

Artykuł wstępny

Na posiedzeniu w dniu 1 lipca 2004 r. Rada Prezesów EBC postanowiła, że minimalna stopa procentowa oferowana dla podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu pozostanie na niezmiennym poziomie 2,0%. Stopa kredytu w banku centralnym na koniec dnia i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostały również na niezmiennym poziomie, odpowiednio 3,0% i 1,0%.

Na podstawie przeprowadzanej regularnie analizy ekonomicznej i monetarnej Rada Prezesów podtrzymała swą wcześniejszą ocenę, że mimo prawdopodobieństwa utrzymania się nieco silniejszej presji inflacyjnej w horyzoncie krótkoterminowym, średniookresowe perspektywy pozostają zgodne z definicją stabilności cenowej. W związku z tym Rada Prezesów postanowiła utrzymać dotychczasowe nastawienie w polityce pieniężnej i pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC na niezmiennym poziomie. Poziom stóp procentowych jest niski z perspektywy historycznej, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym, dzięki czemu wspiera aktywność gospodarczą. Rada Prezesów pozostanie czujna na wszelkie tendencje, które mogłyby wpłynąć na zagrożenia dla stabilności cenowej w średnim okresie.

Jeżeli chodzi o analizę ekonomiczną, która leży u podstaw takiej oceny Rady Prezesów, ostatnio opublikowane dane potwierdzają, że po pierwszym kwartale bieżącego roku, kiedy to realny wzrost PKB w ujęciu kwartał do kwartału wyniósł 0,6%, ożywienie gospodarcze w obszarze euro nadal się utrzymuje. Ogólnie rzecz biorąc, najnowsze wskaźniki produkcji i nakładów, jak również dane z badań przedsiębiorstw, pozostają spójne z obrazem utrzymującego się w drugim kwartale ożywienia w sferze realnej.

Patrząc w przyszłość Rada Prezesów pozostaje przekonana, że ożywienie gospodarcze będzie się utrzymywać. Istnieją warunki dla szerszej i silniejszej poprawy koniunktury. Po stronie czynników zewnętrznych wzrost gospodarczy poza obszarem euro zachowuje silną dynamikę i powinien sprzyjać zwiększeniu eksportu z obszaru euro. Po stronie czynników wewnętrznych inwestycjom powinny sprzyjać korzystne uwarunkowania gospodarcze poza obszarem euro oraz dogodne warunki finansowania w obszarze euro. W miarę jak restrukturyzacja przedsiębiorstw nabiera tempa, a ich wydajność rośnie, poprawa wyników



powinna sprzyjać inwestycjom. Co więcej, ożywienie spożycia prywatnego powinno postępować równoległe ze wzrostem realnych dochodów do dyspozycji oraz oczekiwaną poprawą dynamiki zatrudnienia w przyszłości. Z dostępnych prognoz organizacji międzynarodowych i prywatnych wyłania się zasadniczo podobny obraz perspektyw obszaru euro. Oczekiwanie, że ożywienie gospodarcze utrzyma się, jest również zgodne z ostatnimi tendencjami na rynkach finansowych.

Przedstawiony scenariusz kontynuacji ożywienia gospodarczego może ulec zmianie pod wpływem szeregu czynników działających w przeciwnych kierunkach. Z jednej strony wzrost gospodarczy obszaru euro w pierwszym kwartale był silniejszy niż przewidywano, co może wzmocnić jego krótkoterminową dynamikę. Również obecny ugruntowany wzrost gospodarki światowej mógłby doprowadzić do większej niż oczekiwana poprawy aktywności w obszarze euro. Z drugiej strony, pomimo pewnego spadku, ceny ropy naftowej pozostają wysokie i mogą osłabić wzrost, głównie ze względu na swój wpływ na warunki wymiany w handlu zagranicznym obszaru euro. Co więcej, w dłuższym horyzoncie czasowym nadal występują obawy związane z utrzymującymi się na świecie stanami nierównowagi.

Przechodząc do trendów cenowych, przy ocenie zagrożeń dla stabilności cenowej należy rozróżnić tendencje krótkoterminowe i średnioterminowe. W perspektywie krótkoterminowej ceny ropy naftowej nadal wywierają presję na wzrost ogólnego poziomu cen. Zgodnie ze wstępnymi szacunkami Eurostatu, roczna inflacja mierzona zharmonizowanym indeksem cen konsumpcyjnych (HICP) wyniosła w czerwcu 2,4%, podczas gdy w maju była na poziomie 2,5%. Choć ceny ropy spadły w ubiegłych kilku tygodniach, rynki oczekują, że przez pewien czas pozostaną wysokie. W takim przypadku stopy inflacji utrzymałyby się najprawdopodobniej powyżej 2% przez okres dłuższy niż oczekiwano w pierwszej połowie roku.

Wybiegając poza horyzont krótkoterminowy, perspektywy pozostają jednak zgodne z definicją stabilności cenowej, pod warunkiem umiarkowanego wzrostu płac, zgodnie z najnowszymi dostępnymi danymi. Niemniej jednak występują pewne czynniki ryzyka wzrostu cen zagrażające stabilności cenowej. Silna dynamika wzrostu gospodarczego na świecie może nadal wywierać presję na wzrost cen surowców, w tym cen ropy naftowej. Co

więcej, po dość znacznych wzrostach podatków pośrednich i cen kontrolowanych w przeszłości, ich dalszą ewolucję trudno jest w obecnym momencie uwzględnić w ocenach wybiegających w przyszłość, ponieważ informacje takie udostępniane są zwykle dopiero w dalszej części roku. W tym kontekście należy uważnie śledzić potencjalne zagrożenia efektami wtórnymi zmian tendencji placowych i cenowych. Partnerzy społeczni mogą mieć znaczny udział w utrzymaniu stabilności cenowej, jeśli skoncentrują się na średniookresowych perspektywach kształtowania się cen, a nie na stopach inflacji odnotowywanych obecnie. Sprzyjałoby to również wzrostowi zatrudnienia. Na koniec należy zauważyć, że długoterminowe oczekiwania inflacyjne mierzone na podstawie wskaźników rynku finansowego pozostają stosunkowo wysokie. Chociaż wskaźniki te należy interpretować z ostrożnością, zaobserwowane tendencje wymagają zachowania szczególnej czujności.

Przechodząc do analizy monetarnej, całościowy obraz pozostaje niezmienny w stosunku do poprzedniej oceny. W ostatnich miesiącach roczne stopy wzrostu agregatu M3 spadły. Jakkolwiek spadek ten odzwierciedla po części efekt bazy, decyzje portfelowe przedsiębiorstw i gospodarstw domowych unormowały się, gdy ustąpiła niepewność związana z sytuacją finansową. Co więcej, pojawiły się sygnały, że oszczędności coraz częściej inwestowane są w aktywa długoterminowe niezaliczane do agregatu M3, a nie w płynne aktywa pieniężne. Jednak mimo spowolnienia rocznego wzrostu agregatu M3 w ostatnim czasie, płynność dostępna w obszarze euro znacznie przewyższa poziom niezbędny dla finansowania bezinflacyjnego wzrostu. Jakkolwiek znaczna część nadwyżki płynności powstała w wyniku przesunięć portfelowych w przeszłości, niskie stopy procentowe również przyczyniły się do akumulacji płynnych aktywów. Niski poziom stóp procentowych przyczynia się ponadto do wzrostu dynamiki kredytów. Zasoby nadmiernej płynności - jeśli miałyby się utrzymać - mogą stanowić ryzyko dla stabilności cenowej w średnim okresie.

Podsumowując, analiza ekonomiczna wskazuje, że średnioterminowe perspektywy kształtowania się cen pozostają zgodne z definicją stabilności cenowej. Niemniej jednak nadal konieczne jest uważne śledzenie tendencji cenowych. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej z wynikami analizy monetarnej podkreśla potrzebę zachowania czujności na wypadek zmaterializowania się zagrożeń dla stabilności cenowej.

Jeśli chodzi o politykę fiskalną, najważniejszym priorytetem jest obecnie ponowne podjęcie zobowiązań w zakresie konsolidacji przez wszystkie zainteresowane kraje, co pozwoli uniknąć powtarzania błędów z przeszłości, kiedy to w warunkach ożywienia gospodarczego prowadzono politykę nierównowagi fiskalnej. Ożywienie gospodarcze stanowi bowiem okazję do uzdrowienia finansów publicznych. Wymaga to ścisłej kontroli wydatków podczas realizacji tegorocznych budżetów oraz obszernej strategii reform jako podstawy planowania budżetu na przyszły rok. Wiarygodne reformy po stronie wydatków publicznych są potrzebne dla utrzymania konsolidacji budżetu oraz wspierania uzdrowienia systemów zabezpieczeń społecznych, przyczyniając się tym samym do poprawy nastrojów w krótkim terminie oraz perspektyw wzrostu gospodarczego w średnim terminie. Utrzymanie istniejących uregulowań systemowych oraz ich konsekwentne wdrażanie jest kwestią podstawową dla ochrony zdrowych finansów publicznych oraz zdrowego środowiska makroekonomicznego. W opinii Rady Prezesów Pakt Stabilności i Wzrostu nie powinien być zmieniany, jakkolwiek jego realizacja w obecnie obowiązujących ramach mogłaby zostać poprawiona.

Rada Prezesów uznaje pilną potrzebę prowadzenia dalszych reform strukturalnych na rynkach pracy i produktów. Niepokój budzi niskowa tendencja wzrostu wydajności pracy w obszarze euro odnotowywana od połowy lat 90-tych. Choć świadczy to po części o wzroście zatrudnienia, w głównej mierze jest konsekwencją mniejszych niż możliwe postępów w zwiększaniu ogólnej wydajności gospodarowania. Realizacja korzyści wynikających z postępu technicznego oraz zwiększenia wydajności w związku z tworzeniem oraz stosowaniem nowych technologii informatycznych i komunikacyjnych wymaga w szczególności usunięcia strukturalnej sztywności niektórych rynków. W tym względzie stymulowanie większej konkurencji na rynku produktów - zwłaszcza w sektorze usług – oraz ułatwianie restrukturyzacji przemysłu mogłyby przyspieszyć innowacje oraz wprowadzanie nowych technologii. Jednocześnie wzmocnieniu i upowszechnianiu postępu technicznego w poszczególnych sektorach gospodarki obszaru euro musi towarzyszyć intensyfikacja działań w zakresie rozwoju kapitału ludzkiego oraz dostosowania systemów szkolnictwa do zmieniających się potrzeb rynku pracy.

Nieco silniejszy wzrost średniego poziomu zatrudnienia od połowy lat 90-tych częściowo skompensował negatywny wpływ, jaki miał niższy wzrost wydajności na całkowity wzrost produkcji. Jednakże w porównaniu z innymi krajami udział ludności w wieku produkcyjnym w rynku pracy jest stosunkowo niski. Ponadto znaczący odsetek siły roboczej to osoby bezrobotne, zaś zatrudnieni pracują średnio przez mniej godzin w roku niż ma to miejsce w innych obszarach gospodarczych. Istnieje potrzeba dalszych zmian w polityce gospodarczej obszaru euro w zakresie kształtowania podaży i wykorzystania siły roboczej, które poprawiłyby perspektywy wzrostu w średnim okresie. Działania takie są konieczne dla zachowania średniego poziomu życia ludności w kontekście starzenia się społeczeństwa.

Niniejsze wydanie Miesięcznego Biuletynu zawiera dwa artykuły. Pierwszy analizuje tendencje w zagregowanej wydajności pracy obszaru euro od wczesnych lat 80-tych oraz objaśnia je w kontekście leżących u podstaw tych tendencji zmian w poszczególnych branżach. Drugi artykuł analizuje wyniki sektora bankowego UE od 2000 r., wskazując na najważniejsze czynniki, które odpowiadają za prężność tego sektora.

Ponadto w ramce nr 4 omówiono niedawne włączenie walut Estonii, Litwy i Słowenii do unijnego mechanizmu kursowego ERM II.