

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 5 lipca 2007 r. Rada Prezesów postanowiła – na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej – utrzymać podstawowe stopy procentowe EBC na niezmiennym poziomie. Informacje uzyskane po posiedzeniu Rady 6 czerwca potwierdziły zasadność podjętej wówczas decyzji o podwyższeniu stóp procentowych. Wykazały one także, że w średnim okresie perspektywy rozwoju sytuacji cenowej obciążone są ryzykiem wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Na tle korzystnych warunków gospodarczych w strefie euro – ogólne warunki finansowania są korzystne, utrzymuje się wysoka dynamika agregatów pieniężnych i akcji kredytowej, a poziom płynności pozostaje wysoki – polityka pieniężna EBC wciąż ma charakter akomodacyjny. Zapewnienie stabilności cen w średnim okresie będzie więc nadal wymagać podjęcia w odpowiednim momencie zdecydowanych działań. Rada Prezesów będzie dokładnie śledzić wszelkie zmiany sytuacji gospodarczej, aby zapobiec urzeczywistnieniu się zagrożeń inflacyjnych w średnim okresie oraz utrwalić średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne w strefie euro na poziomie odpowiadającym stabilności cen. Jest to konieczne, by polityka pieniężna mogła w dalszym ciągu przyczyniać się do trwałego wzrostu gospodarczego oraz tworzenia nowych miejsc pracy w strefie euro.

Wychodząc od analizy ekonomicznej, najnowsze dane i wyniki badań ankietowych są wciąż zasadniczo pozytywne, co potwierdza, że aktywność gospodarcza w strefie euro w drugim kwartale 2007 r. nadal rozwijała się w szybkim tempie, zgodnie z podstawowym scenariuszem przyjętym przez Radę Prezesów.

Średniookresowe perspektywy gospodarcze pozostają korzystne. Istnieją odpowiednie warunki do tego, by gospodarka strefy euro w dalszym ciągu odnotowywała trwały wzrost. Jeśli chodzi o środowisko zewnętrzne, w gospodarce światowej nastąpiło większe zrównoważenie wzrostu gospodarczego w poszczególnych regionach i mimo pewnego spowolnienia jest on nadal wysoki. Warunki zewnętrzne nadal sprzyjają zatem eksportowi ze strefy euro. Oczekuje się, że również popyt wewnętrzny utrzyma stosunkowo wysoką dynamikę. Dynamika inwestycji powinna pozostać wysoka dzięki wciąż dogodnym ogólnym warunkom finansowania, zakumulowanym i nadal notowanym wysokim zyskom przedsiębiorstw, zmianie struktury bilansów, a także trwającemu od dłuższego czasu wzrostowi efektywności firm. Z kolei na wzrost spożycia wpłynąć powinno zwiększanie się realnych dochodów do dyspozycji wynikające z dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy.

W krótkim okresie bilans czynników ryzyka związanych ze wspomnianym korzystnym scenariuszem wzrostu gospodarczego jest zasadniczo zrównoważony. W perspektywie



średnio- i długookresowej przeważa natomiast ryzyko osłabienia wzrostu, które wynika głównie z czynników zewnętrznych, w tym zwłaszcza obaw przed nasileniem presji protekcyjnych oraz możliwości dalszego wzrostu cen ropy naftowej, niekorzystnego rozwoju sytuacji w zakresie nierównowagi na świecie i zmian w nastrojach na rynkach finansowych.

W kwestii procesów cenowych, według wstępnych szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP wyniosła w czerwcu 2007 r. 1,9%, czyli tyle samo, co we wcześniejszych miesiącach. Dalsze kształtowanie się rocznej stopy inflacji w krótkim okresie nadal będzie zależało głównie od dotychczasowych zmian cen energii, których zeszloroczne wahania wywołują znaczny efekt bazy. Na podstawie bieżących i terminowych cen ropy naftowej – kontrakty terminowe wskazują na tendencję wzrostową – można się spodziewać, że w najbliższych miesiącach roczna stopa inflacji odnotuje jedynie lekki spadek, by ponownie znacząco wzrosnąć pod koniec roku.

W horyzoncie średnioterminowym – właściwym dla kształtowania polityki pieniężnej – perspektywy rozwoju sytuacji cenowej obciążone są ryzykiem wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Źródłem tego ryzyka są w głównej mierze czynniki wewnętrzne. W szczególności do wyższego niż przewidywano wzrostu płac mogą prowadzić ograniczenia wynikające z wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych w gospodarce strefy euro i dalszej poprawy warunków na rynku pracy. Ponadto w tej sytuacji może wzrosnąć zdolność przedsiębiorstw do dyktowania cen na rynkach charakteryzujących się niskim stopniem konkurencji. Procesy te mogą stać się poważnym zagrożeniem dla stabilności cen. Dlatego też jest sprawą kluczową, by wszystkie strony mogące przyczynić się do powstania tych zagrożeń zachowywały się w sposób odpowiedzialny. Zwłaszcza porozumienia płacowe powinny być odpowiednio zróżnicowane, by uwzględniać konkurencyjność cenową firm, wciąż wysoki w wielu gospodarkach poziom bezrobocia, a także poziom wydajności w poszczególnych sektorach. Rada Prezesów podkreśla, że należy unikać takiego kształtowania płac, które mogłoby ostatecznie doprowadzić do powstania presji inflacyjnej i osłabić siłę nabywczą ogółu mieszkańców strefy euro. Dodatkowym źródłem zagrożeń dla stabilności cen byłyby podwyżki cen kontrolowanych i podatków pośrednich wykraczające poza obecnie przewidywane oraz potencjalnie procykliczna polityka fiskalna w niektórych krajach. Natomiast po stronie czynników zewnętrznych ryzyko inflacyjne wiąże się z dalszymi niespodziewanymi podwyżkami cen ropy naftowej.

Wyniki analizy monetarnej potwierdzają istnienie zagrożeń dla stabilności cen w perspektywie średnio- i długookresowej. W warunkach dużej płynności obecną dynamikę

ekspansji monetarnej należy uznać za wysoką. O sile tej ekspansji świadczy utrzymujący się szybki wzrost agregatu M3, który w maju osiągnął poziom 10,7% w skali rocznej, a także wciąż wysoka dynamika akcji kredytowej. Dynamika obu zmiennych jest częściowo wynikiem występowania korzystnych warunków finansowania i znacznego tempa wzrostu gospodarczego.

Przy rozpoznawaniu i ocenie trendów dynamiki podaży pieniądza i akcji kredytowej, które są istotne z punktu widzenia polityki pieniężnej, należy pomijać krótkookresową zmienność i wpływ zmian nachylenia krzywej dochodowości oraz czynniki zewnętrzne, które prawdopodobnie są tymczasowe. Przyjmując taką perspektywę dostrzega się przejawy wpływu wyższych krótkoterminowych stóp procentowych na dynamikę pieniądza, choć ogólna siła ekspansji monetarnej i kredytowej nie uległa dotychczas znacznemu osłabieniu. Na przykład podwyżki stóp krótkoterminowych w ostatnich kwartałach przyczyniły się do spowolnienia ekspansji wąskiego agregatu M1. Podobnie od połowy 2006 r. widać pewne oznaki stabilizacji rocznej stopy wzrostu kredytów dla sektora prywatnego, choć nadal wykazuje ona wartości dwucyfrowe. Stabilizacja tempa wzrostu kredytów następuje obecnie w całej gospodarce, o czym świadczą dane dotyczące zadłużenia zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. W przypadku gospodarstw domowych stabilizacja dynamiki kredytów jest również wynikiem pewnego spowolnienia wzrostu cen na rynku mieszkaniowym, choć wzrost ten w strefie euro pozostaje przeciętnie na wysokim poziomie.

Na podstawie utrzymującej się silnej ekspansji pieniądza i kredytów można stwierdzić, że w perspektywie średnio- i długookresowej widać wyraźne zagrożenia dla stabilności cen. Po kilku latach szybkiego wzrostu podaży pieniądza poziom płynności w strefie euro w dalszym ciągu jest wysoki. Z tego względu należy nadal bardzo uważnie śledzić procesy monetarne, szczególnie w świetle dobrej koniunktury i wysokich cen nieruchomości.

Podsumowując, ważne jest, by w ocenie sytuacji cenowej nie przywiązywać zbyt dużej wagi do krótkookresowej zmienności stopy 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 wiąże się głównie z czynnikami wewnętrznymi. Ponieważ wykorzystanie mocy produkcyjnych jest wysokie, a warunki na rynku pracy ulegają dalszej poprawie, pojawiają się ograniczenia, które mogą doprowadzić przede wszystkim do wyższych niż oczekiwane podwyżek płac i marż zysku. W świetle bardzo wysokiej dynamiki pieniądza i akcji kredytowej przy dużych zasobach płynności, zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej potwierdza opinię, że w średnim i długim okresie przeważają czynniki mogące doprowadzić do wzrostu inflacji.

W związku z tym Rada Prezesów będzie dokładnie śledzić wszelkie zmiany sytuacji gospodarczej, aby zapobiec urzeczywistnieniu się zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie oraz utrwalić średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne w strefie euro na poziomie odpowiadającym stabilności cen. Zapewnienie stabilności cen w średnim okresie będzie nadal wymagać podjęcia w odpowiednim momencie zdecydowanych działań.

W kwestii polityki fiskalnej Rada Prezesów z niepokojem obserwuje pojawiające się w niektórych krajach naciski, by mniej rygorystycznie podchodzić do realizacji wyznaczonych celów w zakresie konsolidacji fiskalnej. Konieczne jest, by w obecnych, zasadniczo korzystnych warunkach gospodarczych wszystkie rządy przestrzegały zapisów Paktu Stabilności i Wzrostu dotyczących konsolidacji fiskalnej w okresach dobrej koniunktury, a wszystkie kraje należące do Eurogrupy przestrzegały zobowiązań podjętych w Berlinie w dniu 20 kwietnia 2007 r. Zgodnie z ustaleniami z Berlina, wykorzystanie sprzyjających warunków gospodarczych pozwoliłoby większości krajów należących do strefy euro osiągnąć średniookresowe cele już w 2008 lub 2009 roku, a wszystkim – najpóźniej do 2010 roku. Ponieważ w przeszłości zdarzało się, że rządy nie wykorzystywały dobrej koniunktury do likwidacji deficytu budżetowego, zobowiązania berlińskie należy wpisać w plany budżetowe na 2008 r. Jednocześnie Rada Prezesów wyraża zadowolenie, że Rada ECOFIN przywiązuje tak dużą wagę do działań na rzecz poprawy jakości i efektywności finansów publicznych.

W kwestii reform strukturalnych Rada Prezesów w pełni popiera wszelkie działania na rzecz poprawy funkcjonowania rynków pracy i produktów oraz rynku finansowego. Jeśli chodzi o „Zintegrowane wytyczne na rzecz wzrostu i zatrudnienia”, państwa członkowskie UE uznają, że sprawnie funkcjonujący rynek wewnętrzny jest istotą Agendy Lizbońskiej i że charakteryzujące go cztery swobody zwiększą konkurencyjność Unii Europejskiej. Priorytetem dla państw członkowskich powinno być zatem doprowadzenie do końca procesu realizacji jednolitego rynku, w tym zwłaszcza integracja rynków finansowych, doprowadzenie do efektywnej konkurencji na rynku energii oraz wdrożenie dyrektywy usługowej. Zwiększenie konkurencji i zmniejszenie przeszkód w wymianie transgranicznej będzie korzystne dla konsumentów, gdyż zapewni niższe ceny i większy wybór towarów. W przypadku przedsiębiorstw czynniki te powinny doprowadzić do wzrostu wydajności, zwiększenia dynamizmu oraz poprawy umiejętności radzenia sobie ze wstrząsami gospodarczymi oraz podejmowania wyzwań i wykorzystywania szans, jakie niesie ze sobą globalizacja. Przestrzeganie zasady „otwartej gospodarki rynkowej z wolną konkurencją” ma kluczowe znaczenie dla długookresowego wzrostu gospodarczego i zatrudnienia w strefie euro, jej odporności na wstrząsy gospodarcze oraz stabilności cen. Stanowisko to

potwierdzono na posiedzeniu Rady Europejskiej, gdy przywódcy UE postanowili, by w ramach konferencji międzyrządowej dołączyć do traktatów nowy protokół, w którym podkreśla się, że dla dobrego funkcjonowania gospodarek państw UE niezbędny jest rynek wewnętrzny, na którym istnieje mechanizm zapewniający wolną konkurencję.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. Pierwszy przedstawia opis i interpretację procesów monetarnych zachodzących w strefie euro od połowy 2004 roku. W drugim artykule dokonano przeglądu najważniejszych cech strukturalnych i ostatnich zmian gospodarczych w krajach będących głównymi eksporterami ropy naftowej.