

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 8 listopada 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 4 października w pełni 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 Europejskiego Banku Centralnego – zgodnie z mandatem EBC – jest gotowa przeciwdziałać temu zagrożeniu. Fundamenty gospodarcze strefy euro pozostają solidne i potwierdzają, że w średnim okresie perspektywy wzrostu gospodarczego przedstawiają się korzystnie. Jednak wskutek korekty wyceny ryzyka dokonującej się na rynkach finansowych utrzymuje się stan podwyższonej niepewności. Z tego względu – w kontekście średniookresowej strategii polityki pieniężnej EBC, której celem jest zapewnienie stabilności cen – uzasadniona jest konieczność zebrania dodatkowych informacji przed sformułowaniem dalszych wniosków w sprawie polityki pieniężnej. W związku z tym Rada Prezesów będzie bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji. Podejmując, na podstawie swojej oceny sytuacji, zdecydowane działania w odpowiednim momencie, Rada Prezesów będzie zapobiegać urzeczywistnianiu się zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie i zapewniać trwałą stabilizację średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen, co jest szczególnie ważne w okresach wahań na rynkach finansowych oraz utrzymującej się podwyższonej niepewności. Postawa ta przyczyni się do powstania środowiska sprzyjającego wzrostowi gospodarczemu, sprawnemu funkcjonowaniu rynków i dalszemu tworzeniu nowych miejsc pracy. W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie nadal obserwować ze szczególną uwagą sytuację panującą na rynkach finansowych.

Z dostępnych danych wynika, że trwały wzrost gospodarczy odnotowany w strefie euro w pierwszej połowie bieżącego roku utrzymał się w trzecim kwartale, na co wskazują dane dotyczące produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej opublikowane od posiedzenia Rady Prezesów na początku października. Wprawdzie wahania na rynkach finansowych mogły przyczynić się do spadku wskaźników zaufania konsumentów i przedsiębiorców w ostatnich miesiącach, jednak w większości przypadków pozostają one powyżej historycznych średnich, wskazując na kontynuację trwałego wzrostu. Ogólnie fundamenty gospodarcze strefy euro nadal są dobre, w szczególności biorąc pod uwagę utrzymujący się wysoki poziom zysków i rentowności przedsiębiorstw, dynamiczny wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia do poziomu najniższego od 25 lat.

Dostępne prognozy na 2008 rok nadal potwierdzają główny scenariusz Rady Prezesów, który przewiduje, że realny PKB będzie rósł w tempie bliskim potencjalnego. Oczekuje się, że gospodarka światowa będzie nadal wykazywać odporność, przy czym spowolnienie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych będzie częściowo równoważone przez utrzymujący się wysoki wzrost w gospodarkach wschodzących. Nadal wysoki popyt zewnętrzny powinien korzystnie oddziaływać na eksport i inwestycje strefy euro. Również wzrost spożycia w strefie euro powinien przyczyniać się do wzrostu gospodarczego, zgodnie z dynamiką realnych dochodów do dyspozycji, ponieważ utrzymujący się wzrost zatrudnienia stwarza do tego korzystne warunki. Jednakże, ze względu na potencjalny wpływ przedłużającego się okresu wahań na rynkach finansowych oraz wpływ korekty wyceny ryzyka na sferę realną gospodarki, poziom niepewności związanej z tym zasadniczo korzystnym scenariuszem wzrostu gospodarczego pozostaje wysoki.

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, dalszy wzrost cen ropy naftowej i surowców, obawy dotyczące presji protekcyjnych, a także możliwość wystąpienia destabilizujących zjawisk wynikających z nierównowagi globalnej.

W kwestii procesów cenowych, według wstępnych szacunków Eurostatu roczna stopa inflacji HICP bardzo wyraźnie wzrosła z 2,1% we wrześniu do 2,6% w październiku 2007 r. Fakt ten jest bardzo niepokojący i istotne jest, by wzrost ten nie wpłynął na średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne. Jak wskazywała wcześniej Rada Prezesów, niekorzystne skutki zmian cen energii przyczyniają się do bieżącego wzrostu rocznej stopy inflacji HICP, głównie na tle znacznego spadku cen energii w ubiegłym roku. Ponadto skutki te spotęgował odnotowany ostatnio dalszy silny wzrost cen ropy naftowej, surowców nieenergetycznych, a w szczególności cen żywności. W rezultacie Rada Prezesów oczekuje, że w nadchodzących miesiącach stopa inflacji HICP ukształtuje się zdecydowanie powyżej 2%, po czym w ciągu 2008 r. powróci do umiarkowanego poziomu.

Średniookresowe perspektywy rozwoju sytuacji cenowej są niewątpliwie obciążone ryzykiem wzrostu cen. Źródłem zagrożeń dla stabilności cen są: możliwość utrzymania się wysokich cen ropy naftowej i produktów rolnych, które w ostatnich miesiącach odnotowały silny wzrost, a także niespodziewane podwyżki cen kontrolowanych i podatków pośrednich. Ponadto, 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 szybszego niż oczekiwano dotychczas wzrostu płac. Co więcej, nie należy wykluczać zwiększenia 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 oraz by uniknąć efektów drugiej rundy. Ponadto należy ograniczyć, a następnie znieść, urzędową lub faktyczną indeksację płac nominalnych.

Wyniki analizy monetarnej potwierdzają istnienie zagrożeń mogących prowadzić do zachwiania stabilności cen w perspektywie średnio- i długookresowej. W ostatnich miesiącach wpływ na dynamikę zarówno agregatów pieniężnych, jak i akcji kredytowej (we wrześniu roczna stopa wzrostu agregatu M3 i roczna stopa wzrostu kredytów MIF dla sektora prywatnego wyniosły ponad 11%) mogły mieć czynniki przejściowe lub specyficzne, takie jak spłaszczenie krzywej dochodowości oraz ostatnie wahania na rynkach finansowych. Jednak nawet jeśli uwzględnimy wpływ czynników specyficznych, obserwowana dynamika agregatów pieniężnych i akcji kredytowej jest wysoka. 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.

Wszechstronna ocena trendów wzrostu agregatów pieniężnych i akcji kredytowej jest szczególnie ważna w obliczu ostatnich wahań na rynkach finansowych, ponieważ wahania te mogą wpływać na krótkoterminowe zachowania podmiotów posiadających pieniądze, a tym samym – na przebieg procesów pieniężnych. Dane dotyczące pieniądza i kredytów mogą zatem dostarczać ważnych informacji o reakcjach instytucji finansowych, gospodarstw domowych i przedsiębiorstw na wahania na rynkach finansowych i zwiększoną niepewność. W przeszłości bowiem epizodom podwyższonej niepewności na rynkach finansowych towarzyszyły duże przesunięcia portfelowe na rzecz bezpiecznych i płynnych aktywów pieniężnych. Dotychczas jednak jest niewiele dowodów na to, że od momentu wystąpienia wahań na rynkach finansowych na początku sierpnia tego rodzaju przesunięcia wywarły wpływ na dynamikę szerokich agregatów pieniężnych i akcji kredytowej, chociaż mogły w znaczny sposób wpłynąć na niektóre pozycje bilansowe, takie jak udziały/jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego.

W ostatnich miesiącach stopa wzrostu kredytów bankowych dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych utrzymała się na wysokim poziomie, co mogłoby

wskazywać na brak ograniczeń podaży kredytów. Nie można jednak wykluczyć, że silny napływ kredytów po części odzwierciedla powrót do finansowania za pośrednictwem sektora bankowego w obliczu braku płynności w niektórych segmentach rynku papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami. Do sformułowania pełniejszego poglądu w kwestii wpływu wahań na rynkach finansowych na bilanse banków, warunki finansowania i dynamikę akcji kredytowej konieczne będą dalsze dane i ich analiza.

Podsumowując, zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej w pełni potwierdziło, że w perspektywie średniookresowej istnieje ryzyko wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen, w warunkach wysokiej dynamiki agregatów pieniężnych i akcji kredytowej oraz solidnych fundamentów gospodarczych w strefie euro. Jednocześnie, z uwagi na utrzymującą się niepewność, przed wyciągnięciem dalszych wniosków w sprawie polityki pieniężnej konieczne są dodatkowe informacje. Rada Prezesów będzie więc bardzo uważnie obserwować dalszy rozwój sytuacji. Polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego – zgodnie z mandatem EBC – jest gotowa przeciwdziałać ryzyku wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Ponadto Rada Prezesów podejmując, na podstawie swojej oceny sytuacji, zdecydowane działania w odpowiednim momencie, będzie zapobiegać urzeczywistnianiu się zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie i zapewniać trwałą stabilizację średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen, co jest szczególnie ważne przy obecnych uwarunkowaniach. W nadchodzącym okresie Rada Prezesów będzie nadal obserwować ze szczególną uwagą sytuację panującą na rynkach finansowych.

W kwestii polityki fiskalnej Rada Prezesów wyraża zadowolenie z faktu, że Rada ECOFIN postanowiła wzmocnić funkcję prewencyjną Paktu Stabilności i Wzrostu. Rada Prezesów z zadowoleniem przyjmuje także ostatnie zapewnienie Rady ECOFIN, iż będzie ona działać z jeszcze większą determinacją w celu pełnej realizacji postanowień Paktu. Do przepisów dotyczących funkcji prewencyjnej – w tym do wymogu przeprowadzenia poprawy strukturalnego salda budżetu o co najmniej 0,5% PKB w skali rocznej – muszą zastosować się wszystkie kraje, w których występuje nierównowaga fiskalna. Tymczasem plany budżetowe na 2008 r. w wielu krajach wskazują na prowadzenie procyklicznej polityki fiskalnej i nieuzasadnione osłabienie działań na rzecz konsolidacji budżetowej. Fakt ten jest niepokojący, ponieważ niedostateczna konsolidacja stawia pod znakiem zapytania zwłaszcza ustalenia podjęte przez Eurogrupę, zgodnie z którymi państwa mają osiągnąć zrównoważone salda budżetowe najpóźniej do 2010 r.

Rada Prezesów podkreśla, że najważniejszym skutkiem dobrze zaprojektowanych reform strukturalnych jest trwały wzrost zatrudnienia oraz dochodów pracowników i gospodarstw domowych. Reformy, w wyniku których powstają nowe zachęty dla przedsiębiorstw i jednostek do inwestowania w kapitał ludzki, zazwyczaj mają korzystny wpływ na popyt na pracę i jej wydajność. Na wzrost zatrudnienia i dochodów netto pracowników wpływa także obniżenie pozapłacowych kosztów pracy. Oprócz tego przepisy dotyczące rynku pracy nie powinny zniechęcać przedsiębiorstw do zatrudniania pracowników, ani też pracowników do przyjmowania ofert pracy. Optymizmem napawa fakt, że przeprowadzone reformy rynku pracy przyczyniły się do utworzenia nowych miejsc pracy i zmniejszenia bezrobocia. Ważne jest, by rządy kontynuowały tego rodzaju działania i nie zmieniały obranego kierunku polityki w chwili, gdy przeprowadzone reformy zaczynają przynosić rezultaty. Rada Prezesów raz jeszcze wyraża swoje pełne poparcie dla wszelkich wysiłków na rzecz poprawy elastyczności rynków i zwiększenia konkurencji, w tym także na rynkach rolnych. W obliczu 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.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. Pierwszy analizuje dokonującą się konsolidację europejskich giełd papierów wartościowych i jej potencjalne skutki dla polityki pieniężnej. Drugi artykuł przedstawia główne cechy i pojęcia związane z danymi statystycznymi służącymi do sporządzania zintegrowanych rachunków kwartalnych strefy euro, skupiając się na ich ewentualnym wykorzystaniu przez EBC.