku w wyniku większej zdolności przedsiębiorstw do dyktowania cen. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej potwierdza ocenę, że w perspektywie średnio- i długookresowej istnieją zagrożenia dla stabilności cen. W związku z tym Rada Prezesów zachowa wzmoczoną czujność, aby zapobiec urzeczywistnieniu się tych zagrożeń oraz utrwalić średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne w strefie euro na poziomie odpowiadającym stabilności cen. Zapewnienie średniookresowej stabilności cen będzie nadal wymagać podejmowania w odpowiednim momencie zdecydowanych działań.

Jeśli chodzi o politykę fiskalną, sprawą podstawowej wagi w istniejących obecnie korzystnych warunkach gospodarczych jest unikanie przez rządy strefy euro polityki procyklicznej i przyspieszenie tempa konsolidacji fiskalnej. Nie należy rezygnować z wyznaczonych celów budżetowych, które w niektórych krajach i tak są już mało ambitne, a wszelkie ponadplanowe przychody trzeba przeznaczyć na redukcję deficytu budżetowego. W planach budżetowych na 2008 rok należy uwzględnić konieczność dalszej konsolidacji fiskalnej, wykorzystując w tym celu konkretne środki służące redukcji deficytu, zwłaszcza odnoszące się do wydatków budżetowych. Kraje, które w obliczu nadspodziewanie dobrych wyników budżetowych realizują mniej ambitne plany konsolidacji fiskalnej, ryzykują, że powtórzy się sytuacja z lat 2000 i 2001, kiedy to niewystarczające przygotowanie na odwrócenie koniunktury doprowadziło w krótkim czasie do wystąpienia nadmiernego deficytu.

Jak już wcześniej podkreślano, niezwykle ważne jest, by rządy poszczególnych państw wykazywały determinację w przeprowadzaniu reform strukturalnych zmierzających do poprawy funkcjonowania i elastyczności rynków, a także zwiększenia konkurencji. Przestrzeganie zasady „otwartej gospodarki rynkowej z wolną konkurencją” ma kluczowe znaczenie dla długookresowego wzrostu gospodarczego i tworzenia nowych miejsc pracy. Dalsza liberalizacja rynków, zwłaszcza sektora rolnictwa i usług, zwiększenie konkurencji i zmniejszenie przeszkód w wymianie transgranicznej przyniosą korzyści konsumentom, gdyż zapewnią niższe ceny, wyższe płace realne i większy wybór towarów. Procesy te będą również korzystne dla przedsiębiorstw, gdyż doprowadzą do wzrostu wydajności, zwiększenia dynamizmu i odporności na wstrząsy gospodarcze, a także ułatwią

podejmowanie wyzwań i wykorzystywanie szans, jakie niesie ze sobą globalizacja. Priorytetem dla państw członkowskich musi być zatem doprowadzenie do końca procesu tworzenia jednolitego rynku, w tym zwłaszcza dalsza integracja rynków finansowych, doprowadzenie do efektywnej konkurencji w branżach sieciowych oraz wdrożenie dyrektywy usługowej.

Na rynkach finansowych panuje obecnie pewna nerwowość, której przejawami są większa zmienność cen instrumentów finansowych i zmiany w szacowaniu ryzyka. W procesie tym widać oznaki normalizacji wyceny ryzyka. Należy zatem ściśle monitorować zmiany nastrojów na rynkach finansowych. W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie nadal bardzo uważnie obserwować dalszy rozwój sytuacji.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. W pierwszym przedstawiono analizę głównych czynników wpływających na istnienie nierównowagi globalnej oraz przegląd możliwych mechanizmów dostosowawczych i implikacji dla polityki gospodarczej w dobie postępującej integracji rynków finansowych. Drugi artykuł zawiera analizę różnic między sposobami finansowania małych i średnich przedsiębiorstw oraz przedsiębiorstw dużych, a także przedstawia ograniczenia finansowania MSP w strefie euro. Trzeci artykuł jest poświęcony funkcjonowaniu w UE rynku wykupów z zastosowaniem dźwigni finansowej oraz zagrożeniom, jakie niosą one dla sektora bankowego i całego rynku finansowego.