

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 3 listopada 2005 r. Rada Prezesów EBC postanowiła pozostawić minimalną oferowaną stopę procentową podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu na niezmiennym poziomie 2,0%. Stopy kredytu i depozytu w banku centralnym na koniec dnia również pozostały na niezmiennym poziomie, odpowiednio 3,0% i 1,0%.

Na podstawie regularnych analiz ekonomicznych i monetarnych oraz biorąc pod uwagę utrzymującą się presję na wzrost cen wynikającą głównie z kształtowania się cen energii, Rada Prezesów uznała, że parametry polityki pieniężnej są nadal odpowiednie. Jednocześnie należy zachować wzmożoną czujność w odniesieniu do zagrożeń mogących prowadzić do wzrostu inflacji. Za zachowaniem wzmożonej czujności przemawia także duży zapas płynności oraz dynamiczny wzrost pieniądza i kredytu w obszarze euro. Jest niezwykle istotne, aby wzrost bieżących stóp inflacji nie przełożył się na presję inflacyjną w średnim okresie, a oczekiwania inflacyjne pozostały silnie zakotwiczone na poziomie zgodnym ze stabilnością cen. Utrzymujący się bardzo niski poziom stóp procentowych (zarówno nominalnych, jak i realnych) instrumentów o wszystkich terminach zapadalności oraz obecne bardzo łagodne nastawienie w polityce pieniężnej znacząco sprzyjają aktywności gospodarczej.

Punktem wyjścia dla oceny sformułowanej przez Radę Prezesów jest analiza ekonomiczna. Pomimo osłabienia wzrostu gospodarczego w wyniku znaczących podwyżek cen ropy naftowej w ostatnich kwartałach, wydaje się, że gospodarka obszaru euro wykazała znaczną odporność na ten wstrząs, czemu sprzyjały odpowiedzialne zachowania w negocjacjach płacowych. Ponadto najnowsze wskaźniki sugerują, że ożywienie gospodarcze umacnia się. Sytuacja taka byłaby zgodna z projekcjami ekspertów EBC z września 2005 r., które przewidują stopniową poprawę koniunktury począwszy od drugiej połowy 2005 roku. Zgodnie z projekcjami, po stronie czynników zewnętrznych utrzymujący się wzrost popytu na świecie będzie sprzyjać eksportowi z obszaru euro, zaś po stronie czynników wewnętrznych – nadal dogodne warunki finansowania oraz wysoka dynamika zysków przedsiębiorstw będą wspierać inwestycje. Poziom spożycia powinien się stopniowo poprawić, zasadniczo zgodnie z oczekiwaną dynamiką dochodów do dyspozycji. Jednocześnie na pogorszenie perspektyw aktywności gospodarczej mogą wpłynąć zmiany cen ropy naftowej, obawy związane ze stanem nierównowagi na świecie i niski poziom zaufania konsumentów.

Przechodząc do procesów cenowych, niedawne podwyżki cen – głównie nośników energii – spowodowały wzrost inflacji znacznie powyżej 2%. Według wstępnych szacunków Eurostatu, w październiku 2005 r. roczna inflacja HICP wyniosła 2,5%, w porównaniu z 2,6% we wrześniu i 2,2% w dwóch poprzednich miesiącach. Prawdopodobnie w krótkim okresie inflacja mierzona wskaźnikiem HICP pozostanie na podwyższonym poziomie. Jak podkreślono w październiku, przy interpretacji aktualnych stóp inflacji należy dokonać wyraźnego rozróżnienia między przejściowymi czynnikami krótkookresowymi i czynnikami o charakterze bardziej trwałym. Niektóre zmiany mogą okazać się przejściowe, tym niemniej rynki spodziewają się, że z powodu rosnącego popytu na świecie, a także – do pewnego stopnia – niestabilność podaży, ceny ropy naftowej pozostaną na wysokim poziomie. Sugeruje to bardziej trwały wpływ cen ropy naftowej na kształtowanie się ogólnego poziomu cen.

Ocena kształtowania się cen w przyszłości dokonana przez Radę Prezesów opiera się właśnie na takim założeniu. Jednocześnie podwyżki płac w ostatnich kwartałach były ograniczone, a w związku ze słabością rynków pracy trend ten powinien się na razie utrzymać. Ponadto presja ze strony cen w przetwórstwie przemysłowym pozostaje niska z powodu silnej konkurencji globalnej. W sumie jednak, mimo iż stopy inflacji pozostaną prawdopodobnie na poziomie powyżej 2% w krótkim okresie, brak jest jak dotąd przekonujących dowodów na narastanie wewnętrznej presji inflacyjnej w strefie euro.

Rada Prezesów pozostaje jednak zaniepokojona ryzykami wyższej inflacji w średnim okresie wobec tego scenariusza. Jak podkreślono miesiąc temu, ryzyka te dotyczą obecnego stanu niepewności co do rozwoju sytuacji na rynku ropy naftowej, możliwości silniejszego niż dotychczas przeniesienia na konsumentów skutków podwyżek cen ropy w procesie produkcyjnym w strefie euro oraz możliwości wystąpienia efektów drugiej rundy w kształtowaniu się płac i cen. Należy ponadto brać pod uwagę możliwość wystąpienia dalszych podwyżek cen kontrolowanych i podatków pośrednich. W związku z tym utrzymanie średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro na stabilnym poziomie wymaga zachowania wzmożonej czujności.

Analiza monetarna również wskazuje na zwiększone ryzyko dla stabilności cen w średnim i długim okresie. Według wszelkich wiarygodnych miar poziom płynności w obszarze euro pozostaje bardzo wysoki. Ponadto wzrost dynamiki pieniądza obserwowany od połowy roku 2004 dodatkowo nabrał tempa w okresie kilku ostatnich miesięcy. Wzrost agregatu pieniężnego M3 kształtowały najbardziej płynne komponenty, potwierdzając, że w coraz większym stopniu wynika on z niskiego poziomu stóp procentowych. Ponadto nadal bardzo

dynamiczny jest wzrost kredytów, w szczególności hipotecznych. W związku z tym należy uważnie monitorować przebieg procesów cenowych na rynkach nieruchomości mieszkaniowych w niektórych krajach.

Podsumowując, analiza makroekonomiczna wskazuje, że podwyżki cen nośników energii mogą wymusić korektę w górę krótkookresowej prognozy inflacji. Niektóre z czynników przyczyniających się do takiej sytuacji mogą okazać się przejściowe, ale pozostałe będą mieć prawdopodobnie bardziej trwały charakter. Średniookresowa wewnętrzna presja inflacyjna w obszarze euro jest nadal ograniczona, należy jednak brać pod uwagę poważne ryzyko jej wzrostu. Również analiza monetarna wskazuje na wzrost zwykłych zagrożeń dla stabilności cen w perspektywie średnio- i długookresowej. Reasumując, zestawienie informacji z obu filarów wskazuje na potrzebę zachowania wzmożonej czujności w celu utrzymania oczekiwań inflacyjnych w granicach stabilności cen. Jedynie poprzez trwałą stabilizację oczekiwań inflacyjnych w średnim i długim okresie na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen polityka pieniężna może nadal sprzyjać w sposób znaczący ożywieniu koniunktury.

Jeśli chodzi o politykę fiskalną, wiele krajów przedstawiło już swoje plany budżetowe na rok 2006. Pomimo pożądanego postępu w konsolidacji fiskalnej w kilku przypadkach, perspektywy dla krajów w sytuacji nadmiernego deficytu budzą poważny niepokój, ponieważ istnieje ryzyko, iż konsolidacja nie będzie postępować, a podjęte zobowiązania na bieżący i przyszły rok nie zostaną wypełnione. Dalsze opóźnienia w korygowaniu nadmiernego deficytu i utrzymująca się skłonność do szukania półśrodków w realizacji procedur znowelizowanego Paktu Stabilności i Wzrostu stwarzają ryzyko podważenia jego wiarygodności. Do takiej sytuacji nie można dopuścić. Wszystkie strony stojące przed decyzjami w tej sprawie w najbliższym czasie ponoszą odpowiedzialność za zapewnienie odpowiedniego funkcjonowania europejskich ram fiskalnych w przyszłości. Byłoby to najskuteczniejszym sposobem poprawy perspektyw dalszego wzrostu gospodarczego w obszarze euro oraz budowania zaufania do instytucji odpowiedzialnych za finanse publiczne, zanim będą one musiały zmierzyć się z problemem starzenia się społeczeństw. Rada Prezesów apeluje zatem do krajów, w których występuje nierównowaga fiskalna o priorytetowe potraktowanie kwestii jej terminowego korygowania i rygorystycznego wdrażania znowelizowanego Paktu. Takie postępowanie będzie pozytywnym sygnałem dla opinii publicznej oraz zwiększy wiarygodność europejskich ram fiskalnych.

Jeśli chodzi o reformy strukturalne, Rada Prezesów ponownie podkreśla pilną potrzebę zwiększenia elastyczności rynków pracy i produktów w celu zwiększenia dynamiki i

konkurencyjności gospodarki europejskiej oraz wzmocnienia procesów dostosowawczych w obszarze euro. Najlepszym sposobem wykorzystania szans, jakie oferują globalizacja i postęp techniczny jest wprowadzenie i przyspieszenie zmian strukturalnych umożliwiających podniesienie poziomu wzrostu potencjalnego i tworzenie nowych miejsc pracy. Ułatwiłoby to także dostosowanie się do wyższych cen ropy poprzez podniesienie wydajności energetycznej i oszczędności energii, przy jednoczesnym unikaniu działań zakłócających proces dostosowań.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. Pierwszy podsumowuje najnowsze wyniki badań dotyczących zachowań płacotwórczych w obszarze euro, prowadzonych przez Eurosystem w ramach grupy naukowej „Inflation Persistence Network”. Drugi artykuł zawiera analizę warunków i zmian finansowania oraz bilansów przedsiębiorstw strefy euro w ostatnich dziesięciu latach. Trzeci analizuje stosunki gospodarcze i finansowe obszaru euro z Rosją oraz podsumowuje wyniki współpracy pomiędzy Eurosystemem i Bankiem Rosji.