

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 5 sierpnia 2004 roku Rada Prezesów EBC postanowiła pozostawić minimalną oferowaną stopę procentową podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu na niezmiennym poziomie 2,0%. Stopy 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 swoją 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.

Wychodząc od analizy ekonomicznej, która leży u podstaw takiej oceny Rady Prezesów, dane opublikowane od ostatniego posiedzenia potwierdzają, że w obszarze euro trwa ożywienie gospodarcze. Ogółem, najnowsze wskaźniki produkcji i popytu pozostają spójne z obrazem utrzymującego się ożywienia w sferze realnej gospodarki.

Patrząc w przyszłość Rada Prezesów pozostaje przekonana, że ożywienie gospodarcze będzie się utrzymywać. Istnieją warunki dla szerszego i silniejszego ożywienia koniunktury. Po stronie czynników zewnętrznych, wzrost gospodarczy poza obszarem euro jest ugruntowany i powinien w dalszym ciągu sprzyjać zwiększeniu eksportu z obszaru euro. Po stronie czynników wewnętrznych, inwestycjom powinien sprzyjać globalny popyt, rosnący poziom zaufania przedsiębiorstw oraz bardzo dogodne warunki finansowania w obszarze euro. Wzrost poziomu konsumpcji indywidualnej powinien nadal postępować równoległe do wzrostu realnych dochodów do dyspozycji. Powinien mu również sprzyjać - ze zwykłym opóźnieniem czasowym - większy wzrost zatrudnienia. Z prognoz organizacji międzynarodowych i prywatnych wyłania się podobny obraz

perspektyw obszaru euro. Oczekiwanie, że ożywienie gospodarcze utrzyma się, jest również zgodne z ostatnimi tendencjami na rynkach finansowych.

Przedstawiony scenariusz ożywienia może ulec zmianie pod wpływem szeregu czynników. Z jednej strony, za dalszą poprawą koniunktury w obszarze euro przemawiają ugruntowany wzrost gospodarki światowej, ostatnie tendencje w produkcji przemysłowej oraz niektóre dane z sondaży. Z drugiej strony, wysokie ceny ropy naftowej mogą osłabić dynamikę wzrostu, zarówno w skali światowej, jak i poprzez wpływ na warunki wymiany w handlu zagranicznym obszaru euro. Nadal istnieją obawy związane z utrzymującymi się na świecie stanami nierównowagi.

Jeżeli chodzi o trendy cenowe, ceny ropy naftowej nadal wywierają presję na wzrost ogólnego poziomu cen w perspektywie krótkoterminowej. Zgodnie ze wstępnymi szacunkami Eurostatu, roczna inflacja mierzona zharmonizowanym indeksem cen konsumpcyjnych HICP wyniosła w lipcu 2,4%, bez zmian wobec czerwca. Roczny wskaźnik inflacji HICP (z wyłączeniem składników cechujących się większą zmiennością, tj. energii i nieprzetworzonej żywności) wyniósł w czerwcu 2004 r. 2,2%. Zgodnie z obecnymi oczekiwaniami rynków, wysokie ceny ropy naftowej będą się utrzymywać dłużej niż zakładano w pierwszym półroczu. W przypadku urzeczywistnienia się tych oczekiwań roczne stopy inflacji najprawdopodobniej pozostałyby na poziomie powyżej 2% do końca bieżącego roku i przez kilka pierwszych miesięcy 2005 r.

Roczne stopy inflacji cen konsumpcyjnych powinny spaść w ciągu 2005 roku do wcześniejszego poziomu poniżej 2%, kiedy tylko przy ich obliczeniach przestaną być uwzględniane silne wstrząsy powodujące wzrost cen (wynikające zarówno ze zmian cen energii, jak i podatków pośrednich oraz cen kontrolowanych) obserwowane w 2004 roku. W dalszej perspektywie, jak dotychczas brak jest oznak narastania silniejszej ogólnej presji inflacyjnej. Zwłaszcza wzrost cen w obszarze euro powinien pozostać ograniczony, pod warunkiem, że zmiany płac pozostaną równie umiarkowane, zgodnie z najnowszymi dostępnymi danymi. Spodziewany wzrost wydajności powinien ponadto zahamować presję na ceny wynikającą z kosztów pracy.

Niezależnie od powyższego, należy uważnie śledzić zwykłe czynniki ryzyka dla stabilności cen w średnim okresie czasu. Niepokój budzi przede wszystkim nadal wysoki poziom cen ropy naftowej, który może się utrzymywać ze względu na silny światowy

wzrost gospodarczy. Inne ryzyko zwyżkowe dotyczące stabilności cen wiąże się z dalszą ewolucją podatków pośrednich i cen kontrolowanych. Na obecnym etapie trudno jest ocenić, czy ich podwyżki obserwowane w przeszłości będą kontynuowane w podobnym rzędzie wielkości, ponieważ odpowiednie informacje są zwykle dostępne dopiero w późniejszych miesiącach. Obawy dotyczące perspektywy krótkoterminowej wiążą się również z potencjalnym ryzykiem efektów wtórnych wynikających z tendencji płacowych i cenowych.

Konieczne jest również zachowanie czujności w związku z kształtowaniem się oczekiwań inflacyjnych. Utrzymywanie się przekonania o stabilności cen jest kluczem do zachowania korzystnego poziomu długoterminowych rynkowych stóp procentowych, przez co sprzyja wzrostowi gospodarczemu i tworzeniu nowych miejsc pracy w obszarze euro.

Przechodząc do analizy monetarnej, pomimo silnego wzrostu agregatu M3 w czerwcu (w ujęciu miesiąc do miesiąca), roczne stopy wzrostu M3 przez ostatnich kilka miesięcy stawały się coraz bardziej umiarkowane, zgodnie z trendem, który uwidocznił się latem 2003 r. Po ustąpieniu nadzwyczajnych niewiadomych ekonomicznych i finansowych, które występowały od 2001 r. do pierwszych miesięcy 2003 r., spowolnienie tempa wzrostu M3 w ostatnich kwartałach wynika głównie z postępującego od drugiej połowy 2003 roku normowania się zachowań inwestorów w zakresie alokacji aktywów portfelowych.

Jednocześnie wydaje się, że odwrócenie się wcześniejszych przesunięć portfelowych wymaga więcej czasu niż można by było oczekiwać na podstawie przebiegu zmian cyklicznych w przeszłości. Może to odzwierciedlać większą niechęć do ryzyka gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w obliczu strat, jakie przynosiły inwestycje giełdowe w okresie od 2000 r. do wiosny 2003 r. Oprócz tego, w perspektywie historycznej obecny poziom stóp procentowych jest bardzo niski. Niski poziom stop procentowych sprzyja ekspansji monetarnej, zwłaszcza w przypadku aktywów o najwyższej płynności zaliczanych do wąskiego agregatu M1. Dynamika kredytów dla sektora prywatnego rosła w ostatnich miesiącach w stosunkowo silnym tempie, napędzał ją również niski poziom stóp procentowych. Stosunkowo wysoki jest zwłaszcza poziom kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych.

Dostępna płynność w obszarze euro znacznie przewyższa poziom niezbędny dla finansowania bezinflacyjnego wzrostu. W obecnej chwili nie ma pewności, na jakie cele zostanie w przyszłości spożytkowana nadwyżka płynności. Jeśli jednak znaczna część posiadanych zasobów płynności miałaby zostać przekształcona w salda operacyjne, zwłaszcza gdyby zbiegło się to w czasie ze wzrostem zaufania i aktywności gospodarczej – ryzyko inflacji mogłoby wzrosnąć.

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 również przemawia za zachowaniem czujności na wypadek zmaterializowania się zagrożeń inflacyjnych dla stabilności cenowej.

Biorąc pod uwagę oznaki wskazujące na utrzymywanie się ożywienia gospodarczego w przyszłości, jest szczególnie ważne, aby polityka fiskalna i reformy strukturalne przyczyniały się do poprawy fundamentów gospodarczych obszaru euro. Najwyższy czas, aby rządy niektórych krajów obszaru euro podjęły reformy w zakresie polityki wydatków publicznych. Reformy te są konieczne do wsparcia dynamiki produkcji potencjalnej i zmniejszenia nierównowagi budżetowej. Po ogłoszeniu w dniu 13 lipca 2004 roku orzeczenia Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości precyzującego kompetencje Komisji i Rady w zakresie procedury nadmiernego deficytu, EBC zauważył z zadowoleniem, że wyrok potwierdza, iż zasady i procedury przewidziane w Traktacie oraz w Pakcie Stabilności i Wzrostu muszą być w pełni przestrzegane. Jeśli chodzi o implikacje tego postanowienia, EBC oczekuje że właściwe instytucje podejmą niezbędne kroki w celu zagwarantowania pełnej realizacji tych zasad i procedur. EBC podtrzymuje przekonanie, że nie ma potrzeby zmiany Traktatu ani Paktu Stabilności i Wzrostu, jednak realizacja Paktu Stabilności i Wzrostu mogłaby być poprawiona.

Równie konieczne jest wykorzystanie szansy, jaką stanowi obecne ożywienie gospodarcze, do skutecznego wdrożenia koniecznych reform strukturalnych na rynkach pracy i produktów obszaru euro. Umocniłyby one przekonanie o trwałości ożywienia, zwiększyły ogólną wydajność gospodarowania i wsparły dynamikę wzrostu oraz tworzenie nowych miejsc pracy. Szczególnie nagląca jest potrzeba reform strukturalnych prowadzących do poprawy wydajności pracy i wzrostu produkcji potencjalnej.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera trzy artykuły. Pierwszy z nich jest poświęcony konstytucji europejskiej, ze szczególnym uwzględnieniem aspektów bezpośrednio dotyczących EBC. Drugi artykuł opisuje charakterystykę i zastosowania kwartalnych sprawozdań sektora instytucji rządowych i samorządowych obszaru euro. Trzeci z artykułów omawia problematykę emisji, produkcji i fałszerstw banknotów euro od czasu ich wprowadzenia do obiegu oraz kluczowe zagadnienia z zakresu prac badawczych i rozwojowych dotyczących banknotów.