

## ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu 10 stycznia Rada Prezesów postanowiła, na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej, pozostawić podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Inflacja HICP w ostatnich miesiącach malała, tak jak oczekiwano, a na rok bieżący przewiduje się jej spadek poniżej 2%. W horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej presja cenowa powinna pozostać ograniczona. Tempo wzrostu podaży pieniądza jest, co do tendencji, nadal niewielkie. Oczekiwania inflacyjne dotyczące strefy euro pozostają mocno zakotwiczone na poziomie zgodnym z celem Rady Prezesów, jakim jest utrzymanie inflacji w średnim okresie poniżej, ale blisko 2%. Osłabienie gospodarcze w strefie euro prawdopodobnie przeciągnie się na rok 2013. Na aktywności gospodarczej będzie się zwłaszcza odbijać w dalszym ciągu proces koniecznych dostosowań bilansowych w sektorze finansowym i niefinansowym oraz utrzymująca się niepewność. Później w 2013 r. aktywność gospodarcza powinna się stopniowo ożywiać. Gospodarka zacznie odczuwać efekty akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej oraz znacznej poprawy zaufania na rynkach finansowych i ich mniejszej segmentacji; powinien też wzrosnąć popyt zewnętrzny. W celu podtrzymania zaufania rządu muszą jeszcze zmniejszyć nierównowagę fiskalną i strukturalną oraz kontynuować restrukturyzację sektora finansowego.

W dziedzinie analizy ekonomicznej realny PKB strefy euro, po spadku o 0,2% w ujęciu kwartalnym w II kw. 2012 r., w III kw. obniżył się o 0,1%. Dostępne statystyki i wskaźniki ankietowe wskazują na dalsze osłabienie aktywności gospodarczej, które prawdopodobnie przeciągnie się na rok bieżący, co wiąże się z niekorzystnym wpływem, jaki na wydatki wewnętrzne wywierają słabe nastroje konsumentów i inwestorów oraz niewielki popyt zewnętrzny. Jednak w ostatnim okresie część wskaźników koniunktury ogólnie się ustabilizowała, choć na niskich poziomach, a zaufanie na rynkach finansowych znacznie się poprawiło. Później w 2013 r. prawdopodobnie zacznie się stopniowe ożywienie, gdyż akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej, znaczna poprawa zaufania na rynkach finansowych i ich mniejsza segmentacja będą się przekładać na poziom

prywatnych wydatków wewnętrznych, zaś umacnianie się popytu zewnętrznego powinno pobudzać wzrost eksportu.

Wśród czynników ryzyka związanych z perspektywami gospodarczymi strefy euro nadal przeważają czynniki negatywne. Wiążą się one przede wszystkim z powolnym tempem wprowadzania reform strukturalnych w strefie euro, kwestiami geopolitycznymi oraz nierównowagą występującą w największych krajach uprzemysłowionych. Czynniki te mogą pogarszać klimat gospodarczy dłużej, niż się obecnie zakłada, i jeszcze bardziej opóźnić poprawę inwestycji prywatnych, zatrudnienia i spożycia.

Według szybkich szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP w strefie euro w grudniu 2012 r. wyniosła 2,2% – tyle samo co w listopadzie, a mniej niż w październiku (2,5%) oraz sierpniu i wrześniu (2,6%). Na podstawie aktualnych cen terminowych ropy oczekuje się, że w bieżącym roku inflacja spadnie poniżej 2%. W horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, przy słabej aktywności gospodarczej w strefie euro i dobrze zakotwiczonych długookresowych oczekiwaniach inflacyjnych, presja cenowa powinna, co do tendencji, pozostać ograniczona.

Czynniki ryzyka wpływające na kształtowanie się cen w średnim okresie zasadniczo się równoważą; w kierunku spadku cen może oddziaływać słabsza aktywność gospodarcza, a w kierunku ich wzrostu – wyższe ceny administrowane i podatki pośrednie oraz wyższe ceny ropy.

W dziedzinie analizy monetarnej wzrost podaży pieniądza jest, co do tendencji, nadal ograniczony. Roczna dynamika agregatu M3, która w październiku 2012 r. wyniosła 3,9%, w listopadzie pozostała na zasadniczo niemienionym poziomie 3,8%. Głównym czynnikiem wzrostu M3 nadal było to, że uczestnicy rynku preferowali aktywa płynne – dynamika M1 w listopadzie ponownie wzrosła i osiągnęła 6,7%, wobec 6,5% w październiku, do czego przyczynił się napływ środków do depozytów overnight ze strony gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. W następstwie niestandardowych środków polityki pieniężnej zastosowanych przez EBC, a także działań innych twórców polityki, w wielu

krajach będących w trudnej sytuacji zaobserwowano powszechne umacnianie się bazy depozytowej. Dzięki temu wiele monetarnych instytucji finansowych mogło jeszcze bardziej ograniczyć wykorzystanie środków z Eurosystemu; zmniejszyła się też segmentacja rynków finansowych. Do wzrostu M3 przyczynił się także napływ kapitału do strefy euro, którego odzwierciedleniem był wysoki wzrost aktywów zagranicznych netto w MIF.

W akcji kredytowej nie zanotowano większych zmian – w listopadzie nadal była ona słaba. Roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego (skorygowana o sprzedaż i sekurytyzację kredytów) w listopadzie nadal wynosiła -0,5%. Wiąże się to z faktem, że w przypadku przedsiębiorstw wartość kredytów spłaconych znów była wyższa niż kredytów udzielonych. Jednak różnica między nimi była mniej wyraźna niż w poprzednim miesiącach: w listopadzie wyniosła 4 mld EUR, wobec 7 mld EUR w październiku i 21 mld EUR we wrześniu. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw wyniosła w listopadzie -1,4%, wobec -1,5% w październiku. Także roczna dynamika kredytów MIF dla gospodarstw domowych w listopadzie zasadniczo się nie zmieniła i wyniosła 0,7%. Słabość akcji kredytowej wynika w znacznej mierze z obecnej fazy cyklu koniunkturalnego, podwyższonego ryzyka kredytowego oraz trwającego dostosowania bilansów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Aby zapewnić właściwe przekładanie się impulsów polityki pieniężnej na warunki finansowania w krajach strefy euro, należy koniecznie – tam, gdzie istnieje taka potrzeba – nadal wzmacniać odporność banków. Zdrowe bilanse banków będą czynnikiem kluczowym zarówno dla zapewnienia odpowiedniego dopływu kredytów do gospodarki, jak i normalizacji wszystkich kanałów finansowania. W osiągnięciu tego celu pomogą zdecydowane działania na rzecz ustanowienia zintegrowanych ram finansowych. Jednym z głównych elementów tych ram będzie jednolity mechanizm nadzoru. Jest to ważny krok na drodze do reintegracji systemu bankowego.

Podsumowując, z analizy ekonomicznej wynika, że sytuacja cenowa powinna w średnim okresie pozostać zgodna z definicją stabilności cen. Ocenę tę potwierdza porównanie z sygnałami płynącymi z analizy monetarnej.

Osiągnięcie trwałej stabilizacji rynków finansowych i poprawa perspektyw wzrostu gospodarczego będą wymagać istotnych działań również w innych dziedzinach polityki gospodarczej. Należy szybko wdrożyć dalsze reformy strukturalne, aby gospodarka strefy euro mogła stać się bardziej elastyczna, dynamiczna i konkurencyjna. Niezbędne w tym zakresie są reformy rynku produktów ukierunkowane na nasilenie konkurencji i zwiększenie konkurencyjności oraz działania na rzecz poprawy funkcjonowania rynku pracy. Reformy takie zwiększą potencjał wzrostowy i zatrudnienie w strefie euro oraz poprawią zdolności dostosowawcze krajów tej strefy. Przyspieszą także proces dostosowania jednostkowych kosztów pracy i eliminacji nierównowagi na rachunku bieżącym. Jeśli chodzi o politykę fiskalną, niedawny znaczny spadek rentowności obligacji skarbowych powinien się umacniać wraz z postępem konsolidacji fiskalnej, zgodnie ze zobowiązaniami wynikającymi z paktu stabilności i wzrostu.

Niniejsze wydanie Biuletynu Miesięcznego zawiera dwa artykuły. W pierwszym analizuje się przydatność ankietowych wskaźników zaufania przy monitorowaniu i przewidywaniu rozwoju sytuacji gospodarczej w strefie euro. Szczególną uwagę zwraca się na kształtowanie się tych wskaźników od początku światowego kryzysu finansowego w 2007 r. W drugim artykule omówiono trendy wymiany handlowej w obrębie strefy euro w ostatniej dekadzie i rolę, jaką wymiana ta odegrała w narastaniu, a następnie zmniejszaniu nierównowagi na rachunku bieżącym tej strefy.