

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 8 maja 2008 r. Rada Prezesów EBC postanowiła – na podstawie regularnie prowadzonej analizy ekonomicznej i monetarnej – utrzymać podstawowe stopy procentowe EBC na niezmiennym poziomie. Od jesieni stopa inflacji znacznie wzrosła, głównie w wyniku wyższych cen energii i żywności. Zgodnie z wcześniejszymi oświadczeniami Rady przewiduje się, że stopa inflacji utrzyma się na wysokim poziomie przez dłuższy okres, po czym zacznie stopniowo spadać. Najnowsze informacje potwierdzają ocenę, że w średnim okresie istnieje ryzyko wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen, w obliczu utrzymującej się bardzo wysokiej dynamiki agregatów pieniężnych i akcji kredytowej. Jednocześnie fundamenty gospodarcze strefy euro są solidne, a napływające dane makroekonomiczne w dalszym ciągu świadczą o umiarkowanym, lecz nieprzerwanym wzroście realnego PKB. Jednakże poziom niepewności związanej z zawirowaniami na rynkach finansowych pozostaje nadzwyczaj wysoki i sytuacja nadal jest napięta. W związku z tym Rada Prezesów podkreśla, że – zgodnie z jej mandatem – jej głównym celem jest utrzymanie stabilności cen w średnim okresie. Trwała stabilizacja średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych jest sprawą najwyższej wagi. Rada Prezesów w dalszym ciągu jest gotowa zapobiegać wystąpieniu efektów drugiej rundy i urzeczywistnieniu się zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie. Rada Prezesów wierzy, że do osiągnięcia tego celu przyczyni się przyjęte przez nią stanowisko w polityce monetarnej i w nadchodzących tygodniach będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

Jeśli chodzi o analizę ekonomiczną, najnowsze dane i wyniki badań ankietowych dotyczące aktywności gospodarczej potwierdzają wcześniejsze oczekiwania umiarkowanego, lecz nieprzerwanego wzrostu w pierwszej połowie 2008 r. W szczególności dane dotyczące produkcji przemysłowej w pierwszych miesiącach tego roku wskazywały na prężność tego sektora, mimo zasadniczo pogarszających się nastrojów w gospodarce. Ogólnie rzecz biorąc, fundamenty gospodarcze strefy euro są solidne i nie występują poważne stany nierównowagi.

Zgodnie z dostępnymi przewidywaniami w 2008 r. zarówno popyt wewnętrzny, jak i zewnętrzny powinny nadal sprzyjać wzrostowi realnego PKB, chociaż w mniejszym stopniu niż w roku 2007. Ponadto przewiduje się, że tempo wzrostu gospodarki światowej będzie bardziej umiarkowane, choć wzrost ten powinien się utrzymać, do czego przyczyni



się w szczególności silny wzrost w gospodarkach wschodzących. Powinno to nadal korzystnie oddziaływać na popyt zewnętrzny. Aktywności gospodarczej sprzyjać powinien także wzrost inwestycji w strefie euro, ponieważ wykorzystanie mocy produkcyjnych nadal jest stosunkowo wysokie, a rentowność w sektorze przedsiębiorstw utrzymuje się na dotychczasowym poziomie. Jednocześnie znacznie wzrosły wskaźniki zatrudnienia i aktywności zawodowej, a stopa bezrobocia spadła do poziomu najniższego od 25 lat. Przyczynia się to do wzrostu realnych dochodów do dyspozycji, a co za tym idzie do wzrostu konsumpcji, mimo że na siłę nabywczą negatywny wpływ mają wyższe ceny żywności i energii.

Poziom niepewności co do perspektyw wzrostu gospodarczego pozostaje wysoki, a bilans czynników ryzyka dla wzrostu przechyla się na stronę jego spowolnienia. Wynika to z potencjalnie wyższego niż oczekiwano niekorzystnego wpływu zawirowań na rynkach finansowych na gospodarkę realną. Dodatkowe czynniki mogące osłabić wzrost wiążą się z kolejnymi nieoczekiwanymi podwyżkami cen żywności i energii, które wpływają niekorzystnie na konsumpcję i inwestycje. Czynniki ryzyka wynikają także z pojawienia się presji protekcyjnych oraz możliwości wystąpienia destabilizujących zjawisk wynikających z nierównowagi globalnej.

W kwestii procesów cenowych, przez ostatnich sześć miesięcy roczna inflacja HICP utrzymywała się na poziomie powyżej 3%. Według wstępnych szacunków Eurostatu w kwietniu 2008 r. wyniosła ona 3,3%. Dane te potwierdzają istnienie utrzymującej się znacznej krótkookresowej presji inflacyjnej, wynikającej przede wszystkim z silnego wzrostu cen żywności i energii na rynkach światowych w ostatnich miesiącach.

Na podstawie obecnych cen kontraktów terminowych na wymienione powyżej surowce oczekuje się, że w nadchodzących miesiącach roczna stopa inflacji HICP pozostanie na poziomie znacznie powyżej 2%, obniżając się jedynie stopniowo na przestrzeni 2008 r. Jak widać, strefa euro przechodzi obecnie przedłużający się okres wysokich rocznych stóp inflacji. Aby odnotowywana obecnie wysoka inflacja była jedynie zjawiskiem przejściowym, nie można dopuścić, by znalazła one swoje odzwierciedlenie w długookresowych oczekiwaniach inflacyjnych, ani też by spowodowała wystąpienie efektów drugiej rundy w zachowaniach płacowych i cenotwórczych w całej gospodarce.

Wyraźnie przeważają czynniki ryzyka, które mogą doprowadzić do wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen w perspektywie średniokresowej. Do czynników tych należą możliwy dalszy wzrost cen żywności i energii, a także wzrost cen kontrolowanych i podatków pośrednich przewyższający dotychczasowe szacunki. Co istotniejsze, istnieje ryzyko, że do presji inflacyjnej dodatkowo przyczynić się mogą zachowania płacowe i cenotwórcze. W szczególności możliwość dyktowania cen przez przedsiębiorstwa, zwłaszcza w segmentach rynku o niskiej konkurencji, może okazać się większa, niż się tego obecnie oczekuje. Ponadto może wystąpić wyższy niż oczekiwano wzrost płac, biorąc pod uwagę wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych, zacieśnianie się rynku pracy i ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy wynikających z obserwowanej obecnie wysokiej inflacji.

W związku z powyższym wszystkie zaangażowane strony – zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym – powinny zachowywać się w sposób odpowiedzialny. W negocjacjach płacowych należy uwzględnić zmiany poziomu wydajności, wciąż wysoki poziom bezrobocia w wielu gospodarkach oraz konkurencyjność cenową firm. Szczególnie ważne jest, by w krajach, których konkurencyjność cenowa zmalała w ostatnich latach, wzrost kosztów pracy pozostał umiarkowany. Ponadto należy przeciwdziałać wystąpieniu efektów drugiej rundy wynikających z wyższych cen żywności i energii w zachowaniach płacowych i cenotwórczych. W tym kontekście Rada Prezesów zaniepokojona jest istnieniem systemów indeksacji płac nominalnych względem cen konsumpcyjnych. Istnieje ryzyko, że tego rodzaju systemy staną się źródłem wstrząsów powodujących wzrost cen, które mogą doprowadzić do spirali płacowo-cenowej szkodzącej zatrudnieniu i konkurencyjności danego kraju. Z tego względu Rada Prezesów apeluje o unikanie stosowania takich rozwiązań. Ponadto Rada ze szczególną uwagą obserwuje negocjacje płacowe w krajach strefy euro. W opinii Rady rozsądne porozumienia płacowe mają kluczowe znaczenie dla utrzymania stabilności cen w średnim okresie, a tym samym siły nabywczej ogółu mieszkańców strefy euro.

Wyniki analizy monetarnej potwierdzają utrzymywanie się zagrożeń mogących prowadzić do zachwiania stabilności cen w perspektywie średnio- i długookresowej. W marcu dynamika rocznej stopy wzrostu agregatu M3 była nadal bardzo wysoka i wyniosła 10,3%, na co wpływ miał utrzymujący się silny wzrost kredytów udzielanych przez monetarne instytucje finansowe sektorowi prywatnemu. Jednocześnie w marcu roczna dynamika agregatu M1 uległa dalszemu osłabieniu, ponieważ ze względu na wyższe

krótkoterminowe stopy procentowe miały miejsce dalsze przesunięcia środków z depozytów jednodniowych na depozyty terminowe. Chociaż wpływ płaskiej krzywej dochodowości oraz wielu innych przejściowych czynników sugeruje, że roczna stopa wzrostu agregatu M3 zawyża obecnie dynamikę agregatów pieniężnych, to jednak nawet po uwzględnieniu wpływu takich czynników szeroko zakrojona ocena najnowszych danych potwierdza, że obserwowana dynamika agregatów pieniężnych i akcji kredytowej pozostaje wysoka.

Na przestrzeni ostatnich miesięcy wzrost kredytów dla gospodarstw domowych uległ spowolnieniu, odzwierciedlając wpływ wyższych krótkoterminowych stóp procentowych oraz pogorszenie koniunktury na rynkach mieszkaniowych w kilku częściach strefy euro. Mimo to dynamika kredytów zaciąganych przez przedsiębiorstwa utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie. Choć na przestrzeni 12 miesięcy do marca 2008 r. roczna stopa wzrostu kredytów udzielonych przez banki przedsiębiorstwom w strefie euro wyniosła 15,0%, a w ostatnich miesiącach wartość udzielonych pożyczek była wysoka, to jednak w przyszłości należy się spodziewać ich bardziej umiarkowanego wzrostu w świetle zaostrzania się warunków finansowania i wolniejszego wzrostu gospodarczego.

Dotychczas niewiele wskazuje na to, że zawirowania obserwowane na rynkach finansowych od początku sierpnia 2007 r. wywarły silny wpływ na dynamikę szerokich agregatów pieniężnych i akcji kredytowej. Utrzymujący się silny wzrost kredytów udzielanych przedsiębiorstwom sugeruje, że jak dotąd dostępność kredytów bankowych dla firm w strefie euro nie zmalała z powodu zawirowań na rynkach finansowych. W celu uzyskania pełniejszego obrazu wpływu sytuacji na rynkach finansowych na bilanse banków, warunki finansowania oraz dynamikę pieniądza i akcji kredytowej konieczne będzie przeanalizowanie kolejnych danych.

Podsumowując, zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej wyraźnie potwierdza ocenę, że w perspektywie średniookresowej przeważa ryzyko wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen, w warunkach bardzo wysokiej dynamiki agregatów pieniężnych i akcji kredytowej oraz wobec braku wyraźnych oznak świadczących o ograniczeniu podaży kredytów bankowych. Fundamenty gospodarcze strefy euro są solidne, a napływające dane makroekonomiczne w dalszym ciągu świadczą o umiarkowanym, lecz nieprzerwanym wzroście realnego PKB. Jednakże poziom niepewności związanej z zawirowaniami na rynkach finansowych pozostaje wysoki.

W związku z tym Rada Prezesów podkreśla, że trwała stabilizacja średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych jest sprawą najwyższej wagi. Rada wierzy, że przyjęte przez nią stanowisko w polityce monetarnej przyczyni się do osiągnięcia takiej stabilizacji i w dalszym ciągu jest gotowa zapobiegać wystąpieniu efektów drugiej rundy i urzeczywistnieniu się zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie. W nadchodzących tygodniach Rada Prezesów będzie nadal bardzo uważnie obserwować rozwój sytuacji.

W dziedzinie polityki fiskalnej najnowsze przewidywania Komisji Europejskiej sugerują, że w 2008 r. strefa euro odnotuje wzrost wskaźnika deficytu budżetowego, a następnie w 2009 r. wskaźnik ten będzie dalej nieznacznie rósł. Te niekorzystne zmiany są wynikiem pogorszenia się warunków gospodarczych oraz najprawdopodobniej braku nieoczekiwanych dochodów uzyskanych w poprzednich latach. Jednakże wynika to także ze stagnacji w dziedzinie konsolidacji fiskalnej oraz z zastosowania nowych środków przyczyniających się do wzrostu deficytu budżetowego w wielu krajach z nierównowagą budżetową, w tym także w państwach o wysokim deficycie. W przypadku kilku z nich istnieje ryzyko niespełnienia wymogu osiągnięcia średniookresowych celów przed rokiem 2010, do czego zobowiązały się rządy krajów strefy euro w kwietniu 2007 roku w Berlinie. W państwach tych sprawą najwyższej wagi jest prowadzenie bardziej ambitnej polityki. Natomiast ostrożna polityka fiskalna mogłaby pomóc wszystkim państwom w walce z presją inflacyjną.

W chwili obecnej ważne jest także zintensyfikowanie działań w ramach programu reform strukturalnych, szczególnie w celu wspierania integracji rynków oraz złagodzenia sztywności rynków pracy oraz produktów. Dzięki inicjatywom politycznym na rzecz zwiększania konkurencji w segmentach rynku o niskim stopniu konkurencji, takich jak sektor usług czy sektor energii, doszłoby do dostosowania się zachowań cenotwórczych, przez co zmalałaby presja inflacyjna. Oprócz tego polityka mająca na celu zwiększenie dynamiki wzrostu wydajności pracy przyczyniłaby się do mniejszego wzrostu jednostkowych kosztów pracy, a przez to do zwiększenia zatrudnienia.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. W pierwszym z nich omówiono powody, dla których zakłada się, że inflacja ma niekorzystny wpływ na realną sferę gospodarki. Przedstawiono dowody empiryczne na istnienie zależności między inflacją a wzrostem produkcji oraz omówiono pozytywny wpływ stabilności cen na potencjał produkcyjny gospodarki w długim okresie. W drugim artykule przedstawiono

przebieg operacji otwartego rynku Eurosystemu podczas ostatniego okresu zawirowań na rynkach finansowych. Z artykułu wynika, że ramy operacyjne Eurosystemu okazały się być elastyczne i wytrzymałe, dzięki czemu do uporania się ze zwiększoną zmiennością występującą na rynku pieniężnym strefy euro od sierpnia nie były konieczne zmiany strukturalne.