

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 4 listopada 2004 roku 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 pozostały również na niezmiennym poziomie, odpowiednio 3,0% i 1,0%.

Na podstawie regularnie przeprowadzanych analiz makroekonomicznych i monetarnych Rada Prezesów uznała, że mimo utrzymującego się wzrostu cen ropy naftowej nie ma na razie wyraźnych oznak narastania średniookresowej presji inflacyjnej w obszarze euro. W szczególności wzrost płac pozostaje ograniczony w związku z utrzymującą się umiarkowaną dynamiką realnego PKB i słabością rynków pracy. W tej sytuacji Rada Prezesów postanowiła pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC na obecnym poziomie, który z perspektywy historycznej jest bardzo niski. Niemniej jednak wzrost cen ropy naftowej miał widoczny wpływ na ceny towarów i usług konsumpcyjnych w tym roku, a inflacja w nadchodzących miesiącach najprawdopodobniej pozostanie na poziomie znacząco powyżej 2%. Taki rozwój sytuacji jest niepokojący. Biorąc pod uwagę występujące zwykłe zagrożenia dla stabilności cen w perspektywie średniookresowej, uzasadnione jest zachowanie wzmożonej czujności na wszelkie tendencje, które mogłyby zagrożenia te zwiększyć.

Jeśli chodzi o analizę makroekonomiczną, która leży u podstaw oceny sformułowanej przez Radę Prezesów, w pierwszej połowie 2004 r. zaobserwowano umocnienie ożywienia gospodarczego, które rozpoczęło się w drugiej połowie 2003 r. Jakkolwiek wskaźniki krótkoterminowe nie są jednoznaczne, podstawowe mierniki aktywności gospodarczej wskazują na kontynuację wzrostu gospodarczego w 2005 r. Po stronie czynników zewnętrznych, po okresie najsilniejszej od lat dynamiki gospodarki światowej obserwuje się pewne spowolnienie. Tym niemniej korzystne warunki popytu światowego w 2005 r. powinny nadal sprzyjać eksportowi z obszaru euro. Po stronie czynników wewnętrznych koniunktura światowa, bardzo dogodne warunki finansowania w obszarze euro oraz wzrost zysków i poprawa wydajności wynikająca z restrukturyzacji przedsiębiorstw powinny sprzyjać inwestycjom. Ponadto w całym obszarze euro istnieją warunki dla wzrostu spożycia prywatnego, zwłaszcza w przypadku bardziej widocznej poprawy na rynku pracy.

Niemniej jednak scenariusz ten jest nadal obarczony niepewnością, związaną w szczególności z kształtowaniem się cen na rynkach ropy naftowej w niedawnym okresie. Z jednej strony skala i charakter tego szoku są inne niż w przeszłości, kiedy to wzrosty cen ropy naftowej były znacznie większe i wynikały głównie z ograniczeń podaży. Ponadto ropochłonność produkcji w obszarze euro jest obecnie znacznie niższa. Jednak z drugiej strony niedawne wzrosty cen ropy stanowią znaczący niekorzystny szok dla gospodarki obszaru euro. Utrzymanie cen ropy na obecnym poziomie lub ich dalszy wzrost osłabiłby siłę ożywienia zarówno wewnątrz obszaru euro, jak i poza nim. Niemniej jednak, pod pewnymi warunkami można zapewnić łagodniejszą absorpcję szoku związanego z cenami ropy; w szczególności należy nadal zapobiegać wystąpieniu wtórnych skutków szoku (efektów drugiej rundy) w zachowaniach płacowych i cenowych, a władze fiskalne powinny powstrzymać się od podejmowania działań, które wydłużyłyby proces dostosowawczy.

Jeśli chodzi o ceny towarów i usług konsumpcyjnych, według wstępnych szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP wzrosła w październiku do 2,5%. Tak silny wzrost (po spadku z 2,3% w sierpniu do 2,1% we wrześniu) odzwierciedla znaczny bezpośredni wpływ cen ropy naftowej na inflację HICP obszaru euro w minionych tygodniach. Co więcej, szok związany z cenami ropy naftowej może odbić się na całej gospodarce i spowodować dalsze skutki pośrednie, na co wskazują tendencje w kształtowaniu się cen producentów.

Jednak w dalszej perspektywie dostępne informacje nie wskazują, by w obszarze euro miało miejsce narastanie presji inflacyjnej. Od ostatniego kwartału 2003 r. podwyżki płac były ograniczone; w związku z umiarkowanym wzrostem gospodarczym i słabością rynków pracy oczekuje się utrzymania tej tendencji.

Niezależnie od tego w minionych miesiącach pojawiło się wiele zwykłych zagrożeń dla perspektyw stabilności cen. Zagrożenia te wiążą się głównie z kształtowaniem się cen ropy naftowej oraz możliwością wystąpienia ponownych podwyżek podatków pośrednich i cen kontrolowanych, a także efektów drugiej rundy wynikających z zachowań płacowych i cenowych.

Analiza monetarna dostarcza dalszych przesłanek dla perspektywy średnioterminowej. W ostatnich miesiącach zatrzymała się zniżkowa tendencja rocznej dynamiki agregatu M3 obserwowana w pierwszej połowie bieżącego roku. Krótkoterminowy wzrost M3 uległ wzmocnieniu, a dynamika roczna rośnie. Tendencja ta odzwierciedla pobudzający wpływ niskich (z perspektywy historycznej) stóp procentowych w obszarze euro na ekspansję monetarną. Szczególnie wysoki jest popyt na najbardziej płynne komponenty M3 zaliczane do wąskiego agregatu M1. Niski poziom stóp procentowych napędza również popyt na kredyt ze strony sektora prywatnego. W szczególności nadal rośnie dynamika kredytów mieszkaniowych, która zbliża się obecnie do wartości dwucyfrowej. Wzrasta jednak także popyt na inne rodzaje kredytów, w tym roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw z sektora niefinansowego.

Biorąc pod uwagę utrzymujące się tempo wzrostu agregatu M3 w ostatnich kilku latach, płynność dostępna w obszarze euro znacznie przewyższa poziom niezbędny dla finansowania bezinflacyjnego wzrostu. Jeśli nadwyżka płynności nie będzie sukcesywnie ograniczana w wyniku odwracania zmian w strukturze portfeli, w przyszłości może pojawić się ryzyko wzrostu inflacji. Co więcej, utrzymująca się wysoka nadwyżka płynności przy silnym wzroście kredytów może stać się źródłem niemożliwego do utrzymania wzrostu cen aktywów, zwłaszcza na rynkach nieruchomości.

Podsumowując, analiza ekonomiczna sugeruje, że presja inflacyjna jest wciąż pod kontrolą, ale należy uważnie obserwować szereg istniejących średnioterminowych zagrożeń zwykłych dla stabilności cen. Szczególnie istotne jest, by nie przełożyły się one na długoterminowe oczekiwania inflacyjne. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej również przemawia za zachowaniem wysokiej czujności na wypadek zmaterializowania się zagrożeń dla stabilności cen.

Jeśli chodzi o politykę fiskalną, większość krajów przedstawiła swoje plany budżetowe na 2005 r. W niektórych przypadkach pojawiły się pozytywne sygnały, że państwa członkowskie zamierzają skorygować nadmierne deficyty, dążyć do zrównoważenia budżetu lub uzyskania nadwyżki budżetowej. Niemniej jednak w innych przypadkach występuje znaczące ryzyko, że zobowiązania wynikające z Paktu Stabilności i Wzrostu nie zostaną zrealizowane, lub nierównowaga wzrasta i mogą pojawić się nowe przypadki przekroczenia 3-procentowej wartości referencyjnej. Jest więc absolutnie niezbędne, by w przypadkach, które tego wymagają, priorytetem budżetowym na rok 2005 była

konsolidacja. Ponadto kwestią kluczowej wagi jest zagwarantowanie, by statystyki finansów publicznych były rzetelnie opracowane i przedstawiane w terminie. Wyznaczenie właściwych celów budżetowych i przestrzeganie zobowiązań fiskalnych oraz wymogów sprawozdawczych będzie pomocne w budowaniu zaufania, wspomaganie ożywienia gospodarczego i przygotowaniu się na skutki starzenia się społeczeństwa.

Jeśli chodzi o europejski system fiskalny, Rada Prezesów jest nadal przekonana, że postępy we wdrażaniu Paktu Stabilności i Wzrostu są możliwe do osiągnięcia i okażą się korzystne. W tym względzie pozytywnie odbierane są propozycje Komisji Europejskiej dotyczące poprawy realizacji zapobiegawczej funkcji Paktu, obejmującej nadzór nad sytuacją budżetową. Jednocześnie Rada Prezesów ostrzega przed modyfikowaniem Paktu, a zwłaszcza procedury dotyczącej nadmiernego deficytu. Rada jest zdania, że wiarygodność 3-procentowego limitu jest kluczem do stabilizacji oczekiwań w zakresie dyscypliny fiskalnej. Ponadto ścisły nadzór i skuteczny wzajemny nacisk państw członkowskich na kształt polityki budżetowej poszczególnych krajów są niezbędne dla utrzymania zdrowej polityki fiskalnej.

Plany konsolidacji fiskalnej powinny stanowić część programu reform strukturalnych sprzyjających wzrostowi gospodarczemu oraz rozwojowi konkurencyjności i zatrudnienia. Jeśli chodzi o rynki pracy i produktów, śródkresowy przegląd Strategii Lizbońskiej, przygotowywany na spotkanie Rady Europejskiej w marcu 2005 r., stanowi doskonałą okazję dla zdynamizowania tych obszarów. Reformy strukturalne są sprawą kluczową dla poprawy wyników gospodarczych UE – wyższego wzrostu potencjalnego, lepszych perspektyw zatrudnienia i większej odporności na szoki. Wysiłki na rzecz przyspieszenia kluczowych reform gospodarczych są dziś ważniejsze niż kiedykolwiek wcześniej.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. Pierwszy artykuł analizuje wpływ zmian cen ropy naftowej na ceny i aktywność gospodarczą w obszarze euro. Drugi artykuł omawia szereg narzędzi umożliwiających bankom centralnym rozpoznawanie na podstawie cen aktywów oczekiwań rynkowych wobec kluczowych zmiennych ekonomicznych, w tym zwłaszcza inflacji i poziomu aktywności gospodarczej. Artykuł trzeci analizuje niedawne zmiany w unijnych systemach regulacji finansowej, nadzoru i stabilności.