

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 10 maja 2007 r. Rada Prezesów postanowiła, na podstawie prowadzonej regularnie analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Informacje uzyskane od posiedzenia Rady z 12 kwietnia w dalszym ciągu potwierdzają zasadność decyzji o podwyższeniu stóp procentowych podjętej 8 marca. Wzmoczona czujność jest niezbędna, aby zapobiec urzeczywistnieniu się zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie. Taka postawa przyczyni się do trwałej stabilizacji średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro na poziomie odpowiadającym stabilności cen. Jest to warunek konieczny, by polityka pieniężna mogła w dalszym ciągu wspierać trwały wzrost gospodarczy oraz tworzenie nowych miejsc pracy w strefie euro. Na tle korzystnego środowiska gospodarczego, polityka pieniężna EBC ma nadal charakter akomodacyjny. Podstawowe stopy procentowe EBC są umiarkowane, utrzymuje się wysoka dynamika agregatów pieniężnych i akcji kredytowej, a poziom płynności pozostaje wysoki, według wszelkich możliwych miar. Zapewnienie stabilności cen w średnim okresie będzie więc nadal wymagać podejmowania w odpowiednim momencie zdecydowanych działań.

Wychodząc od analizy ekonomicznej, najnowsze wskaźniki i informacje z badań ankietowych wskazują na kontynuację w pierwszym kwartale 2007 r. stabilnego wzrostu gospodarczego obejmującego swym zasięgiem wiele gałęzi gospodarki. Średniookresowe perspektywy gospodarcze strefy euro pozostają korzystne i nadal istnieją warunki dla podtrzymania tempa wzrostu gospodarczego. W gospodarce światowej nastąpiło większe zrównoważenie wzrostu gospodarczego w poszczególnych regionach, który – mimo pewnego spowolnienia w ostatnich kwartałach – jest nadal wysoki. Środowisko zewnętrzne nadal sprzyja zatem eksportowi strefy euro. Oczekuje się, że również popyt wewnętrzny w strefie euro utrzyma wysoką dynamikę. Dynamika inwestycji powinna pozostać wysoka dzięki istniejącym od dłuższego czasu dogodnym warunkom finansowania, zmianie struktury bilansów oraz wysokim zyskom i wzrostowi efektywności przedsiębiorstw. Spożycie również powinno przyspieszyć, zgodnie z dynamiką realnych dochodów do dyspozycji, dzięki coraz większemu zatrudnieniu i poprawie sytuacji na rynku pracy.

W krótkim okresie zagrożenia dla opisanych korzystnych perspektyw wzrostu gospodarczego zasadniczo się równoważą. W dłuższej perspektywie przeważa prawdopodobieństwo osłabienia wzrostu, wynikające głównie z czynników zewnętrznych. Należą do nich strach przed nasileniem presji protekcyjnych, możliwość dalszego wzrostu cen ropy naftowej

i obawy przed niekorzystnymi zmianami sytuacji w zakresie stanów nierównowagi w gospodarce światowej.

Jeżeli chodzi o trendy cenowe, zgodnie z wstępnymi szacunkami Eurostatu roczna inflacja mierzona zharmonizowanym wskaźnikiem cen konsumpcyjnych (HICP) wyniosła w kwietniu 2007 r. 1,8%, podczas gdy w marcu osiągnęła 1,9%. W nadchodzących miesiącach, o ile ceny ropy przestaną rosnać, ubiegłoroczne wahania cen energii wywołają znaczący efekt bazy, który będzie miał silny wpływ na przebieg rocznej stopy inflacji. Na podstawie obecnego poziomu cen ropy naftowej oraz jej cen terminowych można się spodziewać, że w najbliższych miesiącach roczna stopa inflacji nieco spadnie, by ponownie wzrosnąć pod koniec roku, kiedy to powinna oscylować wokół poziomu 2%.

W horyzoncie średnioterminowym, właściwym dla kształtowania polityki pieniężnej, perspektywy rozwoju sytuacji cenowej są obciążone ryzykiem wzrostu cen. Ryzyko to wiąże się szczególnie ze wzrostem wykorzystania mocy produkcyjnych w gospodarce strefy euro oraz możliwością dalszego wzrostu cen ropy naftowej oraz dodatkowych podwyżek cen kontrolowanych i podatków pośrednich, oprócz zapowiedzianych i zatwierdzonych dotychczas. Na poziomie bardziej fundamentalnym poważnym zagrożeniem dla stabilności cen byłby wyższy niż obecnie przewidywany wzrost płac, zwłaszcza w świetle korzystnej dynamiki na rynkach pracy obserwowanej w kilku ostatnich kwartałach. Rada Prezesów ze szczególną uwagą obserwuje negocjacje płacowe w krajach strefy euro. Niezwykle ważne jest, by partnerzy społeczni zachowywali się w sposób odpowiedzialny, co pozwoli uniknąć wzrostu płac mogącego ostatecznie doprowadzić do powstania presji inflacyjnej i osłabić siłę nabywczą ogółu mieszkańców strefy euro. Należy w związku z tym podkreślić, że porozumienia płacowe powinny być wystarczająco zróżnicowane i uwzględniać istniejącą konkurencję cenową, wciąż wysoki w wielu gospodarkach poziom bezrobocia, a także wzrost wydajności w poszczególnych sektorach.

Wyniki analizy monetarnej potwierdzają istnienie zagrożeń mogących prowadzić do wzrostu inflacji w perspektywie średnio- i długookresowej. W warunkach dużej płynności dynamikę ekspansji monetarnej należy uznać za wysoką. O sile tej ekspansji świadczy coraz szybszy wzrost agregatu M3, który w marcu osiągnął poziom 10,9% w skali rocznej, a także niezmiennie wysoka dynamika akcji kredytowej. Wysoki wzrost podaży pieniądza i kredytów wynika częściowo z umiarkowanego poziomu stóp procentowych oraz ze stabilnego wzrostu gospodarczego. W krótkim okresie na skalę agregatów pieniężnych i akcji kredytowej może wpływać między innymi kształt krzywej dochodowości i czynniki zewnętrzne, można więc oczekiwać wystąpienia pewnej zmienności. Gdy jednak pominie się wpływ czynników

prześciowych, widać szereg oznak, że wyższy poziom krótkoterminowych stóp procentowych wpływa na dynamikę pieniądza, która jednak nie uległa jeszcze znacznemu osłabieniu. Na przykład podwyżki stóp krótkoterminowych przyczyniły się do spowolnienia ekspansji wąskiego agregatu M1 w ostatnich kwartałach, ale jego roczna dynamika jest nadal wysoka. Podobnie od połowy 2006 r. widać pewne oznaki stabilizacji rocznej stopy wzrostu kredytów dla sektora prywatnego, choć nadal notuje ona wartości dwucyfrowe.

Można zatem stwierdzić na podstawie zarówno czynników krótkookresowych, jak i trendu ekspansji pieniądza i kredytów, która nadal jest bardzo silna, że w perspektywie średnio- i długookresowej widać wyraźne oznaki ryzyka wzrostu inflacji. Poziom płynności w strefie euro – po kilku latach wysokiego tempa wzrostu podaży pieniądza – jest wysoki według wszelkich możliwych miar. Z tego względu należy nadal bardzo uważnie śledzić procesy monetarne, szczególnie w świetle wysokiej dynamiki aktywności gospodarczej oraz utrzymujących się silnych tendencji wzrostowych na rynkach nieruchomości.

Podsumowując należy ponownie podkreślić, jak ważne jest, by w ocenie sytuacji cenowej nie przywiązywać zbyt dużej wagi do krótkookresowej zmienności wskaźników inflacji. Właściwym horyzontem dla prowadzenia 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 wystąpienia wyższych niż obecnie zakładane podwyżek płac w warunkach zdecydowanego wzrostu zatrudnienia i ożywienia gospodarczego. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej – wobec utrzymującej się bardzo wysokiej dynamiki pieniądza i akcji kredytowej w warunkach dużych zasobów płynności – potwierdza opinię, że w średnim i długim okresie przeważają czynniki mogące doprowadzić do wzrostu inflacji. W tej sytuacji, aby zapobiec urzeczywistnieniu się zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie, Rada Prezesów zachowa wzmoczoną czujność. Przyczyni się to do stabilizacji średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro na poziomie odpowiadającym stabilności cen. Zapewnienie średniookresowej stabilności cen będzie nadal wymagać podejmowania w odpowiednim momencie zdecydowanych działań.

W dziedzinie polityki fiskalnej Rada Prezesów z zadowoleniem przyjęła fakt, że na spotkaniu Eurogrupy, które odbyło się 20 kwietnia 2007 r. w Berlinie, ministrowie finansów strefy euro zobowiązali się w pełni wykorzystać obecny wzrost gospodarczy i nadspodziewanie wysokie przychody podatkowe, by prowadzić zdrową politykę budżetową, oraz zadeklarowali, że – zgodnie z postanowieniami Paktu Stabilności i Wzrostu – będą unikać polityki procyklicznej. Zdaniem Rady Prezesów, w tym celu trzeba będzie ściśle wykonać budżety na rok 2007,

uniknąć przekroczenia wydatków oraz przeznaczyć wszelkie ponadplanowe przychody na redukcję deficytu budżetowego i długu publicznego. Oczekuje się, że kraje nadal wykazujące nierównowagę budżetową przyjmą na 2008 r. ambitniejsze niż dotąd zakładano cele budżetowe. W rezultacie tych działań wszystkie kraje strefy euro powinny jak najszybciej, a najpóźniej do 2010 r., osiągnąć swój średniookresowy cel, jakim jest zdrowe saldo budżetu. Wszystkie kraje powinny przy tym unikać w polityce fiskalnej posunięć, które mogłyby zwiększyć nierównowagę makroekonomiczną. Działania takie pozwolą krajom strefy euro przygotować się na pogorszenie koniunktury.

Jak wielokrotnie podkreślano, Rada Prezesów w pełni popiera reformy strukturalne przyczyniające się do nasilenia konkurencji, wzrostu wydajności i zwiększenia elastyczności gospodarki, a tym samym stwarzające lepsze warunki dla wzrostu realnego PKB i zatrudnienia. Wzrost wydajności pozwoli także na podniesienie wynagrodzeń realnych bez szkody dla poziomu zatrudnienia, przyczyniając się w ten sposób do zwiększenia dochodów osób pracujących w strefie euro. W ostatnich latach średni wzrost płac w strefie euro jako całości był raczej umiarkowany, co bardzo korzystnie wpłynęło na tworzenie nowych miejsc pracy i obniżenie bezrobocia. Utrzymanie tak korzystnego trendu na rynkach pracy jest szczególnie ważne, gdyż przyczyni się do przedłużenia okresu bardzo dobrej koniunktury. W tym kontekście konieczne jest odpowiednie zróżnicowanie płac, mające na celu poprawę możliwości zatrudnienia wśród pracowników nisko kwalifikowanych oraz w sektorach i regionach o wysokim bezrobociu. Z kolei usunięcie przeszkód w przepływie siły roboczej pomogłoby w rozwiązaniu miejscowych stanów nierównowagi na rynkach pracy i poprawiło zdolności adaptacyjne strefy euro pozwalające amortyzować wstrząsy gospodarcze. Właściwa polityka w tej dziedzinie przyniosłaby strefie euro znaczne korzyści, w tym wzrost dynamiki gospodarczej, powstanie nowych miejsc pracy, obniżenie bezrobocia oraz zwiększenie dochodów per capita.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera cztery artykuły. Pierwszy zestawia inflację mierzoną i inflację subiektywnie postrzeganą w strefie euro. Drugi analizuje poziom konkurencji w sektorze usługowym strefy euro i jej wpływ na wydajność pracy i sytuację cenową. Artykuł trzeci opisuje główne czynniki determinujące wzrost gospodarczy w państwach członkowskich Unii w Europie środkowo-wschodniej. W czwartym artykule przedstawiono założenia teoretyczne i dostępne dane dotyczące spekulacyjnych zakupów akcji przez spółki w strefie euro.