

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 10 kwietnia 2008 r. Rada Prezesów EBC postanowiła – na podstawie regularnie prowadzonej analizy ekonomicznej i monetarnej – utrzymać podstawowe stopy procentowe EBC na niezmiennym poziomie. Najnowsze informacje potwierdzają istnienie silnej krótkookresowej presji inflacyjnej w strefie euro. Ponadto przedłuża się okres z przejściowo wysokimi rocznymi stopami inflacji, które wynikają głównie ze wzrostu cen żywności i nośników energii. Najnowsze informacje wyraźnie potwierdzają też ocenę Rady Prezesów, że w obliczu utrzymującej się, bardzo wysokiej dynamiki agregatów pieniężnych i akcji kredytowej w średnim okresie istnieje ryzyko wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Fundamenty gospodarcze strefy euro są solidne. Napływające dane makroekonomiczne w dalszym ciągu świadczą o umiarkowanym, lecz nieprzerwanym wzroście realnego PKB. Jednakże poziom niepewności związanej z zawirowaniami na rynkach finansowych pozostaje nadzwyczaj wysoki i sytuacja ta może się utrzymać dłużej niż początkowo oczekiwano. W związku z tym Rada Prezesów podkreśla, że – zgodnie z jej mandatem – jej główny cel to utrzymanie stabilności cen w średnim okresie. Rada Prezesów uznaje trwałą stabilizację średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych za sprawę najwyższej wagi i w tej kwestii z pewnością nie ma miejsca na pobłażliwość. Rada Prezesów wierzy, że przyjęte przez nią stanowisko w polityce monetarnej przyczyni się do osiągnięcia tego celu i w dalszym ciągu jest gotowa zapobiegać wystąpieniu efektów drugiej rundy i urzeczywistnieniu się zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie. W nadchodzących tygodniach Rada Prezesów będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

Jeśli chodzi o analizę ekonomiczną, według drugiego szacunku Eurostatu kwartalna stopa wzrostu realnego PKB w czwartym kwartale 2007 r. wyniosła 0,4% w porównaniu z 0,7% w poprzednim kwartale. Również najnowsze informacje na temat aktywności gospodarczej potwierdzają wcześniejsze oczekiwania umiarkowanego, lecz nieprzerwanego wzrostu w pierwszym kwartale 2008 r. Fundamenty gospodarcze strefy euro nadal są solidne i nie występują poważne stany nierównowagi.

W 2008 r. zarówno popyt wewnętrzny, jak i zewnętrzny powinny nadal sprzyjać wzrostowi realnego PKB, 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 przyczyni się

w szczególności silny wzrost w gospodarkach wschodzących. Powinno to nadal korzystnie oddziaływać na popyt zewnętrzny. Aktywności gospodarczej sprzyjać powinien także wzrost inwestycji w strefie euro, ponieważ wykorzystanie mocy produkcyjnych jest wysokie, rentowność przedsiębiorstw utrzymuje się na dotychczasowym poziomie i nie ma wyraźnych oznak świadczących o ograniczeniu podaży kredytów bankowych. Jednocześnie, wskutek poprawy sytuacji gospodarczej i ograniczonej dynamiki płac znacznie wzrosły wskaźniki zatrudnienia i aktywności zawodowej, a stopa bezrobocia spadła do poziomu najniższego od 25 lat. Mimo negatywnego wpływu wyższych cen żywności i nośników energii na siłę nabywczą, rosnące spożycie – zgodnie z dynamiką realnych dochodów do dyspozycji – powinno nadal przyczyniać się do wzrostu gospodarczego.

Poziom niepewności co do perspektyw wzrostu gospodarczego pozostaje wysoki, a bilans czynników ryzyka przechyla się na stronę jego spowolnienia. Czynniki te związane są przede wszystkim z zawirowaniami na rynkach finansowych, które mogą utrzymać się dłużej niż początkowo zakładano i które mogą wywrzeć szerszy niż się obecnie oczekuje wpływ na gospodarkę realną. Dodatkowe czynniki mogące osłabić wzrost wiążą się z kolejnymi nieoczekiwanymi podwyżkami cen żywności i nośników energii, które wpływają niekorzystnie na konsumpcję i inwestycje, a także z pojawieniem się presji protekcyjnych oraz możliwością wystąpienia destabilizujących zjawisk wynikających z nierównowagi globalnej.

W kwestii procesów cenowych, według wstępnych szacunków Eurostatu w marcu 2008 r. roczna inflacja HICP wyniosła 3,5%, w porównaniu z 3,3% w lutym. Dane te potwierdzają istnienie utrzymującej się znacznej krótkookresowej presji inflacyjnej, która w ostatnim okresie przybrała na sile, przede wszystkim w związku z wysokim wzrostem cen żywności i nośników energii w ostatnich miesiącach. Oczekuje się, że w nadchodzących miesiącach roczna stopa inflacji HICP pozostanie na poziomie znacznie powyżej 2%, obniżając się jedynie stopniowo na przestrzeni 2008 r. Jak widać, strefa euro przechodzi obecnie przedłużający się okres przejściowo wysokich rocznych stóp inflacji.

Wyraźnie przeważają czynniki ryzyka, które mogą doprowadzić do wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen w perspektywie średniookresowej. Do czynników tych należą możliwy dalszy wzrost cen żywności i nośników energii, a także wzrost cen kontrolowanych i podatków pośrednich przewyższający

dotychczasowe szacunki. Co istotniejsze, istnieje ryzyko, że do presji inflacyjnej dodatkowo przyczynić się mogą zachowania płacowe i cenotwórcze. W szczególności możliwość dyktowania cen przez przedsiębiorstwa, zwłaszcza w segmentach rynku o niskiej konkurencji, może okazać się większa niż się tego obecnie oczekuje. Wystąpić może także wyższy niż oczekiwano dotychczas wzrost płac, biorąc pod uwagę wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych i ograniczenia występujące na rynku pracy.

W związku z powyższym koniecznym jest, by wszystkie zaangażowane strony zachowywały się w sposób odpowiedzialny. Ponadto należy unikać wystąpienia efektów drugiej rundy wynikających z wyższych cen żywności i nośników energii w zachowaniach płacowych i cenotwórczych. 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 należących do tej strefy. 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, które mogą doprowadzić do spirali płacowo-cenowej szkodzącej zatrudnieniu i konkurencyjności danego kraju. Z tego względu Rada Prezesów apeluje o unikanie stosowania takich rozwiązań.

Wyniki analizy monetarnej potwierdzają utrzymywanie się zagrożeń mogących prowadzić do zachwiania stabilności cen w perspektywie średnio- i długookresowej. W lutym dynamika rocznej stopy wzrostu agregatu M3 była nadal bardzo wysoka i wyniosła 11,3%, na co wpływ miał utrzymujący się silny wzrost kredytów udzielanych przez monetarne instytucje finansowe sektorowi prywatnemu. W ostatnich miesiącach roczna dynamika agregatu M1 uległa dalszemu osłabieniu, ponieważ ze względu na wyższe krótkoterminowe stopy procentowe wzrósł koszt utraconych możliwości utrzymywania najbardziej płynnych składników agregatu M3. Dynamika depozytów terminowych jest nadal niezmiernie wysoka, co bierze się ze stosunkowo płaskiej krzywej rentowności, która powoduje większą atrakcyjność aktywów pieniężnych oprocentowanych na poziomie zbliżonym do stóp rynkowych w porównaniu z bardziej ryzykownymi instrumentami o dłuższych terminach zapadalności. Ogólnie, wpływ płaskiej krzywej rentowności oraz kilku innych przejściowych czynników sugeruje, że roczna stopa wzrostu agregatu M3 zawiąza obecnie dynamikę agregatów pieniężnych. Nawet po uwzględnieniu wpływu takich czynników szeroko zakrojona ocena najnowszych danych

potwierdza jednak, że obserwowana dynamika agregatów pieniężnych i akcji kredytowej pozostaje wysoka.

Na przestrzeni ostatnich miesięcy wzrost kredytów dla gospodarstw domowych uległ spowolnieniu, odzwierciedlając wpływ wyższych podstawowych stóp procentowych EBC od grudnia 2005 r. oraz pogorszenie koniunktury na rynkach mieszkaniowych w kilku częściach strefy euro. Mimo to dynamika kredytów zaciąganych przez przedsiębiorstwa utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie. Na przestrzeni 12 miesięcy do lutego 2008 r. roczna stopa wzrostu kredytów udzielonych przez banki przedsiębiorstwom w strefie euro wyniosła 14,8%. Ogólnie roczna stopa wzrostu kredytów bankowych dla sektora prywatnego kształtowała się na poziomie około 11% na przestrzeni ostatnich dwóch lat.

Dotychczas niewiele jest dowodów na to, że zawirowania obserwowane na rynkach finansowych od początku sierpnia 2007 r. wywarły silny wpływ na ogólną dynamikę szerokich agregatów pieniężnych i akcji kredytowej. Mimo że ankieta dotycząca akcji kredytowej banków w strefie euro wykazała zaostrenie zasad udzielania pożyczek, utrzymujący się silny wzrost kredytów udzielanych przedsiębiorstwom sugeruje, że jak dotąd podaż kredytów bankowych dla firm w strefie euro nie zmalała z powodu zawirowań na rynkach finansowych. W celu 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 wyraźnie potwierdza ocenę, że w perspektywie średniookresowej przeważa ryzyko wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen, w warunkach bardzo wysokiej dynamiki agregatów pieniężnych i akcji kredytowej oraz wobec braku wyraźnych oznak świadczących o ograniczeniu podaży kredytów bankowych dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Fundamenty gospodarcze strefy euro są solidne. Napływające dane makroekonomiczne w dalszym ciągu świadczą o umiarkowanym, lecz nieprzerwanym wzroście realnego PKB. Jednakże poziom niepewności związanej z zawirowaniami na rynkach finansowych pozostaje nadzwyczaj wysoki i sytuacja ta może się utrzymać dłużej niż początkowo oczekiwano. W związku z tym Rada Prezesów podkreśla, że trwała stabilizacja średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych jest sprawą najwyższej wagi. Rada wierzy, że przyjęte przez nią stanowisko w polityce monetarnej przyczyni się do osiągnięcia takiej stabilizacji i w dalszym ciągu jest gotowa zapobiegać wystąpieniu

efektów drugiej rundy i urzeczywistnieniu się zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie. W nadchodzących tygodniach Rada Prezesów będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

W dziedzinie polityki fiskalnej założenia zawarte w zaktualizowanych programach stabilizacyjnych sugerują wzrost wskaźnika deficytu budżetowego w strefie euro w 2008 r. Istnieje również ryzyko wystąpienia dodatkowych presji fiskalnych, gdyż nazbyt optymistyczne założenia makroekonomiczne już teraz są korygowane w dół, a jednocześnie rosną naciski polityczne, by poluzować politykę fiskalną. W tej sytuacji kraje z nierównowagą budżetową powinny kontynuować konsolidację strukturalną, zgodnie z wymogami Paktu Stabilności i Wzrostu. W chwili obecnej do ograniczenia presji inflacyjnej przyczynić mogłaby się również szczególnie ostrożna polityka fiskalna ukierunkowana na zapewnienie stabilności.

W kwestii reform strukturalnych Rada Prezesów z zadowoleniem przyjmuje rozpoczęcie przez Radę Europejską kolejnego etapu realizacji uaktualnionej strategii lizbońskiej na rzecz wzrostu i zatrudnienia na lata 2008-2010. Korzystne tendencje na rynku pracy w strefie euro świadczą o skuteczności reform gospodarczych. Wciąż jednak istnieje wiele wyzwań; zatrudnienie ogółem znajduje się poniżej docelowego poziomu 70% wyznaczonego w strategii lizbońskiej, a stopa bezrobocia jest nadal niedopuszczalnie wysoka. Ponadto wzrost wydajności pracy w dalszym ciągu jest niski, hamując tym samym ogólny wzrost dochodów. Z tego względu Rada Prezesów wspiera i zachęca kraje strefy euro do zwiększenia wysiłków na rzecz wprowadzenia reform, szczególnie w celu wspierania integracji rynków oraz złagodzenia sztywności rynków pracy oraz produktów, która ogranicza konkurencję, elastyczność zatrudnienia oraz zróżnicowanie płac. Takie reformy mogłyby nie tylko korzystnie wpłynąć na zatrudnienie i potencjalny wzrost, ale także przyczynić się do zmniejszenia presji cenowych.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. Pierwszy z nich analizuje znaczenie sytuacji finansowej firm z punktu widzenia dynamiki inwestycji w strefie euro. W drugim omówiono wybrane narzędzia statystyczne oparte na wskaźnikach o wyższej częstotliwości, które stosuje się w krótkoterminowych prognozach PKB strefy euro. Trzeci artykuł przedstawia przegląd głównych inicjatyw na szczeblu UE mających na celu ulepszenie rozwiązań służących stabilności finansowej.