

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 7 sierpnia 2008 r. Rada Prezesów EBC postanowiła – na podstawie regularnie prowadzonej analizy ekonomicznej i monetarnej – utrzymać podstawowe stopy procentowe EBC na niezmiennym poziomie. Informacje uzyskane od poprzedniego posiedzenia Rady potwierdziły zasadność decyzji o podwyższeniu stóp procentowych w lipcu. Z informacji tych wynika, że roczne stopy inflacji utrzymają się znacznie powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen przez dłuższy czas oraz że przeważają czynniki ryzyka mogące prowadzić do wzrostu cen. Wskazuje na to także utrzymująca się wysoka dynamika agregatów pieniężnych oraz brak wyraźnych oznak ograniczenia podaży kredytów bankowych. W tym kontekście nadal niezwykle ważne jest zapobieganie wystąpieniu efektów drugiej rundy w zachowaniach płacowych i cenotwórczych w całej gospodarce. Najnowsze dane makroekonomiczne wskazują na osłabienie wzrostu realnego PKB w połowie 2008 r., czego po części się spodziewano, po tym jak w pierwszym kwartale odnotowano wyjątkowo silny wzrost. W związku z tym Rada Prezesów, działając w całkowitej zgodności ze swoim mandatem, pragnie podkreślić, że głównym celem EBC 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. Ocena sytuacji dokonana przez Radę wykazała, że obecny stopień restrykcyjności polityki pieniężnej przyczyni się do osiągnięcia celu EBC. W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

Informacje dotyczące aktywności gospodarczej dostępne od 3 lipca 2008 r. sugerują, że wzrost realnego PKB w połowie 2008 r. będzie znacznie niższy niż w pierwszym kwartale. Jak już podkreślano wcześniej, po części jest to uwarunkowane technicznie silnym wzrostem odnotowanym w pierwszych miesiącach tego roku. Ponadto w pewnym stopniu jest to także wynikiem osłabienia wzrostu PKB wskutek m.in. wolniejszego wzrostu na świecie oraz niekorzystnego wpływu wysokich i zmiennych cen ropy naftowej i żywności. Dlatego też, aby właściwie ocenić główną tendencję kształtowania się aktywności gospodarczej w strefie euro i uniknąć błędnej interpretacji danych kwartalnych charakteryzujących się dużą zmiennością, należy pominąć zmienność wskaźników miesięcznych i kwartalnych stóp wzrostu.

Przy uwzględnieniu takiej perspektywy wzrost gospodarki światowej, choć bardziej umiarkowany, będzie nadal wykazywał stosunkową odporność, do czego przyczyni się w szczególności utrzymujące się tempo wzrostu w gospodarkach wschodzących. Powinno to korzystnie wpłynąć na popyt zewnętrzny na towary i usługi ze strefy euro. Jeśli chodzi o sytuację w strefie euro, w średnim okresie fundamenty gospodarcze są solidne i nie występują poważne stany nierównowagi. Jak dotąd aktywności gospodarczej nieprzerwanie, choć w coraz mniejszym stopniu, sprzyjał wzrost inwestycji. Ponadto znacznie wzrosły wskaźniki zatrudnienia i aktywności zawodowej, a stopa bezrobocia utrzymuje się na historycznie niskim poziomie. Choć sytuacja ta pozytywnie wpływa na poziom dochodów do dyspozycji i spożycie gospodarstw domowych, 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 nadal jest wysoki – m.in. z uwagi na bardzo wysokie i zmienne ceny surowców oraz napiętą sytuację na rynkach finansowych. Ogólnie mówiąc, przeważa ryzyko spowolnienia aktywności gospodarczej. 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 potencjalnie większy niż oczekiwano niekorzystny wpływ napiętej sytuacji na rynkach finansowych na sferę realną gospodarki. Ponadto na perspektywy aktywności gospodarczej negatywnie wpływają możliwość wystąpienia destabilizujących zjawisk wynikających z nierównowagi globalnej, a także obawy związane z pojawieniem się presji protekcyjnych. W tym kontekście za znaczącą komplikację należy uznać fiasko ostatniej tury negocjacji Światowej Organizacji Handlu w sprawie liberalizacji handlu w ramach rundy Doha.

W kwestii procesów cenowych, od jesieni ubiegłego roku roczna inflacja HICP utrzymuje się znacznie powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. W czerwcu 2008 r. wyniosła ona 4,0%, a w lipcu – według wstępnych szacunków Eurostatu – 4,1%. Ten niepokojący poziom inflacji wynika głównie z bezpośredniego i pośredniego wpływu odnotowanego wcześniej gwałtownego wzrostu cen energii i żywności na świecie. Ponadto, choć wzrost wydajności pracy uległ spowolnieniu, pojawiły się pewne oznaki wzrostu kosztów pracy w ostatnich kwartałach. Na podstawie obecnych cen kontraktów terminowych na surowce oczekuje się, że roczna stopa inflacji HICP przez dłuższy czas

utrzyma się znacznie powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen i dopiero w 2009 r. zacznie się stopniowo obniżać.

W horyzoncie średniookresowym – właściwym dla kształtowania polityki pieniężnej – nadal wyraźnie przeważają czynniki ryzyka mogące prowadzić do wzrostu cen powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. W ostatnich miesiącach czynniki te przybrały na sile i obejmują w szczególności możliwość dalszego wzrostu cen energii i żywności, a także potencjalne nasilenie się ich pośredniego wpływu na ceny towarów i usług konsumpcyjnych. Bardzo niepokojące jest 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. Zmiana cen względnych oraz związany z nią transfer dochodów z krajów importujących surowce do krajów eksportujących surowce pociągają za sobą konieczność zmiany zachowań przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Z tego względu 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 wielokrotnie wyrażała swoje zaniepokojenie 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 utrzymywanie się zagrożeń mogących prowadzić do zachwiania stabilności cen w perspektywie średnio- i długookresowej. W oparciu o strategię polityki monetarnej EBC 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 w ostatnich kwartałach, w miarę jak utrzymywał się zwykły trend inflacji. Koncentrując się na ryzyku wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen w średnim i długim okresie, analiza monetarna stanowi wsparcie dla perspektywy średniookresowej w polityce pieniężnej, zwłaszcza w obliczu napiętej sytuacji na rynkach finansowych. Choć dynamika szerokiego pieniądza i akcji kredytowej wykazuje obecnie pewne oznaki osłabienia, co jest wynikiem m.in. działań podejmowanych od 2005 r. w celu przeciwdziałania zagrożeniom dla stabilności cen, to jednak utrzymująca się wysoka dynamika agregatów pieniężnych świadczy o nadal istniejącym ryzyku wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Obecny kształt krzywej rentowności spowodował bardzo szybki wzrost depozytów terminowych oraz znaczny spadek rocznej stopy wzrostu M1. Zjawiska te oraz inne czynniki przejściowe muszą zostać uwzględnione przy ocenie sytuacji na rynku pieniężnym. Szeroko zakrojona analiza dostępnych danych – przeprowadzona z uwzględnieniem właściwej perspektywy średniookresowej – potwierdza występowanie zasadniczo wysokiej dynamiki agregatów pieniężnych.

Wnioskować można o tym przede wszystkim na podstawie utrzymującego się silnego wzrostu kredytów udzielanych przez monetarne instytucje finansowe sektorowi prywatnemu, który jest jednym z czynników decydujących o wysokiej dynamice agregatów pieniężnych. Dynamika, zapadalność oraz struktura kredytów bankowych w rozbięciu 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. Wyższe krótkookresowe stopy procentowe oraz słabsza koniunktura na rynkach mieszkaniowych w kilku częściach strefy euro wpłynęły niekorzystnie na wzrost kredytów dla gospodarstw domowych w ciągu kilku ostatnich lat. Z drugiej strony, mimo gorszych warunków finansowania i bardziej umiarkowanego wzrostu gospodarczego, dynamika kredytów bankowych dla przedsiębiorstw utrzymuje się jak dotąd na bardzo wysokim poziomie.

Podsumowując, zestawienie wyników analizy makroekonomicznej i monetarnej wyraźnie potwierdza ocenę, że w perspektywie średniookresowej zwiększa się ryzyko wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Roczne stopy inflacji prawdopodobnie utrzymają się znacznie powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen, natomiast agregaty pieniężne nadal wykazują się wysoką dynamiką przy

braku wyraźnych oznak ograniczenia podaży kredytów bankowych. Najnowsze dane makroekonomiczne wskazują na osłabienie wzrostu realnego PKB w połowie 2008 r., czego po części się spodziewano, po tym jak w pierwszym kwartale odnotowano wyjątkowo silny wzrost. W tym kontekście niezwykle ważne jest zapobieganie wystąpieniu efektów drugiej rundy w zachowaniach płacowych i cenotwórczych w całej gospodarce. Rada Prezesów, działając w całkowitej zgodności ze swoim mandatem, 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. Ocena sytuacji dokonana przez Radę wykazała, że obecny stopień restrykcyjności polityki pieniężnej przyczyni się do osiągnięcia celu EBC. W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

W dziedzinie polityki fiskalnej istnieje ryzyko, że w tym roku niektórym krajom nie uda się osiągnąć założonych celów budżetowych. W tej sytuacji sprawą o zasadniczym znaczeniu jest rygorystyczne wykonywanie planów budżetowych oraz unikanie ponadplanowych wydatków. Plany budżetowe na rok 2009, których opracowywanie w wielu krajach dobiega końca, powinny uwzględniać zobowiązania podjęte na forum europejskim. W szczególności kraje o wciąż dużych deficytach budżetowych powinny przedstawić ambitne i konkretne plany redukcji tych deficytów oparte na wyraźnie sprecyzowanych środkach, zwłaszcza po stronie wydatków. Tam, gdzie pozwala na to sytuacja budżetowa, do złagodzenia wahań koniunkturalnych przyczynić się mogą automatyczne stabilizatory.

W kwestii polityki strukturalnej niezmiernie istotne jest podejmowanie działań na rzecz obniżenia kosztów dostosowania oraz umiarkowanego wzrostu jednostkowych kosztów pracy, szczególnie w obecnej sytuacji wysokiej inflacji i słabnącego wzrostu realnego PKB. Działania te obejmować powinny m.in. zniesienie ograniczeń konkurencji w całym sektorze usług, zwłaszcza zaś na różnych etapach łańcucha dostaw żywności zarówno w handlu detalicznym, jak i w sektorze dystrybucji, a także w sektorze energetycznym. Na wydajność pracy pozytywnie wpłynąć mogłoby również zwiększenie elastyczności rynków pracy i wzrost inwestycji na edukację i szkolenia, co przyczyniłoby się do polepszenia możliwości wzrostu dochodów realnych.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. Pierwszy analizuje wymiar zewnętrzny analizy monetarnej EBC, w szczególności transgraniczne przepływy inwestycji portfelowych i ich wpływ na międzynarodową alokację inwestycji. Dane te służą za punkt wyjścia do oceny głównych trendów monetarnych, które sygnalizują ryzyko wzrostu inflacji w perspektywie średnio- i długookresowej. Drugi artykuł poświęcony jest roli banków w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej. Ocenie poddano w nim również implikacje dla polityki pieniężnej, jakie wynikają z ostatnich zmian w obszarze finansów, a zwłaszcza w bankowości.