

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 3 lutego 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 pozostały również na niezmiennym poziomie, odpowiednio 3,0% i 1,0%.

Decyzja ta odzwierciedla fakt, że ocena Rady Prezesów dotycząca stabilności cen w średnim okresie nie uległa zmianie. Krótkookresowa stopa inflacji HICP nadal wykazuje pewne wahania, zwłaszcza w związku ze zmianami cen ropy naftowej, ale nie ma istotnych oznak narastania wewnętrznej presji inflacyjnej w obszarze euro. W związku z tym Rada Prezesów pozostawiła podstawowe stopy procentowe EBC na niezmiennym poziomie, który z perspektywy historycznej jest niski. Nadal występuje jednak zwykłe ryzyko dla stabilności cen w średnim okresie i dlatego w dalszym ciągu należy zachować w tej kwestii czujność.

Jeśli chodzi o analizę makroekonomiczną, która leży u podstaw oceny sformułowanej przez Radę Prezesów, najnowsze dane o aktywności gospodarczej oraz dane sondażowe wskazują na kontynuację umiarkowanego wzrostu w czwartym kwartale 2004 r. oraz ogólnie niezmienną sytuację na przełomie roku. Patrząc w przyszłość, nadal istnieją warunki dla przyspieszenia wzrostu gospodarczego i jego utrwalenia się w ciągu bieżącego roku. Na świecie utrzymuje się wzrost gospodarczy, sprzyjający eksportowi obszaru euro. Po stronie czynników wewnętrznych, bardzo dogodne warunki finansowania, wzrost zysków przedsiębiorstw i poprawa wydajności powinny nadal sprzyjać inwestycjom. Co więcej, wraz ze wzrostem realnych dochodów do dyspozycji powinno rosnąć spożycie.

Wśród czynników ryzyka mogących spowodować spowolnienie wzrostu należy wymienić wysoki i zmienny poziom cen ropy oraz utrzymujący się stan nierównowagi na świecie. Po stronie czynników wewnętrznych, ograniczenie niepewności związanej z zakresem i tempem reform fiskalnych i strukturalnych byłoby korzystne dla poziomu spożycia. Niepewność ta wydaje się negatywnie wpływać na oczekiwania sektora prywatnego dotyczące przyszłego wzrostu realnych dochodów do dyspozycji. Jeżeli chodzi o kursy walutowe, Rada Prezesów potwierdziła swoje stanowisko wyrażone po gwałtownym

wzmocnieniu się kursu euro, że takie zmiany są niepożądane i niekorzystne dla wzrostu gospodarczego.

Przechodząc do kształtowania się cen, roczna inflacja HICP wzrosła z 2,2% w listopadzie do 2,4% w grudniu. Dane za styczeń nie są jeszcze dostępne, ale występują oznaki spadku inflacji w porównaniu z poziomem odnotowanym w grudniu. Zmienność rocznych stóp inflacji prawdopodobnie utrzyma się w najbliższych miesiącach, odzwierciedlając w szczególności wahania cen ropy. W dalszej perspektywie, z dostępnych dotychczas informacji wynika, że w 2005 r. inflacja HICP spadnie poniżej 2% (o ile nie wystąpią kolejne niekorzystne szoki). Nie ma też obecnie dowodów na narastanie wewnętrznej presji inflacyjnej w obszarze euro. W ostatnich kwartałach podwyżki płac były ograniczone; w związku z umiarkowanym tempem wzrostu gospodarczego i słabością rynków pracy trend ten powinien się utrzymać w przyszłości.

Należy jednak mieć na uwadze pewne czynniki ryzyka mogące powodować wzrost cen. Obawy dotyczą w szczególności kształtowania się cen ropy naftowej w przyszłości oraz generalnie ryzyka wystąpienia wtórnych skutków szoku w zachowaniach płacowych i cenowych w całej gospodarce. Należy również uważnie monitorować zmiany w podatkach pośrednich i cenach kontrolowanych.

Analiza monetarna dostarcza dalszych informacji o perspektywach kształtowania się cen w średnim i długim okresie. Najnowsze dane monetarne potwierdzają, że obserwowany od połowy 2004 r. wzrost agregatu M3 umacnia się. Tendencja ta w coraz większym stopniu odzwierciedla pobudzający wpływ bardzo niskich (z perspektywy historycznej) stóp procentowych w obszarze euro. W wyniku wysokiego tempa wzrostu agregatu M3 utrzymującego się w ostatnich kilku latach, płynność dostępna w obszarze euro znacznie przewyższa poziom niezbędny dla finansowania bezinflacyjnego wzrostu. W perspektywie średniookresowej może to stanowić zagrożenie dla stabilności cen i uzasadnia zachowanie czujności.

Bardzo niski poziom stóp procentowych napędza również popyt na kredyt ze strony sektora prywatnego. W ostatnich miesiącach wystąpił dalszy wzrost dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw spoza sektora finansowego. Ponadto utrzymuje się ugruntowany popyt na kredyty mieszkaniowe, przyczyniający się do wysokiej dynamiki cen nieruchomości w niektórych częściach obszaru euro. Wysoki poziom płynności przy silnym wroście

kredytów może stać się źródłem nietrwałego wzrostu cen na rynkach nieruchomości w części obszaru euro.

Podsumowując, analiza makroekonomiczna wskazuje, że wewnętrzna presja inflacyjna jest nadal ograniczona. Tym niemniej nadal występuje ryzyko wzrostu cen w średnim okresie, które należy uważnie monitorować. Jest ważne, by wyższa inflacja w krótkim okresie nie przełożyła się trwale na długookresowe oczekiwania inflacyjne i zachowania płacowe. Zestawienie wyników analizy makroekonomicznej z analizą monetarną przemawia za zachowaniem ciągłej czujności na wypadek zmaterializowania się zagrożeń dla stabilności cen w perspektywie średniookresowej.

Jeżeli chodzi o politykę fiskalną, prowadzona jest obecnie gruntowna ocena najnowszych wersji programów stabilizacyjnych państw członkowskich. Niesłuchanie istotne jest, by państwa członkowskie wypełniały swoje zobowiązania wynikające z Paktu Stabilności i Wzrostu w odniesieniu do realizacji budżetów na rok 2005 oraz wyznaczania celów średniookresowych. W niektórych przypadkach wymaga to skorygowania w roku bieżącym nadmiernych deficytów oraz konsekwentnego dążenia do osiągnięcia salda budżetowego bliskiego zrównoważenia lub nadwyżki. Podjęcie takich działań powinno zapobiec powtórzeniu się sytuacji, kiedy korekty deficytów okazały się niewystarczające. W świetle konieczności przygotowania się na skutki starzenia się społeczeństw, strategie fiskalne powinny stać się częścią kompleksowej strategii reform ukierunkowanej na podniesienie potencjału wzrostu gospodarczego w Europie.

Dyskusje o europejskim systemie fiskalnym powinny doprowadzić do sformułowania wiarygodnych wniosków. Rada Prezesów popiera propozycje przyczyniające się do umocnienia funkcji prewencyjnej Paktu Stabilności i Wzrostu, obejmującej nadzór nad sytuacją budżetową. Jeżeli chodzi o korekcyjną funkcję Paktu, istniejące obecnie mechanizmy muszą pozostać pod każdym względem wiarygodne i skuteczne. Dlatego też zmiana obowiązujących rozporządzeń, złagodzenie 3-procentowego limitu deficytu lub liberalizacja procedury dotyczącej nadmiernego deficytu przyniosłyby efekty przeciwne do zamierzonych. System fiskalny ustanowiony przez Traktat oraz Pakt Stabilności i Wzrostu jest kamieniem węgielnym Unii Gospodarczej i Walutowej, a tym samym ma podstawowe znaczenie dla spójności całej Unii Walutowej. Należy koniecznie unikać jakichkolwiek wątpliwości co do skuteczności procesu nadzoru i właściwego kierunku polityki fiskalnej obszaru euro w długim okresie, bowiem wątpliwości takie

doprowadziłyby ostatecznie do wzrostu premii z tytułu ryzyka oraz realnych stóp procentowych w tej strefie.

Jeżeli chodzi o reformy strukturalne, Rada ECOFIN zatwierdziła ostatnio Raport roczny w sprawie reform strukturalnych w 2005 r. opracowany przez Komitet Polityki Gospodarczej. Rada Prezesów w pełni popiera wniosek Rady ECOFIN, że należy zwrócić szczególną uwagę na podniesienie poziomu zatrudnienia, zwłaszcza w świetle starzenia się społeczeństwa, w ramach stałej konieczności przyspieszania tempa wzrostu w drodze zwiększania zarówno zatrudnienia, jak i produktywności. W tym kontekście Rada Prezesów zdecydowanie popiera Komisję w jej konsekwentnym dążeniu do realizacji zaktualizowanej Strategii Lizbońskiej i zachęca poszczególne rządy do wykazania determinacji w tym zakresie przez prowadzenie reform strukturalnych w Europie. Nadrobienie istniejących zaległości w realizacji strategii ma podstawowe znaczenie, jeżeli reformy mają przynieść oczekiwane korzyści, obejmujące zarówno zwiększenie potencjału wzrostu gospodarczego w średnim okresie, jak i poprawę zaufania konsumentów i przedsiębiorców w najbliższej perspektywie.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. Pierwszy omawia różne koncepcje dotyczące dyscypliny rynkowej w odniesieniu do banków i opisuje, w jakim stopniu dyscyplina rynkowa może uzupełnić działania nadzoru finansowego. Drugi artykuł poświęcony jest wstępnym wnioskom płynącym z niedawnych zmian zasad operacyjnych służących realizacji polityki pieniężnej w Eurosystemie. Trzeci artykuł przedstawia bilans płatniczy obszaru euro i międzynarodową pozycję inwestycyjną w podziale terytorialnym.