

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 5 października 2006 r. Rada Prezesów EBC postanowiła podnieść minimalną oferowaną stopę procentową podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu o 25 punktów bazowych, do poziomu 3,25%. Stopy kredytu i depozytu w banku centralnym na koniec dnia także zostały podwyższone o 25 punktów bazowych, do poziomu odpowiednio 4,25% i 2,25%. U podstaw decyzji o podniesieniu stóp leżą czynniki mogące zagrozić stabilności cen w średnim okresie, zidentyfikowane przez Radę Prezesów zarówno w analizie makroekonomicznej, jak i monetarnej. Podjęta decyzja 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. Mimo tej podwyżki podstawowe stopy procentowe EBC są nadal niskie, wzrost pieniądza i kredytów jest dynamiczny, a płynność w strefie euro wysoka według wszelkich możliwych miar. Polityka pieniężna EBC ma więc w dalszym ciągu charakter akomodacyjny. Jeżeli potwierdzą się założenia i podstawowy scenariusz przyjęte przez Radę Prezesów, nadal będą istnieć przesłanki dla dalszego wycofywania się z tego nastawienia. W związku z tym Rada Prezesów będzie w dalszym ciągu bardzo uważnie monitorować wszelkie zmiany sytuacji gospodarczej, aby zapewnić stabilność cen w średnim i długim okresie.

W analizie makroekonomicznej odnotowano, że w drugim kwartale 2006 r. dynamika realnego PKB strefy euro w ujęciu kwartalnym faktycznie wyniosła 0,9%. Ponadto od czasu ostatniego posiedzenia w dniu 31 sierpnia, Eurostat skorygował w górę dane dotyczące wzrostu w dwóch poprzednich kwartałach, potwierdzając tym samym, że w ostatnich kilku kwartałach wzrost gospodarczy znacząco przyspieszył. Zgodnie ze skorygowanymi danymi, w ciągu ostatnich czterech kwartałów aktywność gospodarcza rosła w tempie średnio 0,7% w ujęciu kwartalnym, stopa bezrobocia wykazywała tendencję spadkową, przyspieszył wzrost zatrudnienia, a perspektywy zatrudnienia postrzegane są zasadniczo jako korzystne. Podsumowując, ożywienie gospodarcze wydaje się obecnie nieco silniejsze, niż wynikałoby z wcześniejszych danych, obejmuje kolejne sektory gospodarki i wspierane jest przez popyt wewnętrzny. Dostępne informacje o aktywności gospodarczej w trzecim kwartale (pochodzące z sondaży nastrojów oraz szacunków opartych na wskaźnikach) potwierdzają ocenę, że wzrost gospodarczy będzie w dalszym ciągu dynamiczny, choć być może jego tempo nieco osłabnie.



Nadal istnieją warunki, by w ostatnich miesiącach 2006 r. oraz w roku 2007 tempo wzrostu w strefie euro pozostało wysokie, na poziomie bliskim potencjalnego, z możliwością wystąpienia pewnej zmienności dynamiki kwartalnej PKB na przełomie roku. Na poziomie gospodarki światowej nastąpiło większe zrównoważenie wzrostu gospodarczego w poszczególnych regionach, a jego tempo jest nadal wysokie, co korzystnie wpływa na eksport strefy euro. Inwestycje powinny utrzymać się na wysokim poziomie, czemu będą sprzyjać istniejące od dłuższego czasu bardzo dogodne warunki finansowania, zmiana struktury bilansów firm, a także zakumulowane i nadal notowane wysokie zyski oraz wzrost efektywności przedsiębiorstw. Stopa wzrostu spożycia w strefie euro również powinna 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, choć gdyby niedawny spadek cen ropy naftowej okazał się trwały, mógłby prowadzić do nieco wyższego wzrostu popytu i produkcji niż przyjęty przez Radę Prezesów w podstawowym scenariuszu aktywności gospodarczej na nadchodzące kwartały. W długim okresie bilans zagrożeń przechyla się na stronę spowolnienia wzrostu gospodarczego, przede wszystkim w związku z możliwością ponownego wzrostu cen ropy naftowej, 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 spadła z 2,3% w sierpniu 2006 r. do 1,8% we wrześniu. Wprawdzie brak jeszcze szczegółowych danych, ale ten stosunkowo silny spadek wydaje się wynikać z jednej strony ze sprzyjającego efektu bazy (zwłaszcza wysokiego wzrostu cen ropy naftowej przed rokiem), a z drugiej – z niedawnego znacznego spadku tych cen. 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 stopa inflacji ogółem ponownie wzrośnie. W rezultacie Rada Prezesów spodziewa się znacznej krótkookresowej zmienności rocznej inflacji HICP, natomiast stopa inflacji ogółem utrzyma się na podwyższonym poziomie średnio powyżej 2% w 2006 r. i najprawdopodobniej także w 2007 r.

Nadal wyraźnie przeważają czynniki ryzyka, które mogą doprowadzić do wzrostu cen powyżej tego 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. Na poziomie bardziej podstawowym, w świetle korzystnego tempa wzrostu realnego PKB notowanego w ostatnich kwartałach oraz optymistycznych sygnałów płynących z rynków pracy można obawiać się, że nastąpią wyższe niż dotąd zakładano podwyżki płac, z czym wiąże się poważne ryzyko wzrostu inflacji. W tej sytuacji jest sprawą podstawowej wagi, aby partnerzy społeczni w dalszym ciągu zachowywali się w sposób odpowiedzialny, szczególnie wobec poprawy warunków dla aktywności gospodarczej i zatrudnienia.

Wyniki analizy monetarnej nadal świadczą o istnieniu zagrożeń mogących prowadzić do wzrostu inflacji w perspektywie średnio- i długookresowej. Roczna dynamika M3 ponownie wzrosła, osiągając w sierpniu 8,2%; tempo ekspansji monetarnej i akcji kredytowej jest wciąż wysokie, co świadczy o tym, że poziom stóp procentowych w strefie euro jest jeszcze niski. Akcja kredytowa dla sektora prywatnego w ujęciu rocznym nadal wzrasta w dwucyfrowym tempie i dotyczy zarówno sektora gospodarstw domowych, jak i sektora przedsiębiorstw. 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 wysokiego wzrostu podaży pieniądza poziom płynności w strefie euro jest wysoki według wszelkich możliwych miar. W tych warunkach trwający nadal szybki wzrost podaży pieniądza i akcji kredytowej świadczy o istnieniu ryzyka destabilizacji cen w średnim i długim okresie. Z tego względu należy uważnie śledzić kształtowanie się sytuacji monetarnej, 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 przechyla się na stronę wzrostu inflacji. Zestawienie wyników analizy makroekonomicznej i monetarnej – wobec utrzymującej się wysokiej dynamiki pieniądza i akcji kredytowej w warunkach dużych zasobów płynności – potwierdza opinię, że w średnim 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 potwierdzą się założenia i podstawowy scenariusz przyjęte przez Radę Prezesów, nadal będą istnieć przesłanki dla dalszego wycofywania się z akomodacyjnego nastawienia w polityce pieniężnej. W związku z tym Rada Prezesów będzie w dalszym ciągu bardzo uważnie monitorować wszelkie zmiany sytuacji gospodarczej, aby zapewnić stabilność cen w średnim i długim okresie.

W dziedzinie polityki fiskalnej, kraje strefy euro finalizują teraz plany budżetowe na rok 2007 i przygotowują kolejną aktualizację programów stabilizacyjnych. Jako że warunki gospodarcze są obecnie korzystne, należy posunąć naprzód działania na rzecz uzdrowienia finansów publicznych, dlatego cele budżetowe na nadchodzący rok powinny być bardziej ambitne niż w poprzednich programach. Kraje, w których występuje nadmierny deficyt budżetowy, powinny w dalszym ciągu z determinacją dążyć do sprowadzenia go poniżej 3% PKB w uzgodnionym terminie poprzez wdrażanie odpowiedniej i wiarygodnej konsolidacji strukturalnej finansów publicznych. Pozostałe państwa powinny osiągnąć wyraźne postępy w realizacji swoich celów średniookresowych zgodnie z wymogami Paktu Stabilności i Wzrostu. W każdym przypadku wszelkie ponadplanowe dochody, wynikające z wyższego niż oczekiwano wzrostu gospodarczego, powinno się spożytkować na redukcję deficytu lub powiększenie nadwyżki budżetowej. Należy się wystrzegać polityki procyklicznej, a przede wszystkim nadal ograniczać wydatki, zwłaszcza że w porównaniu z wieloma innymi państwami uprzemysłowionymi, stopa wydatków i podatki są wysokie. Doświadczenie uczy, że reforma wydatków publicznych jest warunkiem koniecznym udanej konsolidacji, a bez konsolidacji niemożliwe jest obniżenie długu publicznego i złagodzenie niekorzystnego wpływu starzenia się społeczeństwa na finanse publiczne.

Najlepsze wyniki w zakresie konsolidacji fiskalnej można osiągnąć prowadząc ją jednocześnie z szeroko zakrojonymi reformami strukturalnymi. Reformy te należy przeprowadzić jak najszybciej, by zamortyzować niekorzystne skutki gospodarcze przewidywanych zmian demograficznych w strefie euro. Spadek liczby ludności w wieku produkcyjnym spowoduje dodatkowe obciążenie systemów emerytalnych i opieki zdrowotnej. Proces ten może szeroko odbić się na całej gospodarce. Kwestią nagłą jest także przeprowadzenie reform rynku pracy i produktów, które w rezultacie wspomogą wzrost potencjalny PKB strefy euro, a także przyczynią się do wzrostu dynamiki i elastyczności makroekonomicznej oraz do utrzymania wysokiej stopy życiowej naszych obywateli. Doprowadzą też do poniesienia współczynnika aktywności zawodowej i zatrudnienia oraz będą bodźcem dla innowacji i innych czynników wpływających na wydajność i wzrost gospodarczy. EBC będzie ze swojej strony dążyć do utrzymania stabilności cen w średnim okresie.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. Pierwszy przedstawia możliwe konsekwencje trendów demograficznych w strefie euro dla gospodarki i polityki pieniężnej. Podkreśla przy tym absolutną konieczność przeprowadzenia reform strukturalnych, które ułatwią złagodzenie niekorzystnych skutków gospodarczych procesu

starzenia się społeczeństw. Drugi przedstawia charakterystykę zintegrowanych rachunków finansowych i niefinansowych strefy euro według sektorów instytucjonalnych, publikowanych od maja 2006 r., ze szczególnym uwzględnieniem najnowszych wyników dotyczących gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.