

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 12 kwietnia 2007 r. Rada Prezesów postanowiła, na podstawie prowadzonej regularnie analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Informacje uzyskane od czasu podniesienia stóp procentowych na posiedzeniu Rady w dniu 8 marca potwierdziły zasadność podjętej wówczas decyzji. Potwierdziły również, że w perspektywie średniookresowej istnieje ryzyko wzrostu inflacji, konieczne więc będzie ściśle monitorowanie rozwoju sytuacji gospodarczej. Zapobieganie ryzyku destabilizacji cen w średnim okresie jest sprawą o podstawowym znaczeniu, gdyż przyczynia się do utrwalenia średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro na poziomie odpowiadającym stabilności cen. Sytuacja taka stanowi z kolei warunek niezbędny, by polityka pieniężna mogła dalej wspierać trwały wzrost gospodarczy oraz tworzenie nowych miejsc pracy w strefie euro. W świetle dobrych warunków gospodarczych polityka pieniężna EBC nadal ma charakter akomodacyjny; podstawowe stopy procentowe EBC są umiarkowane, utrzymuje się duża dynamika agregatów pieniężnych i akcji kredytowej, a poziom płynności w strefie euro, według wszelkich możliwych miar, pozostaje wysoki. W tych warunkach zapewnienie średniookresowej stabilności cen będzie nadal wymagać podjęcia w odpowiednim momencie zdecydowanych działań.

W ramach analizy ekonomicznej najnowsze dane są zgodne z oceną Rady Prezesów, że w strefie euro utrzymuje się wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Zgodnie z drugą wersją szacunków Eurostatu, w czwartym kwartale 2006 r. wzrost realnego PKB w ujęciu kwartalnym wyniósł 0,9%, a w całym 2006 r. – 2,7% (w ujęciu nieskorygowanym o liczbę dni roboczych). Najnowsze dane, wyniki badań ankietowych oraz różne szacunki oparte na wskaźnikach ekonomicznych wskazują na kontynuację szybkiego wzrostu w pierwszej połowie 2007 r.

Także w dalszej perspektywie istnieją warunki, by gospodarka strefy euro rosła w dobrym tempie. Wzrost gospodarczy na świecie, mimo pewnego spowolnienia, jest wciąż wysoki, a przy tym bardziej zrównoważony na poziomie regionalnym. Czynniki zewnętrzne nadal sprzyjają zatem eksportowi strefy euro. Oczekuje się, że również popyt wewnętrzny utrzyma stosunkowo dużą dynamikę. Stopa wzrostu inwestycji powinna pozostać wysoka dzięki istniejącym od dłuższego czasu dogodnym warunkom finansowania, zmianie struktury bilansów, a także zakumulowanym i nadal notowanym wysokim zyskom oraz

wzrostowi efektywności przedsiębiorstw. Spożycie również powinno przyspieszyć, zgodnie z dynamiką realnych dochodów do dyspozycji, na które coraz korzystniej wpływa wzrost zatrudnienia i poprawa sytuacji na rynku pracy.

W krótkim okresie zagrożenia dla opisanych korzystnych perspektyw wzrostu gospodarczego zasadniczo się równoważą. W dłuższej perspektywie niekorzystne zmiany w gospodarce światowej niosą ryzyko osłabienia wzrostu. Dotyczą one nasilenia presji protekcyjnych oraz możliwości dalszych podwyżek cen ropy naftowej i niekorzystnych zmian sytuacji w związku z nierównowagą w gospodarce światowej.

W odniesieniu do procesów cenowych, według wstępnych szacunków Eurostatu w marcu 2007 r. roczna inflacja HICP wyniosła 1,9%, w porównaniu z 1,8% w pierwszych dwóch miesiącach roku. Szczegółowe dane za marzec nie są jeszcze dostępne. W dalszej perspektywie, o ile ceny ropy przestaną rosnąć, ubiegłoroczne wahania cen energii wywołają znaczący efekt bazy, który wpłynie na poziom rocznej stopy inflacji w roku bieżącym. Na podstawie obecnych cen ropy naftowej oraz cen kontraktów terminowych na ropę można się spodziewać, że w najbliższych miesiącach roczna stopa inflacji spadnie, a pod koniec roku podniesie się i znów będzie oscylować wokół 2%.

W horyzoncie średniookresowym, właściwym dla kształtowania polityki pieniężnej, perspektywy rozwoju sytuacji cenowej są obciążone ryzykiem przyspieszenia inflacji. Ryzyko to jest związane z możliwością dalszego wzrostu cen ropy naftowej oraz dodatkowych, oprócz zapowiedzianych i zatwierdzonych dotychczas, podwyżek cen kontrolowanych i podatków pośrednich. Na poziomie bardziej fundamentalnym, poważnym zagrożeniem dla stabilności cen byłby wyższy niż obecnie przewidywany wzrost płac, zwłaszcza w świetle notowanej od kilku kwartałów korzystnej sytuacji na rynkach pracy. Jest zatem sprawą kluczową, by partnerzy społeczni nadal zachowywali się w sposób odpowiedzialny. Porozumienia płacowe powinny uwzględniać istniejącą konkurencję cenową, wciąż wysoki w wielu gospodarkach poziom bezrobocia, a także wskaźniki wydajności. Rada Prezesów ze szczególną uwagą obserwuje negocjacje płacowe w krajach strefy euro.

Wyniki analizy monetarnej potwierdzają istnienie zagrożeń mogących prowadzić do wzrostu inflacji w perspektywie średnio- i długookresowej. W lutym roczna dynamika agregatu M3 wzrosła do 10,0%, z poziomu 9,9% w styczniu. Jednocześnie roczne tempo

wzrostu kredytów i pożyczek dla sektora prywatnego wykazuje dalsze oznaki osłabienia, chociaż nadal jest bardzo wysokie (w lutym wyniosło 10,3%). Osłabienie to, które w ubiegłych miesiącach wynikało ze zmniejszenia dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych wskutek podwyżek oprocentowania kredytów hipotecznych w całej strefie euro oraz spowolnienia wzrostu cen nieruchomości w niektórych regionach, w lutym spowodowane zostało przede wszystkim spadkiem dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw. Przy analizie tych zmian należy pamiętać, że zmiany danych miesięcznych niejednokrotnie zależą od czynników przejściowych, w związku z czym nie należy przeceniać ich znaczenia. Wysoki wzrost kredytów dla sektora prywatnego wynika z utrzymującego się od połowy 2004 r. silnego trendu wzrostowego zadłużenia przedsiębiorstw.

Ostatnie dane – gdy analizuje się je z właściwej perspektywy – nadal wskazują na wysoką dynamikę ekspansji szerokiego pieniądza w strefie euro. Trwające wysokie tempo ekspansji pieniężnej i kredytowej wynika z długiego okresu utrzymywania się niskich stóp procentowych oraz z ożywienia gospodarczego w strefie euro. Podniesienie krótkoterminowych stóp procentowych w powiązaniu z niskim poziomem stóp długoterminowych wpłynęło wprawdzie na poziom pojedynczych składników agregatów pieniężnych i kredytowych, ale wpływ tego posunięcia na rozwój ogólnej sytuacji pieniężnej jest na razie ograniczony. Po kilku latach wysokiego wzrostu podaży pieniądza poziom płynności w strefie euro według wszelkich możliwych miar jest wysoki. W warunkach wysokiej płynności trwająca szybka ekspansja pieniężna i kredytowa świadczy o ryzyku destabilizacji cen w średnim lub długim okresie. Z tego względu należy nadal bardzo uważnie śledzić sytuację pieniężną, szczególnie w świetle wysokiej dynamiki aktywności gospodarczej oraz utrzymujących się silnych tendencji wzrostowych na rynkach nieruchomości w wielu częściach strefy euro.

Podsumowując należy ponownie podkreślić, jak ważne jest, by w ocenie trendów cenowych nie zważać na krótkookresową zmienność wskaźników inflacji. Właściwym horyzontem dla polityki pieniężnej jest perspektywa średniookresowa. Bilans zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie przechyla się nadal na stronę wzrostu inflacji, co wynika w szczególności z możliwości wyższych niż obecnie zakładane podwyżek płac w warunkach wysokiego wzrostu zatrudnienia i ożywienia gospodarczego. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej – wobec utrzymującej się bardzo wysokiej dynamiki pieniądza i akcji kredytowej w warunkach dużej płynności – potwierdza opinię,

że w średnim i długim okresie przeważają czynniki mogące doprowadzić do wzrostu inflacji. W związku z tym Rada Prezesów będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji gospodarczej. W celu umożliwienia trwałej stabilizacji średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro na poziomie odpowiadającym stabilności cen, należy koniecznie zapobiec urzeczywistnieniu się zagrożeń mogących doprowadzić do wzrostu inflacji w średnim okresie. Zapewnienie średniookresowej stabilności cen będzie nadal wymagać podjęcia w odpowiednim momencie zdecydowanych działań.

Odnosząc się do innych kwestii strategicznych Rada Prezesów z zadowoleniem przyjęła zalecenia dla krajów strefy euro przedstawione w zaktualizowanej w 2007 r. wersji zintegrowanych wytycznych, kompleksowego pakietu przyjętego przez Radę ECOFIN w 2005 r., stanowiącego połączenie ogólnych wytycznych polityki gospodarczej oraz wytycznych w sprawie zatrudnienia. Aktualizacja zintegrowanych wytycznych, zatwierdzona przez Radę Europejską na posiedzeniu w dniach 8-9 marca 2007 r., dotyczy konieczności przyspieszenia konsolidacji finansowej, poprawy jakości finansów publicznych oraz działania na rzecz konkurencji, integracji i reformy rynku pracy.

Dla polityki fiskalnej ogromnie ważne jest wykorzystanie obecnej dobrej sytuacji gospodarczej i dążenie do jak najszybszej konsolidacji budżetowej. W 2006 r. wskaźniki deficytu budżetowego i długu publicznego do PKB w strefie euro okazały się znacznie lepsze niż oczekiwano. Było to jednak w dużej mierze skutkiem bardzo wysokich przychodów podatkowych wynikających z korzystnej sytuacji makroekonomicznej; w niektórych krajach przychody te skompensowały nawet ponadplanowe wydatki publiczne. Korzystając z nadspodziewanie dobrych wyników budżetowych za 2006 r. należy na lata 2007 i następne wyznaczyć jeszcze ambitniejsze cele, zakładając przeznaczenie wszystkich dodatkowych przychodów na redukcję deficytów budżetowych i długu publicznego. Ponadto wszystkie kraje powinny unikać procyklicznej polityki fiskalnej. Działanie takie, w pełni zgodne ze znowelizowanym Paktem Stabilności i Wzrostu, będzie niesłychanie istotne dla zapewnienia stabilności finansów publicznych przed pojawieniem się obciążeń z tytułu starzenia się społeczeństwa. Rewizja wydatków publicznych i systemu podatkowego ukierunkowana na poprawę jakości finansów publicznych wpłynęłaby korzystnie także na wzrost gospodarczy i stabilność fiskalną.

Rada Prezesów popiera również ambitne reformy strukturalne, które pozwolą na dalsze usprawnienie funkcjonowania Unii Walutowej, wzmocnią jej potencjał wzrostowy oraz przyczynią się do powstania nowych miejsc pracy. Do wzmocnienia odporności krajów na wstrząsy gospodarcze oraz podniesienia ich konkurencyjności przyczyni się szczególnie zwiększenie elastyczności rynku pracy, pozwalające na lepsze dopasowanie płac do produktywności, oraz ułatwienia w przepływie siły roboczej.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. Pierwszy dotyczy sposobu informowania rynków finansowych o polityce pieniężnej EBC. Drugi omawia źródła zróżnicowania wzrostu gospodarczego w krajach strefy euro oraz jego skutki dla polityki gospodarczej. Trzeci analizuje różnice między równowagą budżetową a zmianami długu publicznego w krajach strefy euro.