

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 6 października 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%.

Na podstawie regularnych analiz makroekonomicznych i monetarnych Rada Prezesów uznała, że nastawienie w polityce pieniężnej jest nadal odpowiednie pomimo ponownego wystąpienia presji na wzrost cen wynikającej z sytuacji na rynku ropy naftowej. Należy jednak zachować wzmożoną czujność w odniesieniu do zagrożeń mogących spowodować wzrost cen. Jest niezwykle istotne, by wzrost bieżącej stopy inflacji nie przełożył się na wyższą presję inflacyjną w strefie euro. Za zachowaniem wzmożonej czujności przemawia także duży zapas płynności w obszarze euro. Utrzymujący się bardzo niski poziom stóp procentowych (zarówno nominalnych, jak i realnych) instrumentów o wszystkich terminach zapadalności nadal sprzyja aktywności gospodarczej. Aby sytuacja ta mogła trwać, jest niezwykle istotne, by oczekiwania inflacyjne pozostały trwale ustabilizowane w granicach stabilności cen.

Zgodnie z wynikami analizy makroekonomicznej, na których opiera się ocena Rady Prezesów, w pierwszych dwóch kwartałach 2005 r. realny PKB rósł w tempie 0,4% i 0,3% w ujęciu kwartalnym; głównym czynnikiem spowalniającym tempo wzrostu były wysokie ceny ropy. Zgodnie z wrześniowymi projekcjami ekspertów EBC najnowsze wskaźniki z badań sondażowych potwierdzają zasadniczo pogląd, że wzrost gospodarczy może stopniowo przyspieszyć w drugiej połowie bieżącego roku. Po stronie czynników zewnętrznych utrzymujący się wzrost popytu światowego sprzyja eksportowi obszaru euro. Po stronie czynników wewnętrznych zarówno utrzymujące się dogodne warunki finansowania, jak i wysoka dynamika zysków przedsiębiorstw powinny sprzyjać inwestycjom. Poziom spożycia powinien się stopniowo poprawić, zasadniczo zgodnie z oczekiwaną dynamiką dochodów do dyspozycji.

Przedstawione perspektywy aktywności gospodarczej mogą się pogorszyć, głównie z powodu zmian cen ropy naftowej, obaw związanych ze stanami nierównowagi na świecie i niskiego poziomu zaufania konsumentów. Dodatkowo przejściową niepewność

powodowały gospodarcze skutki niedawnych huraganów w Stanach Zjednoczonych, które jednak w dotychczasowej ocenie okazują się ograniczone i krótkotrwałe.

Przechodząc do procesów cenowych, niedawne podwyżki cen – głównie ropy – spowodowały wzrost inflacji znacznie powyżej 2%. Zgodnie ze wstępną prognozą Eurostatu, we wrześniu roczna inflacja HICP wyniosła 2,5% – w porównaniu z 2,2% w poprzednich dwóch miesiącach – i prawdopodobnie pozostanie na podwyższonym poziomie w krótkim okresie. Przy interpretacji tego skoku rocznej stopy inflacji należy dokonać wyraźnego rozróżnienia między przejściowymi czynnikami krótkookresowymi i czynnikami o charakterze bardziej trwałym.

Nie ma jeszcze szczegółowych danych o składnikach HICP we wrześniu, ale wydaje się, że podwyżki cen ropy wywarły tu ponownie duży wpływ, wzmocniony dodatkowo znacznie większym wzrostem cen benzyny spowodowanym wyjątkowym ograniczeniem mocy przerobowych rafinerii w następstwie dwóch huraganów, które przeszły nad Stanami Zjednoczonymi. Jeżeli potwierdzi się, że sytuacja w tym segmencie rynku stopniowo się normalizuje, może dojść do odwrócenia gwałtownego wzrostu różnic w cenach ropy i produktów jej rafinacji. Wzrost ten może zatem okazać się jedynie przejściowy.

Brak jednak obecnie przesłanek, by sądzić, że w dającej się przewidzieć przyszłości nastąpi znaczne obniżenie cen ropy. Wręcz przeciwnie, rynki spodziewają się, że z powodu rosnącego popytu na świecie, a także osłabienia podaży, ceny ropy pozostaną na wysokim poziomie. Przedstawiona przez Radę Prezesów ocena sytuacji cenowej w dalszej perspektywie opiera się właśnie na takim scenariuszu.

Szczególnie ważne jest, w jaki sposób zmiany te wpłyną na perspektywy utrzymania stabilności cen w średnim okresie. Tymczasem nadal brak jest wyraźnych dowodów na narastanie wewnętrznej presji inflacyjnej w strefie euro. W szczególności podwyżki płac w ostatnich kwartałach były ograniczone, a w związku ze słabością rynków pracy trend ten powinien się na razie utrzymać. Zatem podstawowy scenariusz zakłada, że inflacja pozostanie na wysokim poziomie w krótkim okresie, by następnie zacząć stopniowo spadać.

Jednocześnie jednak wzrosły zwykłe zagrożenia związane z tym scenariuszem. Dotyczą one przede wszystkim niepewności co do rozwoju sytuacji na rynku ropy naftowej, możliwości wystąpienia silniejszego niż dotychczas przeniesienia na konsumentów skutków podwyżek cen ropy za pośrednictwem łańcucha produkcji w strefie euro oraz możliwości wystąpienia efektów drugiej rundy w kształtowaniu się płac i cen. Wszystkie te kwestie mają duże znaczenie dla oceny średniookresowej stabilności cen przedstawionej przez Radę Prezesów. Należy ponadto wziąć pod uwagę możliwość dalszych podwyżek cen kontrolowanych i podatków pośrednich. W związku z tym utrzymanie oczekiwań inflacyjnych w strefie euro na stabilnym poziomie w dłuższym okresie wymaga zachowania wzmożonej czujności.

Dalszych informacji o perspektywach inflacji w średnim i długim okresie dostarcza analiza monetarna. W ostatnich miesiącach utrzymywał się wysoki wzrost podaży pieniądza i kredytów; roczna dynamika agregatu M3 przekracza obecnie 8%. Na wzrost podaży pieniądza w coraz większym stopniu wpływa ogólnie niski poziom stóp procentowych. W ostatnich miesiącach krótkookresowy wzrost agregatu M3 jeszcze nabrał tempa; utrzymuje się też bardzo wysoka dynamika kredytów, zwłaszcza hipotecznych. W związku z tym należy uważnie monitorować przebieg procesów cenowych na rynkach nieruchomości w niektórych krajach. W kontekście dużej płynności występującej w obszarze euro silny wzrost pieniądza i kredytów świadczy o istnieniu zagrożeń dla stabilności cen w średnim i długim okresie.

Podsumowując, analiza makroekonomiczna wskazuje, że podwyżki cen ropy naftowej i benzyny mogą wymusić korektę w górę krótkookresowego scenariusza procesów cenowych. Średniookresowa wewnętrzna presja inflacyjna w obszarze euro jest nadal ograniczona, należy jednak zwrócić uwagę na istotne ryzyko zwykłe. Również analiza monetarna wskazuje na występowanie 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. Przez stabilizację średnioterminowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen polityka pieniężna nadal w znaczącym stopniu przyczynia się do ożywienia wzrostu gospodarczego.

Jeżeli chodzi o politykę fiskalną w obszarze euro, obraz wyłaniający się z ostatnich danych jest bardzo niejednoznaczny. W niektórych krajach nadal występuje znaczna nierównowaga fiskalna, w innych stan finansów publicznych jest dobry. W większości krajów strefy euro dobiega końca opracowanie budżetów na rok 2006. Jest bardzo istotne, by w nowych budżetach uwzględnić nadanie większego impetu konsolidacji fiskalnej, tak aby przebiegała w odpowiednim tempie, a jednocześnie stanowiła element właściwie zaprojektowanej i kompleksowej strategii reform. Działania takie podbudują wiarę w możliwość trwałej i sprzyjającej wzrostowi poprawy kondycji finansów publicznych, a także zwiększą wiarygodność znowelizowanego Paktu Stabilności i Wzrostu. Pomogą zatem w umocnieniu zaufania w strefie euro. Jeśli chodzi o wpływ wysokich cen ropy na finanse publiczne, należy kontynuować konsolidację budżetów. Ponadto, jak stwierdza ostatni komunikat grupy G7, należy unikać dotacji i sztucznych ograniczeń cen w odniesieniu do ropy i produktów ropopochodnych, gdyż wpływają one niekorzystnie na rynek światowy. W dłuższej perspektywie działania takie nie leżą także w interesie podejmujących je gospodarek, gdyż ostatecznie wszystkie gospodarki będą musiały dostosować się do wyższego poziomu cen ropy.

Istotną rolę w rozpoznawaniu prawidłowości w zjawiskach inflacji i konkurencji w poszczególnych krajach strefy euro odgrywa poziom jednostkowych kosztów pracy. Od momentu wprowadzenia wspólnej waluty skumulowany wzrost jednostkowych kosztów pracy w kilku krajach obszaru euro znacznie przewyższał średnią dla całej strefy. Jednocześnie w kilku krajach wzrost ten był znacznie poniżej średniej.

Należy wyjaśnić, że pewne różnice w dynamice jednostkowych kosztów pracy – wynikające z procesu wyrównywania poziomu rozwoju gospodarczego lub dostosowywania się do przeżytych szoków gospodarczych – są normalną cechą dobrze funkcjonującej unii walutowej. Elastyczność obszaru euro pod tym względem mogła zostać niedoszacowana na wczesnym etapie jego funkcjonowania.

Nie wolno jednak spocząć na laurach. W niektórych krajach obszaru euro dynamika płac stale i znacząco przewyższa dynamikę wydajności pracy, co powoduje stosunkowo duży wzrost jednostkowych kosztów pracy przez dłuższy czas, wyższą presję inflacyjną i pogorszenie konkurencyjności. Może to częściowo wynikać ze sztywności płac – np. urzędowej lub faktycznej indeksacji płac nominalnych bądź wysokiego poziomu najniższych akceptowanych stawek wynagrodzeń wynikającego z wysokości świadczeń

dla bezrobotnych – oraz z niskiej dynamiki wydajności pracy i braku konkurencji w niektórych sektorach.

W kontekście szoków zewnętrznych, w tym gwałtownego wzrostu cen ropy, istnieje coraz większa potrzeba zwiększenia odporności gospodarek strefy euro poprzez przyspieszenie reform strukturalnych. Reformy te – a także urzeczywistnienie wewnętrznego rynku unijnego – przyczyniłyby się do utrzymania jednostkowych kosztów pracy na poziomie sprzyjającym zachowaniu stabilności cen, a także usprawniły funkcjonowanie mechanizmów dostosowawczych w obszarze euro, tym samym dając mocniejsze podstawy trwałego wzrostu produkcji i zatrudnienia.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. Pierwszy omawia wpływ niepewności gospodarczej i finansowej na popyt na pieniądz w obszarze euro, ze szczególnym uwzględnieniem jego wpływu na decyzje portfelowe. Drugi zajmuje się funkcjonowaniem systemów finansowych w krajach uprzemysłowionych; użyto w nim kompleksowego schematu pojęciowego i odpowiednio dobranego zestawu wskaźników.