

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 10 stycznia 2008 r. Rada Prezesów EBC postanowiła – na podstawie prowadzonej regularnie analizy ekonomicznej i monetarnej – utrzymać podstawowe stopy procentowe EBC na niezmiennym poziomie. Informacje uzyskane od poprzedniego posiedzenia Rady w dniu 6 grudnia 2007 r. potwierdzają, że w perspektywie krótkookresowej, przy inflacji HICP utrzymującej się w grudniu na poziomie 3,1%, nadal występuje silna presja inflacyjna. W obliczu bardzo wysokiej dynamiki agregatów pieniężnych i akcji kredytowej w pełni potwierdziła się ocena Rady, że w średnim okresie istnieje ryzyko wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Rada Prezesów gotowa jest działać z wyprzedzeniem, aby zapobiec urzeczywistnieniu się efektów drugiej rundy oraz zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie, a w rezultacie zapewnić trwałą stabilizację średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen. Zgodnie ze swym mandatem Rada Prezesów uważa taką stabilizację za sprawę najwyższej wagi. Fundamenty gospodarcze strefy euro są solidne. Na rynkach finansowych nadal dokonuje się jednak korekta wyceny ryzyka, której potencjalny wpływ na sferę realną gospodarki jest wciąż niepewny. Ponadto bilans czynników ryzyka związanych z prognozowaną aktywnością gospodarczą przechyliła się na stronę jej spowolnienia. W nadchodzących tygodniach Rada Prezesów będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji gospodarczej.

Jeżeli chodzi o analizę ekonomiczną, najnowsze informacje o aktywności gospodarczej sugerują, że kwartalna stopa wzrostu na przełomie roku była bardziej umiarkowana niż stopa wzrostu odnotowana w trzecim kwartale 2007 r., wynosząca 0,8% w ujęciu kwartalnym (skorygowana w górę z 0,7%). Ocena ta jest zgodna ze wskaźnikami zaufania konsumentów i przedsiębiorców, które mimo tendencji spadkowych w ostatnich miesiącach pozostają na poziomach wskazujących na kontynuację wzrostu.

Główny scenariusz rozwoju gospodarczego Rady Prezesów pozostaje niezmienny i zakłada wzrost realnego PKB zgodnie z trendem wzrostu potencjalnego. Fundamenty gospodarcze strefy euro są solidne, rentowność przedsiębiorstw utrzymuje się na dotychczasowym poziomie, wzrost zatrudnienia jest wysoki, a stopa bezrobocia spadła do poziomu najniższego od 25 lat. W tej sytuacji, rosnące spożycie powinno nadal przyczyniać się do wzrostu gospodarczego zgodnie z dynamiką realnych dochodów do dyspozycji. Wzrostowi gospodarczemu powinien sprzyjać także wzrost inwestycji.

Przyjmując, że gospodarka światowa będzie nadal wykazywać odporność, a spowolnienie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych będzie częściowo równoważone przez utrzymujący się wysoki wzrost w gospodarkach wschodzących, popyt zewnętrzny powinien nadal korzystnie oddziaływać na eksport strefy euro.

Mimo to poziom niepewności co do perspektyw wzrostu gospodarczego pozostaje wysoki, a bilans czynników ryzyka związanych z prognozowaną aktywnością gospodarczą przechyliła się na stronę jej spowolnienia. Bilans ten wiąże się przede wszystkim z potencjalnie szerszym niż zakładano wpływem korekty wyceny ryzyka, dokonującej się obecnie na rynkach finansowych, na warunki finansowania i nastroje w gospodarce, odbijającym się negatywnie na wzroście gospodarczym na świecie i w strefie euro. Dodatkowe czynniki mogące osłabić wzrost gospodarczy wiążą się z dalszym wzrostem cen ropy naftowej i surowców, obawami dotyczącymi presji protekcyjnych oraz możliwością wystąpienia destabilizujących zjawisk wynikających z nierównowagi globalnej.

W kwestii procesów cenowych, według wstępnych szacunków Eurostatu w grudniu 2007 r. roczna inflacja HICP wyniosła 3,1%, czyli tyle samo, co w listopadzie. Dane te świadczą o silnej presji inflacyjnej w krótkim okresie, wynikającej głównie z wysokiego wzrostu cen ropy naftowej i żywności w ostatnich miesiącach.

Oczekuje się, że w nadchodzących miesiącach stopa inflacji HICP pozostanie na poziomie znacznie powyżej 2%, obniżając się jedynie stopniowo na przestrzeni 2008 r. W związku z tym okres przejściowo wysokiej inflacji może trwać nieco dłużej niż wcześniej przewidywano. Ponadto należy podkreślić, że oczekiwany umiarkowany wzrost stopy inflacji, o którym mowa w projekcjach ekspertów Eurosystemu z grudnia 2007 r., zakłada częściowe odwrócenie tendencji zwyżkowych cen surowców – zgodnie z tym, na co wskazują obecnie ceny kontraktów terminowych – a także, na poziomie bardziej fundamentalnym, że niedawna dynamika cen ropy naftowej i żywności oraz jej wpływ na inflację HICP nie spowodują wystąpienia efektów drugiej rundy w zachowaniach płacowych i cenotwórczych w całej gospodarce.

Średniookresowe perspektywy rozwoju sytuacji cenowej są niewątpliwie obciążone ryzykiem wzrostu cen. Ryzyko to obejmuje możliwość wystąpienia szybszego niż oczekiwano dotychczas wzrostu płac, biorąc pod uwagę ograniczenia możliwości

produkcyjnych oraz pozytywne zmiany na rynkach pracy. Ponadto możliwość dyktowania cen przez przedsiębiorstwa, szczególnie w segmentach rynku o niskiej konkurencji, może okazać się większa niż się tego oczekuje. W tym kontekście koniecznym jest, by wszystkie strony mogące przyczynić się do powstania tych zagrożeń zachowywały się w sposób odpowiedzialny oraz by uniknąć wpływu wynikających z obecnej stopy inflacji efektów drugiej rundy na ustalanie płac i cen. W opinii Rady Prezesów takie działania są całkowicie niezbędne w celu 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 strefy euro. Wszelkie systemy indeksacji płac nominalnych powinny zostać zlikwidowane. Co więcej, istnieje ryzyko dalszego wzrostu cen ropy naftowej i produktów rolnych, stanowiącego kontynuację silnego trendu wzrostowego w ostatnich miesiącach, a także dodatkowych w stosunku do przewidywanych dotychczas podwyżek cen kontrolowanych i podatków pośrednich.

Wyniki analizy monetarnej potwierdzają istnienie zagrożeń mogących prowadzić do zachwiania stabilności cen w perspektywie średnio- i długookresowej. W ostatnich miesiącach dynamika pieniądza i kredytów była wciąż wysoka. Wysokość rocznej stopy wzrostu agregatu M3, wynosząca w listopadzie 12,3%, najprawdopodobniej wynikała z czynników przejściowych, m.in. zwiększenia stopnia nachylenia krzywej rentowności, zaburzeń na rynku finansowym oraz pojedynczych transakcji związanych z restrukturyzacją niektórych grup bankowych. Tym niemniej, nawet jeśli uwzględni się wpływ czynników specyficznych, obserwowana dynamika agregatów pieniężnych pozostaje wysoka. Ponadto, trwały wzrost kredytów dla sektora prywatnego w strefie euro, którego roczna stopa wzrostu w listopadzie wyniosła 11,0%, świadczy o utrzymywaniu się wysokiej dynamiki monetarnej. Należy nadal bardzo uważnie śledzić przebieg procesów pieniężnych zarówno w celu wychwycenia głównych trendów związanych z presją inflacyjną w dłuższych okresach, jak również lepszego zrozumienia dynamiki krótkookresowej.

Analiza przebiegu procesów pieniężnych pozwoli na stworzenie pełniejszego obrazu reakcji sektora prywatnego na zwiększone wahania na rynkach finansowych. Szeroko zakrojona ocena trendów dynamiki pieniądza i akcji kredytowej jest obecnie szczególnie istotna w kontekście ostatnich wydarzeń na rynkach finansowych. Zwiększone wahania na rynkach finansowych mogą bowiem wpłynąć na krótkoterminowe zachowania podmiotów posiadających zasoby pieniężne, a tym samym utrudnić wychwycenie podstawowych

trendów w przebiegu procesów pieniężnych. Jednocześnie dane dotyczące pieniądza i kredytów dostarczają również ważnych informacji o reakcjach instytucji finansowych, gospodarstw domowych i przedsiębiorstw na zaburzenia na rynkach finansowych.

Dotychczas jednak jest niewiele dowodów na to, że zawirowania na rynkach finansowych występujące od początku sierpnia 2007 r. wywarły silny wpływ na dynamikę szerokich agregatów pieniężnych i akcji kredytowej. Faktycznie, w ostatnich miesiącach stopa wzrostu kredytów bankowych dla sektora prywatnego w strefie euro utrzymała się na wysokim poziomie, co mogłoby wskazywać na brak – jak dotąd – ograniczeń w podaży kredytów. Na przestrzeni kilku ostatnich kwartałów dynamika agregatu M1 oraz kredytów zaciąganych przez gospodarstwa domowe uległa dalszemu osłabieniu, odzwierciedlając raczej wpływ wyższych stóp procentowych EBC od grudnia 2005 r. niż zawirowania na rynkach finansowych. Dynamika kredytów zaciąganych przez przedsiębiorstwa utrzymuje się na wysokim poziomie. Do 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 w pełni potwierdza ocenę, że w perspektywie średniookresowej istnieje ryzyko wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen, w warunkach bardzo wysokiej dynamiki agregatów pieniężnych i akcji kredytowej oraz solidnych fundamentów gospodarczych w strefie euro. Jednocześnie potencjalny wpływ korekty wyceny ryzyka, dokonującej się obecnie na rynkach finansowych, na sferę realną gospodarki jest wciąż niepewny. Rada Prezesów będzie więc bardzo uważnie obserwować dalszy rozwój sytuacji. Ponadto Rada jest gotowa działać z wyprzedzeniem, aby zapobiec urzeczywistnieniu się efektów drugiej rundy oraz zagrożeń dla stabilności cen, a w rezultacie zapewnić trwałą stabilizację średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen. Zgodnie ze swym mandatem Rada Prezesów uważa taką stabilizację za sprawę najwyższej wagi.

W dziedzinie polityki fiskalnej większość krajów strefy euro przedstawiła zaktualizowane programy stabilizacyjne. Na ich podstawie przewiduje się, że po zmniejszeniu zagregowanego wskaźnika deficytu budżetowego całej strefy euro w 2007 r., w 2008 r. wskaźnik ten wzrośnie, mimo że wiele krajów nie osiągnęło równowagi budżetowej. Istnieje duże ryzyko, że niektóre kraje nie wypełnią swych zobowiązań wynikających

z przepisów dotyczących funkcji prewencyjnej Paktu Stabilności i Rozwoju, co podważyłoby jego wiarygodność. W 2008 r., w niektórych krajach z nierównowagą budżetową strukturalna konsolidacja fiskalna wyniesie mniej niż wymagana wartość minimalna 0,5% PKB. Będą zatem konieczne o wiele bardziej ambitne strategie polityczne gwarantujące, że – zgodnie ze zobowiązaniami podjętymi w kwietniu 2007 r. – kraje te zrealizują swe cele średnioterminowe nie później niż w 2010 r.

W kwestii reform strukturalnych, rozpoczął się nowy trzyletni cykl w ramach strategii lizbońskiej na rzecz wzrostu i zatrudnienia. Choć osiągnięcia ostatnich trzech lat po reaktywacji strategii są zachęcające, istotne jest, by rządy zwiększyły swe wysiłki na rzecz reform w zakresie wspierania wiedzy i innowacji, zwiększania konkurencyjności oraz elastyczności rynku pracy. Takie reformy są kluczowe w celu zwiększania produktywności i tworzenia nowych miejsc pracy w strefie euro.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. Pierwszy z nich poświęcony jest zmianom wydajności pracy w strefie euro oraz ich skutkom dla polityki pieniężnej. Drugi analizuje wyzwania i szanse, jakie dla gospodarki strefy euro niesie globalizacja. Trzeci artykuł omawia doświadczenie Eurosystemu w zakresie prognozowania czynników autonomicznych i nadwyżek rezerw.