

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 3 sierpnia 2006 r. Rada Prezesów postanowiła podnieść minimalną oferowaną stopę procentową podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu o 25 punktów bazowych do poziomu 3,0%. Stopy kredytu i depozytu w banku centralnym na koniec dnia również zostały podniesione o 25 punktów bazowych do poziomu, odpowiednio, 4,0% i 2,0%. U podstaw tej decyzji leżą czynniki mogące zagrozić stabilności cen w średnim okresie, zidentyfikowane przez Radę zarówno w analizie makroekonomicznej, jak i monetarnej. Podjęta decyzja przyczyni się do trwałej stabilizacji średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro na poziomie odpowiadającym stabilności cen. Jest to warunek konieczny, by polityka pieniężna mogła w dalszym ciągu wspierać wzrost gospodarczy oraz tworzenie nowych miejsc pracy. Mimo tej podwyżki podstawowe stopy procentowe EBC są nadal niskie (zarówno w ujęciu realnym, jak i nominalnym), utrzymuje się wysoka dynamika agregatów pieniężnych i akcji kredytowej, a płynność – według wszelkich możliwych miar – pozostaje wysoka. Polityka pieniężna EBC ma więc nadal charakter akomodacyjny. Jeśli potwierdzą się założenia i podstawowy scenariusz przyjęte przez Radę Prezesów, to stopniowe wycofywanie się z tego nastawienia będzie uzasadnione. W związku z tym Rada Prezesów będzie w dalszym ciągu bardzo uważnie monitorować wszelkie zmiany sytuacji gospodarczej, aby zapewnić stabilność cen w średnim i długim okresie.

Główne wskaźniki aktywności gospodarczej, dostępne od początku lipca, potwierdzają raczej sformułowany przez Radę Prezesów podstawowy scenariusz wzrostu gospodarczego w strefie euro. Druga publikacja szacunków Eurostatu potwierdziła, że w pierwszym kwartale 2006 r. realny PKB wzrósł o 0,6% w ujęciu kwartalnym. Aktywność gospodarcza w coraz większym stopniu opiera się na popycie wewnętrznym. Co więcej, dostępne informacje na temat aktywności gospodarczej w drugim kwartale – na przykład sondaże nastrojów i wskaźniki miesięczne – świadczą o utrzymaniu tempa wzrostu gospodarczego. Najbardziej aktualne informacje z badań ankietowych dotyczących trzeciego kwartału również są zgodne z podstawowym scenariuszem Rady Prezesów.

W dalszej perspektywie istnieją warunki, by realny PKB w strefie euro rósł w tempie bliskim potencjalnego, zgodnie z czerwcowymi projekcjami ekspertów Eurosystemu. Wzrost gospodarczy w krajach będących głównymi partnerami handlowymi strefy euro

nadal korzystnie wpływa na eksport. Oczekuje się utrzymania wzrostu inwestycji, któremu sprzyjają dogodne warunki finansowania, zmiany struktury bilansów przedsiębiorstw oraz poprawa ich zysków i efektywności. Wzrost spożycia powinien się stopniowo umacniać wraz ze wzrostem zatrudnienia i tym samym – realnych dochodów do dyspozycji. Takie zasadniczo korzystne perspektywy aktywności gospodarczej w strefie euro są przedstawione w prognozach organizacji międzynarodowych i instytucji sektora prywatnego.

W krótkim okresie zagrożenia dla takiego scenariusza wzrostu gospodarczego zasadniczo się równoważą, choć niedawne wydarzenia geopolityczne i ich wpływ na rynki są dobrym przykładem niepewności, z jakimi musi się liczyć Rada Prezesów. W średnim i długim okresie ryzyko przechyla się na stronę spowolnienia dynamiki PKB i dotyczy w szczególności możliwości dalszego wzrostu cen ropy naftowej, gwałtownej korekty stanów nierównowagi na świecie oraz presji protekcyjnych, zwłaszcza po zawieszeniu negocjacji w sprawie handlu światowego w ramach rundy z Dauhy.

Przy omawianiu cen, należy wspomnieć, że według wstępnych szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w lipcu br. wyniosła 2,5%, bez zmian w stosunku do czerwca i maja. W drugiej połowie bieżącego i w 2007 roku stopa inflacji utrzyma się prawdopodobnie na poziomie powyżej 2%, a jej dokładna wielkość zależeć będzie od dalszego kształtowania się cen ropy naftowej. Oczekuje się wprawdzie, że w 2007 r. zmiany kosztów pracy w strefie euro nadal będą ograniczone – w wyniku m.in. istniejącej presji konkurencyjnej na świecie, zwłaszcza w sektorze przetwórstwa przemysłowego – ale pośrednie skutki dotychczasowego wzrostu cen ropy naftowej i już zapowiedzianych zmian w podatkach pośrednich mogą znacząco oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji na przestrzeni przyszłego roku. W tej sytuacji kluczową sprawą jest, by partnerzy społeczni nadal zachowywali się w sposób odpowiedzialny.

Nasiliły się czynniki ryzyka, które mogą doprowadzić do wzrostu cen powyżej przyjętego scenariusza. Należą do nich dalszy wzrost cen ropy naftowej i możliwość przełożenia się tego wzrostu na ceny konsumpcyjne w stopniu wyższym niż obecnie zakładany, kolejne podwyżki cen kontrolowanych i podatków pośrednich oraz – co ważniejsze – możliwość większych niż dotąd oczekiwano podwyżek cen i płac w wyniku wystąpienia efektów drugiej rundy związanych z dotychczasowym wzrostem cen ropy naftowej w warunkach poprawy na rynkach pracy.

W odniesieniu do perspektyw kształtowania się cen w średnim i długim okresie, analiza monetarna potwierdza ocenę Rady Prezesów o przewadze zagrożeń mogących doprowadzić do wzrostu inflacji. Dane za czerwiec br. wskazują wprawdzie na pewne spowolnienie rocznego tempa wzrostu M3, ale pozostają zgodne ze wzrostowym trendem dynamiki pieniądza utrzymującym się od połowy 2004 r. Istotnym czynnikiem pobudzającym wzrost pieniądza i kredytów w ostatnich kwartałach był niski poziom stóp procentowych w strefie euro.

Analiza czynników kreacji M3 wskazuje, że głównym źródłem wzrostu dynamiki agregatów pieniężnych pozostaje przede wszystkim wzrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego. W ostatnich miesiącach stopa wzrostu kredytów dla sektora prywatnego ogółem (w ujęciu rocznym) osiągnęła wartości dwucyfrowe; szybko rośnie zadłużenie zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw. Utrzymującą się silną dynamikę kredytów dla gospodarstw domowych nadal w dużym stopniu tłumaczy wzrost kredytów na zakup nieruchomości mieszkaniowych. Silny wzrost pieniądza i kredytów w sytuacji i tak już wysokiej płynności wskazuje na podwyższone ryzyko wzrostu inflacji w średnim i długim okresie. Należy zatem uważnie monitorować zmiany sytuacji pieniężnej, szczególnie w świetle wysokiej dynamiki rynków mieszkaniowych.

Podsumowując, oczekuje się, że roczna stopa inflacji w 2006 i 2007 roku utrzyma się na podwyższonym poziomie, średnio powyżej 2%, a bilans zagrożeń dla stabilności cen przechyła się na stronę wzrostu inflacji. Zestawienie wyników analizy makroekonomicznej i monetarnej – przy uwzględnieniu dużej dynamiki agregatów pieniężnych i akcji kredytowej oraz wysokiego poziomu płynności – potwierdza, że w średnim okresie przeważają czynniki mogące doprowadzić do wzrostu inflacji. Kolejna korekta stóp procentowych była zatem uzasadniona. Reagując we właściwym momencie, Rada Prezesów przyczynia się do ustabilizowania średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen, a tym samym do trwałego wzrostu gospodarczego i tworzenia nowych miejsc pracy. W dalszej perspektywie, o ile potwierdzą się założenia i podstawowy scenariusz przyjęte przez Radę Prezesów, będą istnieć przesłanki dla stopniowego zaostrzania polityki pieniężnej EBC, która w tej chwili nadal ma charakter akomodacyjny. Rada Prezesów będzie w dalszym ciągu bardzo uważnie monitorować zmiany sytuacji gospodarczej, aby zapobiec urzeczywistnieniu się zagrożeń mogących prowadzić do destabilizacji cen.

W polityce fiskalnej, biorąc pod uwagę perspektywy wzrostu gospodarczego sprawą podstawowej wagi jest, aby rządy strefy euro unikały polityki procyklicznej i przyspieszyły tempo konsolidacji fiskalnej. Jako że cele budżetowe na bieżący rok nie są szczególnie ambitne, konieczna jest konsekwentna realizacja budżetu po stronie wydatków, a wszelkie nieoczekiwane dodatkowe dochody najlepiej jest przeznaczyć na redukcję deficytu. Wraz z podejmowaniem rozważnych posunięć w drugiej połowie bieżącego roku, w średnim okresie polityka fiskalna powinna koncentrować się na usuwaniu źródeł nierównowagi finansów publicznych. Rządy krajów strefy euro – z których wiele finalizuje obecnie prace nad budżetem na 2007 r. – powinny w pełni wykorzystać korzystną sytuację gospodarczą, aby przyspieszyć strukturalne dostosowania niezbędne dla trwałej korekty nadmiernych deficytów. Pozwoli to na realizację średnioterminowych celów budżetowych na wczesnym etapie, a tym samym na przygotowywanie finansów publicznych na trudne wyzwania demograficzne.

W zakresie reform strukturalnych, dla dobra Europy niezbędne jest zapewnienie w pełni funkcjonującego rynku wewnętrznego, umożliwiającego swobodny przepływ ludzi i kapitału oraz wolny rynek towarów i usług. Usunięcie istniejących barier wewnątrz UE będzie stanowić silny impuls dla efektywnej alokacji czynników produkcji oraz pogłębienia integracji gospodarczej i finansowej, co z kolei pozwoli Unii Europejskiej zrealizować swój znaczący potencjał wyższego wzrostu gospodarczego i zatrudnienia oraz wzmocnienia odporności na wstrząsy. Wykorzystanie możliwości, jakie oferuje wspólny rynek pomoże zapewnić dobrobyt obywateli Europy. W przypadku tych państw członkowskich, które spełniły kryteria konwergencji określone w Traktacie i należą do strefy euro, znaczne korzyści, jakie niesie wspólny rynek uzupełnia również wspólna waluta, oferująca wiarygodne ramy dla polityki pieniężnej i stabilności cen w warunkach braku niepewności kursowej oraz niskich długoterminowych stóp procentowych, przejrzystych cen i kosztów, ograniczonych kosztów transakcyjnych i informacyjnych oraz większej odporności na niestabilność finansową i gospodarczą.

W tym kontekście dalsze rozszerzenie strefy euro o Słowenię z dniem 1 stycznia 2007 r. będzie kolejnym wydarzeniem o historycznym znaczeniu. W celu pełnej realizacji korzyści, jakie oferuje wspólna waluta oraz umożliwienia sprawnego funkcjonowania mechanizmów korekcyjnych w powiększonym obszarze walutowym konieczne będzie ściśle zintegrowanie Słowenii z Unią Gospodarczą i Walutową, co wymaga usunięcia

wszelkich istniejących jeszcze barier, w tym przeszkód dotyczących mobilności pracowników. Otwarte, konkurencyjne i elastyczne rynki mają bowiem szczególne znaczenie dla funkcjonowania gospodarki strefy euro oraz sprawnego prowadzenia wspólnej polityki pieniężnej. Rada Prezesów ze swej strony podjęła wszelkie niezbędne przygotowania mające na celu zintegrowanie Banka Słowenije z Eurosystemem.

Bieżące wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. Pierwszy opisuje udział poszczególnych sektorów w kształtowaniu się procesów monetarnych strefy euro oraz omawia różnice w popycie na pieniądź ze strony sektorów gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i niemonetarnych instytucji finansowych. Drugi artykuł opisuje ewolucję wysokokwotowych systemów płatniczych w strefie euro oraz ich kluczowe znaczenie dla właściwego funkcjonowania rynków finansowych i – na poziomie bardziej ogólnym – dla stabilności waluty.