

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 4 października 2007 r. Rada Prezesów EBC postanowiła – na podstawie prowadzonej regularnie analizy ekonomicznej i monetarnej – utrzymać podstawowe stopy procentowe EBC na niezmiennym poziomie. Informacje uzyskane po poprzednim posiedzeniu Rady w dniu 6 września potwierdziły, że w perspektywie średniookresowej istnieje ryzyko wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. W takiej sytuacji, a także w obliczu wysokiej dynamiki agregatów pieniężnych i akcji kredytowej, polityka pieniężna EBC – zgodnie ze swym nadrzędnym celem – jest gotowa przeciwdziałać temu zagrożeniu. Fundamenty gospodarcze strefy euro potwierdzają, że w średnim okresie perspektywy wzrostu gospodarczego przedstawiają się korzystnie. W szczególności utrzymuje się poziom zysków i rentowności przedsiębiorstw, dynamicznie rośnie zatrudnienie i spada bezrobocie. Uwzględniając jednak obecne wahania na rynkach finansowych oraz korektę wyceny ryzyka obserwowaną w minionych tygodniach, ocenie perspektyw wzrostu gospodarczego towarzyszy podwyższona niepewność. Ze względu na ograniczony zakres nowych danych ekonomicznych uzyskanych po posiedzeniu Rady Prezesów w dniu 6 września ocena potencjalnego wpływu sytuacji na rynkach finansowych na sferę realną gospodarki wymaga szczególnej ostrożności. Z tego względu przed sformułowaniem dalszych wniosków w sprawie polityki pieniężnej – w kontekście średniookresowej strategii polityki pieniężnej EBC, której celem jest zapewnienie stabilności cen – należy zebrać dodatkowe informacje i przeanalizować nowe dane. W związku z tym Rada Prezesów będzie bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji. Dokonując własnej oceny oraz podejmując w odpowiednim momencie zdecydowane działania Rada będzie zapobiegać urzeczywistnieniu się zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie i zapewniać trwałą stabilizację średniookresowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen, tworząc tym samym środowisko sprzyjające wzrostowi gospodarczemu, sprawnemu funkcjonowaniu rynków i dalszemu tworzeniu nowych miejsc pracy. Stabilizacja średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych jest szczególnie ważna w okresach wahań i zwiększonej niepewności na rynkach finansowych. W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie nadal obserwować ze szczególną uwagą sytuację na rynkach finansowych.

W ramach analizy ekonomicznej z dostępnych danych wynika, że trwały realny wzrost gospodarczy odnotowany w strefie euro w pierwszej połowie bieżącego roku utrzymał się w miesiącach letnich. Wskazują na to również dostępne prognozy wzrostu realnego PKB w trzecim i czwartym kwartale 2007 r. Wprawdzie niestabilna sytuacja na rynkach finansowych przyczyniła się do spadku wskaźników zaufania konsumentów



i przedsiębiorców we wrześniu, ale nadal pozostają one powyżej historycznych średnich i wskazują na kontynuację trwałego wzrostu w drugiej połowie bieżącego roku.

W dalszej perspektywie dostępne prognozy na 2008 r. nadal potwierdzają główny scenariusz Rady Prezesów, który przewiduje, że realny PKB będzie rósł w tempie bliskim potencjalnego. Oczekuje się, że aktywność gospodarcza na świecie pozostanie wysoka; pogorszenie koniunktury w Stanach Zjednoczonych będzie w dużej mierze równoważone przez wysoki wzrost w gospodarkach wschodzących. Takie uwarunkowania będą nadal korzystnie wpływać na eksport i inwestycje strefy euro. Wzrost spożycia w strefie euro, zgodny z dynamiką realnych dochodów do dyspozycji przy nadal dobrej sytuacji na rynku pracy, również powinien przyczyniać się do wzrostu gospodarczego. Jednakże, ze względu na potencjalne skutki nasilonych wahań na rynkach finansowych oraz skutki korekty wyceny ryzyka dla sfery realnej gospodarki, zwiększyła się niepewność związana z tym zasadniczo korzystnym scenariuszem wzrostu gospodarczego.

Ocenia się, że bilans czynników ryzyka związanych ze wzrostem gospodarczym przechyla się na stronę jego spowolnienia. Źródłem zagrożeń są przede wszystkim: potencjalnie szerszy wpływ korekty wyceny ryzyka dokonującej się obecnie na rynkach finansowych na poziom zaufania i warunki finansowania, obawy dotyczące presji protekcyjnych, możliwość wystąpienia destabilizujących zjawisk wynikających z nierównowagi globalnej, a także dalszy wzrost cen ropy naftowej i innych surowców.

W kwestii procesów cenowych, według wstępnych szacunków Eurostatu roczna stopa inflacji HICP wzrosła znacznie z 1,7% w sierpniu do 2,1% we wrześniu 2007 r. Jak wskazywała wcześniej Rada Prezesów, niekorzystne skutki zmian cen energii będą silnie wpływać na roczną stopę inflacji HICP w nadchodzącym okresie. Głównie z tego względu (tj. wskutek znacznego spadku cen energii rok temu oraz istotnego wzrostu cen ropy naftowej w niedawnym okresie) Rada Prezesów oczekuje, że stopa inflacji ukształtuje się znacząco powyżej 2% w ostatnich miesiącach 2007 r. i na początku 2008 r., by następnie nieznacznie się obniżyć. Biorąc pod uwagę ograniczenia możliwości produkcyjnych i podaży pracy, oczekuje się, że w 2008 r. średnia inflacja będzie się kształtować w okolicach 2%.

Perspektywy rozwoju sytuacji cenowej obciążone są w dalszym ciągu ryzykiem wzrostu cen. Źródłem zagrożeń dla stabilności cen pozostaje możliwość dalszego wzrostu cen ropy naftowej oraz produktów rolnych, a także dodatkowe, oprócz wcześniej zapowiedzianych, podwyżki cen kontrolowanych i podatków pośrednich. Biorąc pod uwagę istniejące ograniczenia możliwości produkcyjnych, korzystne tempo wzrostu realnego PKB odnotowane w minionych kilku kwartałach oraz pozytywne sygnały z rynków pracy, możliwe jest wystąpienie silniejszego niż oczekiwano dotychczas wzrostu płac oraz zwiększenie

możliwości dyktowania cen przez przedsiębiorstwa w segmentach rynku o niskiej konkurencji. Procesy te mogą stać się zagrożeniem dla stabilności cen. Dlatego też jest sprawą kluczową, by wszystkie strony mogące przyczynić się do powstania tych zagrożeń zachowywały się w sposób odpowiedzialny.

Wyniki analizy monetarnej potwierdzają istnienie zagrożeń mogących prowadzić do zachwiania stabilności cen w perspektywie średnio- i długookresowej. Wszechstronna ocena danych pieniężnych potwierdza pogląd, że dynamika agregatów pieniężnych i akcji kredytowej pozostaje wysoka. W sierpniu na roczną stopę wzrostu agregatu M3 bliską 12% oraz rekordowo wysoką (ponad 14%) roczną stopę wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych mogły jednak mieć wpływ czynniki przejściowe lub szczególne, takie jak spłaszczenie krzywej rentowności oraz wahania na rynkach finansowych w ostatnim czasie, dlatego też obserwowana dynamika agregatów pieniężnych i akcji kredytowej może być zawyżona.

Wszechstronna ocena trendów wzrostu agregatów pieniężnych i akcji kredytowej jest szczególnie ważna w obecnym okresie wahań na rynkach finansowych, ponieważ wahania te mogą wpływać na krótkoterminowe zachowania podmiotów prywatnych, a tym samym – na przebieg procesów pieniężnych. Dane dotyczące pieniądza i kredytów dostarczają zatem ważnych informacji o reakcjach instytucji finansowych, gospodarstw domowych i przedsiębiorstw na wahania na rynkach finansowych. W przeszłości bowiem epizodom podwyższonej niepewności na rynkach finansowych towarzyszyły duże przesunięcia portfelowe na rzecz bezpiecznych i płynnych aktywów pieniężnych. Dotychczas jednak dane pieniężne nie wskazywały na wystąpienie takich przesunięć od momentu wzrostu wahań na rynkach finansowych w początkach sierpnia. Nie można natomiast wykluczyć, że napływ kredytów bankowych do sektora przedsiębiorstw niefinansowych w sierpniu odzwierciedla po części powrót do finansowania za pośrednictwem sektora bankowego. Do sformułowania pełniejszego poglądu w kwestii wpływu wahań na rynkach finansowych na bilanse banków, warunki finansowania i dynamikę akcji kredytowej konieczne będą dalsze dane.

Ogólnie rzecz biorąc, utrzymująca się silna ekspansja pieniądza i akcji kredytowej wskazuje na istnienie zagrożeń dla stabilności cen w perspektywie średnio- i długookresowej. Z tego względu należy nadal bardzo uważnie śledzić przebieg procesów monetarnych w celu wychwycenia głównych trendów, a także w celu lepszego zrozumienia dynamiki krótkoterminowej. Pozwoli to na stworzenie pełniejszego obrazu reakcji sektora prywatnego na zwiększone wahania na rynkach finansowych.

Podsumowując, zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej potwierdziło, że w perspektywie średniookresowej istnieje ryzyko wzrostu inflacji powyżej poziomu

zgodnego z definicją stabilności cen, na tle solidnych fundamentów gospodarczych w strefie euro. W związku z tym, a także w obliczu wysokiej dynamiki agregatów pieniężnych i akcji kredytowej, polityka pieniężna EBC – zgodnie ze swym nadrzędnym celem – jest gotowa przeciwdziałać temu zagrożeniu. Jednocześnie, z uwagi na wysoki poziom niepewności, przed wyciągnięciem dalszych wniosków w sprawie polityki pieniężnej, konieczne są dodatkowe informacje. Rada Prezesów będzie więc bardzo uważnie obserwować dalszy rozwój sytuacji. Ponadto Rada Prezesów – w oparciu o swoją ocenę sytuacji, a także podejmując w odpowiednim momencie zdecydowane działania – będzie zapobiegać urzeczywistnianiu się zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie i zapewniać trwałą stabilizację średniookresowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen, co w obecnej sytuacji jest szczególnie ważne. W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie nadal obserwować ze szczególną uwagą sytuację panującą na rynkach finansowych.

W kwestii polityki fiskalnej Rada Prezesów jest coraz bardziej zaniepokojona osłabieniem starań na rzecz strukturalnej konsolidacji budżetów oraz opóźnianiem zdecydowanych działań koniecznych dla wyeliminowania nierównowagi fiskalnej. W tej sytuacji wszystkie kraje strefy euro, których ta sprawa dotyczy, powinny wypełnić zobowiązania poprawy struktury swych sald budżetowych podjęte w ramach Paktu Stabilności i Wzrostu. Od wszystkich krajów strefy euro wymaga się przestrzegania ustaleń podjętych przez Eurogrupę, zgodnie z którymi państwa te mają osiągnąć średniookresowe cele budżetowe w 2008 lub 2009 roku, a najpóźniej do roku 2010. Natomiast kraje, które osiągnęły już równowagę budżetową, muszą unikać prowadzenia procyklicznej polityki fiskalnej. Zdrowa polityka fiskalna w sposób istotny przyczyni się do utrzymania poziomu zaufania w okresie podwyższonej niepewności na rynkach finansowych.

W kwestii reform strukturalnych Rada Prezesów w pełni popiera wysiłki na rzecz zwiększenia konkurencji, podniesienia wydajności i poprawy elastyczności rynków. Szczególnie ważnym obszarem wymagającym reform jest sektor usług, ale dalszej poprawy wymaga również funkcjonowanie rynków rolnych. W sytuacji wyraźnego wzrostu cen surowców rolnych na rynkach międzynarodowych, dalsza liberalizacja i reformy unijnych rynków rolnych pomogłyby zwiększyć ich efektywność, przynosząc europejskim konsumentom korzyści w postaci niższych cen. Również pomyślne zakończenie negocjacji handlowych w ramach rundy z Dauhą powinno poprawić ogólne funkcjonowanie handlu światowego, a w szczególności – funkcjonowanie rynków rolnych w Europie i na świecie.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. Pierwszy omawia długookresowe trendy w kredytach dla gospodarstw domowych udzielanych przez monetarne

instytucje finansowe strefy euro. Drugi artykuł porównuje systemy zabezpieczania operacji kredytowych stosowane przez System Rezerwy Federalnej, bank centralny Japonii i Eurosystem, analizując podobieństwa podstawowych zasad i różnice w ich praktycznym zastosowaniu. Artykuł trzeci przedstawia w zarysie zagadnienia obiegu i podaży banknotów euro oraz przygotowania do emisji ich drugiej serii.