

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 2 listopada 2006 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o pozostawieniu podstawowych stóp procentowych EBC bez zmian. Informacje uzyskane od ostatniego posiedzenia Rady potwierdziły zasadność decyzji o podwyższeniu stóp procentowych podjętej 5 października br. Potwierdziły również, że dla trwałej stabilizacji średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro na poziomie odpowiadającym stabilności cen konieczne jest zachowanie wzmożonej czujności. Podstawowe stopy procentowe EBC są nadal niskie, utrzymuje się wysoka dynamika agregatów pieniężnych i akcji kredytowej, a poziom płynności pozostaje wysoki, według wszelkich możliwych miar. Polityka pieniężna EBC ma więc w dalszym ciągu charakter akomodacyjny. Jeżeli nadal potwierdzać się będą założenia i podstawowy scenariusz przyjęte przez Radę Prezesów, utrzymają się przesłanki dla dalszego wycofywania się z akomodacyjnego nastawienia w polityce pieniężnej. Podjęcie konsekwentnych działań w odpowiednim momencie jest konieczne dla zapewnienia stabilności cen w średnim okresie. Jak wielokrotnie podkreślano, jest to warunek konieczny, by polityka pieniężna mogła w dalszym ciągu wspierać trwały wzrost gospodarczy oraz tworzenie nowych miejsc pracy w strefie euro.

W ramach analizy makroekonomicznej, druga edycja danych Eurostatu potwierdziła, że w drugim kwartale 2006 r. wzrost realnego PKB w ujęciu kwartalnym wyniósł 0,9%, w porównaniu do 0,8% w pierwszym kwartale. Gdy pominie się typowe wahania dynamiki kwartalnej, średnie kwartalne tempo wzrostu gospodarczego od połowy 2005 r. do połowy 2006 r. wyniosło 0,7%, czyli więcej niż powszechnie oczekiwano rok temu. Na podstawie różnych miesięcznych wskaźników aktywności gospodarczej oraz sondaży zaufania dostępnych do końca października, oczekuje się utrzymania dynamiki wzrostu gospodarczego w drugiej połowie bieżącego roku. Ponadto stopa bezrobocia spada, wzrost zatrudnienia przyspieszył, a perspektywy zatrudnienia pozostają korzystne. Podsumowując, pojawiające się dane nadal potwierdzają ocenę, że ożywienie gospodarcze poszerza swój zakres i utrwała się, choć możliwe jest pewne spowolnienie kwartalnego tempa wzrostu PKB w drugiej połowie roku.

Nadal istnieją warunki, by w dalszej perspektywie gospodarka strefy euro rozwijała się stabilnie w tempie bliskim potencjalnego, choć można oczekiwać pewnych wahań dynamiki kwartalnej na przełomie roku, spowodowanych głównie podwyżką podatków pośrednich w jednym z dużych krajów strefy euro w styczniu 2007 r. W gospodarce światowej nastąpiło większe zrównoważenie aktywności gospodarczej w poszczególnych regionach, a tempo wzrostu pozostaje wysokie, co korzystnie wpływa na eksport strefy euro. Dynamika

inwestycji powinna utrzymać się na wysokim poziomie, czemu będą sprzyjać istniejące od dłuższego czasu bardzo dogodne warunki finansowania, zmiana struktury bilansów, a także zakumulowane i nadal notowane wysokie zyski oraz wzrost efektywności przedsiębiorstw. Tempo wzrostu spożycia w strefie euro również powinno się podnosić, zgodnie z dynamiką realnych dochodów do dyspozycji, w miarę dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy.

W krótkim okresie zagrożenia dla perspektyw wzrostu gospodarczego zasadniczo się równoważą. Obejmują one w szczególności niedawne spowolnienie gospodarki amerykańskiej z jednej strony i niedawny spadek cen ropy naftowej z drugiej. Spadek cen ropy naftowej – gdyby okazał się trwały – może doprowadzić do wzrostu popytu i produkcji nieco powyżej podstawowego scenariusza przyjętego przez Radę Prezesów dla aktywności gospodarczej w nadchodzących kwartałach. Natomiast w długim okresie bilans zagrożeń nadal przechyla się na stronę spowolnienia wzrostu, przede wszystkim w związku z możliwością ponownych podwyżek cen ropy naftowej, z obawami dotyczącymi nasilenia presji protekcyjnych (zwłaszcza po zawieszeniu negocjacji handlowych w ramach rundy z Dauhy) oraz niekontrolowanych zmian sytuacji w zakresie nierównowagi na świecie.

W kwestii sytuacji cenowej, według wstępnych szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w październiku wyniosła 1,6%, co oznacza spadek w stosunku do 1,7% we wrześniu oraz 2,3% w sierpniu br. Ten spadek inflacji wynika z jednej strony ze sprzyjającego efektu bazy (szczególnie wysokiego wzrostu cen ropy naftowej przed rokiem), a z drugiej – z niedawnego znacznego spadku tych cen. Wprawdzie perspektywy kształtowania się cen energii nadal są niepewne, ale na podstawie ich obecnego poziomu oraz wyższych notowań na rynkach terminowych należy przypuszczać, że pod koniec bieżącego i na początku przyszłego roku inflacja ponownie wzrośnie. W rezultacie Rada Prezesów spodziewa się znacznej krótkookresowej zmienności rocznej inflacji HICP. Gdy pominie się czynnik krótkookresowej zmienności, można przyjąć, że inflacja HICP utrzyma się na podwyższonym poziomie średnio powyżej 2% w 2006 r. i najprawdopodobniej także w 2007 r.

Wyraźnie przeważają czynniki ryzyka, które mogą doprowadzić do wzrostu cen powyżej przedstawionego scenariusza. Należą do nich: wciąż aktualna możliwość przełożenia się dotychczasowego wzrostu cen ropy na ceny konsumpcyjne w stopniu wyższym niż obecnie zakładany oraz dalsze podwyżki cen kontrolowanych i podatków pośrednich, oprócz już zapowiedzianych. Nie można także wykluczyć, że znów zaczną rosnać ceny ropy naftowej. Biorąc pod uwagę czynniki bardziej fundamentalne, w świetle korzystnego tempa wzrostu realnego PKB notowanego w ostatnich kwartałach oraz trwającej poprawy na rynkach pracy można obawiać się, że nastąpią wyższe niż dotąd zakładano podwyżki płac, z czym wiąże się

poważne ryzyko wzrostu inflacji. W tej sytuacji, zwłaszcza wobec poprawy warunków dla aktywności gospodarczej i zatrudnienia, jest sprawą podstawowej wagi, aby partnerzy społeczni w dalszym ciągu zachowywali się w sposób odpowiedzialny.

Wyniki analizy monetarnej nadal świadczą o istnieniu zagrożeń mogących prowadzić do wzrostu inflacji w perspektywie średnio- i długookresowej. Roczna dynamika agregatu M3 ponownie wzrosła, z 8,2% w sierpniu do 8,5% we wrześniu. Choć odnotowano pewne spowolnienie rocznej dynamiki agregatu M1 w ostatnich miesiącach, wynikające ze zwiększenia udziału instrumentów powiązanych ze stopami rynkowymi (w następstwie wzrostu stóp procentowych), to jednak silniejsza ekspansja innych komponentów M3 z nadwyżką zrekompensowała to zjawisko.

Na poziomie bardziej ogólnym tempo ekspansji monetarnej i akcji kredytowej pozostaje wysokie, co świadczy o tym, że poziom stóp procentowych w strefie euro jest wciąż niski, a ożywienie gospodarcze postępuje. W szczególności akcja kredytowa dla sektora prywatnego nadal wzrasta w dwucyfrowym tempie w ujęciu rocznym i dotyczy zarówno sektora gospodarstw domowych, jak i sektora przedsiębiorstw. Przy tym dynamika kredytów dla gospodarstw domowych wykazuje pewne oznaki stabilizacji (choć jest nadal wysoka), natomiast w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw utrzymuje się trend wzrostowy – rosną one obecnie w tempie ponad 12% rocznie, co stanowi poziom najwyższy od początku lat 90. Analiza czynników kreacji M3 wskazuje zatem, że wzrost kredytów dla sektora prywatnego pozostaje głównym motorem dynamiki monetarnej.

Oceniane z właściwej polityce pieniężnej perspektywy średniookresowej, procesy te potwierdzają utrzymywanie się trendu wzrostowego ekspansji pieniądza, odnotowywanego w analizie monetarnej EBC od połowy 2004 r. Po kilku latach dynamicznego wzrostu podaży pieniądza poziom płynności w strefie euro jest wysoki według wszelkich możliwych miar. W warunkach utrzymującej się wysokiej płynności w strefie euro silny wzrost pieniądza i kredytów świadczy o istnieniu ryzyka destabilizacji cen w średnim i długim okresie. Z tego względu należy nadal bardzo uważnie śledzić procesy monetarne, szczególnie w świetle poprawy warunków gospodarczych oraz wysokiej dynamiki na rynkach nieruchomości w wielu częściach strefy euro.

Podsumowując, przewiduje się, że roczna stopa inflacji w latach 2006-2007 utrzyma się na podwyższonym poziomie, a bilans zagrożeń dla stabilności cen wyraźnie przechylił się na stronę wzrostu inflacji. Zestawienie wyników analizy makroekonomicznej i monetarnej – wobec utrzymującej się wyraźnie 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. Jest więc sprawą podstawowej wagi, by oczekiwania inflacyjne pozostały trwale zakotwiczone na poziomie odpowiadającym stabilności cen. Jeżeli nadal potwierdzać się będą założenia i podstawowy scenariusz przyjęte przez Radę Prezesów, utrzymają się przesłanki dla dalszego wycofywania się z akomodacyjnego nastawienia w polityce pieniężnej. Podjęcie konsekwentnych działań w odpowiednim momencie pozostaje niezbędne dla zapewnienia stabilności cen w średnim okresie. Rada Prezesów będzie zatem obserwować rozwój sytuacji ze wzmożoną czujnością.

W dziedzinie polityki fiskalnej kraje strefy euro wysłały niedawno do Komisji Europejskiej dane na temat swoich deficytów i długu publicznego w 2005 r., a większość przedstawiła również informacje za rok bieżący oraz plany budżetowe na rok przyszły. Jakkolwiek informacje te wskazują przeważnie na dalszą, choć niewielką poprawę sald budżetowych, nie należy popadać w samozadowolenie. Wszystkie kraje strefy euro powinny wypełniać zobowiązania znowelizowanego Paktu Stabilności i Wzrostu. W obecnych warunkach ożywienia gospodarczego należy dążyć do konsolidacji budżetu i wystrzegać się polityki procyklicznej. Działania takie doprowadziłyby do poprawy zaufania wśród uczestników rynku i opinii publicznej. W tym celu wszelkie nieoczekiwane dochody dodatkowe, wynikające z wyższego niż oczekiwany wzrostu gospodarczego, należy z góry przeznaczyć i w pełni spożytkować na redukcję deficytu lub powiększenie nadwyżki budżetowej w okresie koniunktury. Perspektywy osiągnięcia zdrowej sytuacji budżetowej poprawiają się, gdy plany konsolidacji opierają się na wiarygodnych zobowiązaniach redukcji sald wydatków oraz lepszych mechanizmach kontroli wydatków. Na koniec Rada Prezesów pragnie jeszcze raz podkreślić, że zapobieganie i korygowanie nierównowagi budżetowej wymaga wysokiej jakości danych oraz poprawnej sprawozdawczości statystycznej.

W kwestii reform strukturalnych Rada Prezesów podkreśla, jak wielkie znaczenie miałyby utworzenie w pełni funkcjonującego wspólnego rynku oraz elastycznych rynków pracy i produktów dla zwiększenia zdolności dostosowawczych gospodarki strefy euro oraz jej odporności na wstrząsy zewnętrzne. Liberalizacja rynku produktów prowadząca do nasilenia konkurencji będzie stanowić zachętę dla firm do inwestowania i innowacji, zwiększając wzrost produktywności. Usunięcie sztywności na rynku pracy oraz niedoskonałości w procesie formowania płac i cen jest niezbędne dla ujednolicenia trendów konkurencyjności kosztowej i cenowej pomiędzy krajami strefy euro oraz zapewnienia trwałego wzrostu produkcji i liczby miejsc pracy. W szczególności, w celu zachowania lub przywrócenia konkurencyjności cenowej, przy podnoszeniu płac należy brać pod uwagę nie tylko obecny poziom jednostkowych kosztów pracy, ale także ogólny trend wzrostu wydajności pracy.

Ponadto pożądanym jest odchodzenie od mechanicznych, adaptacyjnych mechanizmów indeksacji płac. Udana realizacja reform ukierunkowanych na wyeliminowanie sztywności i nieefektywności w krajach strefy euro zwiększyłaby poziom wzrostu potencjalnego i poprawiła perspektywy zmniejszenia bezrobocia.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. Pierwszy analizuje znaczenie koncepcji aktywizmu w polityce pieniężnej. W drugim przeanalizowano doświadczenia Eurosystemu dotyczące operacji dostrajających przeprowadzanych na zakończenie okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej od jesieni 2004 r. Artykuł trzeci przedstawia główne czynniki kształtujące sytuację finansową w krajach Europy środkowej, wschodniej i południowo-wschodniej.