

Raport o inflacji czerwiec 2009

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, czerwiec 2009

Raport o inflacji jest dokumentem przedstawiającym ocenę Rady Polityki Pieniężnej dotyczącą przebiegu bieżących i przyszłych procesów makroekonomicznych wpływających na inflację. Przedstawiona w rozdziale 4. Raportu projekcja inflacji i PKB została opracowana w Instytucie Ekonomicznym Narodowego Banku Polskiego. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Zbigniew Hockuba, członek Zarządu NBP. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP.

Spis treści

Synteza	5
Przebieg procesów inflacyjnych	11
1.1 Wskaźniki inflacji	11
1.2 Oczekiwania inflacyjne	17
Determinanty inflacji	19
2.1 Popyt	20
2.1.1 Popyt konsumpcyjny	20
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych	22
2.1.3 Popyt inwestycyjny	25
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących	27
2.2 Produkcja	31
2.3 Rynek pracy	32
2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie	32
2.3.2 Płace i wydajność	34
2.4 Inne koszty i ceny	36
2.4.1 Ceny zewnętrzne	36
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej	37
2.5 Rynki finansowe	38
2.5.1 Ceny aktywów i stopy procentowe	38
2.5.2 Kurs walutowy	49
2.5.3 Kredyt i pieniądz	50
Polityka pieniężna w okresie luty – czerwiec 2009 r.	57
Projekcja inflacji i PKB	75
Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od stycznia do kwietnia 2009 r.	87

Synteza

Od lutowego *Raportu* nastąpiło pogłębienie recesji w gospodarce światowej i dalsze obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego na 2009 r. Jednocześnie część danych makroekonomicznych i wskaźników koniunktury wskazuje obecnie na możliwość zahamowania spadku aktywności w światowej gospodarce w kolejnych kwartałach, w tym na osłabienie zjawisk recesyjnych w Stanach Zjednoczonych oraz – w mniejszym stopniu – w strefie euro w II kw. 2009 r. Obniżenie bieżącego i prognozowanego wzrostu gospodarczego dotyczyło, obok gospodarek rozwiniętych, także krajów rozwijających się, w tym krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Osłabienie zagregowanego popytu oraz wcześniejszy spadek cen surowców związany z pogorszeniem się globalnej koniunktury przyczyniły się do spadku inflacji w większości krajów.

Najnowsze informacje dotyczące sytuacji gospodarki polskiej potwierdzają, że aktywność gospodarcza utrzymuje się na niskim poziomie. W kierunku spowolnienia wzrostu oddziałuje recesja za granicą, pogarszanie się sytuacji na rynku pracy i gorsza sytuacja finansowa przedsiębiorstw, a także utrudniony dostęp do kredytu. Czynnikiem dodatkowo ograniczającym popyt są relatywnie pesymistyczne nastroje podmiotów gospodarczych, choć w ostatnim okresie odnotowano ich pewną poprawę.

Po znaczącym spadku w IV kw. 2008 r. roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce w ciągu pierwszych czterech miesięcy 2009 r. stopniowo rosło – z 2,8% r/r w styczniu do 4,0% r/r w kwietniu, po czym w maju obniżyło się do 3,6% r/r, pozostając jednak powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. Do utrzymywania się inflacji na podwyższonym poziomie przyczynił się wzrost cen żywności, cen regulowanych oraz cen wyrobów akcyzowych. Zgodnie z oczekiwaniami formułowanymi w poprzednim *Raporcie* ważnym czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższej inflacji było także silne osłabienie kursu złotego w II poł. 2008 r. i na początku 2009 r. W kierunku wyższej inflacji oddziaływał również inercyjny charakter procesów inflacyjnych i relatywnie wysokie wzrosty cen w 2008 r.

W okresie styczeń–kwiecień br. wzrosły wszystkie wskaźniki inflacji bazowej, co wskazuje, że wzrost inflacji CPI w tych miesiącach wynikał nie tylko ze zmian komponentów w dużym stopniu podatnych na szoki. W maju 2009 r. odnotowano dalszy wzrost inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii, do czego przyczyniło się podwyższenie stawek akcyzy oraz skutki wcześniejszej deprecjacji złotego.

Od publikacji ostatniego *Raportu* do maja br. oczekiwania inflacyjne analityków bankowych stopniowo się obniżały, a w czerwcu wzrosły do 2,4%. Z kolei zbiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, po spadku w okresie marzec–kwiecień, w maju i czerwcu br. ponownie wzrosła (do 3,8%), co było związane głównie z wyższą stopą inflacji bieżącej.

W IV kw. 2008 r. wskutek silnej deprecjacji nominalnego kursu złotego nastąpił dalszy wyraźny wzrost cen importu wyrażonych w PLN (o 5,3% r/r, wobec 6,0% r/r w III kw. 2008 r.). Wzrost ten został częściowo osłabiony przez obserwowane w II poł. ub.r. spadki cen surowców, w tym ropy naftowej na rynkach światowych. Jednocześnie dalszy spadek cen eksportu (choć mniejszy niż w poprzednich kwartałach) wpłynął na pogorszenie się *terms of trade*.

Po silnym spadku w IV kw. ub.r., na początku 2009 r. ceny ropy były względnie stabilne, do czego przyczyniło się dalsze obniżanie popytu na paliwa, przy jednoczesnym systematycznym ograniczaniu produkcji przez kraje OPEC. Natomiast od połowy marca 2009 r. obserwowany jest wzrost cen ropy w wyniku poprawy nastrojów na rynkach finansowych i oczekiwań, że ożywienie aktywności ekonomicznej w gospodarce amerykańskiej nastąpi jeszcze w 2009 r. W czerwcu br. ceny ropy Brent ponownie przekroczyły poziom 70 USD/b - najwyższy od października ub.r.

W I kw. 2009 r. odnotowano wzrost PPI do 5,0% r/r. W wyniku osłabienia kursu złotego i związanego z tym wzrostu dynamiki cen producenta dla dóbr eksportowanych, PPI na rynku krajowym kształtował się na niższym poziomie niż PPI ogółem (4,3% r/r w I kw. 2009 r.). Biorąc natomiast pod uwagę dane miesięczne należy zaznaczyć, że od lutego br. zarówno PPI ogółem, jak i PPI na rynku krajowym obniżają się.

Według szacunków GUS, w I kw. 2009 r. PKB w Polsce wzrósł o 0,8% r/r (wobec 2,9% r/r w IV kw. 2008 r.), tj. poniżej oczekiwań z poprzedniego *Raportu*. Spożycie indywidualne pozostało głównym czynnikiem wzrostu PKB, przy niewielkim dodatnim wkładzie inwestycji. W wyniku recesji za granicą silnie obniżył się eksport, jednak równoczesny znaczny spadek importu związany m.in. z pogorszeniem koniunktury w kraju oraz wcześniejszą deprecjacją złotego przełożył się na dodatni wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Silne osłabienie kursu złotego w II poł. 2008 r. i na początku 2009 r. przyczyniało się do poprawy konkurencyjności polskich produktów i było czynnikiem wspierającym wzrost PKB. Czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy był natomiast istotny spadek poziomu zapasów.

W I kw. 2009 r. tempo wzrostu spożycia indywidualnego wyniosło 3,3% r/r (wobec 5,3% r/r w IV kw. 2008 r.) i było zgodne z oczekiwaniami przedstawionymi w poprzednim *Raporcie*. Spożycie publiczne w I kw. 2009 r. zwiększyło się wg GUS o 6,1% r/r (wobec 14,1% r/r w IV kw. 2008 r.), przy czym w lutym *Raporcie* oczekiwano jedynie nieznacznego wzrostu tej kategorii. Dane GUS wskazują, że zarówno w IV kw. ub.r., jak i w I kw. br. popyt konsumpcyjny utrzymywał się na relatywnie wysokim poziomie. W II poł. 2008 r. oraz w I kw. 2009 r. wyraźnie obniżyło się tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe. W I kw. 2009 r. dynamika nakładów brutto na środki trwałe wyniosła 1,2% r/r.

Szybko pogłębiająca się recesja w strefie euro w I kw. 2009 r. wpłynęła na silne osłabienie polskiego eksportu, jednak silniejszy spadek importu niż eksportu sprawił, że w okresie styczeń-marzec 2009 r. nastąpiło znaczne obniżenie się ujemnego salda w obrotach handlowych.

W ujęciu kwartalnym, po wzroście w IV kw. 2008 r., deficyt obrotów bieżących w I kw. 2009 r. zmniejszył się znacząco – a w relacji do PKB (w ujęciu czterech kwartałów) obniżył się do 4,2% na koniec I kw. br. (wobec 5,5% na koniec IV kw. 2008 r.). Natomiast łączny deficyt rachunku bieżącego i kapitałowego w relacji do PKB zmniejszył się do 3,2% na koniec I kw. 2009 r. (z 4,4% na koniec IV kw. 2008 r.).

Na koniec IV kw. 2008 r. zadłużenie zagraniczne Polski wyniosło ok. 172 mld EUR, a w relacji do PKB – 56% (wobec 48% na koniec 2007 r.). Do spłaty w 2009 r. przypada ok. 37% tej kwoty (tj. 64 mld EUR), jednak struktura zadłużenia wskazuje, że finansowanie jego obsługi w bieżącym roku nie powinno stanowić problemu.

Według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów, w budżecie państwa w okresie styczeń–maj 2009 r. wystąpił deficyt w wysokości 16,4 mld zł, co stanowi 90,2% planu rocznego. Sytuacja budżetowa jest przede wszystkim skutkiem niższych od planowanych dochodów budżetowych. Biorąc pod uwagę przewidywany niski stopień realizacji dochodów podatkowych w 2009 r., wprowadzenie oszczędności ogłoszonych przez Rząd w lutym br. najprawdopodobniej nie będzie wystarczające dla utrzymania salda budżetowego na poziomie założonym w ustawie budżetowej. Należy przy tym zaznaczyć, że w obecnej sytuacji nadmierne ograniczanie wydatków może oddziaływać procyklicznie i przyczyniać się do pogłębienia spowolnienia gospodarczego, w szczególności gdyby zagroziło ono skutecznemu wykorzystaniu środków unijnych.

W I kw. 2009 r. wyraźnie osłabł popyt na pracę. Choć liczba pracujących w gospodarce według BAEL w ujęciu rocznym nadal rosła, to jej dynamika obniżyła się, a w ujęciu kwartalnym (po odsezonowaniu) spadła do zera. Od końca 2008 r. zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się o 61 tys. osób i w maju 2009 r. było o 1,7% r/r niższe niż w analogicznym miesiącu ub.r. Natomiast liczba pracujących w gospodarce (w podmiotach zatrudniających powyżej 9 osób) spadła w I kw. 2009 r. o 1,0% r/r. Pomimo niekorzystnych zmian na rynku pracy w I kw. 2009 r. nadal rosła podaż pracy. Liczba osób aktywnych zawodowo wzrosła o 1,5% r/r do 17 128 tys. Znaczące osłabienie popytu na pracę przy jednoczesnym wzroście podaży pracy wpłynęło na wzrost stopy bezrobocia, zarówno obliczanego na podstawie BAEL (do 8,3% w I kw. 2009 r.), jak i rejestrowanego (do 11,0% w kwietniu 2009 r.).

Znaczące osłabienie popytu na pracę przekłada się na kształtowanie się dynamiki wynagrodzeń, choć ze względu na sztywności nominalne dostosowania dynamiki płac do zmian w popycie na pracę zachodzą z pewnym opóźnieniem. Po spadku w III i IV kw. 2008 r. tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń w gospodarce w I kw. 2009 r. nie zmieniło się w stosunku do poprzedniego kwartału i wyniosło 6,8% r/r. Stosunkowo szybko obniżała się natomiast dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw (do odpowiednio 4,8% i 3,8% r/r w kwietniu i maju br. wobec 6,3% r/r w I kw. br. i 7,2% r/r w IV kw. ub.r.). Stosunkowo powolne dostosowywanie sytuacji na rynku pracy do silnego osłabienia aktywności w polskiej gospodarce znalazło odzwierciedlenie w typowym w tej fazie cyklu koniunkturalnego spadku wydajności pracy oraz wzroście dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

Od publikacji ostatniego *Raportu* Fed utrzymał stopę procentową funduszy federalnych na niezmiennym poziomie 0,00–0,25%, Europejski Bank Centralny (EBC) obniżył główną stopę procentową łącznie o 100 punktów bazowych do poziomu 1,00%, a Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) obniżył dopuszczalne pasmo wahań 3-miesięcznej stopy LIBOR o 25 punktów bazowych zawężając je do 0,00–0,75% i zaznaczając, że celem banku jest obniżenie stopy LIBOR do poziomu 0,25%. Aktualne notowania rynku terminowego wskazują na oczekiwanie utrzymania stopy funduszy federalnych oraz głównej stopy procentowej SNB na niezmiennych poziomach w horyzoncie najbliższych sześciu miesięcy oraz dalszego spadku oprocentowania w strefie euro do 0,75% i utrzymania tego poziomu do końca 2009 r. Oprócz opisanych powyżej decyzji w zakresie polityki stóp procentowych Fed, EBC oraz SNB podjęły dodatkowo niekonwencjonalne działania polegające na bezpośredniej in-

terwencji tych banków na rynkach kredytowych.

W Polsce w lutym i marcu 2009 r. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopę referencyjną łącznie o 50 punktów bazowych do poziomu 3,75%. Brak zmian stóp procentowych NBP w kwietniu i maju br. wpłynął na zmianę oczekiwań co do przyszłej wysokości stopy referencyjnej – obecnie większość analityków oczekuje stóp powyżej 3,00%, a w ankiecie Reuters z 10 lutego br. 75% analityków oczekiwało stóp od 2,50 do 3,00%. Początkowo, w ślad za obniżkami stóp, obniżyła się również stopa WIBOR 3M na rynku międzybankowym, następnie jednak ponownie zaczęła wzrastać i od końca maja do 17 czerwca utrzymywała się na poziomie 4,61–4,64%. Ponieważ stawki WIBOR nie są stawkami transakcyjnymi, to niekoniecznie odzwierciedlają poziom rzeczywistych stawek rynkowych. Stosunkowo wysoki poziom stawek WIBOR może wynikać z dążenia banków do zwiększenia przychodów z tytułu udzielonych kredytów w sytuacji równoczesnego utrzymywania się wysokich kosztów pozyskiwania depozytów.

W okresie marzec–czerwiec br. rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro wzrosły, co było przede wszystkim wynikiem spadku awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych i zmniejszeniem zainteresowania inwestorów papierami skarbowymi krajów rozwiniętych. Rentowności polskich obligacji zmieniły się natomiast w niewielkim stopniu.

Sytuacja na krajowym rynku akcji odzwierciedlała nastroje panujące na rynkach światowych. W styczniu na GPW nastąpiły silne spadki indeksów, które były kontynuowane w lutym br., kiedy WIG20 spadł do poziomu najniższego od lipca 2003 r. Pod koniec lutego spadki kursów akcji uległy jednak wyhamowaniu, co było skorelowane z zahamowaniem deprecjacji złotego i wyprzedzało podobne zachowanie rynków zagranicznych, które w marcu zakończyły falę spadkową. W marcu i kwietniu ceny akcji silnie wzrosły, w maju zmieniały się w poziomym paśmie wahań, natomiast w czerwcu rynek powrócił do fazy wzrostowej. W całym okresie od 18 lutego do 17 czerwca br. indeks WIG20 wzrósł o 34%.

Od początku 2009 r. sytuacja na rynku mieszkań nie uległa istotnej zmianie. Zgodnie z wcześniejszymi prognozami, w I kw. 2009 r. na największych rynkach nieruchomości pogłębiała się nierównowaga pomiędzy rosnącą podażą a popytem na nowe mieszkania. Nieznaczny spadek cen mieszkań nie był w stanie istotnie wpłynąć na wzrost popytu w sytuacji ograniczonej dostępności kredytów mieszkaniowych, oczekiwań kupujących na dalszy spadek cen mieszkań i pogarszających się perspektyw gospodarczych. W I kw. br., podobnie jak w II poł. 2008.r., ofertowe ceny mieszkań nadal wykazywały umiarkowaną tendencję spadkową. Według danych dostępnych dla siedmiu największych rynków miejskich, w I kw. 2009 r. nadal spadały także ceny transakcyjne na rynku wtórnym, przy czym średnie tempo ich spadku było wyższe niż w IV kw. 2008 r.

W II poł. lutego 2009 r. nastąpiło odwrócenie trendu deprecjacyjnego nominalnego kursu złotego względem euro, dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego. Złoty umacniał się do połowy kwietnia, po czym zaczął się osłabiać. Od 18 lutego do 17 czerwca 2009 r. złoty umocnił się o ok. 17% wobec dolara amerykańskiego, ok. 8% wobec euro oraz o ok. 10% względem franka szwajcarskiego.

Ze względu na utrzymującą się dekonstrukcję i negatywną ocenę przedsiębiorstw co do perspektyw zbytu oraz dalsze zaostrzenie przez banki polityki kredytowej, przyrost wartości kredytów dla przedsiębiorstw w 2009 r. został zahamowany – w okresie styczeń–kwiecień 2009 r. wyniósł on jedynie 0,5 mld zł. W przypadku kredytów dla gospodarstw

domowych ich przyrost w 2009 r. również zmniejszył się, co związane było przede wszystkim ze znacznym ograniczeniem akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych (w okresie styczeń–kwiecień br. ich przyrost wyniósł 4,7 mld zł, wobec 13,6 mld zł w analogicznym okresie poprzedniego roku). Przyrost kredytów konsumpcyjnych również obniżył się, choć w mniejszym stopniu niż kredytów na cele mieszkaniowe (w okresie styczeń–kwiecień br. stan zadłużenia gospodarstw domowych z tego tytułu wyrósł o 5,4 mld zł, wobec 8,3 mld zł w analogicznym okresie poprzedniego roku).

Na posiedzeniach w lutym i marcu 2009 r. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe NBP każdorazowo o 0,25 pkt. proc. W kwietniu i maju br. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Na posiedzeniu w maju br. Rada podjęła decyzję o obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 pkt. proc., z 3,5% do 3,0%. W czerwcu br. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe NBP o 0,25 pkt. proc. do poziomu: stopa referencyjna 3,50% w skali rocznej; stopa lombardowa 5,00% w skali rocznej; stopa depozytowa 2,00% w skali rocznej; stopa redyskonta weksli 3,75% w skali rocznej.

Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej (ang. minutes) w lutym, marcu, kwietniu i maju 2009 r. wraz z Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w czerwcu br. umieszczone zostały w rozdziale Polityka pieniężna w okresie luty – czerwiec 2009 r. Opis dyskusji na czerwcowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 23 lipca 2009 r., a następnie umieszczony w kolejnym Raporcie.

W rozdziale IV *Raportu* przedstawiono przygotowaną przez analityków NBP projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których RPP podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych prognozowana inflacja z 50-procentowym prawdopodobieństwem znajdzie się w przedziale 2,8–3,5% w 2009 r. (wobec 2,5–3,9% w projekcji lutowej), 1,1–3,2% w 2010 r. (wobec 0,5–3,2%) oraz 0,8–3,4% w 2011 r. (wobec -0,9–2,6%). Natomiast roczne tempo wzrostu PKB zgodnie z czerwcową projekcją znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,4–1,1% w 2009 r. (wobec 0,3–1,9% w lutowej projekcji), 0,2–2,5% w 2010 r. (wobec 1,2–3,3%) oraz 2,4–4,5% w 2011 r. (wobec 2,5–4,8%).

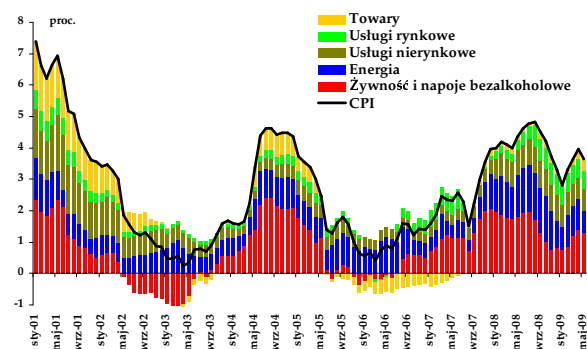
Przebieg procesów inflacyjnych

1.1 Wskaźniki inflacji

Po znaczącym spadku w IV kw. 2008 r. roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce w ciągu pierwszych czterech miesięcy 2009 r. stopniowo rośnie – z 2,8% r/r w styczniu do 4,0% r/r w kwietniu, po czym w maju obniżyło się do 3,6% r/r, pozostając jednak powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (Wykres 1.1)¹. Do utrzymywania się inflacji na podwyższonym poziomie przyczynił się wzrost cen żywności, cen regulowanych oraz cen wyrobów akcyzowych. Zgodnie z oczekiwaniami formułowanymi w poprzednim *Raporcie* ważnym czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższej inflacji było także silne osłabienie kursu złotego w II poł. 2008 r. i na początku 2009 r. W kierunku wyższej inflacji oddziałował również inercyjny charakter procesów inflacyjnych i relatywnie wysokie wzrosty cen w 2008 r.

W kierunku wzrostu inflacji w okresie styczeń–kwiecień 2009 r. oddziałował przede wszystkim wzrost dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych, który można wiązać z ograniczoną krajową podażą niektórych towarów rolno-spożywczych oraz z drożącym, na skutek deprecjacji złotego, importem artykułów żywnościowych. Do utrzymywania się inflacji na podwyższonym poziomie przyczynił się wysoki wzrost cen niektórych towarów nieżywnościowych (samochody, sprzęt gospodarstwa domowego), będący następstwem deprecjacji złotego, znaczny wzrost cen regulowanych, w tym głównie cen

□ Wykres 1.1:
Zmiany CPI i głównych kategorii cen.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

¹W marcu 2009 r. GUS dokonał corocznej rewizji wskaźnika CPI wg nowej struktury wag. W efekcie roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w styczniu br. przewidywano w dół z 3,1% r/r do 2,8% r/r, tj. o 0,3 pkt. proc. w stosunku do danych wstępnych opublikowanych w lutym br.

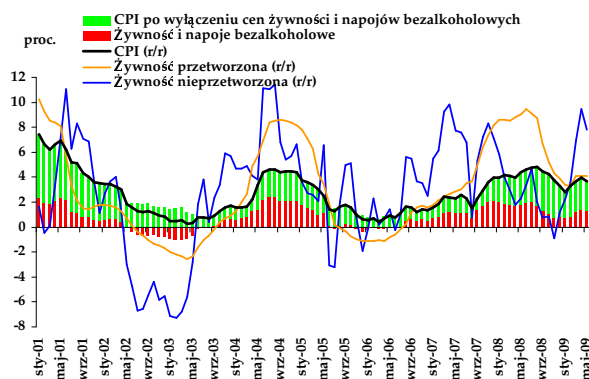
nośników energii i usług związanych z użytkowaniem mieszkania oraz – choć w mniejszym stopniu – cen wyrobów akcyzowych, takich jak wyroby tytoniowe i napoje alkoholowe, stanowiący efekt wcześniejszych podwyżek stawek podatku akcyzowego. Natomiast w kierunku obniżenia inflacji w analizowanym okresie oddziaływał spadek cen paliw w ujęciu rocznym, wynikający z silnego obniżenia się cen ropy na rynkach światowych w II poł. 2008 r. Utrzymało się też dezinflacyjne oddziaływanie spadku cen towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji, których znaczna część jest importowana z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Z kolei na obniżenie się inflacji w majułożył się przede wszystkim spadek rocznej dynamiki cen nośników energii, związany z ujemnym efektem bazy² oraz spadek dynamiki cen żywności.

W okresie styczeń–maj 2009 r. miał miejsce spadek inflacji za granicą, co było związane z wcześniejszym obniżeniem się cen surowców oraz dalszym pogorszeniem się koniunktury na świecie, w tym z pogłębieniem zjawisk recesyjnych w wielu gospodarkach.

W najbliższych miesiącach można oczekiwać, że inflacja w Polsce obniży się. W kierunku obniżenia inflacji będzie oddziaływało spowolnienie gospodarcze w Polsce i recesja na świecie, przekładające się na zmniejszenie popytu i obniżenie presji na wzrost cen zarówno na rynku krajowym, jak i na rynkach światowych. Równocześnie jednak spadek inflacji będzie ograniczany przez skutki obserwowanych wcześniej: wzrostu cen regulowanych, w tym cen energii, oraz osłabienia kursu złotego, a także przez wzrost cen ropy naftowej obserwowany w ostatnim okresie.

Wykres 1.2:

Zmiany CPI i głównych kategorii cen – żywność i napoje bezalkoholowe.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych

Roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych, po spadku w II poł. 2008 r., z początkiem 2009 r. ponownie zaczęła rosnąć (Wykres 1.2). Ceny żywności w okresie styczeń–kwiecień 2009 r. rosły znacznie szybciej niż zwykle – po

²Patrz ramka *Efekty bazy i ich wpływ na zmiany rocznego wskaźnika inflacji w 2009 r.* w *Raporcie* z lutego br., str. 17–20.

oczyszczeniu z wahań sezonowych ich miesięczna dynamika osiągnęła poziom obserwowany ostatnio na jesieni 2007 r., tj. w okresie bardzo silnych wzrostów cen surowców rolnych na rynkach światowych. W maju br. roczna dynamika cen żywności nieznacznie się obniżyła.

Wzrost cen żywności w analizowanym okresie był spowodowany w dużej mierze czynnikami o charakterze krajowym. Ceny surowców rolnych na rynkach światowych w tym czasie, mimo pewnego wzrostu w ostatnich miesiącach, kształtowały się bowiem na stosunkowo niskim poziomie (Wykres 1.3). Znalazło to odzwierciedlenie w kształtowaniu się cen żywności w większości innych krajów Unii Europejskiej, gdzie roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych w pierwszych pięciu miesiącach 2009 r. systematycznie się obniżała³. W maju br., pomimo pewnego obniżenia w stosunku do kwietnia, roczna dynamika cen żywności w Polsce należała do najwyższych w Unii Europejskiej.

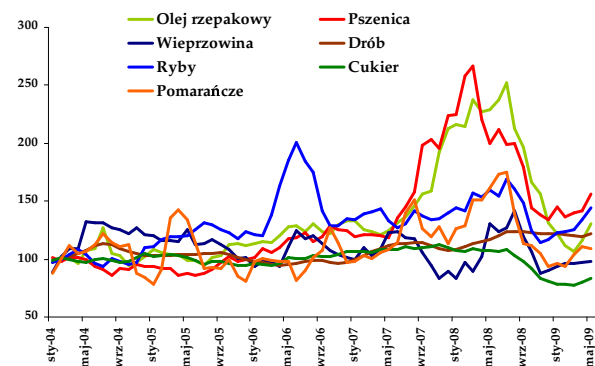
Na wyraźny wzrost dynamiki cen żywności od początku 2009 r.łożył się przede wszystkim silny wzrost cen żywności nieprzetworzonej oraz – choć w mniejszym stopniu – cen żywności przetworzonej. Ważnym czynnikiem sprzyjającym wzrostowi cen żywności był spadek krajowej podaży towarów rolno-spożywczych, szczególnie wyraźny w przypadku mięsa, cukru, a także niektórych warzyw⁴. Krajowe zapotrzebowanie było uzupełniane towarami importowanymi, któ-

³Porównanie wskaźników inflacji w poszczególnych krajach Unii Europejskiej opiera się na danych Eurostat, tj. danych zharmonizowanych.

⁴Silny spadek krajowej podaży mięsa jest związany z najgłębszym od początku okresu transformacji spadkiem pogłowia trzody chlewnej. Produkcja żywca wieprzowego w II poł. 2008 r. była o 13,4% r/r niższa, a zgodnie z szacunkami IERiGŻ w I poł. 2009 r. może obniżyć się nawet o 18% r/r. Jednocześnie zmniejszyło się tempo wzrostu produkcji mięsa drobiowego. Podaż warzyw gruntowych oraz ziemniaków ze zbiorów w 2008 r. była niższa o ponad 11% r/r, co było związane zarówno ze zmniejszeniem powierzchni zasiewów, jak i z niekorzystnymi warunkami agro-meteorologicznymi. Z kolei spadek podaży cukru w kraju był efektem przeprowadzanej w Unii Europejskiej reformy rynku, skutkującej obniżeniem produkcji cukru w większości krajów członkowskich. W Polsce produkcja cukru spadła o ponad 30% r/r i ze znaczącego eksporterera netto cukru od sezonu 2008/09 Polska stała się jego importerem netto.

Wykres 1.3:

Ceny surowców rolnych na rynkach światowych (I kw. 2004 = 100).



Źródło: Dane MFW, obliczenia NBP.

rych ceny wzrosły wskutek wcześniejszej deprecjacji kursu złotego. W kierunku łagodzenia wzrostu cen żywności mógł natomiast oddziaływać słabnący popyt konsumpcyjny.

Można oczekiwać, że w najbliższych miesiącach roczna dynamika cen żywności ustabilizuje się lub będzie się obniżała. Sprzyjać temu będzie m.in. oczekiwane ustabilizowanie się cen surowców rolnych na rynkach światowych na niskim poziomie oraz dalsze pogarszanie się sytuacji finansowej gospodarstw domowych.

Ceny usług

W analizowanym okresie dynamika cen usług utrzymała się na wysokim poziomie, mimo pewnego spowolnienia w porównaniu z IV kw. 2008 r. zarówno dynamiki cen usług rynkowych, jak i – w mniejszym stopniu – nierynkowych (Wykres 1.4).

Na obniżenie rocznej dynamiki cen usług rynkowych, która jednak utrzymuje się na wysokim poziomie,łożyło się słabsze roczne tempo wzrostu cen w kategorii *restauracje i hotele* oraz cen usług związanych z transportem (w tym głównie z konserwacją i eksploatacją środków transportu). Obniżenie rocznej dynamiki cen usług rynkowych było związane najprawdopodobniej także z osłabieniem krajowej presji popytowej. Jednocześnie w dalszym ciągu rosły ceny usług w kategorii *kultura, sport i rekreacja* oraz *turystyka*, przyczyniając się do utrzymywania się dynamiki cen usług rynkowych na relatywnie wysokim poziomie.

Nadal wysoka dynamika cen usług nierynkowych była przede wszystkim wynikiem dalszego wzrostu cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania.

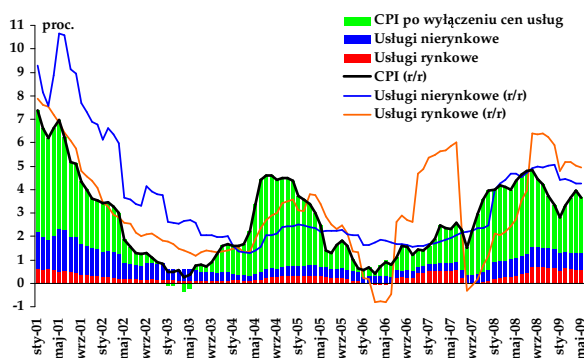
Ceny towarów

W okresie styczeń–maj 2009 r. roczna dynamika cen towarów⁵ wzrosła, utrzymując się jednak na stosunkowo niskim poziomie (Wykres 1.5).

⁵Zgodnie z definicją przyjętą w *Raporcie*, kategoria towarów nie obejmuje żywności i napojów bezalkoholowych oraz energii.

Wykres 1.4:

Zmiany CPI i głównych kategorii cen – usługi.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 1.1: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.

ZMIANY r/r (w proc.)	2008							2009				
	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi	maj
CPI	4,6	4,8	4,8	4,5	4,2	3,7	3,3	2,8	3,3	3,6	4,0	3,6
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen administrowanych	4,1	4,2	4,3	3,8	3,5	2,8	2,4	1,7	2,3	2,7	3,0	2,9
Cen najbardziej zmiennych	4,2	4,2	4,3	4,4	4,4	4,3	4,2	3,3	3,5	3,7	3,9	3,9
Cen żywności i energii	2,2	2,2	2,7	2,9	2,9	2,9	2,8	2,2	2,4	2,5	2,6	2,8
15% średnia obciąża	4,9	4,8	4,8	4,5	4,1	3,7	3,7	3,4	3,6	3,9	4,1	3,9
ZMIANY m/m (w proc.)	2008							2009				
	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi	maj
CPI	0,2	0,0	-0,4	0,3	0,4	0,2	-0,1	0,5	0,9	0,7	0,7	0,5
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen administrowanych	0,2	-0,1	-0,5	0,3	0,4	0,1	-0,1	0,2	0,6	0,8	0,8	0,5
Cen najbardziej zmiennych	0,0	0,3	0,2	0,5	0,5	0,7	0,6	0,2	0,6	0,7	0,1	0,2
Cen żywności i energii	0,3	0,2	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,3
15% średnia obciąża	0,4	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3
Wskaźniki inflacji – odsezonowane (metodą TRAMO/SEATS):												
CPI	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Od marca 2009 r. NBP oblicza i publikuje cztery miary inflacji bazowej:

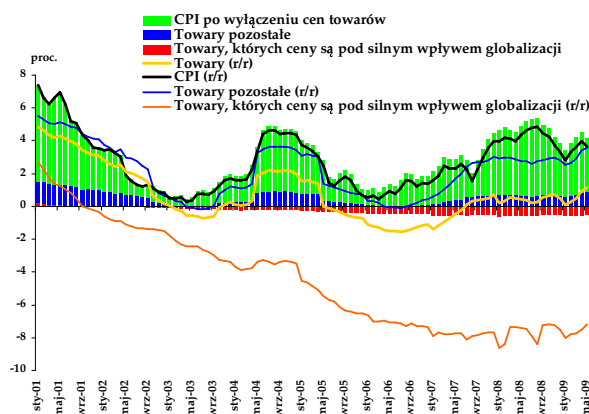
- **Inflacja bazowa po wyłączeniu cen administrowanych;** wskaźnik ten powstaje przez wyeliminowanie cen, które nie są kształtowane przez mechanizmy rynkowe, lecz w pełni lub w znacznym stopniu podlegają decyzjom instytucji rządowych, samorządowych lub regulatorów. Ceny administrowane (w odróżnieniu od uprzednio używanej kategorii cen kontrolowanych) nie obejmują cen towarów i usług kontrolowanych pośrednio np. przez zmiany stawek podatków pośrednich, czy też podatków i opłat ekologicznych. Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen administrowanych zastąpił publikowany do końca 2008 r. wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych;
- **Inflacja bazowa po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych;** wskaźnik ten powstaje poprzez wyłączenie cen najbardziej zaburzonych, czyli cen tych towarów i usług, które są szczególnie wrażliwe na różnego rodzaju szoki podaży i popytu i/lub cechują się istotną i zmienną w czasie sezonowością. Wskaźnik ten zastąpił publikowany do końca 2008 r. wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności oraz wskaźnik po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw;
- **Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii;**
- **15% średnia obciąża.**

W kierunku obniżania rocznej dynamiki cen towarów oddziaływał dalszy spadek cen w grupie towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji⁶, których znaczna część jest importowana z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Jed-

⁶Do grupy tych towarów zalicza się: odzież, obuwie, sprzęt audiowizualny, fotograficzny i informatyczny, instrumenty muzyczne, gry, zabawki, sprzęt sportowy i kempingowy, urządzenia elektryczne do higieny osobistej.

Wykres 1.5:

Zmiany CPI i głównych kategorii cen – towary.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

nak obserwowany w okresie luty–kwiecień br. wzrost dynamiki cen sprzętu audiowizualnego, fotograficznego i informatycznego, związany z wcześniejszą deprecjacją kursu złotego, zmniejszał skalę spadku cen tej grupy towarów.

Do wzrostu rocznej dynamiki cen towarów przyczynił się przede wszystkim wzrost cen pozostałych towarów, w tym głównie napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych, wskutek wprowadzenia od początku 2009 r. podwyższonej stawki podatku akcyzowego na te towary. W tym samym kierunku oddziaływał również znaczny wzrost cen środków transportu (samochodów osobowych) oraz towarów związanych z wyposażeniem mieszkania, co można wiązać z wcześniejszym osłabieniem kursu złotego.

Ceny energii

W analizowanym okresie, po silnym wzroście rocznej dynamiki cen energii⁷, w maju br. nastąpił jej spadek związany z ujemnym efektem bazy dotyczącym cen gazu (silny wzrost cen gazu w maju 2008 r.). Do utrzymania wysokiego tempa wzrostu cen energii nadal przyczyniał się wzrost cen energii elektrycznej oraz energii cieplnej dla gospodarstw domowych. Z kolei w kierunku zmniejszenia dynamiki cen w tej grupie oddziaływał spadek cen paliw do prywatnych środków transportu związany z obserwowanym od sierpnia do grudnia 2008 r. silnym obniżeniem się cen ropy naftowej na rynkach światowych. Równocześnie jednak osłabienie kursu złotego, zwłaszcza względem dolara amerykańskiego spowodowało, że skala spadków cen ropy wyrażonych w PLN była mniejsza niż w przypadku cen wyrażonych w USD, co sprzyjało utrzymaniu się wysokiej dynamiki cen energii na rynku krajowym.

W najbliższych miesiącach można oczekiwać, że roczna dynamika cen energii będzie zbliżona do obecnej. Złożą się na to, z jednej strony, oczekiwane utrzymanie się cen paliw na niższym poziomie niż w 2008 r. oraz, z drugiej strony, ewentualne dalsze i już dokonane podwyżki regulowanych cen energii elektrycznej i cieplnej. W

⁷Kategoria *energia* obejmuje nośniki energii (energia elektryczna, gaz, ciepło, opał) oraz paliwa silnikowe (do prywatnych środków transportu).

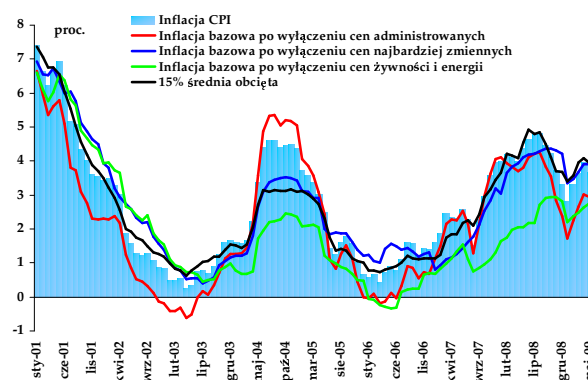
kierunku wzrostu dynamiki cen energii będą oddziaływać obserwowane wcześniej osłabienie kursu złotego i obecny wzrost cen ropy naftowej.

Inflacja bazowa

W okresie styczeń–kwiecień br. wzrosły wszystkie wskaźniki inflacji bazowej (Wykres 1.6), co wskazuje, że wzrost inflacji CPI w tych miesiącach wynikał nie tylko ze zmian jej komponentów w dużym stopniu podatnych na szoki. W maju 2009 r. odnotowano dalszy wzrost inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (z 2,2% r/r w styczniu do 2,8% r/r w maju br.) oraz spadek lub stabilizację pozostałych miar inflacji bazowej. Do wzrostu inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii przyczyniło się podwyższenie stawek akcyzy oraz skutki wcześniejszej deprecjacji złotego. W maju br. dwa wskaźniki (inflacja bazowa po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych oraz 15% średnia obciąża) przekraczały górną granicę odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5%).

Wykres 1.6:

Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.



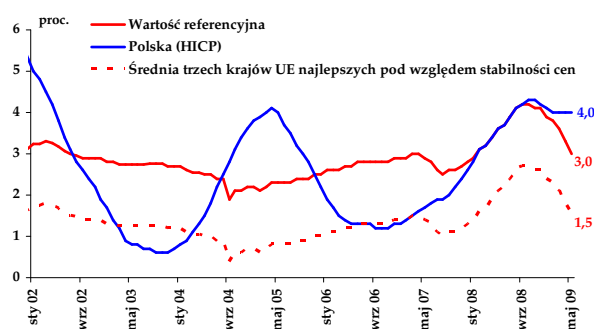
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Kryterium inflacyjne z Maastricht

W okresie styczeń–kwiecień 2009 r. roczna inflacja HICP w Polsce rosła, a w maju br. nieznacznie się obniżyła. Natomiast dwunastomiesięczna średnia ruchoma, brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium inflacyjnego z Maastricht, do lutego br. obniżała się, a następnie ustabilizowała się na poziomie 4,0%. Wartość referencyjna dla kryterium inflacyjnego w całym analizowanym okresie systematycznie spadała: z 3,9% w styczniu do 3,0% w maju. W rezultacie tych zmian dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacja HICP w Polsce w okresie styczeń–maj br. przewyższała wartość referencyjną.

Wykres 1.7:

Inflacja HICP w Polsce (12-miesięczna średnia ruchoma) a kryterium z Maastricht.



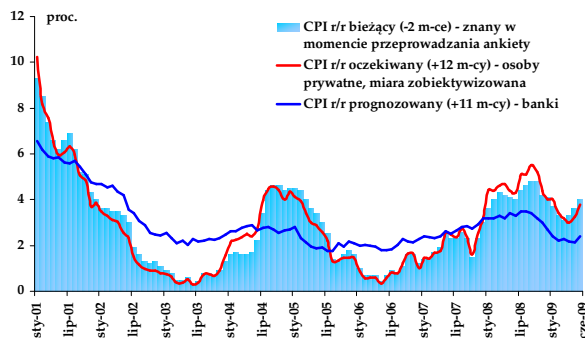
Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

1.2 Oczekiwania inflacyjne

Od publikacji ostatniego *Raportu* do maja br. oczekiwania inflacyjne analityków bankowych stopniowo się obniżały. Ich prognozy inflacji w horyzoncie 11 miesięcy zmniejszyły się z 2,3% w marcu do 2,1% w maju br. W czerwcu oczekiwania

Wykres 1.8:

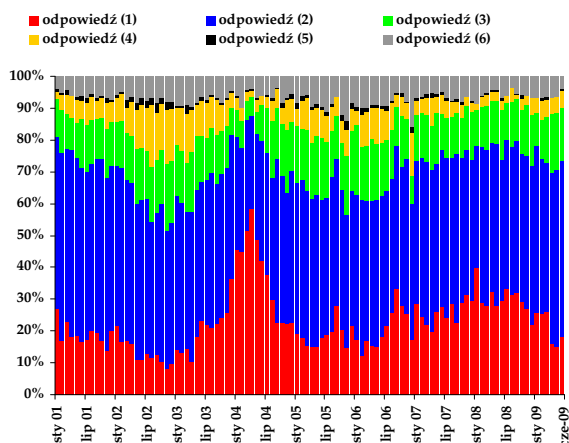
Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz prognozy inflacyjne analityków bankowych.



Źródło: Dane Ipsos, Reuters, GUS, obliczenia NBP.

Wykres 1.9:

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych – struktura odpowiedzi na pytanie Ipsos.



Źródło: Dane Ipsos.

Pytanie ankiety Ipsos: "Jak Pan(i) sądzi, patrząc na to, co się obecnie dzieje, czy w ciągu najbliższych 12 m-cy ceny: (1) będą rosły szybciej niż teraz; (2) będą rosły w tym samym tempie; (3) będą rosły wolniej; (4) będą takie same jak teraz; (5) będą niższe; (6) trudno powiedzieć?"

inflacyjne analityków wzrosły do 2,4% (Wykres 1.8).

Z kolei zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, po spadku w okresie marzec–kwiecień, w maju i czerwcu br. ponownie wzrosła (do 3,8%), co było związane głównie z wyższą stopą inflacji bieżącej. W porównaniu z początkiem roku w badaniach ankietowych oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych (Wykres 1.9) poprawiła się struktura odpowiedzi – odsetek respondentów, którzy oczekują, że w ciągu najbliższych miesięcy ceny będą rosły szybciej lub w takim samym tempie jak w momencie przeprowadzania badania, w okresie marzec–czerwiec 2009 r. utrzymał się średnio na poziomie ok. 72%, wobec 76% w pierwszych dwóch miesiącach 2009 r.

Determinanty inflacji

Od lutowego *Raportu* nastąpiło pogłębienie recesji w gospodarce światowej i dalsze obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego na 2009 r. Jednocześnie część danych makroekonomicznych i wskaźników koniunktury wskazuje obecnie na możliwość zahamowania spadku aktywności w światowej gospodarce w kolejnych kwartałach, w tym na osłabienie zjawisk recesyjnych w Stanach Zjednoczonych oraz – w mniejszym stopniu – w strefie euro w II kw. 2009 r. Obniżenie bieżącego i prognozowanego wzrostu gospodarczego dotyczyło, obok gospodarek rozwiniętych, także krajów rozwijających się, w tym krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Osłabienie zagregowanego popytu oraz wcześniejszy spadek cen surowców związany z pogorszeniem się globalnej koniunktury przyczyniły się do spadku inflacji w większości krajów.

Najnowsze informacje dotyczące sytuacji gospodarki polskiej potwierdzają, że aktywność gospodarcza utrzymuje się na niskim poziomie. W kierunku spowolnienia wzrostu oddziałuje recesja za granicą, pogarszanie się sytuacji na rynku pracy i gorsza sytuacja finansowa przedsiębiorstw, a także utrudniony dostęp do kredytu. Czynnikiem dodatkowo ograniczającym popyt są relatywnie pesymistyczne nastroje podmiotów gospodarczych, choć w ostatnim okresie odnotowano ich pewną poprawę.

Według szacunków GUS, w I kw. 2009 r. PKB w Polsce wzrósł o 0,8% r/r (wobec 2,9% r/r w IV kw. 2008 r.), tj. poniżej oczekiwań z poprzedniego *Raportu*. Spożycie indywidualne pozostało głównym czynnikiem wzrostu PKB, przy niewielkim dodatnim wkładzie inwestycji. W wyniku recesji za granicą silnie obniżył się eksport, jednak równoczesny znaczny spadek importu związany m.in. z pogorszeniem koniunktury w kraju oraz wcześniejszą deprecjacją złotego przełożył się na dodatni wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Silne osłabienie kursu złotego w II poł. 2008 r. i na początku 2009 r. przyczyniało się do poprawy konkurencyjności polskich produktów i było czynnikiem wspierającym wzrost PKB. Czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy był natomiast istotny spadek poziomu zapasów. Spowolnieniu aktywności gospodarczej towarzyszyło dalsze ograniczenie popytu na pracę, na co wskazuje spadek zatrudnienia i wzrost bezrobocia. Pomimo pewnych sztywności nominalnych dokonuje się stopniowe dostosowanie dynamiki płac do zmian w popycie na pracę, choć dynamika płac i w efekcie dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie. Procesom dostosowawczym zachodzącym w polskiej gospodarce towarzyszyły na początku 2009 r.: zmniejszenie deficytu na rachunku obrotów bieżących, duża zmienność kursu walutowego oraz wzrost inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii. Mimo obniżania się presji popytowej w gospodarce, inflacja utrzymuje się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP określonej na poziomie 3,5%, do czego przyczynił się wzrost cen żywności, cen regulowanych oraz cen wyrobów akcyzowych. Ważnym czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższej inflacji było silne osłabienie kursu złotego w II poł. 2008 r. i na początku 2009 r.

2.1 Popyt

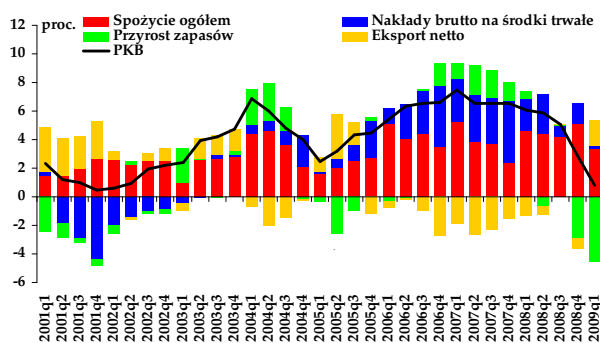
W I kw. 2009 r. tempo wzrostu realnego PKB wyniosło 0,8% r/r (wobec 2,9% r/r w IV kw. 2008 r.) i było niższe niż oczekiwano w poprzednim *Raporcie* (Wykres 2.1).

Zgodnie z oczekiwaniami z poprzedniego *Rapor- tu*, spożycie indywidualne pozostało głównym czynnikiem wzrostu PKB. Dynamika inwestycji utrzymała się na dodatnim poziomie, kształtując się nieco powyżej oczekiwań. Znaczne dostosowanie nastąpiło natomiast po stronie zapasów, których wkład do wzrostu był silnie ujemny. W rezultacie popyt krajowy w I kw. br. spadł o 1,0% r/r. Spowolnienie gospodarcze w kraju wraz z osłabieniem kursu złotego w II poł. 2008 r. i na początku 2009 r. przyczyniło się do znaczącego obniżenia importu w I kw. br. W tym samym okresie wyraźnie spadł także eksport, co związane było z silnym pogorszeniem się koniunktury za granicą, przy czym wkład eksportu netto do wzrostu PKB był dodatni.

W ocenie NBP w najbliższych kwartałach można oczekiwać obniżenia się dynamiki PKB. Z powodu niekorzystnych perspektyw wzrostu gospodarczego w kraju i za granicą aktywność inwestycyjna będzie nadal ograniczana. Istotnym czynnikiem działającym w kierunku wzrostu PKB pozostanie natomiast spożycie indywidualne, choć jego dynamika również będzie się obniżać. Dodatni wkład do wzrostu PKB może mieć także eksport netto, do czego przyczyni się istotne obniżenie importu. Osłabienie popytu na dobra importowane związane będzie przede wszystkim ze znacznym spadkiem dynamiki popytu krajowego, w tym inwestycji przedsiębiorstw i popytu na dobra zaopatrzeniowe, co będzie dodatkowo wzmacniane przez skutki wcześniejszej znacznej deprecjacji kursu walutowego. Równocześnie, pogarszająca się sytuacja gospodarcza u głównych partnerów handlowych Polski przełoży się na dalsze ograniczenie polskiego eksportu.

Wykres 2.1:

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB.



Źródło: Dane GUS.

2.1.1 Popyt konsumpcyjny

W I kw. 2009 r. tempo wzrostu spożycia indywidualnego wyniosło 3,3% r/r (wobec 5,3% r/r w IV kw. 2008 r.) i było zgodne z oczekiwaniami

przedstawionymi w poprzednim *Raporcie*. Spożycie publiczne w I kw. 2009 r. zwiększyło się wg GUS o 6,1% r/r (wobec 14,1% r/r w IV kw. 2008 r.), przy czym w lutowym *Raporcie* oczekiwano jedynie nieznacznego wzrostu tej kategorii. Dane GUS wskazują, że zarówno w IV kw. ub.r., jak i w I kw. br. popyt konsumpcyjny utrzymywał się na relatywnie wysokim poziomie.

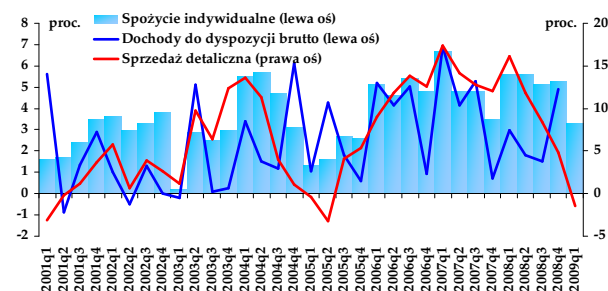
W IV kw. 2008 r. odnotowano wysokie dynamiki funduszu płac oraz dochodów ze świadczeń społecznych. Tempo wzrostu nominalnego funduszu płac obniżyło się jednak w porównaniu z III kw. ub.r. (do 11,8% r/r, wobec 15,2% r/r w III kw. ub.r.), na co złożył się zarówno spadek dynamiki zatrudnienia, jak i stopniowe osłabienie wzrostu płac (patrz rozdział 2.3.1 Płace i wydajność). Natomiast tempo wzrostu dochodów ze świadczeń społecznych utrzymało się na niezmienionym poziomie. W efekcie waloryzacji rent i emerytur w 2008 r. nominalny wzrost przeciętnej emerytury i renty z pozarolniczego systemu ubezpieczeń społecznych wyniósł w IV kw. ub.r. 10,8% r/r (wobec 10,9% r/r w III kw. ub.r.), a wzrost przeciętnej emerytury rolniczej 6,5% r/r (wobec 6,5% r/r w III kw. ub.r.).

W I kw. 2009 r. nastąpiło dalsze obniżenie się tempa wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw – do 6,3% r/r, przy jednoczesnym utrzymaniu się dynamiki wynagrodzeń w gospodarce na niezmienionym poziomie 6,8% r/r. Tempo wzrostu przeciętnych emerytur pozarolniczych oraz rolniczych było zbliżone do odnotowanego w IV kw. ub.r. (odpowiednio 10,4% r/r i 6,6% r/r). Dynamika dochodów realnych była istotnie niższa niż dynamika dochodów nominalnych, co wynikało z podwyższonego poziomu inflacji, w tym z wysokiego tempa wzrostu cen regulowanych, które obniżają siłę nabywczą dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych.

W IV kw. 2008 r. gospodarstwa domowe uzupełniały swój fundusz nabywczy o kredyty konsumpcyjne, choć ich przyrost był mniejszy niż w III kw. 2008 r. (odpowiednio 7,9 mld zł wobec 9,9 mld zł). W I kw. 2009 r. przyrost kredytów konsumpcyjnych uległ dalszemu osłabieniu (do 5,7 mld zł), jednak kredyty te pozostały dodatkowym źródłem finansowania popytu konsumpcyj-

□ Wykres 2.2:

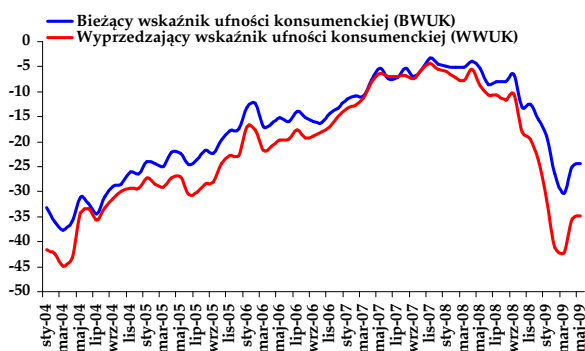
Roczne tempo wzrostu spożycia indywidualnego, dochodów do dyspozycji brutto i sprzedaży detalicznej (ceny stałe).



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.3:

Wskaźniki ufności konsumenckiej.



Źródło: Dane GUS, NBP.

Od stycznia 2004 r. badanie przeprowadzane jest z częstotliwością miesięczną (wcześniej z kwartalną).

nego (patrz rozdział 2.5.3 Kredyt i pieniądź⁸).

W IV kw. 2008 r. odnotowano osłabienie wzrostu sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym do 4,8% r/r (z 8,4% r/r w III kw. ub.r.), a w I kw. 2009 r. jej spadek o 1,4% r/r (Wykres 2.2). Spadek dynamiki sprzedaży dotyczył przede wszystkim dóbr trwałego użytku (samochodów oraz mebli, RTV, AGD).

W I kw. 2009 r. nadal pogarszały się nastroje konsumentów. Badania kondycji gospodarstw domowych wskazują, że szczególnie silnie zwiększały się obawy przed wzrostem bezrobocia, a także pogarszały oceny przewidywanych zmian ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju. Wyniki badań z okresu kwiecień–maj 2009 r. świadczą jednak o przełamaniu się dotychczasowych tendencji spadkowych w koniunkturze konsumenckiej i ponownej stopniowej poprawie nastrojów gospodarstw domowych, choć obecnie trudno ocenić, czy zmiana ta ma charakter trwały. W szczególności zahamowaniu uległo pogłębianie się obaw konsumentów przed wzrostem bezrobocia. Jednocześnie poprawiły się oczekiwania dotyczące przyszłych zmian ogólnej sytuacji ekonomicznej zarówno kraju, jak i własnego gospodarstwa domowego, a także oceny możliwości oszczędzania w okresie najbliższego roku. W II kw. 2009 r., mimo poprawy ocen przyszłej koniunktury, nadal pogarszały się jednak oceny zamierzeń dotyczących realizacji ważnych zakupów w najbliższym roku. Wraz ze znacznym osłabieniem dynamiki sprzedaży detalicznej w 2009 r. może to wskazywać na utrwalenie się tendencji do dalszego obniżenia dynamiki spożycia indywidualnego.

2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych

Według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów, w budżecie państwa w okresie styczeń–

⁸Dane omawiane w rozdziale 2.5.3 Kredyt i pieniądź dotyczą zmian wielkości kredytów oczyszczonych z wpływu wahań kursu złotego w stosunku do głównych walut, natomiast dane przytoczone w niniejszym rozdziale odnoszą się do danych monetarnych nieuwzględniających zmian kursowych. W przypadku kredytów konsumpcyjnych zmiany kursu złotego nie mają silnego wpływu na kształtowanie się zadłużenia gospodarstw domowych z tego tytułu, ponieważ udział kredytów walutowych w kredytach konsumpcyjnych jest niewielki.

maj 2009 r. wystąpił deficyt w wysokości 16,4 mld zł, co stanowi 90,2% planu rocznego⁹. Sytuacja budżetowa jest przede wszystkim skutkiem niższych od planowanych dochodów budżetowych. Dochody podatkowe i niepodatkowe spadły w okresie styczeń–maj br. o 4,0% r/r¹⁰. Wydatki budżetu państwa w tym okresie wzrosły natomiast o 15,1% r/r. Na wysoką dynamikę wydatków budżetowych wpłynęły przede wszystkim wyższe koszty obsługi zadłużenia zagranicznego i krajowego, większa dotacja do FUS¹¹ i KRUS, a także uregulowanie zobowiązań MON powstałych w 2008 r. Biorąc pod uwagę przewidywany niski stopień realizacji dochodów podatkowych w 2009 r., wprowadzenie oszczędności ogłoszonych przez Rząd w lutym br.¹² najprawdopodobniej nie będzie wystarczające dla utrzymania salda budżetowego na poziomie założonym w ustawie budżetowej.

W I kw. br. zaobserwowano wyraźne spowolnienie dynamiki dochodów własnych jednostek samorządu terytorialnego¹³, podczas gdy sytuacja dochodowa funduszy celowych pozostawała korzystna. W kolejnych miesiącach 2009 r. może jednak nastąpić zmniejszenie dynamiki wpływów ze składek na ubezpieczenie społeczne i zdrowotne, wskutek obniżania się tempa wzrostu wynagrodzeń oraz zwiększenia liczby bezrobotnych. Pogarszająca się sytuacja dochodowa może skutkować większym niż planowano deficytem funduszy celowych i jednostek samorządu terytorialnego.

⁹Planowany w *Ustawie budżetowej na 2009 r.* poziom deficytu to 18,2 mld zł.

¹⁰Wszystkie kategorie podatkowe z wyjątkiem akcyzy wykazały spadek w pierwszych pięciu miesiącach br.: VAT o 9,6% r/r, PIT o 5,0% r/r i CIT o 10,8% r/r, głównie w wyniku pogarszającej się sytuacji gospodarczej, a także wprowadzenia zmian systemowych (m.in. skrócenie terminu zwrotów VAT ze 180 do 60 dni, zastąpienie trzech stawek PIT dwiema w wysokości 18 i 32%).

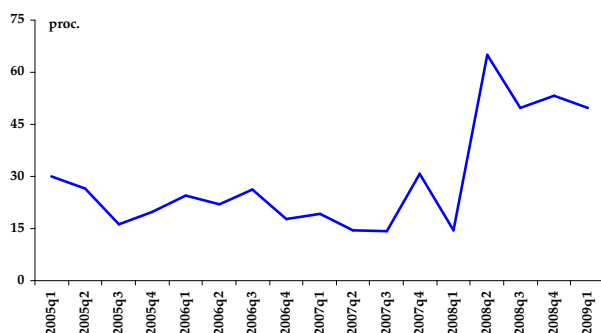
¹¹Wzrost ten wynikał m.in. z efektu bazy - w pierwszych miesiącach 2008 r. zapotrzebowanie FUS na dotację było niskie z uwagi na bardzo dobrą sytuację dochodową funduszu.

¹²Rząd ogłosił ograniczenie wydatków o 10,0 mld zł oraz przesunięcie 9,7 mld zł na wydatki infrastrukturalne do Krajowego Funduszu Drogowego.

¹³Mimo niższej niż przed rokiem dynamiki dochodów, jednostki samorządu terytorialnego zanotowały w I kw. nadwyżkę w wysokości 8,6 mld zł, co jest zjawiskiem sezonowym.

Wykres 2.4:

Udział bonów w emisjach skarbowych papierów wartościowych.



Źródło: Dane Ministerstwa Finansów.

W świetle przewidywanej niskiej aktywności gospodarczej w 2009 r., można spodziewać się dalszego pogłębienia nierównowagi sektora finansów publicznych, na co wskazuje również prognoza salda sektora w 2009 r. przedstawiona przez Ministerstwo Finansów w kwietniowej notyfikacji fiskalnej (-4,6% PKB). Wzrost deficytu będzie wynikał z działania automatycznych stabilizatorów, przy ograniczonych możliwościach bieżącego zmniejszania wydatków budżetu państwa w reakcji na niedobór dochodów. Należy przy tym zaznaczyć, że w obecnej sytuacji nadmierne ograniczanie wydatków może oddziaływać procyklicznie i przyczyniać się do pogłębienia spowolnienia gospodarczego, w szczególności gdyby zagroziło ono skutecznemu wykorzystaniu środków unijnych.

W obliczu narastającej nierównowagi fiskalnej prawdopodobny jest wzrost potrzeb pożyczkowych brutto budżetu państwa ponad zaplanowany poziom 155,0 mld zł¹⁴ (z czego 108,1 mld zł przypada na wykup długu). W okresie styczeń–maj 2009 r. podstawowym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych była sprzedaż skarbowych papierów wartościowych na rynku krajowym, uzupełniana środkami pozyskanymi za granicą (emisja euroobligacji o wartości 1,75 mld euro)¹⁵, przy bardzo niskich wpływach z prywatyzacji. W analizowanym okresie na większości przetargów popyt na oferowane przez Ministerstwo Finansów skarbowe papiery wartościowe przewyższał ich podaż¹⁶. Warto jednak zauważyć, iż ze względu na zwiększoną awersję inwestorów do ryzyka, znacząco zmieniła się struktura emitowanych papierów – od II kw. 2008 r. nastąpił wyraźny wzrost udziału bonów w emisjach skarbowych papierów wartościowych (Wykres 2.4).

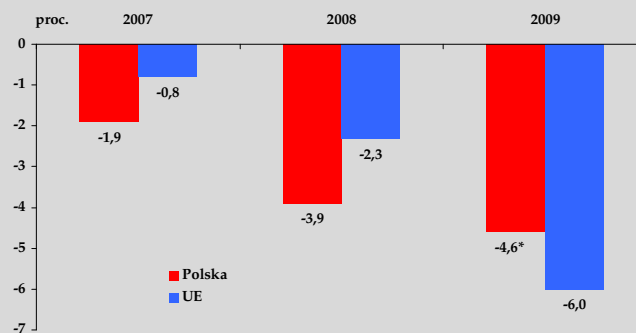
¹⁴Wielkość zapisana w *Ustawie budżetowej na 2009 r.* (150,5 mld zł) została skorygowana przez Ministerstwo Finansów na początku 2009 r. o uaktualnioną prognozę kursu złotego oraz zmianę wielkości wpływów z prywatyzacji.

¹⁵W czerwcu 2009 r. spodziewane jest podpisanie umowy kredytowej z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym na kwotę 1,8 mld euro.

¹⁶Wyjątek stanowiły emisje obligacji 5-letnich z lutego i marca 2009 r., kiedy popyt był niższy od podaży skarbowych papierów wartościowych.

Pogorszenie salda sektora finansów publicznych w 2008 r.

W 2008 r. nastąpiło istotne pogłębienie nierównowagi sektora finansów publicznych. Zgodnie z notyfikacją GUS z kwietnia 2009 r. deficyt sektora finansów publicznych w ujęciu ESA95 wyniósł w 2008 r. 3,9% PKB (wobec 1,9% PKB w 2007 r.), przekraczając tym samym wartość referencyjną zapisaną w Traktacie z Maastricht (tj. 3,0% PKB). Biorąc pod uwagę wzrost deficytu w 2008 r. oraz prognozowane pogorszenie salda w kolejnych dwóch latach¹ Komisja Europejska w maju br. podjęła działania zmierzające do ponownego objęcia Polski procedurą nadmiernego deficytu². Wzrost deficytu w 2008 r. wynikał m.in. z wdrożenia zmian systemowych (dalszej redukcji klina podatkowego oraz wprowadzenia ulgi prorodzinnej) oraz utrzymania wysokiej dynamiki wydatków, a także z wystąpienia czynników jednorazowych (dokapitalizowanie PKP, zwiększone dostawy sprzętu wojskowego). Według szacunków Komisji Europejskiej nastąpił również wzrost deficytu strukturalnego: z 3,2% PKB w 2007 r. do 5,3% PKB w 2008 r. Równocześnie należy podkreślić, że wzrost nierównowagi sektora finansów publicznych oraz wzrost deficytu strukturalnego to tendencje wspólne dla większości państw Unii Europejskiej (Wykres R.1.1).



Wykres R.1.1: Relacja salda sektora finansów publicznych (ESA95) do PKB.

Źródło: Dane Eurostat, prognozy Komisji Europejskiej.

* Dane dla Polski za 2009 r. z notyfikacji fiskalnej Ministerstwa Finansów z kwietnia 2009 r.

¹ European Commission, Economic Forecast, Spring 2009.

² Polska była objęta procedurą nadmiernego deficytu od lipca 2004 do lipca 2007 r.

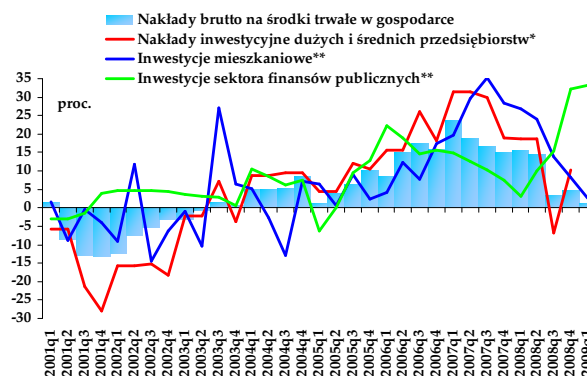
2.1.3 Popyt inwestycyjny

W II poł. 2008 r. oraz w I kw. 2009 r. wyraźnie obniżyło się tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe (Wykres 2.5). W I kw. 2009 r. dynamika nakładów brutto na środki trwałe wyniosła 1,2% r/r, a stopa inwestycji (relacja inwestycji do PKB) ustabilizowała się na poziomie ok. 22%¹⁷ (Wykres 2.6).

Po spadku w III kw. 2008 r., w IV kw. ub.r. inwestycje w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych w ujęciu nominalnym wzrosły, choć ich dynamika była stosunkowo niska (6,0% r/r). W I

Wykres 2.5:

Inwestycje w gospodarce (r/r).



Źródło: Dane GUS, dane Ministerstwa Finansów, szacunki NBP.

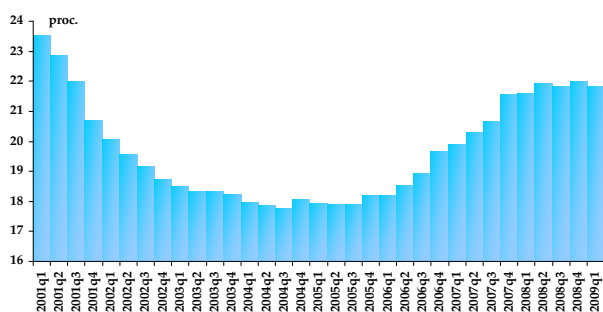
* Ze względu na brak danych dotyczących inwestycji przedsiębiorstw w I i II kw. poszczególnych lat, na wykresie pokazano dynamikę dla I poł. roku.

** Szacunki NBP na potrzeby modelu NECMOD; dane odsezonowane.

¹⁷ Stopa inwestycji obliczona jest na podstawie danych za ostatnie cztery kwartały.

Wykres 2.6:

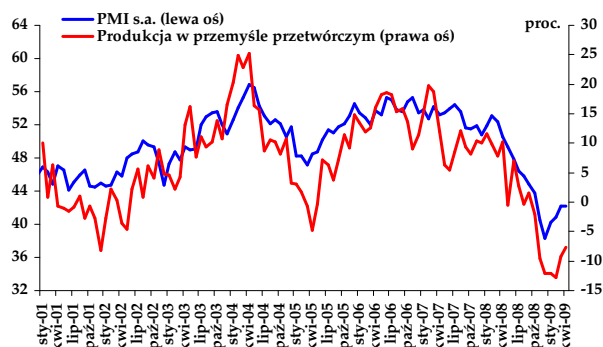
Stopa inwestycji w gospodarce (relacja nakładów brutto na środki trwałe do PKB w ujęciu nominalnym; dane zagregowane z czterech ostatnich kwartałów).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.7:

Wskaźnik PMI i dynamika produkcji (r/r) w przemyśle przetwórczym.

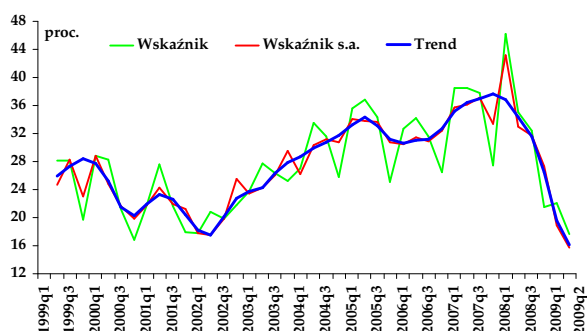


Źródło: Dane GUS, Eurostat, obliczenia NBP.

Dane o produkcji przemysłowej skorygowane o efekt różnicy liczby dni roboczych.

Wykres 2.8:

Wskaźnik nowych inwestycji (odsetek przedsiębiorstw planujących rozpocząć nowe inwestycje w perspektywie kwartału).



Źródło: Badania koniunktury NBP.

kw. 2009 r. dynamika inwestycji w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych pozostała dodatnia, lecz istotnie się obniżyła – do 0,6% r/r. Wzrost wydatków inwestycyjnych zarówno w IV kw. 2008 r., jak i w I kw. 2009 r. związany był w dużym stopniu z będącym efektem deprecjacji złotego znaczącym wzrostem nominalnych nakładów na środki trwałe pochodzące z importu, w tym na importowane maszyny i urządzenia. Pozytywny wpływ na tempo inwestycji miał wzrost nakładów na nowe budynki i budowle. Pogłębił się natomiast spadek wydatków na środki transportu. W I kw. br. zmniejszyły się również nakłady na nabywane w kraju maszyny i urządzenia.

W IV kw. ub. r. i w I kw. br. obniżeniu uległo tempo wzrostu inwestycji mieszkaniowych. W tym samym okresie istotną poprawę odnotowano w kategorii nakładów inwestycyjnych sektora finansów publicznych.

Badania koniunktury NBP sugerują, że w II kw. 2009 r. można oczekiwać dalszego obniżenia dynamiki inwestycji (Wykres 2.8). Odsetek respondentów planujących rozpoczęcie nowych projektów inwestycyjnych zmniejszył się względem poprzedniego kwartału (do 17,7% wobec 22,1% w I kw. 2009 r.)¹⁸. Ponadto, dalszemu wyraźnemu spadkowi uległ odsetek przedsiębiorstw, które zamierzają kontynuować i dokończyć zgodnie z planem inwestycje rozpoczęte w okresach wcześniejszych. Spadek aktywności inwestycyjnej wynika z dalszego pogorszenia się perspektyw popytu i zmniejszonych potrzeb rozbudowy potencjału wytwórczego, na co wskazuje dalszy silny spadek stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych (Wykres 2.9). Pozytywnie należy ocenić mniejszy niż w poprzednim kwartale spadek odsetka nowo planowanych projektów inwestycyjnych oraz poprawę części wskaźników koniunktury (Wykres 2.7).

Poza malejącym popytem krajowym, po stronie czynników, które mogą mieć negatywny wpływ na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw, należy wymienić: niekorzystne perspektywy wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski oraz obniżanie się zdolności do finansowania

¹⁸Patrz: Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2009 i prognoz koniunktury na II kw. 2009, NBP.

Tabela 2.1: Struktura nakładów brutto na środki trwałe w Polsce (proc.).

	2007				2008				2009
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
Aktywa kultywowane w rolnictwie, leśnictwie i rybołówstwie	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
Maszyny i urządzenia	33,3	29,1	29,2	27,8	32,3	29,0	28,3	26,7	31,1
Środki transportu	10,9	11,1	11,0	9,2	11,8	11,1	10,0	9,0	9,8
Budownictwo mieszkaniowe	15,5	15,5	15,6	10,9	15,9	16,5	15,8	10,4	17,4
Pozostałe budynki i budowle	37,0	40,5	40,2	48,0	35,6	40,0	41,4	49,6	38,6
Pozostałe inwestycje	3,0	3,7	3,8	4,0	4,1	3,3	4,3	4,1	3,0

Źródło: Dane Eurostat.

wania inwestycji wynikające ze spadku rentowności działalności i z pogarszającego się dostępu do źródeł finansowania, w tym zwłaszcza do kredytu bankowego.

Rosnący napływ funduszy unijnych sprawia, że perspektywy aktywności inwestycyjnej w sektorze rządowym i samorządowym w najbliższych kwartałach pozostają korzystne, choć czynnikiem ryzyka jest pogorszenie sytuacji sektora finansów publicznych, które może utrudniać pozyskanie środków na współfinansowanie inwestycji.

2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących¹⁹

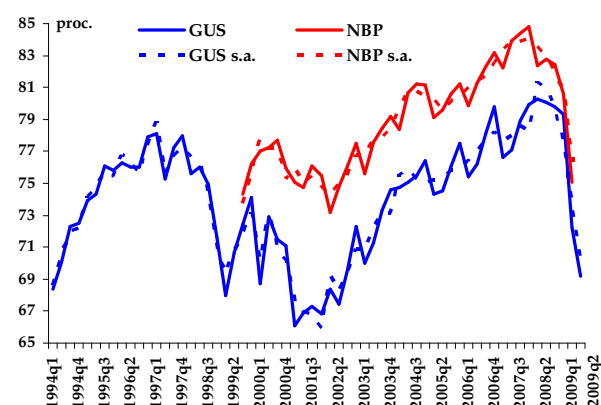
Popyt zewnętrzny

W pierwszych miesiącach 2009 r. kontynuowany był silny spadek aktywności w gospodarce światowej. Według szacunków Międzynarodowego Funduszu Walutowego z kwietnia br. skala spadku globalnego PKB w I kw. 2009 r. była zbliżona do obserwowanej w IV kw. ub.r., wynoszącej 6,25% kw/kw (po zaanualizowaniu). Znacznemu spowolnieniu aktywności w globalnej gospodarce towarzyszyło załamanie obrotów handlu światowego. W okresie listopad 2008–styczeń 2009 r. wartość światowego handlu obniżyła się o 15,7% r/r, a wolumen – o 8,9% r/r.

W I kw. 2009 r. nadal silnie obniżał się PKB w gospodarce amerykańskiej, choć skala spadku była mniejsza niż w poprzednim kwartale (-5,7%

□ **Wykres 2.9:**

Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle (GUS) oraz w sektorze przedsiębiorstw (NBP).



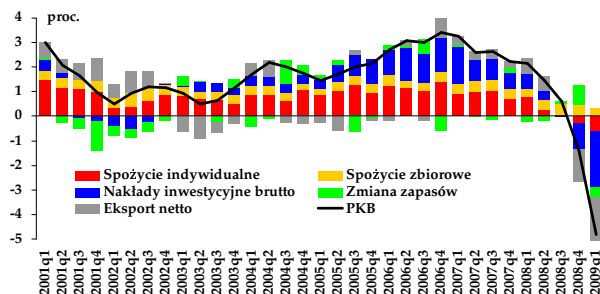
Źródło: Dane GUS, badania koniunktury NBP.

Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych na podstawie badań koniunktury GUS jest wyraźnie niższy od tego, który wynika z badań ankietowych NBP, jednak zmiany tego wskaźnika są podobne w obu badaniach. Różnica poziomu jest spowodowana uwzględnianiem w obu badaniach różnych prób przedsiębiorstw. Próba NBP liczyła w marcu 2009 r. 888 przedsiębiorstwa z całego sektora przedsiębiorstw niefinansowych. Natomiast próba GUS liczy obecnie ok. 3500 jednostek z sekcji C wg klasyfikacji PKD 2007 (przetwórstwo przemysłowe; dane do 2001 r. dotyczą próby GUS liczącej ok. 3500 jednostek z sekcji przetwórstwo przemysłowe z wyłączeniem działu zagospodarowanie odpadów). Różnica może również wynikać z faktu nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP, podczas gdy próba GUS jest reprezentatywna co do wielkości przedsiębiorstw.

¹⁹Dane dotyczące eksportu i importu strefy euro i Polski przedstawione w tym rozdziale odnoszą się do wielkości wyrażonych w EUR.

Wykres 2.10:

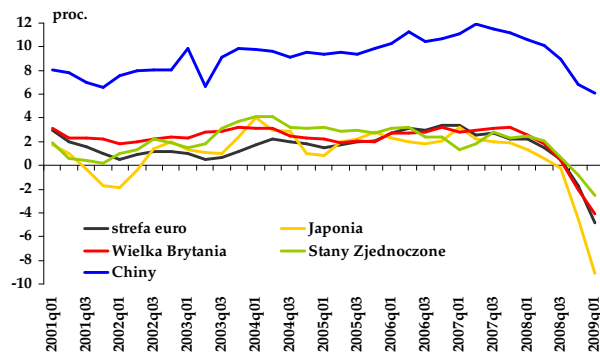
Wzrost gospodarczy w strefie euro (r/r).



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 2.11:

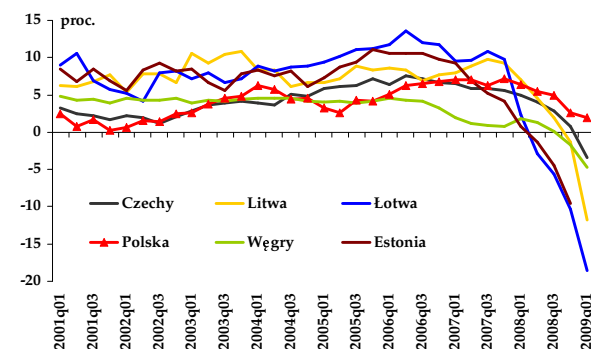
Wzrost gospodarczy w wybranych krajach (r/r).



Źródło: Dane Eurostat, MFW.

Wykres 2.12:

Wzrost gospodarczy w Europie Środkowo-Wschodniej (r/r).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo)

W przypadku Estonii Eurostat nie opublikował jak dotąd sezonowo wyrównanych danych o PKB w I kw. 2009 r.

kw/kw po zannualizowaniu wobec -6,3% kw/kw w IV kw. ub.r.). Znacząco pogłębiło się natomiast tempo spadku PKB w strefie euro, będącej najważniejszym rynkiem eksportowym Polski. PKB wyraźnie obniżył się także w wielu gospodarkach rozwijających się, w tym we wszystkich – poza Polską – krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej²⁰(Wykresy 2.11, 2.12). Od publikacji poprzedniego *Raportu*, wraz z postępującą recesją, obniżyły się także prognozy wzrostu gospodarczego na 2009 r. dla gospodarki globalnej²¹. Jednocześnie część danych makroekonomicznych i wskaźników koniunktury wskazuje obecnie na możliwość zahamowania spadku aktywności w światowej gospodarce w kolejnych kwartałach, w tym na osłabienie zjawisk recesyjnych w Stanach Zjednoczonych oraz – w mniejszym stopniu – w strefie euro w II kw. 2009 r.

Zgodnie ze wstępnymi szacunkami I kw. 2009 r. był czwartym z kolei, w którym w strefie euro nastąpił spadek PKB w ujęciu kwartalnym (o 2,5% kw/kw wobec 1,8% kw/kw w IV kw. ub.r.). W stosunku do analogicznego okresu ub.r. PKB obniżył się natomiast o 4,8% r/r (wobec spadku o 1,7% r/r w IV kw. 2008 r.). Silne obniżenie aktywności ekonomicznej miało miejsce we wszystkich gospodarkach regionu²².

Na silny spadek rocznego tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro w stosunku do poprzedniego kwartałułożyło się przede wszystkim dalsze obniżenie inwestycji oraz wkładu zapasów do

²⁰Według szacunków Eurostat w I kw. 2009 r. roczna dynamika PKB (po odsezonowaniu) w Czechach wyniosła -3,4% r/r, na Węgrzech -4,7% r/r, na Słowacji -5,4% r/r. Natomiast w Polsce PKB wzrósł w tym okresie o 1,9% r/r.

²¹Prognozy MFW z kwietnia br. wskazują, że światowy PKB może obniżyć się w 2009 r. o 1,3% r/r wobec prognozowanego w styczniu br. spadku o 0,5% r/r. Ponadto opublikowany w czerwcu 2009 r. konsensus prognoz według *The Economist* zakłada, że PKB w strefie euro w 2009 r. obniży się o 4,1% r/r (wobec oczekiwanego spadku w lutym br. o 2,1% r/r), w Stanach Zjednoczonych – o 2,8% r/r (wobec odpowiednio 2,0% r/r), a w Wielkiej Brytanii – o 3,7% r/r (wobec odpowiednio 2,6% r/r).

²²Znaczące pogłębienie tendencji recesyjnych nastąpiło w gospodarce niemieckiej, w której PKB obniżył się w I kw. 2009 r. o 6,9% r/r i o 3,8% kw/kw. Silny spadek PKB w ujęciu rocznym i kwartalnym zanotowano także we Włoszech (odpowiednio -5,9% r/r oraz -2,4% kw/kw). PKB Francji spadł w I kw. br. o 3,2% r/r i o 1,2% kw/kw, przy czym skala spadku PKB w ujęciu kwartalnym była mniejsza niż w IV kw. ub.r.

wzrostu PKB (do -0,4 pkt. proc. w I kw. 2009 r. z 0,8 pkt. proc. w IV kw. ub.r.). Ponadto w porównaniu z IV kw. 2008 r. pogłębił się ujemny wkład eksportu netto i spożycia indywidualnego oraz nieznacznie obniżył się dodatni wkład spożycia publicznego do wzrostu (Wykres 2.10).

W I kw. 2009 r. nadal silnie obniżał się eksport i import strefy euro. Spadek eksportu nastąpił w odniesieniu do wszystkich głównych partnerów handlowych. Obniżenie aktywności sektora eksportowego wpłynęło na zmniejszenie popytu na dobra pośrednie, co w połączeniu ze spadkiem popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego przełożyło się na znaczny spadek importu.

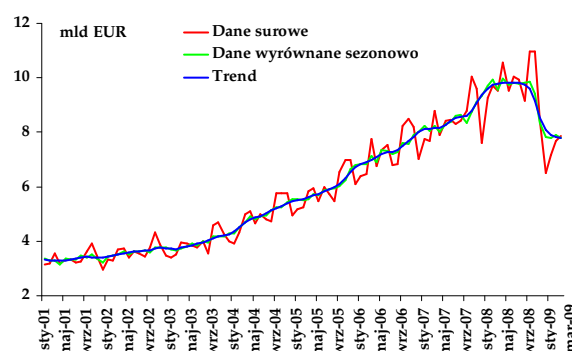
Szybko pogłębiająca się recesja w strefie euro w I kw. 2009 r. wpłynęła na silne osłabienie polskiego eksportu kierowanego zarówno do tego regionu, jak i – ze względu na rosnące znaczenie dóbr pośrednich w eksporcie Polski do tej grupy krajów – do gospodarek Europy Środkowej i Wschodniej i krajów WNP (Wykres 2.13).

Najsilniej obniżył się eksport dóbr pośrednich, co jest zgodne z tendencjami w handlu światowym. Relatywnie niewielki był natomiast spadek sprzedaży dóbr konsumpcyjnych. Eksport produktów rolnych utrzymał się na niezmiennym poziomie, a spadek eksportu samochodów był stosunkowo niewielki w porównaniu z pozostałymi krajami EŚW²³.

Wartość polskiego importu w I kw. 2009 r. obniżyła się bardziej niż wartość eksportu. Najbardziej spadł import dóbr pośrednich. Dodatkowo na spadek wartości importu wpłynął wcześniej silny spadek cen surowców, przede wszystkim ropy naftowej. Wyraźnie obniżył się również import dóbr inwestycyjnych, co wskazuje na silny spadek popytu polskich przedsiębiorstw na te dobra. W najmniejszym stopniu spadł import dóbr konsumpcyjnych – co jest związane z utrzymującą się jeszcze na początku 2009 r., względnie wysoką na tle innych krajów Europy, dynamiką wydatków konsumpcyjnych. Silniejszy spadek importu niż eksportu sprawił, że w okresie

□ Wykres 2.13:

Wartość polskiego eksportu.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

²³W polskim eksporcie motoryzacyjnym dominują małe i względnie tanie modele samochodów, na które wzrósł popyt w Europie Zachodniej po wprowadzeniu w niektórych krajach dopłat za złomowanie starych pojazdów.

Tabela 2.2: Wskaźniki krajowej konkurencyjności eksportu i importu.

Zmiana (proc.)	2006				2007				2008			
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4
Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*												
r/r	2,1	10,3	13,5	13,0	10,4	3,4	2,1	-2,3	-2,6	-4,8	-8,9	-3,5
k w/kw	2,5	6,4	3,6	0,0	0,1	-0,4	2,4	-4,3	-0,2	-2,7	-2,0	1,4
Ceny importu / Ceny krajowe producentów**												
r/r	-2,2	3,4	0,9	0,3	1,8	-2,8	-3,7	-3,9	-5,8	-4,9	-5,8	5,8
k w/kw	2,1	0,9	-1,0	-1,6	3,7	-3,8	-1,9	-1,9	1,7	-2,8	-2,8	10,1
REER ULC***												
r/r	-1,3	-2,7	-5,3	-2,1	-2,6	5,0	7,4	10,1	14,9	18,9	21,1	-1,3
k w/kw	0,1	-4,2	-1,1	3,2	-0,4	3,3	1,1	5,9	3,9	6,9	3,0	-13,8

Źródło: Dane Eurostat, OECD, GUS oraz szacunki NBP.

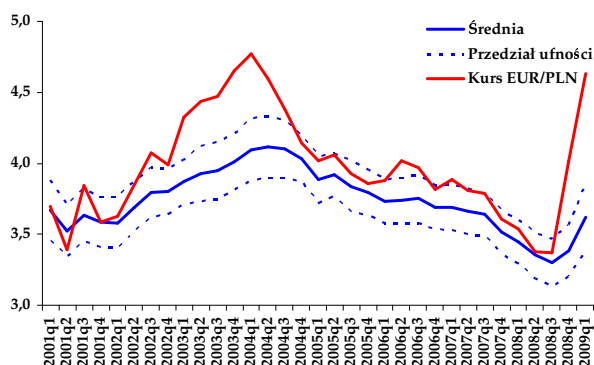
* Indeks jednostkowych kosztów pracy (ULC) obliczony jako relacja dynamiki kosztu płacowego przypadającego na jednego zatrudnionego do dynamiki wydajności pracy, mierzonej jako wolumen produkcji sprzedanej w przetwórstwie przemysłowym w odniesieniu do jednego pracującego w tym sektorze.

** PPI krajowy w przetwórstwie przemysłowym.

*** Szacunek na bazie danych miesięcznych GUS oraz danych OECD. REER ULC (realny efektywny kurs walutowy): nominalny efektywny kurs walutowy skorygowany o zmiany jednostkowych kosztów pracy w przetwórstwie przemysłowym. Minus oznacza deprecjację.

Wykres 2.14:

Deklarowany przez przedsiębiorstwa przeciętny kurs graniczny opłacalności eksportu (EUR/PLN).



Źródło: Dane i szacunki NBP.

Kurs graniczny opłacalności eksportu ustalany jest jako średnia z odpowiedzi na pytanie ankiety skierowanej do przedsiębiorstw w ramach szybkiego monitoringu NBP *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury*. Badanie obejmuje podmioty niefinansowe reprezentujące wszystkie sekcje PKD (poza rolnictwem, rybołówstwem i leśnictwem) zarówno sektora publicznego, jak i publicznego, w tym małe i średnie przedsiębiorstwa oraz duże jednostki.

Pytanie ankiety: "Jaki jest progowy poziom kursu walutowego, przy którym eksport będzie (jest) nieopłacalny (w PLN)?"

styczeń-marzec 2009 r. nastąpiło znaczne obniżenie się ujemnego salda w obrotach handlowych.

W IV kw. 2008 r. w porównaniu z poprzednim kwartałem istotnie poprawiła się pozycja konkurencyjna przedsiębiorstw produkujących na rynek krajowy oraz – w nieco mniejszym stopniu – polskich eksporterów, co związane było ze znaczącą deprecjacją nominalnego kursu złotego (Tabela 2.2). Dalsze osłabienie złotego w I kw. 2009 r. sprzyjało kontynuacji poprawy konkurencyjności polskich producentów, co potwierdzają badania koniunktury NBP (Wykres 2.14).

Bilans obrotów bieżących i zadłużenie zagraniczne Polski²⁴

W ujęciu kwartalnym, po wzroście w IV kw. 2008 r., deficyt obrotów bieżących w I kw. 2009 r. zmniejszył się znacząco, na co złożył się silny spadek

²⁴ Zmiany w bilansie obrotów bieżących w I kw. 2009 r. opisano na podstawie miesięcznych szacunków bilansu obrotów bieżących NBP za okres styczeń-marzec 2009 r.

deficytu obrotów towarowych oraz deficytu dochodów (Wykres 2.15). Deficyt na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB (w ujęciu czterech kwartałów) obniżył się do 4,2% na koniec I kw. br. (wobec 5,5% na koniec IV kw. 2008 r.). Natomiast łączny deficyt rachunku bieżącego i kapitałowego w relacji do PKB zmniejszył się do 3,2% na koniec I kw. 2009 r. (z 4,4% na koniec IV kw. 2008 r.). Deficyt obrotów bieżących został w 44% sfinansowany napływem kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich, a deficyt obrotów bieżących i kapitałowych w 55,1%. Po spadku w dwóch ostatnich kwartałach 2008 r. nadwyżka na rachunku finansowym wzrosła w I kw. 2009 r. nieznacznie w stosunku do IV kw. ub.r., na co złożył się spadek ujemnego salda inwestycji portfelowych, związany ze znacznie mniejszą skalą odpływu netto kapitału z tytułu inwestycji nierezidentów w dłużne papiery wartościowe, oraz nieznaczny wzrost bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

Na koniec IV kw. 2008 r. zadłużenie zagraniczne Polski wyniosło ok. 172 mld EUR, a w relacji do PKB – 56% (wobec 48% na koniec 2007 r.). Do spłaty w 2009 r. przypada ok. 37% tej kwoty (tj. 64 mld EUR), z czego ponad połowa to zadłużenie podmiotów krajowych wobec udziałowców zagranicznych, w przypadku którego można oczekiwać, że zostanie ono w przyszłości w całości zrolowane. Pozostała część zadłużenia zagranicznego przypadającego do spłaty w 2009 r. stanowiła ok. 42% sumy wartości rezerw walutowych NBP na koniec 2008 r., depozytów polskich banków i przedsiębiorstw w bankach zagranicznych oraz udzielonych przez polskie przedsiębiorstwa kredytów handlowych, co wskazuje na małe zagrożenie problemami z finansowaniem obsługi zadłużenia zagranicznego w bieżącym roku.

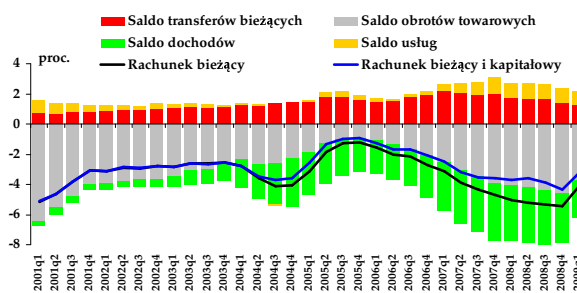
2.2 Produkcja

Dynamika wartości dodanej brutto w I kw. 2009 r. istotnie obniżyła się w stosunku do poprzedniego kwartału i wyniosła 1,2% r/r, nieco poniżej oczekiwań z poprzedniego Raportu (Wykres 2.16).

Do obniżenia dynamiki wartości dodanej w I kw. 2009 r. najsilniej przyczyniło się zwiększenie ujem-

Wykres 2.15:

Saldo obrotów bieżących w relacji do PKB (4 kwartały kroczo).

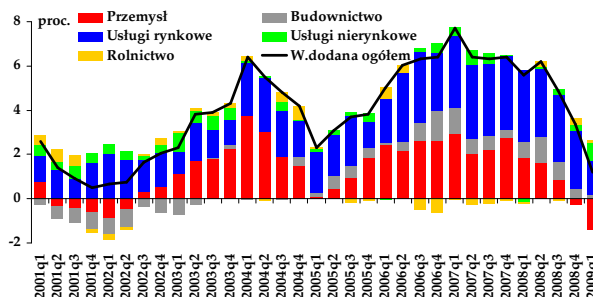


Źródło: Dane NBP.

I kw. 2009 r. – na podstawie miesięcznych szacunków bilansu obrotów bieżących NBP za okres styczeń–marzec 2009 r.

Wykres 2.16:

Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.17:

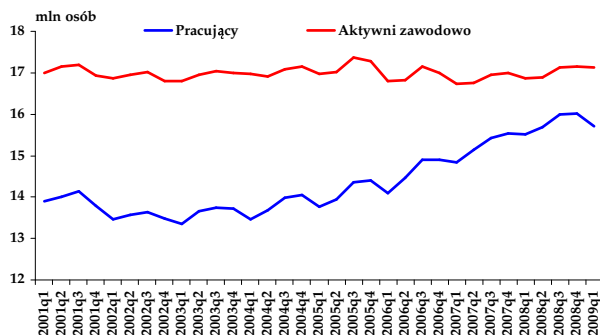
Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach.



Źródło: Badania koniunktury GUS.

Wykres 2.18:

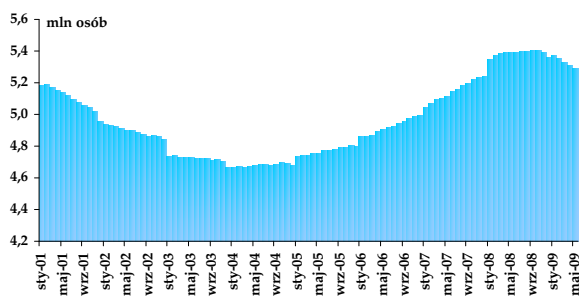
Pracujący w gospodarce oraz aktywni zawodowo w gospodarce według BAEL.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.19:

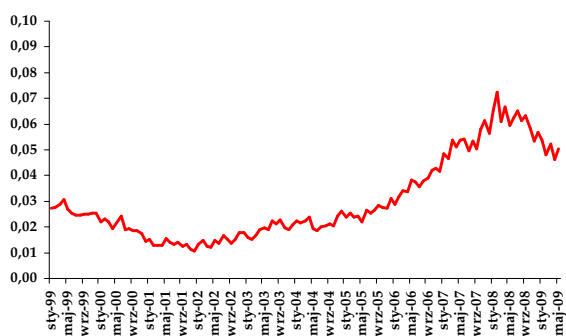
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.20:

Indeks V/U



Źródło: Dane GUS (odsezonowane), obliczenia NBP.

Indeks napięcia na rynku pracy: liczba ogłoszeń o pracę (wakatów) na jednego bezrobotnego.

Miara ta jest wprost proporcjonalna do prawdopodobieństwa znalezienia pracy przez bezrobotnego (im więcej wakatów przypada na bezrobotnego, tym większe ma on szanse na znalezienie pracy) oraz odwrotnie proporcjonalna do prawdopodobieństwa zapewnienia wakatów przez pracodawcę (im więcej ofert pracy w stosunku do bezrobotnych, tym mniejsza szansa na szybkie zapełnienie wakatów). Miara ta odzwierciedla także relatywną siłę pracownika w negocjacjach płacowych z pracodawcą.

nego wkładu przemysłu, przy jednoczesnym zmniejszeniu się dodatnich wkładów budownictwa i usług rynkowych. Usługi pozostały głównym czynnikiem wzrostu wartości dodanej brutto. W ocenie NBP w najbliższych kwartałach dynamika wartości dodanej może ustabilizować się na niskim poziomie, co znajduje potwierdzenie w wynikach badań koniunktury GUS (Wykres 2.17).

2.3 Rynek pracy

2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie

W I kw. 2009 r. wyraźnie osłabł popyt na pracę. Choć liczba pracujących w gospodarce według BAEL w ujęciu rocznym nadal rosła, to jej dynamika obniżyła się do 1,3% r/r z 3,0% r/r w IV kw. 2008 r., a w ujęciu kwartalnym (po odsezonowaniu) spadła do zera (Wykres 2.18 i Tabela 2.3). Liczba pracujących zatrudnionych na czas nieokreślony wzrosła o 2,6% r/r, odnotowano natomiast spadek zatrudnionych na czas określony (o 1,6% r/r).

Od końca 2008 r. zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się o 61 tys. osób i w maju 2009 r. było o 1,7% r/r niższe niż w analogicznym miesiącu ub.r. (Wykres 2.19). Natomiast liczba pracujących w gospodarce (w podmiotach zatrudniających powyżej 9 osób) spadła w I kw. 2009 r. o 1,0% r/r (wobec wzrostu o 1,8% r/r w IV kw. 2008 r.).

Spadek popytu na pracę znalazł również odzwierciedlenie w danych z urzędów pracy. Liczba ofert pracy zgłoszonych przez przedsiębiorców obniżyła się w okresie styczeń–kwiecień 2009 r. o 24% r/r, a w urzędach pracy zarejestrowało się o ok. 250 tys. więcej bezrobotnych niż w analogicznym okresie ub.r. W rezultacie znacznie obniżyła się liczba ofert pracy przypadających na jednego zarejestrowanego bezrobotnego, co odzwierciedla istotny spadek napięcia na rynku pracy (Wykres 2.20).

Na osłabienie popytu na pracę wskazuje także ograniczenie planowanej rekrutacji pracowników i zanikanie problemów z zatrudnianiem zgłaszanych przez pracodawców²⁵.

²⁵Zgodnie z wynikami badań koniunktury NBP w I kw.

Tabela 2.3: Pracujący według BAEL w wybranych podziałach.

	Pracujący w 2009q1		Wzrost w 2008q4		Wzrost w 2009q1		Wzrost w 2008q4	Wzrost w 2009q1
	tys. osób	struktura (proc.)	r/r tys. osób	r/r (proc.)	r/r tys. osób	r/r (proc.)	kw/kw odsezonowany	kw/kw odsezonowany
Ogółem	15 714	100,0	467	3,0	199	1,3	0,6	0,0
Poza rolnictwem indywidualnym	13 770	87,6	466	3,4	231	1,7	0,6	-0,1
Miejsce zamieszkania								
miasto	9 721	61,9	312	3,3	74	0,8	0,5	-0,8
wieś	5 993	38,1	155	2,6	125	2,1	0,8	0,7
Sektor ekonomiczny								
rolniczy	2 080	13,2	-35	-1,6	-57	-2,7	-0,6	-0,8
przemysłowy	4 915	31,3	270	5,6	-21	-0,4	0,6	0,3
usługowy	8 716	55,5	224	2,6	277	3,3	1,0	0,7
Sektor własności								
publiczny	4 294	27,3	9	0,2	29	0,7	0,2	-0,5
prywatny	11 421	72,7	458	4,1	171	1,5	1,1	-0,1
Status zatrudnienia								
pracownicy najemni	12 119	77,1	446	3,7	177	1,5	0,4	0,0
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	2 994	19,1	-28	-1,0	24	0,8	-0,2	0,2
pomagający członkowie rodzin	601	3,8	49	8,2	-3	-0,5	0,7	0,0
Rodzaj umowy o pracę								
na czas określony	3 111	25,7	-52	-1,5	-49	-1,6	-0,3	-0,9
na czas nieokreślony	9 008	74,3	498	5,8	226	2,6	1,1	-0,4

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wszystkie dynamiki na danych odsezonowanych obliczono po odsezonowaniu odpowiednich szeregów metodą TRAMO/SEATS na próbie od I kw. 1995 r. Szereg pracujących w sektorze publicznym odsezonowano na próbie rozpoczynającej się od I kw. 2002 r.

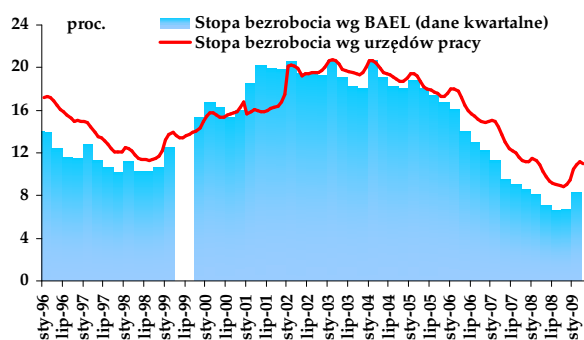
Pomimo niekorzystnych zmian na rynku pracy w I kw. 2009 r. nadal rosła podaż pracy. Liczba osób aktywnych zawodowo wzrosła o 1,5% r/r do 17 128 tys. (po wzroście o 1,0% r/r w IV kw. 2008 r.). W dalszym ciągu zwiększał się również współczynnik aktywności zawodowej ogółem (w I kw. 2009 r. o 0,8 pkt. proc. r/r, do 54,5%), przy czym szczególnie wysoki wzrost odnotowano wśród osób w wieku przedemerytalnym (45-59/64 lat)²⁶.

2009 r. tylko 4,9% przedsiębiorstw deklarowało chęć zatrudnienia dodatkowych pracowników w kolejnym kwartale (wobec 18,3% w I kw 2008 r.). Według badań koniunktury GUS w maju 2009 r. niedobór wykwalifikowanych pracowników deklarowało 20,0% pracodawców w budownictwie (wobec 51,6% w maju ub.r.), a w przetwórstwie przemysłowym – odpowiednio 9,0% w II kw. 2009 r. (wobec 27,2% w analogicznym okresie 2008 r.).

²⁶Struktura nieaktywnych zawodowo według głównych

Wykres 2.21:

Stopa bezrobocia rejestrowanego według danych z urzędów pracy oraz stopa bezrobocia według BAEL.



Źródło: Dane GUS.

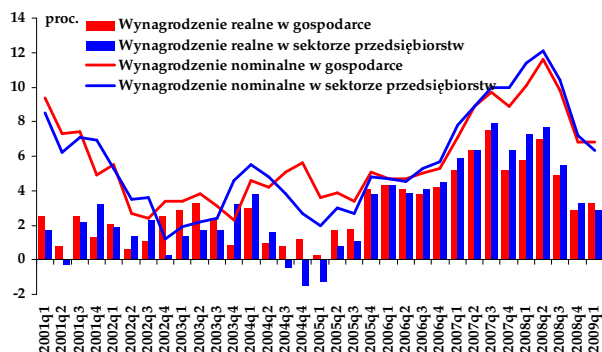
Dane do 2002 r. skorygowane o wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2002.

W II i III kw. 1999 r. badanie BAEL nie zostało przeprowadzone.

Różnice pomiędzy stopą bezrobocia BAEL i rejestrowanego mają dwie przyczyny: (1) inna jest definicja osoby bezrobotnej, (2) inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych.

Wykres 2.22:

Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Znaczące osłabienie popytu na pracę przy jednoczesnym wzroście podaży pracy wpłynęło na wzrost stopy bezrobocia, zarówno obliczanego na podstawie BAEL, jak i rejestrowanego (Wykres 2.21). Stopa bezrobocia BAEL wzrosła do 8,3% w I kw. 2009 r. (wobec 6,7% w IV kw. 2008 r.), a po skorygowaniu o czynniki sezonowe była o 0,4 pp. wyższa niż w IV kw. ub.r. Stopa bezrobocia rejestrowanego w kwietniu 2009 r. wyniosła natomiast 11,0% (wobec 9,5% w grudniu 2008 r.), a liczba zarejestrowanych bezrobotnych wzrosła do 1,72 mln. Według wstępnych danych za maj 2009 r.²⁷ stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się do 10,8%, co po skorygowaniu o czynniki sezonowe wskazuje na jej dalszy wzrost, choć w mniejszej skali niż w pierwszych miesiącach br.

Wyniki badań koniunktury NBP²⁸ wskazują, że w kolejnych kwartałach sytuacja na rynku pracy będzie się pogarszać. W II kw. 2009 r. w większości ankietowanych branż po raz kolejny obniżyły się prognozy dotyczące zatrudnienia. Spadek zatrudnienia jest oczekiwany we wszystkich badanych działach – tj. przemyśle, budownictwie i usługach.

2.3.2 Płace i wydajność

Znaczące osłabienie popytu na pracę przekłada się na kształtowanie się dynamiki wynagrodzeń, choć ze względu na sztywności nominalne dostosowania dynamiki płac do zmian w popycie na pracę zachodzą z pewnym opóźnieniem. Po spadku w III i IV kw. 2008 r. tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń w gospodarce w I kw. 2009 r. nie zmieniło się w stosunku do poprzedniego kwartału i wyniosło 6,8% r/r. Zahamowanie obniżania się dynamiki wynagrodzeń w gospodarce było związane przede wszystkim z podwyżkami płac w sektorze publicznym oraz z wyższą niż w IV kw. 2008 r. dynamiką wynagrodzeń

źródeł utrzymania wskazuje, że rekordowy wzrost liczby emerytów w 2008 r. i na początku 2009 r. w dużej części był związany z przechodzeniem na emeryturę osób nieaktywnych, które utrzymywały się dzięki innemu rodzajowi świadczeniom (głównie rentowym).

²⁷ Szacunek Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej.

²⁸ Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2009 i prognoz koniunktury na II kw. 2009*, NBP.

w mikro-przedsiębiorstwach. Stosunkowo szybko obniżała się natomiast dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw (do 4,8% r/r i 3,8% r/r w kwietniu i maju br. wobec 6,3% r/r w I kw. br. i 7,2% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.22). W okresie luty–maj 2009 r. dynamika realnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw (deflowanych wskaźnikiem CPI) wyniosła 1,2% r/r wobec 3,6% r/r w okresie listopad 2008–styczeń 2009 r.

Stosunkowo powolne dostosowywanie sytuacji na rynku pracy do silnego osłabienia aktywności w polskiej gospodarce znalazło odzwierciedlenie w typowym w tej fazie cyklu koniunkturalnego spadku wydajności pracy oraz wzroście dynamiki jednostkowych kosztów pracy. W I kw. 2009 r. wydajność pracy obniżyła się o 0,5% r/r²⁹ (wobec spadku o 0,1% r/r w IV kw. ub.r.), na co złożyło się znaczne wyhamowanie dynamiki PKB przy mniejszym spadku dynamiki liczby pracujących. W efekcie zmniejszenia się wydajności pracy oraz stabilizacji dynamiki wynagrodzeń, tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce w I kw. 2009 r. wzrosło do 7,3% r/r z 6,9% r/r w IV kw. ub.r.³⁰ (Wykres 2.23). Utrzymuje się również stosunkowo wysoka dynamika jednostkowych kosztów pracy w przedsiębiorstwach przemysłowych³¹, co związane jest przede wszystkim ze spadkiem produkcji (Wykres 2.24).

Badania koniunktury NBP³² wskazują, że presja na wzrost wynagrodzeń w przedsiębiorstwach znacząco zmalała. Odsetek przedsiębiorstw, które II kw. 2009 r. planują podwyżki płac, zmniejszył się istotnie i był niższy niż odsetek przedsiębiorstw, któ-

²⁹Wydajność pracy w gospodarce: PKB w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego na jednego pracującego w gospodarce według BAEL.

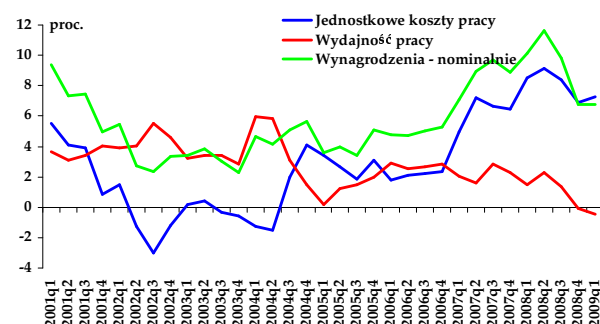
³⁰Jednostkowe koszty pracy w gospodarce: nominalny fundusz wynagrodzeń w gospodarce (przeciętne nominalne wynagrodzenie w gospodarce razy liczba pracujących w gospodarce według BAEL) do PKB (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego).

³¹Jednostkowe koszty pracy w przemyśle: przeciętne wynagrodzenie nominalne brutto w przemyśle do wydajności pracy w przemyśle (wydajność pracy w przemyśle: produkcja sprzedana przemysłu w cenach stałych do przeciętnego zatrudnienia w tym sektorze).

³²Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2009 i prognoz koniunktury na II kw. 2009*, NBP.

□ Wykres 2.23:

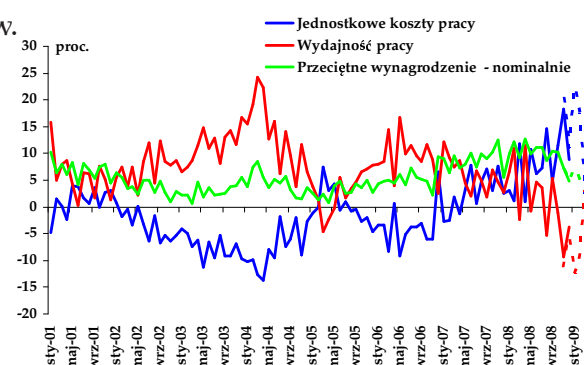
Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

□ Wykres 2.24:

Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w przemyśle.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Od 1 stycznia 2009 r. GUS używa nowej klasyfikacji PKD (PKD 2007), co powoduje, że dynamiki wynagrodzeń i zatrudnienia w przemyśle w okresie od listopada 2008 r. nie są w pełni porównywalne z dynamikami notowanymi we wcześniejszym okresie. Na wykresie wartości obliczane na podstawie dynamik wyznaczanych w oparciu o PKD 2007 zaznaczono linią przerywaną.

re planują redukcję wynagrodzeń³³. Zmniejszyła się również średnia wysokość planowanych podwyżek³⁴.

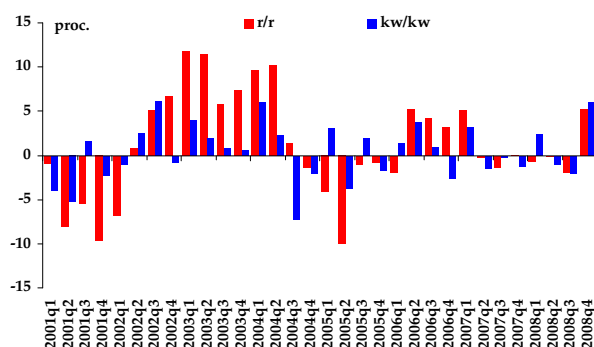
Z kolei w badaniach koniunktury konsumenci GUS – pomimo pewnego obniżenia – na wysokim poziomie utrzymuje się odsetek osób obawiających się wzrostu bezrobocia, co będzie zmniejszać presję płacową ze strony pracobiorców. W kierunku wzrostu dynamiki wynagrodzeń w gospodarce oddziaływać będą natomiast podwyżki płac zaplanowane na 2009 r. w sektorze publicznym, głównie w edukacji.

2.4 Inne koszty i ceny

2.4.1 Ceny zewnętrzne

Wykres 2.25:

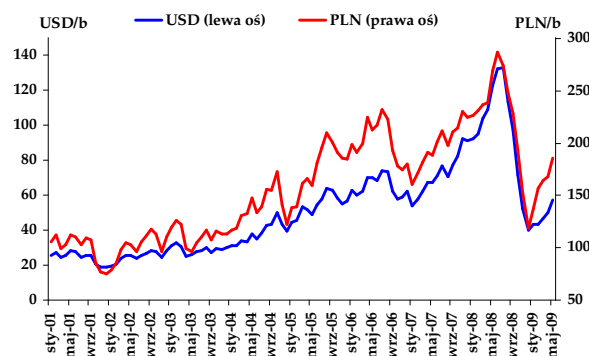
Zmiany cen importu ogółem wyrażonych w złotych.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.26:

Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.



Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

W IV kw. 2008 r. wskutek silnej deprecjacji nominalnego kursu złotego nastąpił dalszy wyraźny wzrost cen importu wyrażonych w PLN (o 5,3% r/r, wobec 6,0% r/r w III kw. 2008 r.). Wzrost ten został częściowo osłabiony przez obserwowane w II poł. ub.r. spadki cen surowców, w tym ropy naftowej na rynkach światowych³⁵. Jednocześnie dalszy spadek cen eksportu (choć mniej niż w poprzednich kwartałach) wpłynął na pogorszenie się *terms of trade*.

Po silnym spadku w IV kw. ub.r., na początku 2009 r. ceny ropy były względnie stabilne, do czego przyczyniło się dalsze obniżanie popytu na paliwa, przy jednoczesnym systematycznym ograniczaniu produkcji przez kraje OPEC. Natomiast od połowy marca 2009 r. obserwowany jest wzrost cen ropy w wyniku poprawy nastrojów na rynkach finansowych i oczekiwań, że ożywienie aktywności ekonomicznej w gospodarce amerykańskiej nastąpi jeszcze w 2009 r. (co związane jest z poprawą części wskaźników ze sfery realnej).

³³Podwyżki w II kw. 2009 r. planuje 8,2% przedsiębiorstw wobec 24,8% w I kw. br. Jednocześnie 9,5% ankietowanych zadeklarowało redukcję wynagrodzeń w II kw. 2009 r.

³⁴Średnia podwyżka w grupie przedsiębiorstw, które ją przewidują, wynosi 5,5% wobec 5,8% w I kw. br.

³⁵W IV kw. 2008 r. ceny importowe ropy naftowej wyrażone w PLN obniżyły się o 7,1% r/r (wobec wzrostu o 34,4% r/r w III kw. 2008 r.). Natomiast ceny importowe pozostałych towarów (z wyłączeniem ropy naftowej) w PLN wzrosły w tym okresie o 6,1% r/r (wobec spadku o 4,4% r/r w III kw. 2008 r.).

W czerwcu br. ceny ropy Brent ponownie przekroczyły poziom 70 USD/b - najwyższy od października ub.r. Jednak jak dotąd, pomimo pewnych symptomów wskazujących na zahamowanie procesów recesyjnych w globalnej gospodarce, kontynuowany był silny spadek światowego popytu na ropę³⁶. Silniej niż oczekiwano zmniejszyło się zapotrzebowanie na ropę zarówno w krajach rozwiniętych, jak i rozwijających się. W wyniku znacznego spadku popytu, mimo zmniejszenia podaży ropy, nastąpił także silny wzrost zapasów.

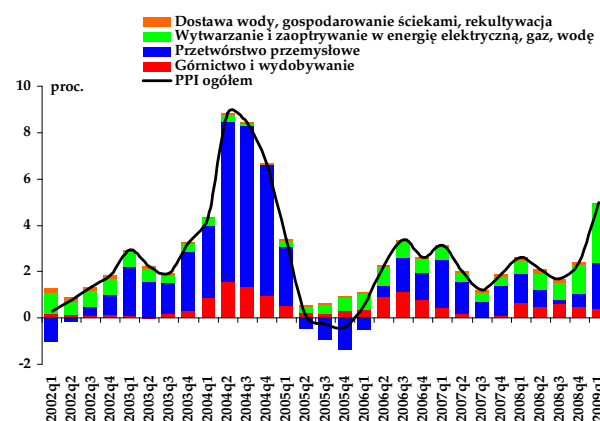
Oczekuje się, że w wyniku realizacji pakietów stymulacyjnych w gospodarkach będących największymi konsumentami paliw (a więc przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych i Chinach) w IV kw. 2009 r. może nastąpić wzrost globalnego popytu na paliwa³⁷, co może sprzyjać dalszemu wzrostowi cen ropy. Z kolei w kierunku osłabienia wzrostowych tendencji cen ropy powinny oddziaływać, obok wysokiego poziomu zapasów, znaczne nadwyżki mocy produkcyjnych w krajach OPEC (czterokrotnie przekraczające średni poziom z ostatnich czterech lat).

2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej³⁸

W I kw. 2009 r. odnotowano wzrost PPI do 5,0% r/r (Wykres 2.27). W wyniku osłabienia kursu złotego i związanego z tym wzrostu dynamiki cen producenta dla dóbr eksportowanych, PPI na rynku

Wykres 2.27:

Struktura rocznej dynamiki PPI według sekcji przemysłu.



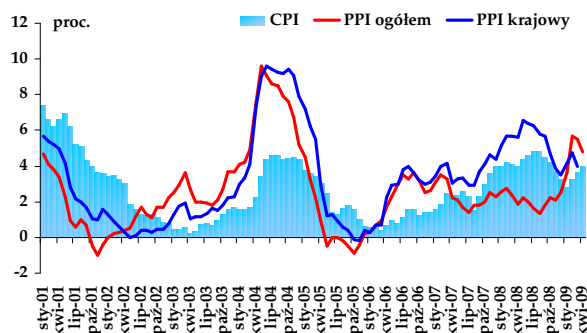
Źródło: Dane GUS.

³⁶Według szacunków Departamentu Energii USA z czerwca br. zapotrzebowanie na ropę w I kw. 2009 r. spadło o blisko 3,4 mln b/d, podczas gdy w lutym br. oczekiwano spadku o 1,3 mln b/d.

³⁷Departament Energii USA w czerwcu br. oczekiwał, że w 2009 r. światowe zapotrzebowanie na ropę naftową obniży się o 1,8 mln b/d (wobec oczekiwanego spadku o 1,2 mln b/d w lutym br.). Jednocześnie oczekuje się, że w IV kw. 2009 r. popyt wzrośnie o 0,7 mln b/d.

³⁸Ceny produkcji sprzedanej przemysłu ogółem oraz w czterech głównych sekcjach (tj. górnictwo i wydobywanie, przetwórstwo przemysłowe, wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych oraz dostawa wody, gospodarowanie ściekami, rekultywacja) odnoszące się do określonego miesiąca są publikowane w kolejnym miesiącu kalendarzowym, natomiast ceny w poszczególnych działach przetwórstwa przemysłowego oraz ceny producentów na rynku krajowym dostępne są z większym opóźnieniem (około dwumiesięcznym).

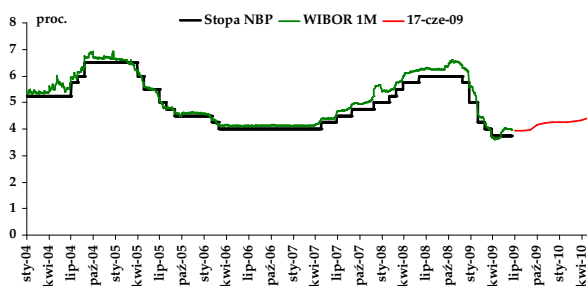
Wykres 2.28:
Zmiany CPI i PPI (r/r).



Źródło: Dane GUS.

Od stycznia 2009 r. GUS publikuje dane dotyczące PPI przy użyciu klasyfikacji PKD 2007 (zamiast dotychczas stosowanej klasyfikacji PKD 2004).

Wykres 2.29:
Stopa referencyjna NBP, stopa WIBOR 1M oraz stopa 1-miesięczna implikowana z kontraktów FRA.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

krajowym kształtował się na niższym poziomie niż PPI ogółem (4,3% r/r w I kw. 2009 r.). Najwyższą dynamikę cen producenta odnotowano w sekcji *wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę*, która miała jednocześnie największy wkład w dynamikę PPI ogółem. W kierunku wzrostu PPI silnie oddziaływał również wzrost dynamiki cen produkcji sprzedanej w *przetwórstwie przemysłowym*. Na wysokim poziomie utrzymała się dynamika cen produkcji w *górnictwie i wydobywaniu*, choć jej wkład do wzrostu PPI obniżył się. Biorąc pod uwagę dane miesięczne (Wykres 2.28) należy zaznaczyć, że od lutego br. zarówno PPI ogółem, jak i PPI na rynku krajowym obniżają się.

2.5 Rynki finansowe³⁹

2.5.1 Ceny aktywów i stopy procentowe

Krótkoterminowe stopy procentowe

W okresie luty–maj 2009 r. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopę referencyjną łącznie o 50 punktów bazowych do poziomu 3,75%. Obniżek stóp dokonano w lutym i marcu 2009 r. (w każdym z miesięcy o 25 punktów bazowych). Obniżka w lutym br. była mniejsza od oczekiwań większości analityków, którzy spodziewali się obniżenia stopy referencyjnej o 50 punktów bazowych. Natomiast decyzje dotyczące stopy referencyjnej podjęte w marcu, kwietniu i maju były zgodne z oczekiwaniami analityków. Na posiedzeniu w maju br. Rada podjęła decyzję o obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 pkt. proc., z 3,5% do 3,0%. Decyzja ta ma zastosowanie do rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymaniu od dnia 30 czerwca 2009 r.

Początkowo, w ślad za obniżkami stóp dokonanymi w lutym i marcu 2009 r., obniżyły się również stopy na rynku międzybankowym. Średnia stopa WIBOR 3M obniżyła się z poziomu 4,71% w drugim tygodniu lutego do 4,14% w drugim tygodniu kwietnia br.⁴⁰. Następnie jednak ponownie

³⁹ Przedstawione w tym rozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 17 czerwca 2009 r.

⁴⁰ Tj. w dniach 6–10 kwietnia 2009 r.

zaczęła wzrastać i od końca maja do 17 czerwca utrzymywała się na poziomie 4,61–4,64%. Należy zaznaczyć, iż stawki WIBOR 3M i dłuższe zaczęły rosnąć w momencie, gdy stawki najkrótsze (w tym POLONIA) nadal spadały w związku z warunkami płynnościowymi występującymi w sektorze bankowym. Ponadto wzrost stawki WIBOR 3M był wyraźnie wyższy niż mogłoby to wynikać z rewizji oczekiwań uczestników rynku dotyczących przyszłych stóp procentowych NBP⁴¹. Warto zwrócić uwagę, że w tym samym okresie na rynkach bazowych obserwowano spadek premii za ryzyko. Stawki WIBOR, podobnie jak inne stawki rynku międzybankowego na świecie (np. LIBOR) nie są stawkami transakcyjnymi lecz stawkami informacyjnymi, obliczanymi na podstawie kwotowań grupy banków. Niekoniecznie odzwierciedlają one zatem poziom rzeczywistych stawek rynkowych. Oznacza to, że wysokość stawki WIBOR 3M, która często stanowi podstawę do określenia wysokości oprocentowania kredytów, może kształtować się na relatywnie wysokich poziomach w stosunku do rzeczywistego kosztu pozyskania pieniądza na rynku międzybankowym. Może to wynikać z dążenia banków do zwiększenia przychodów z tytułu udzielonych kredytów w sytuacji równoczesnego utrzymywania się wysokich kosztów pozyskiwania depozytów.

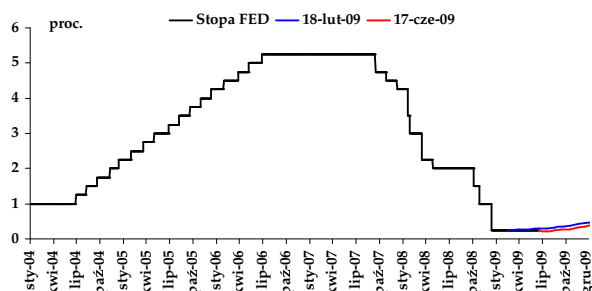
Brak zmian stóp procentowych NBP w kwietniu i maju br. wpłynął na zmianę oczekiwań co do przyszłej wysokości stopy referencyjnej. Zgodnie z wynikami ankiety agencji Reutera z 9 czerwca br. 36% analityków oczekiwało głównej stopy NBP w grudniu 2009 r. na poziomie 3,50%, 32% analityków oczekiwało, że główna stopa procentowa NBP zostanie obniżona do 3,25% i również 32%, że osiągnie 3,00%. Od publikacji ostatniego *Raportu* oczekiwania analityków uległy wyraźnej zmianie – obecnie większość analityków oczekuje stóp powyżej 3,00%, a w ankiecie z 10 lutego br. 75% analityków oczekiwało stóp od 2,50 do 3,00%⁴².

⁴¹Poziom stawek na dłuższe terminy zależy m. in. od oczekiwanej ścieżki stóp procentowych NBP oraz od premii za ryzyko. Warto podkreślić, że im dłuższy termin zapadalności danego instrumentu, tym większa liczba czynników wpływa na jego poziom.

⁴²W ankiecie z 10 lutego br. 45% analityków oczekiwa-

Wykres 2.30:

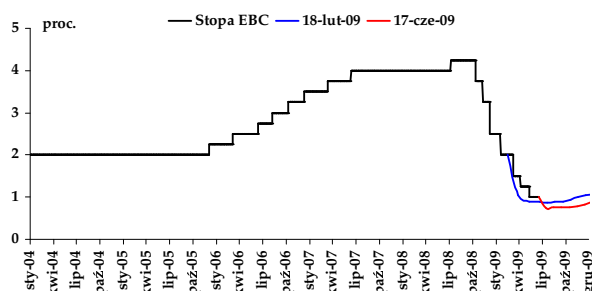
Oczekiwany poziom stopy funduszy federalnych Fed.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 2.31:

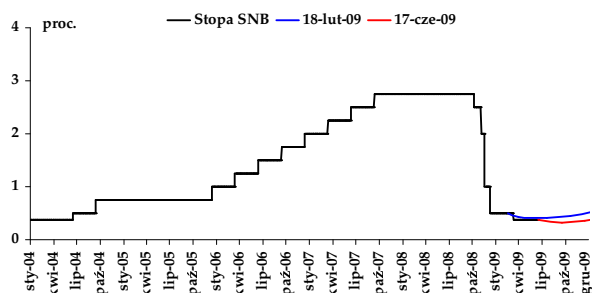
Oczekiwany poziom stopy refinansowej EBC.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 2.32:

Oczekiwany poziom stopy procentowej SNB.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Stawki kontraktów FRA na przyszłą stopę WIBOR 1M (Wykres 2.29) (bez wyłączenia premii za ryzyko) mogłyby wskazywać na oczekiwania wysokości stóp NBP na poziomie 3,75–4,00% w ciągu najbliższych trzech miesięcy oraz 4,25% w horyzoncie roku. Należy jednak podkreślić, że kwotowania tych kontraktów mogą być nadal zaburzone przez podwyższoną premię za ryzyko zawartą w stopie WIBOR. Po nagłym wzroście stawek kontraktów terminowych w lutym br., w związku ze wzrostem awersji do ryzyka względem krajów rozwijających się oraz znacznymi zmianami kursu walutowego, kwotowania kontraktów FRA zaczęły stopniowo spadać zgodnie z kierunkiem oczekiwań rynkowych co do zmian stóp procentowych NBP.

Od publikacji ostatniego *Raportu* Fed utrzymał stopę procentową funduszy federalnych na niezmienionym poziomie 0,00–0,25%. Zgodnie z notowaniami rynku terminowego obecnie oczekuje się, że w horyzoncie najbliższych sześciu miesięcy stopa funduszy federalnych zostanie utrzymana na niezmienionym poziomie (Wykres 2.30).

Od końca lutego 2009 r. Europejski Bank Centralny (EBC) obniżył główną stopę procentową łącznie o 100 punktów bazowych do 1,00%. Aktualne notowania rynku terminowego wskazują na oczekiwania dalszego spadku oprocentowania w strefie euro do 0,75% i utrzymanie tego poziomu do końca 2009 r. (Wykres 2.31). Oczekiwanie dalszego spadku stóp procentowych w strefie euro jest podyktowane głębszym niż zakładano dotychczas spadkiem aktywności gospodarczej w tym regionie.

Od publikacji ostatniego *Raportu* Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) obniżył dopuszczalne pasmo wahań 3-miesięcznej stopy LIBOR o 25 punktów bazowych zawężając je do 0,00–0,75% i zaznaczając, że celem banku jest obniżenie stopy LIBOR do poziomu 0,25%. W opinii SNB nadal pogarszająca się sytuacja ekonomiczna w otoczeniu zewnętrznym Szwajcarii przyczyni się do głębszego niż wcześniej zakładano osłabienia krajowej aktywności gospodarczej. Aktualne oczekiwania rynkowe wskazują na brak zmian głównej sto-

ło, że główna stopa procentowa NBP osiągnie w grudniu 2009 r. poziom 3,00%, 32% oczekiwało stopy na poziomie 2,50–2,75%, a 23% na poziomie 3,25–3,50%.

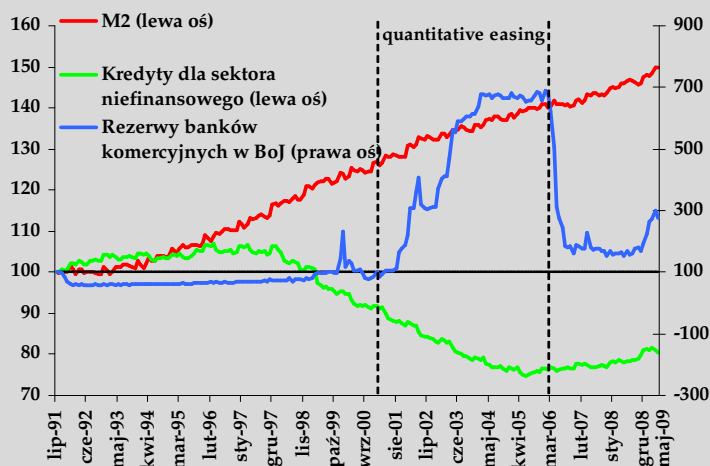
py procentowej SNB w horyzoncie najbliższych sześciu miesięcy (Wykres 2.32).

Oprócz opisanych powyżej decyzji w zakresie polityki stóp procentowych Fed, EBC oraz SNB podjęły dodatkowo niekonwencjonalne działania polegające na bezpośredniej interwencji tych banków na rynkach kredytowych (patrz poniższa Ramka).

Niekonwencjonalne działania polityki pieniężnej głównych banków centralnych

W normalnych warunkach, kiedy stopy procentowe kształtują się powyżej zera, a system finansowy działa efektywnie, banki centralne realizują politykę pieniężną przez zasilanie lub absorpcję płynności z rynku za pomocą transakcji repo/reverse repo lub emisji bonów pieniężnych. Władze monetarne kontrolują w ten sposób poziom krótkoterminowych stóp procentowych, które wpływają z kolei na oprocentowanie depozytów i kredytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, a także – za pośrednictwem oczekiwań i arbitrażu – przekładają się na oprocentowanie depozytów i kredytów na dłuższe terminy oraz rentowności wielu aktywów w gospodarce.

Starając się przeciwdziałać skutkom aktualnego kryzysu gospodarczego, główne banki centralne obniżyły nominalne stopy procentowe do poziomów bliskich zera, co pociągnęło za sobą spadek krótkoterminowych stóp na rynku międzybankowym. Skala recesji wydawała się jednak uzasadniać dalsze łagodzenie polityki pieniężnej szczególnie, że kryzys na rynku finansowym istotnie ograniczył transmisję impulsów monetarnych do sfery realnej. W tej sytuacji niektóre banki centralne zdecydowały się na bezpośrednią interwencję na rynkach kredytowych – określaną jako *quantitative easing* lub *credit easing* – której efektem była zmiana struktury i wielkości ich bilansów, a także zwiększenie bazy monetarnej¹.



Wykres R.2.1: Agregat M2, kredyt dla sektora niefinansowego oraz rezerwy banków komercyjnych w banku centralnym w Japonii, lipiec 1991=100.

Źródło: Dane Bank Japonii, obliczenia NBP.

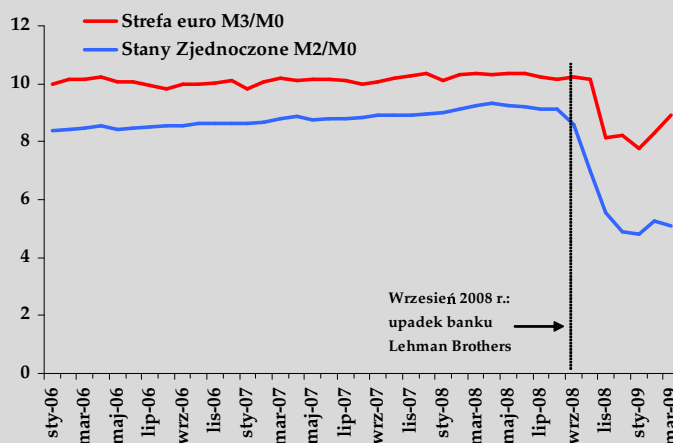
Japonia była pierwszym krajem, który stosował politykę *quantitative easing* – w okresie od 2001 do 2006 r. Bank Japonii zmienił wówczas swój cel operacyjny ze stawki O/N na poziom rezerw banków komercyjnych w banku centralnym, który był podnoszony dziewięciokrotnie (z pierwotnych 5 bln JPY do 35 bln JPY). Patrząc na japońskie doświadczenia z polityką *quantitative easing*

wyduje się, że jej wpływ na pobudzenie akcji kredytowej był wówczas ograniczony. Mimo znaczącego zwiększenia bazy monetarnej, kredyt dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych obniżył się, natomiast zwiększyły się należności banków komercyjnych od sektora finansów publicznych (Wykres R.2.1). Polityka *quantitative easing* przyczyniła się, zatem głównie do obniżenia krzywej dochodowości obligacji skarbowych i, w konsekwencji, zmniejszenia kosztów finansowania długu publicznego.

Poniżej zostaną omówione cele, mechanizm i potencjalny wpływ *quantitative easing* na gospodarkę.

Choć w literaturze ekonomicznej nie ma jak dotąd konsensusu co do precyzyjnego rozróżnienia obu terminów, przyjęło się uznawać, że *quantitative easing* polega na bezwarunkowym zakupie (*outright purchase*) przez bank centralny aktywów finansowych, przeważnie papierów skarbowych, za wykreowany w tym celu pieniądź rezerwowy. W przypadku *credit easing* bank centralny kupuje papiery wartościowe sektora prywatnego, starając się w ten sposób zwiększyć ich płynność i zmniejszyć premię za ryzyko, co ma ułatwić przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym pozyskanie finansowania. Inaczej niż w przypadku *quantitative easing*, zakup aktywów w ramach *credit easing* może być sterylizowany, tj. nie musi zwiększać bilansu banku centralnego, ani wielkości bazy monetarnej. Obecnie największe banki centralne decydują się na połączenie obu strategii, tzn. na niesterylizowany zakup papierów wartościowych w celu zmiany ich relatywnych ilości i cen na rynku oraz zwiększenia płynności posiadających je instytucji. Można wyróżnić trzy główne kanały wpływu takich działań na gospodarkę.

Po pierwsze, zakup aktywów bezpośrednio od banków komercyjnych powoduje wzrost ich rezerw w banku centralnym. Może to zachęcić banki do przekształcenia nadwyżkowych środków w kredyty, czyli transferu wykreowanego przez bank centralny pieniądza bazowego poza sektor finansowy. Decyzja o udzieleniu kredytu zależy jednak przede wszystkim od oceny zdolności kredytowej potencjalnych dłużników i popytu na kredyt sektora niebankowego, a także od sytuacji kapitałowej banku i jakości posiadanego portfela kredytowego. Dane o agregatach monetarnych dla Stanów Zjednoczonych i strefy euro wskazują, że znaczące zwiększenie bazy monetarnej obserwowane od września 2008 r. nie przełożyło się na istotny wzrost szerokiego agregatu pieniężnego, choć mogło przeciwdziałać jego spadkowi. Odzwierciedleniem ograniczonego wpływu wzrostu pieniądza rezerwowego na szerokie agregaty monetarne jest natomiast obniżenie się mnożnika pieniężnego² obserwowane w tym okresie (Wykres R.2.2).



Wykres R.2.2: Relacja szerokiego pieniądza do bazy monetarnej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro.

Źródło: Dane Reuters, Fed, EBC, obliczenia NBP.

Po drugie, zwiększony popyt na określone papiery wartościowe przyczynia się do wzrostu ich ceny (spadku rentowności) i poprawy ich płynności. Bezpośrednio korzystają na tym emitenci kupowanych przez bank centralny aktywów oraz ci, którzy mają je w swoich portfelach, ale pośrednio

potencjalnie także szersza grupa kredytobiorców. Na przykład, jeżeli bank centralny skupuje papiery skarbowe, to oddziałuje to w kierunku obniżenia krzywej dochodowości i może przyczynić się nie tylko do spadku kosztów obsługi długu publicznego, ale także do spadku oprocentowania kredytów firm i gospodarstw domowych. Skala przełożenia spadku rentowności obligacji na koszt kredytów sektora niebankowego zależy jednak od charakterystyki rynku kredytowego.

Po trzecie, zakup aktywów przez bank centralny może wpłynąć na kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych i oczekiwań dotyczących stóp procentowych. Jest to szczególnie ważne w gospodarkach, gdzie nominalne stopy procentowe kształtują się blisko zera, a podmioty gospodarcze spodziewają się utrzymania inflacji poniżej celu banku centralnego przez dłuższy okres. W takiej sytuacji znacząca skala zakupu aktywów uwiarygodnia determinację banku do dłuższego utrzymywania obniżonych stóp procentowych oraz do przywrócenia inflacji do celu, pozwalając podwyższyć oczekiwania inflacyjne i obniżyć krótkoterminowe realne stopy procentowe. Należy jednak podkreślić, że wzrost oczekiwań inflacyjnych związany z polityką *quantitative lub credit easing* może jednocześnie zwiększyć długoterminowe nominalne stopy procentowe, co będzie ograniczało potencjalny efekt popytowy.

Poniżej przedstawiono zestawienie niekonwencjonalnych działań z zakresu polityki pieniężnej podjętych przez wybrane banki centralne, które obniżyły krótkoterminowe stopy procentowe do niskiego poziomu.

Stany Zjednoczone

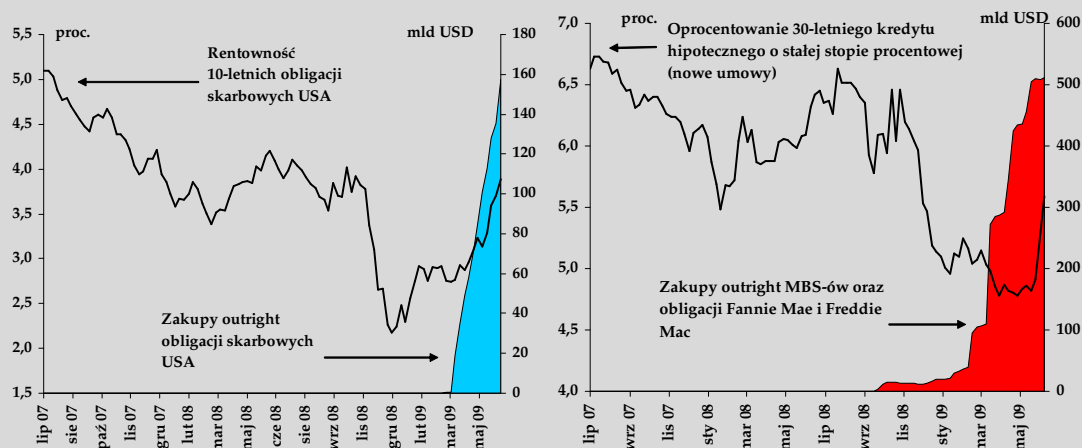
W celu wsparcia wzrostu gospodarczego oraz usprawnienia funkcjonowania rynków finansowych, poprzez utrzymanie rozmiaru bilansu banku centralnego na wysokim poziomie, w listopadzie 2008 r. Fed zdecydował o bezwarunkowym zakupie 100 mld USD papierów dłużnych *government-sponsored enterprise* (GSE) oraz 500 mld USD *mortgage-backed securities*. W marcu 2009 r. Fed zwiększył skalę zakupów powyższych papierów odpowiednio do 200 mld USD i 1,25 bln USD, a także zdecydował o zakupie 300 mld USD długoterminowych obligacji skarbowych. Celem tej polityki jest obniżenie oprocentowania zarówno kredytów hipotecznych, jak i papierów skarbowych. Działania doprowadziły do powiększenia bilansu banku centralnego i wzrostu bazy monetarnej.

W *minutes* z kwietniowego posiedzenia FOMC jego członkowie ocenili, że dzięki dużej skali zakupów aktywów finansowych Fed wpływa pozytywnie na perspektywy wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Jednak, pomimo oznak poprawy sytuacji na rynku pieniężnym i zmniejszeniu premii za ryzyko, dostęp do kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw pozostał utrudniony. Członkowie FOMC stwierdzili równocześnie, że przed podjęciem dodatkowych kroków konieczna jest ocena wpływu dotychczasowych decyzji na sytuację gospodarczą kraju.

Prezes Fed odnosił się w publicznych wypowiedziach do tzw. strategii wyjścia (ang. *exit strategy*), której celem ma być umożliwienie bankowi centralnemu zmniejszenie bazy monetarnej i bilansu banku centralnego. Deklaracje dotyczące strategii zakładają, że wielkość bilansu Fed obniży się automatycznie wraz z poprawą sytuacji na rynku kredytowym ze względu na spadek atrakcyjności programów Fed i ich ograniczony zakres czasowy. Nadmiar rezerw może zostać zaabsorbowany z rynku przy pomocy operacji *reverse repo* lub emisji obligacji skarbowych przez Ministerstwo Skarbu USA i ulokowanie uzyskanych środków w banku centralnym. Dodatkowo, Fed podnosząc oprocentowanie rezerw banków komercyjnych w banku centralnym wyznaczy minimalny poziom rynkowych stóp procentowych. Pozwoli to na podniesienie stóp procentowych przed zmniejszeniem bilansu banku centralnego do poziomu sprzed kryzysu finansowego.

Początkowo po ogłoszeniu decyzji Fed o zakupach aktywów, rentowności obligacji skarbowych obniżyły się, jednak od kwietnia br. nastąpił ich wzrost, który mógł być związany z oczekiwaniem poprawy sytuacji gospodarczej, obawami o sytuację fiskalną w Stanach Zjednoczonych i wzrostem oczekiwań inflacyjnych (Wykres R.2.3 lewy panel). Po ogłoszeniu programu zakupów *mortgage-backed securities* oraz papierów dłużnych *government-sponsored enterprise* obserwowany był również spadek oprocentowania nowo udzielanych kredytów hipotecznych (Wykres R.2.3 prawy panel). Tendencja ta uległa odwróceniu w kwietniu 2009 r. wraz ze wzrostem rentowności obligacji skarbowych, które stały się atrakcyjną alternatywą wobec udzielania kredytów hipotecznych

(zwiększając tym samym ich koszt).

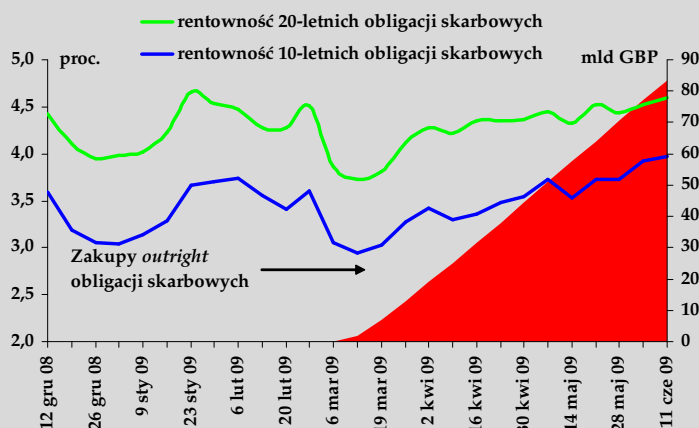


Wykres R.2.3: Zakupy obligacji skarbowych i ich rentowności (lewy panel) oraz zakupy mortgage-backed securities i oprocentowanie kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych (prawy panel).

Źródło: Dane Fed.

Wielka Brytania

Monetary Policy Committee (MPC) 5 marca 2009 r. zapowiedział rozpoczęcie programu zakupu aktywów o wartości 125 mld GBP, który będzie finansowany przez zwiększenie rezerw banku centralnego. Celem prowadzenia polityki *quantitative easing* w Wielkiej Brytanii jest zwiększenie podaży pieniądza, udroźnienie rynków kredytowych i, w konsekwencji, pobudzenie zagregowanego popytu, co ma umożliwić realizację celu inflacyjnego. W ramach programu zakupu aktywów kupowane są zarówno obligacje skarbowe (o zapadalności od 5 do 25 lat), jak również papiery korporacyjne. Działania Banku mające na celu obniżenie rentowności najprawdopodobniej pozwoliłyby, poprzez obniżenie kosztów finansowania i wzrost wartości aktywów podmiotów gospodarczych, poprawić sytuację na rynkach finansowych.



Wykres R.2.4: Zakupy obligacji skarbowych i ich rentowności w Wielkiej Brytanii.

Źródło: Dane EcoWin.

Bank Anglii ocenia na bieżąco efekty prowadzonej polityki *quantitative easing*. W kwietniu br. opublikowany został raport *Asset Purchase Facility Quarterly Report 2009 Q1*, w którym przedstawiony został dotychczasowy bilans niekonwencjonalnych działań banku. Po ogłoszeniu przez Bank Anglii programu zakupu aktywów rentowności obligacji skarbowych obniżyły się, jednak od

połowy marca br. obserwowany jest ich wzrost, który może być związany z oczekiwaniem wzrostu podaży obligacji skarbowych oraz wzrostem oczekiwań inflacyjnych (Wykres R.2.4). Bank Anglii podkreśla, że ocena skuteczności programu wymaga czasu i przyznaje, że będzie ona trudna ze względu na szerokie spektrum narzędzi stosowanych przez rząd i dynamiczną sytuację na rynkach finansowych.

W maju br. Bank Anglii zapowiedział, że podejmie odpowiednie działania, aby ograniczyć ryzyko wzrostu inflacji ponad cel inflacyjny związane z *quantitative easing*. Równocześnie, Prezes Banku podkreślił, że strategia wyjścia (ang. *exit strategy*) będzie połączeniem podniesienia stopy procentowej banku centralnego oraz sprzedaży części zakupionych aktywów.

Strefa euro

W czerwcu 2009 r. EBC przedstawił program zakupu denominowanych w euro i wyemitowanych w strefie euro listów zastawnych (ang. *covered bonds*) o wartości 60 mld EUR³. W ocenie EBC, funkcjonowanie tego segmentu rynku finansowego strefy euro było istotnie zaburzone w obecnym kryzysie. Głównym celem zakupu listów zastawnych (stosowanych przez banki komercyjne głównie do finansowania kredytów hipotecznych) jest poprawa warunków funkcjonowania instytucji finansowych na rynku pieniężnym, zachęcenie banków do zwiększenia akcji kredytowej oraz poprawienie płynności w wybranych segmentach rynku finansowego. Program zakupu listów zastawnych rozpocznie się w lipcu br. i będzie prowadzony zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym.

Szwajcaria

Bank Szwajcarii 12 marca 2009 r. zapowiedział zakup obligacji korporacyjnych denominowanych we frankach szwajcarskich. Z wypowiedzi przedstawicieli banku na konferencji prasowej 18 czerwca 2009 r. wynika, że dotychczas zakupiono listy zastawne o wartości 2,5 mld CHF oraz obligacje korporacyjne o wartości 0,3 mld CHF. W ocenie Banku program wpłynął na zmniejszenie się premii za ryzyko obligacji korporacyjnych. Równocześnie, przedstawiciele Banku zapewnili, że program będzie kontynuowany, jednak nie podano skali przyszłych zakupów.

¹ Od początku kryzysu finansowego banki centralne stosują szerokie spektrum niekonwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej mających na celu zapewnienie płynności na rynkach finansowych oraz udrożnienie mechanizmu transmisji monetarnej. Nie wszystkie z nich można jednak zaklasyfikować jako narzędzia polityki *quantitative easing* lub *credit easing* (np.: wydłużenie zapadalności, rozszerzenie akceptowanych zabezpieczeń operacji dostarczających płynność oraz zmiany zasad funkcjonowania tzw. *standing facilities* i operacji otwartego rynku). Ich cele są komplementarne w stosunku do działań *quantitative/credit easing* podjętych przez banki centralne, jednak nie są one omawiane w niniejszej ramce.

² Mnożnik pieniężny obrazuje, w jakim stopniu dodatkowa płynność dostarczana przez banki centralne bankom komercyjnym przekłada się na wzrost kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

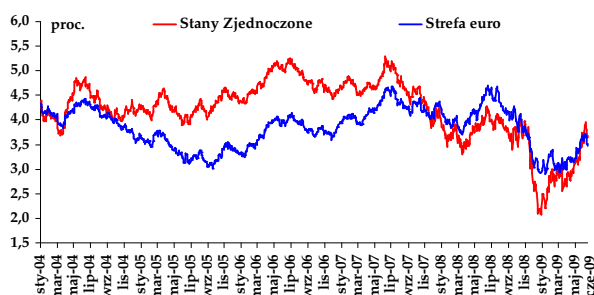
³ Skala programu zakupu listów zastawnych przedstawionego przez EBC jest niewielka w porównaniu z programami prowadzonymi w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Jego wielkość w relacji do PKB krajów strefy euro wynosi 0,6%. Odpowiednie wartości programów Fed i Banku Anglii to 12% i 10%.

Długoterminowe stopy procentowe i rynek akcji

W okresie marzec–czerwiec br. rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro wzrosły (Wykres 2.33). Było to wynikiem przede wszystkim spadku awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych i zmniejszeniem zainteresowania inwestorów papierami

Wykres 2.33:

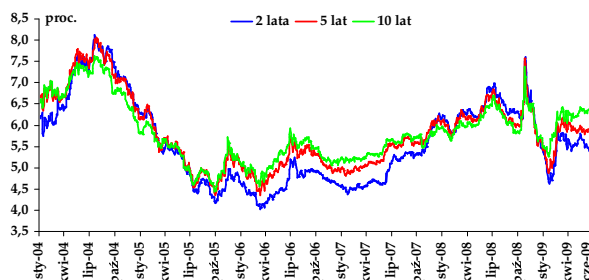
Rentowność obligacji 10-letnich w Stanach Zjednoczonych i strefie euro.



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 2.34:

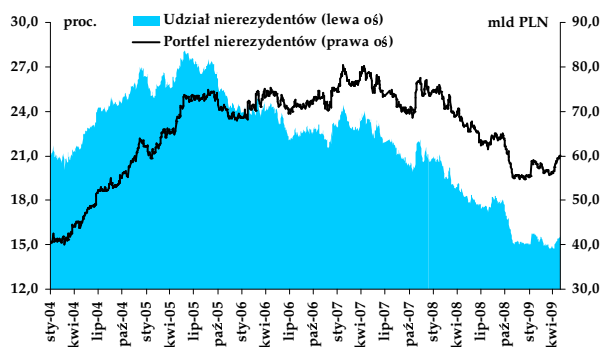
Rentowność polskich obligacji skarbowych



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 2.35:

Zaangażowanie nierezydentów w rynek polskich papierów skarbowych.



Źródło: Dane KDPW.

skarbowymi krajów rozwiniętych. Poprawa nastrojów związana była z lepszymi niż oczekiwano danymi ekonomicznymi w Stanach Zjednoczonych (wzrost zaufania konsumentów i mniejszy niż w poprzednich okresach spadek zatrudnienia). Ponadto do wzrostu rentowności obligacji skarbowych przyczynił się wzrost ich podaży w wyniku nowych emisji.

Od publikacji ostatniego *Raportu* rentowności polskich obligacji zmieniły się w niewielkim stopniu. Przejściowo, w marcu i w I poł. kwietnia br., odnotowano zwiększoną zmienność rentowności obligacji. W okresie od 18 lutego do 17 czerwca br. rentowności obligacji 2-letnich obniżyły się o 3 punkty bazowe, 5-letnich – wzrosły o 24 punkty bazowe, a 10-letnich – o 30 punktów bazowych. W kierunku spadku rentowności oddziaływała poprawa nastrojów inwestorów zagranicznych względem regionu (odzwierciedlona w znacznym spadku stawek CDS) oraz aprecjacja złotego od poł. lutego br. Natomiast w kierunku wzrostu rentowności oddziaływały obawy dotyczące nowelizacji budżetu państwa oraz możliwości sfinansowania deficytu budżetowego w warunkach dużej skali emisji papierów rządowych na rynkach światowych, utrzymywanie się inflacji na podwyższonym poziomie i w konsekwencji zmiany oczekiwań dotyczących stóp procentowych.

Po osiągnięciu na początku marca br. poziomu 349 punktów bazowych, 17 czerwca br. spread polskiej 10-letniej obligacji skarbowej względem obligacji niemieckiej o zbliżonym terminie zapadalności obniżył się do poziomu 268 punktów bazowych osiągając poziom z poł. lutego br.⁴³

W I poł. stycznia 2009 r., w efekcie przejściowej poprawy nastawienia do polskiego rynku obligacji, odnotowano istotny wzrost zaangażowania nierezydentów na rynku długu w Polsce, jednak w lutym i marcu nastąpił odpływ kapitału zagranicznego z tego rynku. W kwietniu inwestorzy zagraniczni ponownie zwiększyli swoje zaangażowanie na rynku obligacji skarbowych w Polsce.

Rentowność polskich obligacji długotermino-

⁴³W przypadku obligacji czeskich i węgierskich spread ten wyniósł odpowiednio 209 i 672 punktów bazowych.

wych w ujęciu średniorocznym, wykorzystywana do oceny spełnienia kryterium stóp procentowych z Maastricht w ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy powoli wzrastała i zbliżała się do wartości referencyjnej. W maju 2009 r. średnia roczna rentowność dziesięcioletnich obligacji skarbowych w Polsce wyniosła 6,1%, podczas gdy wartość referencyjna ukształtowała się na poziomie 6,4% (Wykres 2.37). Od końca 2005 r. Polska spełnia kryterium długoterminowych stóp procentowych.

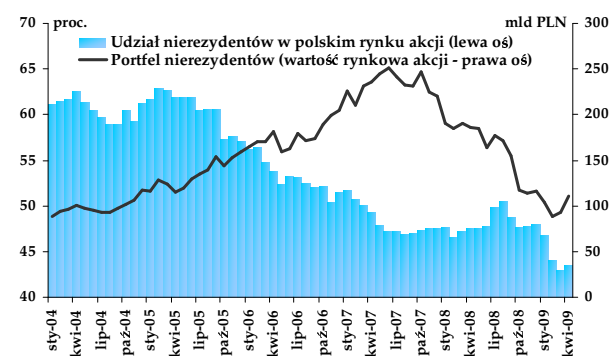
Sytuacja na krajowym rynku akcji odzwierciedlała nastroje panujące na rynkach światowych. W styczniu na GPW nastąpiły silne spadki indeksów, a saldo transakcji nierezydentów było ujemne (Wykres 2.38). Styczniowe spadki były kontynuowane w lutym br., kiedy WIG20 spadł do poziomu najniższego od lipca 2003 r. Równocześnie nastąpił znaczny, silniejszy niż w styczniu, spadek zaangażowania zagranicznych inwestorów w polskim rynku akcji (Wykres 2.36). Pod koniec lutego spadki kursów akcji uległy jednak wyhamowaniu, co było skorelowane z zahamowaniem deprecjacji złotego i wyprzedzało podobne zachowanie rynków zagranicznych, które w marcu zakończyły falę spadkową. W marcu ceny akcji silnie wzrosły a indeks WIG20 zyskał 10%. Mimo wzrostu indeksów zagraniczni inwestorzy sprzedawali akcje polskich spółek, a udział nierezydentów w polskim rynku akcji zmniejszył się w podobnym stopniu jak w styczniu. W kwietniu wzrost cen akcji na GPW był kontynuowany, a indeks WIG20 zyskał 11%. Jednocześnie po raz pierwszy od grudnia ub.r. nastąpił wzrost zaangażowania nierezydentów w polskim rynku akcji. W maju ceny akcji zmieniały się w poziomym paśmie wahań, natomiast w czerwcu rynek powrócił do wzrostów. W całym okresie od 18 lutego do 17 czerwca br. indeks WIG20 wzrósł o 34%.

Ceny mieszkań

Od początku 2009 r. sytuacja na rynku mieszkań nie uległa istotnej zmianie. W I kw. br., podobnie jak w II poł. 2008.r., ofertowe ceny mieszkań nadal wykazywały umiarkowaną tendencję spadkową. Ujemną dynamikę cen w ujęciu rocz-

□ Wykres 2.36:

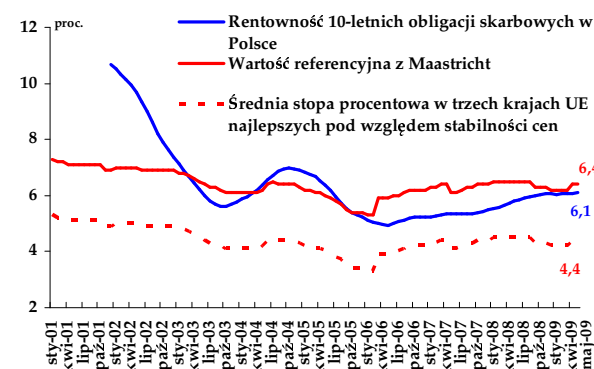
Zaangażowanie nierezydentów w polski rynek akcji (ustalone wg wartości rynkowej akcji).



Źródło: Dane NBP.

□ Wykres 2.37:

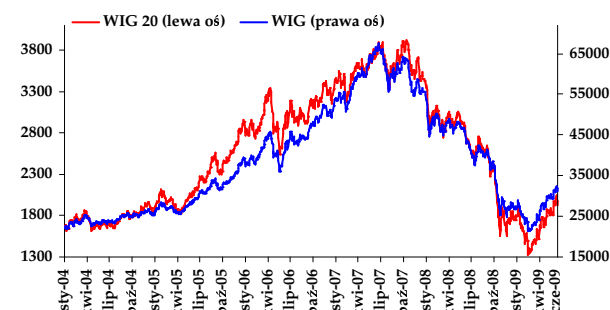
Rentowność obligacji skarbowych w Polsce a wartość referencyjna dla kryterium stóp procentowych.



Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych Eurostat.

□ Wykres 2.38:

Wartości indeksów WIG i WIG 20.



Źródło: Dane Reuters.

Tabela 2.4: Zmiany średniej ceny mieszkania na wybranych rynkach lokalnych.

	gru 2005	gru 2006	gru 2007	gru 2008	cze 2008	wrz 2008	gru 2008	mar 2009	mar 2009
	r/r (proc.)	r/r (proc.)	r/r (proc.)	r/r (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	średnia cena (zł/m ²)
Rynek pierwotny – ceny ofertowe									
Polska ogółem	7,9	51,5	21,1	-0,6	0,3	-1,6	-0,8	-1,1	7351
Najważniejsze rynki mieszkaniowe w Polsce ^{††}	12,6	56,1	19,7	-2,4	0,9	-1,4	-2,7	-1,2	7863
Miasta wojewódzkie [‡]	15,0	45,2	22,7	-3,4	-0,6	-1,6	-1,9	-1,3	7525
Małe i średnie miasta [‡]	7,0	10,4	95,7	-0,8	1,1	-8,4	7,1	-6,2	5920
Warszawa	12,9	54,3	13,1	3,6	3,2	-0,1	-2,2	-1,9	8726
Kraków	22,3	67,4	15,7	-10,4	-5,3	-1,0	-2,6	0,3	7398
Wrocław	17,9	101,2	8,1	-2,1	2,6	-8,1	-1,1	5,5	7756
Gdańsk	15,7	63,7	22,6	-5,7	-3,1	0,5	-2,6	-12,6	5655
Gdynia	8,5	46,0	48,5	-15,6	-8,7	30,3	-24,6	-17,2	5719
Poznań	3,0	18,9	119,2	-11,9	3,4	-15,4	6,1	-6,3	7307
Łódź	-5,3	67,4	37,8	-8,3	-6,5	-2,5	-4,1	-4,4	5323
Rynek wtórny – ceny ofertowe									
Polska ogółem	8,7	77,6	10,9	-9,2	-4,0	1,9	-4,4	-1,5	4975
Najważniejsze rynki mieszkaniowe w Polsce ^{††}	-1,6	84,1	4,6	-0,4	1,0	-3,4	-0,6	1,1	7070
Miasta wojewódzkie [‡]	4,5	82,2	3,6	-3,9	-2,4	2,3	-2,4	3,2	5914
Małe i średnie miasta [‡]	9,6	49,4	47,7	-4,1	-3,8	0,6	-2,7	-4,0	4352
Warszawa	15,1	55,6	14,5	5,3	-2,1	5,1	-2,1	-4,8	9343
Kraków	31,3	62,4	8,4	-10,8	4,0	-0,3	-3,7	-1,5	7146
Wrocław	13,8	74,8	11,1	-4,5	0,0	-0,5	-4,8	-2,3	6727
Gdańsk	18,9	82,5	24,2	-5,6	-1,6	-3,1	-2,6	-3,5	6435
Gdynia	17,7	77,8	10,4	3,3	0,5	3,4	-5,1	3,5	7152
Poznań	4,5	49,4	36,7	0,2	-2,1	-1,4	3,8	-5,8	6038
Łódź	3,9	74,5	47,3	-10,3	-4,6	-3,6	-3,1	-3,7	4249
Rynek wtórny – ceny transakcyjne[#]									
Najważniejsze rynki mieszkaniowe w Polsce [†]	b.d.	b.d.	31,3	-1,1	-1,8	-2,3	2,4	-4,0	6091
Warszawa	b.d.	b.d.	24,7	1,6	-1,9	-0,9	2,7	-5,8	7554
Kraków	b.d.	b.d.	12,0	-3,7	3,4	-9,1	3,0	-4,7	6149
Wrocław	b.d.	b.d.	11,5	0,2	0,2	3,7	-2,3	-3,9	5691
Gdańsk	b.d.	b.d.	49,0	-3,5	-0,1	-3,2	1,3	0,0	6039
Gdynia	b.d.	b.d.	31,3	0,5	-3,7	-4,7	7,1	-4,7	5916
Poznań	b.d.	b.d.	52,0	-8,3	-11,0	-1,3	2,3	3,5	5023
Łódź	b.d.	b.d.	62,9	0,5	-1,5	-2,6	3,5	-5,9	3591

Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych z bazy cen ofertowych *PONT Info Nieruchomości*, transakcyjna baza cen nieruchomości NBP oraz AMRON.

[†] Warszawa, Kraków, Wrocław, Gdańsk, Gdynia, Poznań, Łódź. Wyboru dokonano biorąc pod uwagę m.in. liczbę zawieranych transakcji, wielkość budownictwa mieszkaniowego, potencjał rozwojowy miasta.

[‡] Średnie ważone liczbą ofert w próbie (wagi dla miast zmienne w zależności od wielkości próby).

[#] Indeks cen transakcyjnych, metoda średniej ważonej według zmiennej klasyfikacyjnej *lokalizacja*. Przedstawione w poprzednim *Raporcie* dane dot. średniej ceny mieszkania w Warszawie i na najważniejszych rynkach mieszkaniowych w Polsce w IV kw. 2008 r. zostały zrewidowane.

nym zaobserwowano na największych rynkach mieszkaniowych oraz w małych i średnich miastach.

Spadki cen nastąpiły zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym, przy czym w ujęciu rocznym przeciętnie szybciej spadały ceny mieszkań nowych, oferowanych przez deweloperów. Na rynku wtórnym, po okresie silniejszych spadków cen na przełomie III i IV kw. ub.r., sytuacja nieco się ustabilizowała. Według danych dostępnych dla siedmiu największych rynków miejskich, w I kw. 2009 r. nadal spadały także ceny transakcyjne na rynku wtórnym, przy czym średnie tempo ich spadku było wyższe niż w IV kw. 2008 r.

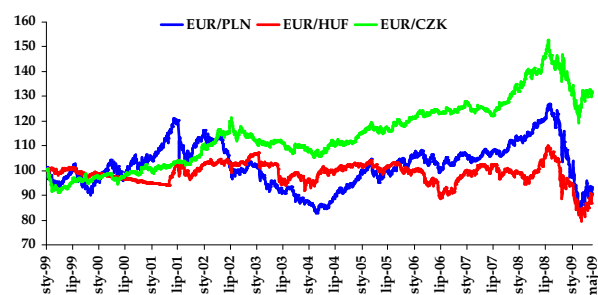
Zgodnie z wcześniejszymi prognozami, w I kw. 2009 r. na największych rynkach nieruchomości pogłębiała się nierównowaga pomiędzy rosnącą podażą a popytem na nowe mieszkania. Nieznaczny spadek cen mieszkań nie był w stanie istotnie wpłynąć na wzrost popytu w sytuacji ograniczonej dostępności kredytów mieszkaniowych, oczekiwań kupujących na dalszy spadek cen mieszkań i pogarszających się perspektyw gospodarczych (coraz niższe prognozy wzrostu gospodarczego, malejąca dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw i rosnące bezrobocie). W konsekwencji, według informacji rynkowych, sprzedaż mieszkań w I kw. 2009 r. nadal utrzymywała się na poziomie znacznie niższym od ubiegłorocznego, co w zestawieniu z rosnącą podażą skutkowało narastaniem liczby niesprzedanych mieszkań. Razem z wystawianymi obecnie na sprzedaż mieszkaniami zakupionymi w celach spekulacyjnych nadwyżka podaży nad popytem nadal będzie wywierać wyraźną presję na dalsze spadki cen mieszkań.

2.5.2 Kurs walutowy

W II poł. lutego 2009 r. nastąpiło odwrócenie trendu deprecjacyjnego nominalnego kursu złotego względem euro, dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego. Złoty umacniał się do połowy kwietnia, po czym zaczął się osłabiać. Deprecjacja polskiej waluty trwała do połowy czerwca, przy czym jej skala była mniejsza niż skala wcześniejszej aprecjacji. Od 18 lutego do 17 czerwca 2009 r. złoty umocnił się o ok. 17% wobec dolara amerykańskiego, ok. 8% wobec euro oraz o ok. 10% względem franka szwajcarskiego. W omawianym okresie obserwowane było również

□ Wykres 2.39:

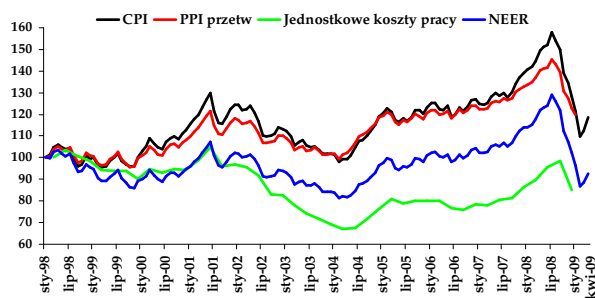
Nominalne kursy walut Czech, Polski i Węgier względem euro (wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane EcoWin.

Wykres 2.40:

Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

Dla jednostkowych kosztów pracy (w przetwórstwie przemysłowym): dane kwartalne, szacunki NBP na podstawie danych GUS, EBC i Komisji Europejskiej.

wyraźne umocnienie innych walut regionu, tj. forinta węgierskiego oraz korony czeskiej (Wykres 2.39).

W kierunku aprecjacji złotego oddziaływały przede wszystkim czynniki globalne, w tym spadek awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych prowadzący do poprawy nastawienia uczestników rynku względem walut gospodarek wschodzących. Oprócz czynników globalnych umocnieniu złotego sprzyjały prawdopodobnie informacje o poprawie salda na rachunku obrotów bieżących w Polsce w lutym i marcu 2009 r., co mogło być postrzegane jako oznaka zachowania przez gospodarkę polską równowagi zewnętrznej. W kierunku deprecjacji złotego mogły natomiast oddziaływać oczekiwania większego niż wcześniej zakładano spowolnienia wzrostu gospodarczego w 2009 r. oraz informacje wskazujące na pogarszanie się pozycji fiskalnej państwa.

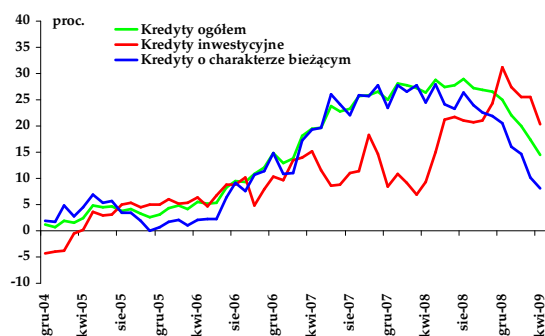
Od sierpnia 2008 r. do lutego br. wraz z deprecjacją nominalnego efektywnego kursu złotego obserwowana była zbliżona co do skali deprecjacja realnego kursu złotego. Od marca 2009 r. realny efektywny kurs walutowy złotego, podobnie jak kurs nominalny, uległ aprecjacji (Wykres 2.40).

2.5.3 Kredyt i pieniądz⁴⁴

Kredyt

Wykres 2.41:

Kredyty dla przedsiębiorstw (r/r).



Źródło: Dane NBP.

Ze względu na utrzymującą się dekoniunkturę i negatywną ocenę przedsiębiorstw co do perspektyw zbytu oraz dalsze zaostrzenie przez banki polityki kredytowej, przyrost wartości kredytów dla przedsiębiorstw w 2009 r. został zahamowany – w okresie styczeń–kwiecień 2009 r. wyniósł on jedynie 0,5 mld zł, a dynamika roczna spadła o 7,6 pkt. proc. do 14,6% r/r (Wykres 2.41). Oddziaływanie czynników popytowych oraz podażowych znalazło odzwierciedlenie w wynikach badań ko-

⁴⁴Należy podkreślić, że publikowane przez NBP dane monetarne, zwłaszcza dotyczące zmian wielkości kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych oraz kredytów dla przedsiębiorstw, w ostatnich kwartałach pozostawały pod znacznym wpływem zmian kursu walutowego. Z związku z tym prezentowane w tym rozdziale dane monetarne odnoszą się do wielkości oczyszczonych z wpływu wahań kursu złotego w stosunku do głównych walut.

Tabela 2.5: Zadłużenie zagraniczne polskich przedsiębiorstw w EUR.

Zmiana r/r (proc.)	2006				2007				2008			
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4
kredyty niehandlowe	17,5	17,4	22,4	30,8	31,5	34,8	28,3	21,1	24,8	29,1	27,9	18,4
kredyty handlowe	19,3	25,1	18,4	17,0	24,4	23,3	24,9	21,9	21,3	19,1	15,4	-1,8

Źródło: Dane NBP.

niunkturny NBP⁴⁵, które wskazują, że w I kw. br. zmalała liczba firm ubiegających się o kredyt i równocześnie znacząco wzrósł odsetek odrzuconych wniosków kredytowych – co trzecia firma wnioskująca o kredyt nie otrzymała go.

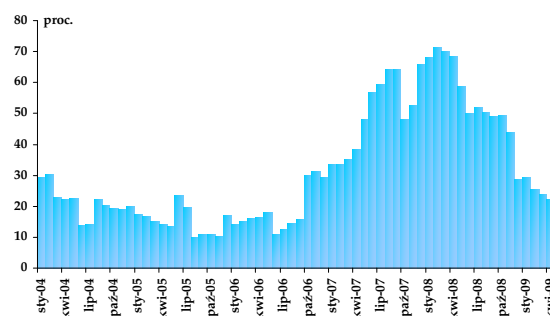
Jak wynika z badań NBP, w I kw. 2009 r. wskaźnik kontynuacji inwestycji odnotował dalszy wyraźny spadek (o 13,6 pkt. proc. r/r do poziomu 85,6%). Obniżyło się również zainteresowanie przedsiębiorstw rozpoczynaniem nowych projektów inwestycyjnych. Równocześnie wyniki ankiety NBP skierowanej do przewodniczących komitetów kredytowych⁴⁶ wskazują, że ponad 50% banków zastrzyżło kryteria udzielania kredytów przedsiębiorstwom. W efekcie, w kwietniu 2009 r. w porównaniu ze styczniem br. tempo wzrostu kredytów na zakup nieruchomości obniżyło się o 7,4 pkt. proc. do 22% r/r, a dynamika zadłużenia z tytułu kredytów inwestycyjnych spadła o 7,1 pkt. proc. do 20,4% r/r. Istotnie obniżyło się także tempo wzrostu kredytów o charakterze bieżącym.

Według danych bilansu płatniczego, w IV kw. 2008 r. zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw obniżyło się, co przełożyło się na wyraźny spadek jego dynamiki o 13,4 pkt. proc. w porównaniu z III kw. ub.r., tj. do 11,7% r/r (Tabela 2.5).

W przypadku kredytów dla gospodarstw domowych (Wykres 2.43) ich przyrost w 2009 r. uległ wyhamowaniu, co związane było przede wszystkim ze znacznym ograniczeniem akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych (w okresie styczeń–kwiecień br. ich przyrost wyniósł

Wykres 2.42:

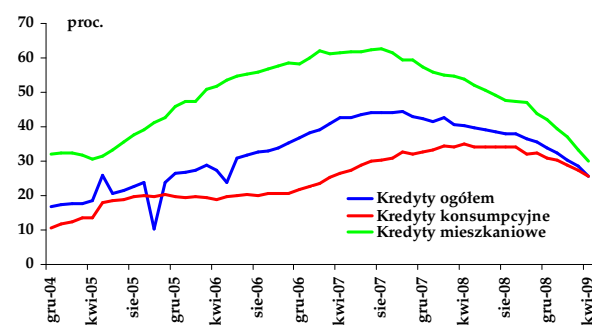
Kredyty dla przedsiębiorstw na zakup nieruchomości (r/r).



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.43:

Kredyty dla gospodarstw domowych (r/r).



Źródło: Dane NBP.

⁴⁵Patrz: Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2009 i prognoz koniunktury na II kw. 2009., NBP.

⁴⁶Patrz: Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, II kw. 2009, NBP

Tabela 2.6: Średnie oprocentowanie nowych umów złotych w bankach komercyjnych oraz nowych umów kredytowych walutowych w dominujących walutach.

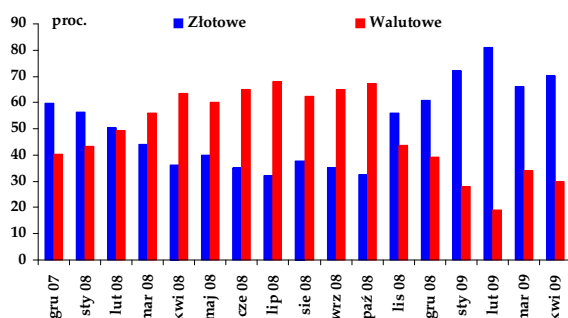
proc.	2008								2009			
	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru	sty	lut	mar	kwi
Gospodarstwa domowe												
depozyty ogółem	5,1	5,2	5,2	5,4	5,8	6,1	6,2	6,5	6,2	5,4	5,0	4,5
kredyty ogółem	13,6	13,6	13,8	13,7	13,7	13,6	14,1	13,6	14,1	13,9	13,4	13,6
kredyty konsumpcyjne	15,3	15,3	15,5	15,5	15,5	15,6	15,8	15,3	16,0	15,8	15,7	15,9
kredyty mieszkaniowe w PLN	7,8	8,0	8,3	8,4	8,6	8,7	8,8	8,7	8,5	7,4	7,1	7,0
kredyty mieszkaniowe w CHF	4,7	4,6	4,7	4,7	4,8	5,2	5,4	4,5	4,2	4,2	3,2	3,3
Przedsiębiorstwa												
depozyty ogółem	5,4	5,6	5,6	5,6	5,6	5,7	5,5	5,6	4,9	4,0	3,4	3,3
kredyty ogółem	7,7	8,3	8,1	8,2	8,3	8,4	8,4	8,3	7,8	7,1	6,4	6,4

Źródło: Dane NBP.

4,7 mld zł, wobec 13,6 mld zł w analogicznym okresie poprzedniego roku). Dynamika kredytów mieszkaniowych odnotowała silny spadek – o 9,5 pkt. proc. do 29,9% r/r. Poza czynnikami popytowymi, przekładającymi się na istotny spadek zainteresowania tymi kredytami, niekorzystnie na dynamikę kredytów mieszkaniowych oddziaływała także polityka banków, zaostrzających kryteria ich udzielania. Jak pokazują badania ankietowe NBP, w I kw. 2009 r. znaczna część banków zwiększyła marże, podniosła wymagany wkład własny w finansowaniu nieruchomości, zaostrzyła wymagania w zakresie zabezpieczeń lub skróciła maksymalny okres kredytowania. Podniesienie wymogów było silniejsze dla kredytów walutowych niż dla denominowanych w złotych. Część ankietowanych banków wycofała ze swojej oferty kredyty walutowe, co jest odzwierciedlone w zmianie struktury nowo udzielonych kredytów (Wykres 2.44).

Wykres 2.44:

Struktura walutowa nowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Struktura sporządzona w oparciu o informacje pozyskiwane do sprawozdawczości stóp procentowych z próby 20 banków, których udział w rynku kredytów dla sektora niefinansowego stanowi około 75%.

Przyrost kredytów konsumpcyjnych również obniżył się, choć w mniejszym stopniu niż kredytów na cele mieszkaniowe. W okresie styczeń-kwiecień br. stan zadłużenia gospodarstw domowych z tego tytułu wzrósł o 5,4 mld zł, wobec 8,3 mld zł w analogicznym okresie poprzedniego roku. W efekcie dynamika roczna kredytów konsumpcyjnych zmniejszyła się między styczniem a kwietniem br. o 4,7 pkt. proc. do 25,5% r/r (Wykres 2.43). Poza nieznacznym spadkiem popytu na te kredyty ze strony gospodarstw domowych,

na ograniczenie akcji kredytowej miała wpływ ich mniejsza dostępność. Blisko połowa ankietowanych banków zaostrzyła kryteria udzielania kredytów konsumpcyjnych, przede wszystkim podnosząc marże oraz pozaodsetkowe koszty kredytu. Zaostrzenie polityki banków było jednak w tym przypadku łagodniejsze niż dla kredytów mieszkaniowych, czy dla kredytów dla przedsiębiorstw.

Średnie oprocentowanie nowych kredytów dla przedsiębiorstw w okresie styczeń–kwiecień 2009 r. obniżyło się, co związane było z obniżkami stóp procentowych NBP. Z kolei oprocentowanie nowych umów złotych na cele mieszkaniowe choć spadło, to jednak w mniejszej skali niż redukcja stóp NBP. Natomiast przeciętne oprocentowanie nowych kredytów na cele konsumpcyjne, po wzroście do 16,0% w styczniu br. utrzymuje się na wysokim poziomie (Tabela 2.6).

Rozwój akcji kredytowej w kolejnych okresach będzie uzależniony od udziału kredytów zagrożonych w portfelach kredytowych, bieżącej i przewidywanej sytuacji kapitałowej banków i wzrostu ryzyka związanego z przewidywaną sytuacją gospodarczą. Istotnym czynnikiem oddziaływującym na rozwój akcji kredytowej może być również wprowadzanie rządowych poręczeń dla kredytów dla przedsiębiorstw oraz dopłat do kredytów mieszkaniowych. W celu zwiększenia podaży kredytu NBP obniżył na majowym posiedzeniu stopę rezerw obowiązkowych o 50 punktów bazowych do 3,0%⁴⁷.

W kolejnych miesiącach można oczekiwać dalszego spadku dynamiki przyrostu zadłużenia przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Wzrost kredytów dla przedsiębiorstw będzie ograniczany

przez spadek popytu na ich produkty, co przekłada się także na obniżenie aktywności inwestycyjnej. Inwestycjom prorozwojowym nie będzie również sprzyjało obserwowane obecnie znaczące obniżenie stopnia wykorzystania potencjału wytwórczego oraz wzrost zapasów produktów gotowych⁴⁸. Z kolei czynnikiem zniechęcającym go-

⁴⁷Decyzja ta ma zastosowanie do rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymaniu od dnia 30 czerwca 2009 r.

⁴⁸W I kw. 2009 r. wzrósł odsetek firm, w których stan zapasów przewyższał potrzeby przedsiębiorstwa – o 2,0 pkt.

spodarstwa domowe do zaciągania kredytów będzie pogarszająca się sytuacja na rynku pracy oraz niepewność związana z przyszłą sytuacją dochodową. Prawdopodobnie nastąpi dalsze ograniczenie podaży kredytów denominowanych w walutach obcych. Istotną przyczyną wyhamowania akcji kredytowej będzie w coraz większym stopniu ograniczona populacja potencjalnych kredytobiorców spełniających kryteria oceny zdolności kredytowej.

Depozyty i agregaty monetarne

Pogłębiający się spadek popytu zarówno zagranicznego, jak i krajowego, negatywnie oddziaływał na sytuację ekonomiczną przedsiębiorstw. Dodatkowo, w warunkach trudniejszego dostępu do kredytów bankowych, przedsiębiorstwa były zmuszone w większym stopniu korzystać ze środków własnych do finansowania swojej bieżącej działalności. W efekcie wartość depozytów przedsiębiorstw spadła w okresie styczeń–kwiecień br. o 7,3 mld zł, a ich dynamika obniżyła się o 5,0 pkt. proc. do $-4,7\%$ r/r.

Deklarowane dalsze zaostrzanie polityki kredytowej przez banki powoduje, że głównym źródłem finansowania działalności bieżącej oraz inwestycyjnej przedsiębiorstw nadal będą środki własne⁴⁹. Przy prawdopodobnym dalszym pogorszeniu wyników finansowych można zatem oczekiwać dalszej redukcji depozytów przedsiębiorstw.

Z analizy struktury aktywów finansowych gospodarstw domowych wynika, że od stycznia do kwietnia br. depozyty bankowe stanowiły dominującą formę inwestycji (wzrost depozytów bankowych wyniósł w tym okresie 15,9 mld zł, tj. 4,6%). Było to wynikiem silnej konkurencji banków o oszczędności klientów, połączonej z utrzymującym się brakiem zaufania inwestorów indywidual-

proc. względem IV kw. ub.r. do 22,5%. Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2009 i prognoz koniunktury na II kw. 2009.*, NBP.

⁴⁹Według badań NBP, w II kw. 2009 r. nastąpił spadek odsetka inwestycji finansowanych z kredytu bankowego – z 30% w I kw. br. do 25%. Jednocześnie 46% respondentów (tj. o 8 pkt. proc. więcej niż I kw. br.) deklaroowało, że głównym źródłem finansowania nowych inwestycji w II kw. br. pozostaną środki własne.

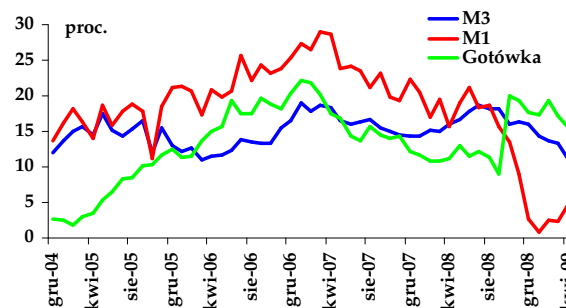
alnych do rynku kapitałowego. Przyrostowi depozytów towarzyszyło zwiększenie zaangażowania gospodarstw domowych w akcje (o 5,4 mld zł tj. 20,9%) oraz jednostki funduszy inwestycyjnych (o 2,5 mld zł, tj. 4,2%) spowodowane wzrostami indeksów giełdowych.

Procesy obserwowane w analizowanym okresie na rynku kredytowym znalazły swoje odzwierciedlenie w kształtowaniu się podstawowych agregatów monetarnych. Wraz ze spowolnieniem akcji kredytowej nastąpiło obniżenie tempa wzrostu szerokiego pieniądza M3 do 11% r/r w kwietniu br. (Wykres 2.45).

Należy podkreślić, że utrzymująca się w 2008 r. wysoka dynamika M3, była częściowo efektem przepływów oszczędności gospodarstw domowych, wycofanych wcześniej z funduszy inwestycyjnych, na bankowe konta terminowe (do 2 lat włącznie). W ostatnim okresie, wpływ tego czynnika na wartość podaży pieniądza był wyraźnie słabszy. W I kw. br. ujemne saldo pomiędzy wpłatami nowych środków a umorzeniami wcześniej zainwestowanych oszczędności w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych wyniosło 2,0 mld zł, podczas gdy w IV kw. ub.r. 9,3 mld zł. Natomiast w kwietniu br., odpływ środków z funduszy inwestycyjnych wyniósł jedynie 0,3 mld zł⁵⁰. W efekcie w analizowanym okresie dynamika mniej płynnych składników pieniądza (M3-M1) obniżyła się o 14,3 pkt. proc. do 18,4% r/r. Z kolei tempo zmian agregatu M1 wzrosło o 4,1 pkt. proc. do 4,9% r/r, na co złożył się przyrost depozytów bieżących gospodarstw domowych oraz stopniowy wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu. W rezultacie, płynność pieniądza M3 mierzona stosunkiem agregatu M1 do M3 wzrosła o 0,7 pkt. proc. do 51,7%. Po silnym wzroście dynamiki gotówki w październiku 2008 r. (do 19,9% r/r), kiedy znacząco przyrósł poziom gotówki w obiegu, odnotowano stopniowe obniżenie się tempa jej wzrostu (do 15,4% r/r w kwietniu br.).

□ Wykres 2.45:

Agregaty monetarne M3 i M1 oraz pieniądz gotówkowy w obiegu (r/r).



Źródło: Dane NBP.

⁵⁰W maju 2009 r. saldo pomiędzy wpłatami nowych środków a umorzeniami wcześniej zainwestowanych oszczędności w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych było pierwszy raz od października 2007 r. nieznacznie dodatnie (0,1 mld zł).

Polityka pieniężna w okresie luty – czerwiec 2009 r.

Na posiedzeniach w lutym i marcu 2009 r. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe NBP każdorazowo o 0,25 pkt. proc. W kwietniu i maju br. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Na posiedzeniu w maju br. Rada podjęła decyzję o obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 pkt. proc., z 3,5% do 3,0%. W czerwcu br. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe NBP o 0,25 pkt. proc. do poziomu: stopa referencyjna 3,50% w skali rocznej; stopa lombardowa 5,00% w skali rocznej; stopa depozytowa 2,00% w skali rocznej; stopa redyskonta weksli 3,75% w skali rocznej.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w lutym, marcu, kwietniu i maju 2009 r. oraz *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w czerwcu br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 25 lutego 2009 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na kształtowaniu się kursu złotego, perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie oraz sytuacji na rynku kredytowym. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle lutowej projekcji inflacji i PKB.

Rada poświęciła wiele uwagi kształtowaniu się kursu walutowego. Wskazywano, że od ostatniego posiedzenia Rady waluty krajów Europy Środkowo-Wschodniej, w tym złoty, osłabiły się istotnie. Podkreślano, że deprecjacja walut regionu wynikała m.in. z pogorszenia perspektyw gospodarczych w krajach regionu, w tym wzrostu obaw o stabilność makroekonomiczną niektórych z tych krajów. Wśród czynników oddziałujących w kierunku osłabienia walut regionu, w tym złotego, wymieniano również wzrost globalnej awersji do ryzyka, skutkujący odpływem kapitału z rynków wschodzących, obawy o finansowanie dużych deficytów w handlu zagranicznym w niektórych krajach oraz transakcje walutowe inwestorów krótkoterminowych. Zwracano uwagę, że skala deprecjacji polskiej waluty wynikająca z relatywnie większej płynności rynku złotego nie odzwierciedlała stosunkowo korzystnej sytuacji i perspektyw wzrostu gospodarki polskiej. Część członków Rady wskazywała, że deprecjacja złotego mogła być dodatkowo

wzmacniana przez popyt na waluty ze strony polskich przedsiębiorstw zaangażowanych w kontrakty opcyjne.

Rada dyskutowała także nad wpływem zmian stóp procentowych NBP na kształtowanie się kursu złotego. Część członków Rady argumentowała, że w warunkach dużej zmienności na rynku walutowym znaczne obniżki stóp procentowych mogą zwiększać ryzyko dalszej deprecjacji kursu. Inni członkowie Rady podkreślali, że wpływ zmian dysparytetu stóp procentowych na kurs złotego jest w ostatnim okresie ograniczony. Zwracali oni uwagę, że czynnikiem wpływającym na kształtowanie się kursu złotego są perspektywy sytuacji gospodarczej w Polsce. W opinii tych członków Rady łagodzenie polityki pieniężnej będzie przeciwdziałać nadmiernemu ograniczeniu wzrostu gospodarczego i tym samym może stanowić czynnik oddziałujący w kierunku umocnienia kursu złotego w średnim okresie.

Analizując wpływ deprecjacji kursu złotego na gospodarkę, wskazywano, że osłabienie złotego przyczynia się do ograniczenia popytu krajowego poprzez wzrost obciążeń gospodarstw domowych i przedsiębiorstw z tytułu obsługi zobowiązań denominowanych w walutach obcych. Z drugiej strony wskazywano, że deprecjacja kursu złotego zwiększa konkurencyjność polskiego eksportu oraz, przyczyniając się do wzrostu cen dóbr importowanych, oddziałuje w kierunku zwiększenia konkurencyjności polskich producentów na rynku krajowym. Zwracano również uwagę, że osłabienie złotego prowadzi do wzrostu złotowej wartości środków unijnych.

Dyskutując o wpływie deprecjacji kursu złotego na sytuację na rynku kredytowym, część członków Rady wskazywała, że osłabienie złotego powoduje wzrost złotowej wartości aktywów banków denominowanych w walutach obcych. Bez zwiększenia kapitałów własnych, może to prowadzić do obniżenia się współczynników wypłacalności banków i w konsekwencji mogłoby oddziaływać w kierunku dalszego ograniczania akcji kredytowej przez banki.

Analizując wpływ deprecjacji kursu złotego na deficyt budżetowy i dług publiczny wskazywano, że deprecjacja złotego zwiększa wydatki budżetu państwa ponoszone z tytułu wpłaty składek członkowskich do budżetu Unii Europejskiej oraz wydatki na obsługę zagranicznego długu publicznego. Część członków Rady oceniała, że znacząca deprecjacja kursu złotego może zmniejszać skłonność zagranicznych inwestorów do finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że dalsza deprecjacja kursu może skłonić inwestorów długoterminowych, posiadających instrumenty dłużne wyemitowane przez polski rząd, do zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym poprzez zawieranie transakcji na rynku terminowym, co może pogłębić osłabianie się złotego w wyniku działania arbitrażu pomiędzy rynkiem kasowym i terminowym. Inni członkowie Rady wskazywali jednak na relatywnie niewielki udział zadłużenia zagranicznego w całkowitym zadłużeniu sektora finansów publicznych oraz na dominujący udział inwestorów krajowych w strukturze finansowania potrzeb pożyczkowych państwa. Zdaniem tych członków Rady ważniejszym niż deprecjacja kursu złotego czynnikiem, który może ograniczyć możliwość zewnętrznego finansowania deficytu budżetowego i długu publicznego w Polsce, a także w innych krajach rozwijających się, jest wzrost potrzeb pożyczkowych rządów krajów wysokorozwiniętych związany z podejmowanymi w tych krajach działaniami antykryzysowymi.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, wskazywano na pogłębiającą się recesję w gospodarkach rozwiniętych (Stanach Zjednoczonych, strefie euro, Japonii) oraz coraz silniejsze spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w go-

spodarkach rozwijających się. Argumentowano, że pogarszające się perspektywy wzrostu gospodarczego w Chinach stwarzają ryzyko dla oczekiwanej poprawy koniunktury w gospodarce światowej. Zwracano jednocześnie uwagę, że część banków centralnych kontynuowała w ostatnim okresie łagodzenie polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak na zmianę nastawienia w polityce pieniężnej banków centralnych w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej, ze względu na osłabienie ich walut w ostatnim okresie.

Dyskutując na temat perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego, zwracano uwagę, że spadek produkcji przemysłowej i zamówień w przemyśle w styczniu br. oraz pogarszające się wskaźniki koniunktury świadczą o dalszym obniżaniu się aktywności w polskiej gospodarce. Ponadto wskazywano, że ograniczenie akcji kredytowej przez banki, wzrost obciążeń podmiotów gospodarczych z tytułu zaciągniętych wcześniej zobowiązań denominowanych w walutach obcych oraz zmniejszające się nabywczą gospodarstw domowych podwyżki cen regulowanych będą oddziaływać w kierunku obniżenia popytu krajowego. Zwracano także uwagę na negatywny wpływ znaczącego pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego na działalność inwestycyjną przedsiębiorstw. Wskazywano również, że w kierunku pogłębienia spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce będzie oddziaływać dalszy spadek popytu na polski eksport, co związane jest z nasilającą się recesją u głównych partnerów handlowych Polski. Czynnikiem amortyzującym wpływ spadku popytu zagranicznego na polski eksport może być natomiast osłabienie kursu złotego. Część członków Rady oceniała, że skala spowolnienia gospodarczego w Polsce może być głębsza niż wynika to z lutowej projekcji z modelu NECMOD.

Na posiedzeniu omawiano również wpływ dotychczasowych obniżek stóp procentowych NBP na popyt krajowy oraz na sytuację w sektorze bankowym i na rynku kredytowym. Wskazywano, że obniżki stóp zmniejszają obciążenia podmiotów gospodarczych z tytułu obsługi zaciągniętych wcześniej kredytów denominowanych w złotych, co ogranicza ryzyko nieregulowania zobowiązań przez te podmioty i w konsekwencji oddziałuje w kierunku zwiększenia stabilności systemu finansowego. Podkreślano również, że spadek stóp procentowych powoduje wzrost siły nabywczej dochodów tych podmiotów, co może oddziaływać w kierunku wzrostu popytu krajowego. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na niepewność dotyczącą siły oddziaływania obniżek stóp procentowych na popyt krajowy w warunkach zaburzeń na rynku kredytowym. Wskazywali oni, że dokonaniem w listopadzie i grudniu 2008 r. obniżkom stóp procentowych NBP - mimo istotnego spadku stopy WIBOR 3M - towarzyszyły mniejsze obniżki oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw oraz jedynie niewielkie obniżenie oprocentowania kredytów mieszkaniowych przy jednoczesnym nieznacznym wzroście oprocentowania kredytów konsumpcyjnych. Członkowie ci argumentowali, że obniżki stóp procentowych NBP zmniejszają przychody banków z tytułu obsługi udzielonych wcześniej kredytów, co - przy relatywnie wysokim oprocentowaniu oferowanych lokat - może skłaniać banki do zwiększania marż dla nowoudzielanych kredytów. Zdaniem części członków Rady czynnikiem ograniczającym wpływ obniżek stóp procentowych NBP na oprocentowanie kredytów może być zbyt słaba konkurencja w polskim sektorze bankowym.

Część członków Rady wskazywała, że barierą dla rozwoju akcji kredytowej może być ograniczony popyt na kredyt ze strony przedsiębiorstw, związany z niekorzystnymi perspektywami wzrostu gospodarczego. Podkreślali oni, że czynnikiem ograniczającym akcję kredytową może być także spadek zdolności kredytowej podmiotów gospodarczych w wyniku spadku wartości ich aktywów i wzrostu obciążeń z tytułu zaciągniętych

zobowiązań denominowanych w walutach obcych.

Rada dyskutowała nad możliwością modyfikacji wykorzystywanych instrumentów polityki pieniężnej w celu poprawy sytuacji płynnościowej w sektorze bankowym oraz zapobieżenia nadmiernemu ograniczeniu akcji kredytowej przez banki, w tym nad ewentualnym wydłużeniem terminu zapadalności operacji repo, obniżeniem stopy rezerw obowiązkowych oraz obniżką stopy depozytowej w skali większej od skali obniżek pozostałych stóp procentowych NBP. Rada omawiała również kwestie dotyczące stosowania instrumentów bezpośrednio wpływających na kurs złotego w kontekście sytuacji na rynku walutowym.

Odnosząc się do perspektyw inflacji, część członków Rady oceniała, że w najbliższym okresie inflacja CPI oraz inflacja bazowa będą utrzymywać się na podwyższonym poziomie, na co wskazuje także lutowa projekcja inflacji z modelu NECMOD. Członkowie ci argumentowali, że w kierunku wzrostu inflacji będzie oddziaływać znaczny wzrost cen regulowanych oraz dotychczasowa silna deprecjacja kursu złotego. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że lutowa projekcja z modelu NECMOD wskazuje na pogłębianie się ujemnej luki popytowej, prowadzące do istotnego osłabienia presji inflacyjnej w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Członkowie ci wskazywali również na obniżającą się presję płacową w polskiej gospodarce. Zdaniem tych członków Rady w warunkach znaczącego osłabienia popytu ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w wyniku deprecjacji kursu złotego jest nieznaczne. Członkowie ci oceniali, że - mimo silnego osłabienia kursu złotego - inflacja bazowa w I kw. br. może być niższa niż to wynika z lutowej projekcji inflacji i PKB. Ponadto zwracali oni uwagę, że w lutym br. obniżyły się oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i analityków bankowych. W trakcie posiedzenia wskazywano również na niepewność odnośnie do kształtowania się inflacji w najbliższym okresie, związaną z uwzględnieniem przez GUS zmian w koszyku konsumpcyjnym gospodarstw domowych.

Rada omawiała również perspektywy spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht. Część członków Rady wskazywała, że w wyniku szybszego spadku wskaźników bieżącej inflacji w większości krajów Unii Europejskiej niż w polskiej gospodarce, w najbliższym okresie dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacja HICP w Polsce, brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium stabilności cen, może nadal przekraczać wartość referencyjną. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że zgodnie z lutową projekcją inflacji i PKB z modelu NECMOD można oczekiwać, że inflacja CPI obniży się do niskiego poziomu w horyzoncie oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej, a tym samym, że Polska będzie spełniać kryterium stabilności cen w średnim okresie.

Analizując wpływ polityki fiskalnej na gospodarkę, część członków Rady wskazywała, że skala zapowiadanego przez rząd ograniczenia wydatków budżetowych w 2009 r. jest większa od zakładanej w lutowej projekcji inflacji i PKB. Członkowie ci wskazywali również, że zmiana w sposobie finansowania części wydatków infrastrukturalnych, która przesuwa wydatki ponoszone na ten cel z budżetu państwa do innych jednostek sektora finansów publicznych, może - przy pojawieniu się trudności z pozyskaniem odpowiednich środków finansowych na rynku - prowadzić do zaniechania części tych wydatków. Podkreślali oni także, że głębsze od zakładanego obecnie przez rząd spowolnienie wzrostu gospodarczego, a w konsekwencji niższe od zakładanych dochody budżetowe mogą prowadzić do dalszego ograniczania wydatków budżetowych. Członkowie ci argumentowali, że restrykcyjna polityka fiskalna skłania do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady wskazywali jednak na zapowiadane przez rząd

działania zmierzające do łagodzenia skutków kryzysu, m.in. w postaci pomocy w spłacie kredytów hipotecznych osobom bezrobotnym, co będzie ograniczać restrykcyjność polityki fiskalnej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady argumentowała, że szybko pogarszająca się sytuacja gospodarcza na świecie i w Polsce, oczekiwany w lutowej projekcji inflacji i PKB spadek inflacji poniżej celu inflacyjnego w horyzoncie projekcji oraz relatywnie wysoka restrykcyjność polityki fiskalnej przemawiają za dalszym istotnym obniżeniem stóp procentowych NBP. Członkowie ci oceniali, że w obecnych warunkach wpływ dysparytetu stóp procentowych na zmiany kursu walutowego, a tym samym ryzyko dalszej deprecjacji kursu złotego w wyniku obniżek stóp procentowych, są ograniczone. Zdaniem innych członków Rady ryzyko istotnego pogłębienia się deprecjacji kursu złotego, mogącego prowadzić do znaczącego pogorszenia aktywności w gospodarce polskiej, oraz niepewność dotycząca siły oddziaływania obniżek stóp procentowych na popyt krajowy uzasadniały utrzymanie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu na niezmiennym poziomie. Większość Rady była zdania, że w warunkach znaczącej deprecjacji złotego skala obniżki stóp procentowych NBP na lutowym posiedzeniu Rady powinna być umiarkowana.

Złożono wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 oraz o 50 punktów bazowych. Wniosek o obniżenie stóp procentowych o 50 punktów bazowych nie został przyjęty. Przyjęto wniosek o obniżenie stóp procentowych o 25 punktów bazowych. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,00%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, a stopa redyskonta weksli 4,25%.

Rada uznała także, że sytuacja na rynku walutowym może uzasadniać zastosowanie instrumentów bezpośrednio wpływających na kurs złotego.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 25 marca 2009 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na kształtowaniu się krótkoterminowych stóp procentowych w kontekście prowadzonych operacji otwartego rynku, zmianach kursu złotego, perspektywach inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce oraz sytuacji w sektorze bankowym.

Rada poświęciła wiele uwagi skutkom modyfikacji zasad operacji otwartego rynku polegającej na ograniczeniu podaży bonów pieniężnych NBP. Konsekwencją tej modyfikacji jest pozostawienie większej płynności w sektorze bankowym i związane z tym obniżenie się krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym istotnie poniżej stopy referencyjnej NBP. Argumentowano, że ograniczenie podaży bonów NBP w stosunku do zgłaszanego popytu ma na celu zwiększenie aktywności banków komercyjnych na rynku międzybankowym. Zdaniem części uczestników dyskusji dalszą konsekwencją braku możliwości lokowania całości płynnych środków banków w bonach pieniężnych powinno być przeznaczenie ich na rozwój akcji kredytowej. Równocześnie wskazywano, że ograniczenie podaży bonów NBP przełożyło się na zwiększenie zainteresowania banków lokowaniem środków w bonach skarbowych.

Część członków Rady argumentowała, że modyfikacja zasad operacji otwartego rynku przekładająca się na obniżenie poziomu krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym poniżej stopy referencyjnej NBP powinna być brana pod uwagę w decyzjach Rady dotyczących zarówno poziomu stóp procentowych NBP, jak i ewentualnych dalszych modyfikacji wykorzystywanych instrumentów polityki pieniężnej. Równocześnie zwracali oni uwagę, że zwiększona płynność na rynku międzybankowym może utrudniać stabilizację kursu walutowego. Ponadto Rada uznała, że redukcja stopy rezerw obowiązkowych oraz obniżenie stopy depozytowej silniej niż pozostałych stóp procentowych NBP nie są obecnie uzasadnione.

Rada dyskutowała także o ewentualnej zmianie zasad oprocentowania i wydłużeniu terminu zapadalności stosowanych przez NBP operacji FX swap.

Odnosząc się do kwestii kursu walutowego zwracano uwagę, że od lutowego posiedzenia Rady nastąpiło zahamowanie wcześniejszej deprecjacji złotego. Część członków Rady podkreślała przy tym, że rola dysparytetu stóp procentowych jest przejściowo ograniczona, a na kształtowanie się kursu nadal największy wpływ mają inne czynniki, głównie o charakterze globalnym i regionalnym, na co wskazuje podobne zachowanie się kursów walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Inni członkowie Rady argumentowali, że na rynku walutowym cały czas utrzymuje się duża zmienność i ryzyko dalszego osłabienia złotego powinno być nadal brane przez Radę pod uwagę. W tym kontekście wskazywano na znaczenie sytuacji makroekonomicznej w innych gospodarkach regionu i wpływ ewentualnych negatywnych wydarzeń w tych krajach na kurs złotego. W ocenie tych członków Rady ważnym czynnikiem niepewności w odniesieniu do kształtowania się kursu złotego jest kwestia perspektywy akcesji Polski do strefy euro.

Dyskutując o kursie walutowym wskazywano, że wcześniejsza znacząca deprecjacja złotego jest głównym czynnikiem ryzyka dla stabilności cen w najbliższym okresie. Zwracano uwagę, że osłabienie złotego, poprzez silny wzrost cen paliw, przyczyniło się istotnie do wzrostu inflacji w lutym w stosunku do stycznia br. Równocześnie jednak część członków Rady podkreślała, że wpływ zmian kursu na inflację będzie prawdopodobnie krótkotrwały, a przełożenie się deprecjacji na ceny krajowe może być ograniczone w warunkach spowolnienia gospodarczego. Inni członkowie Rady argumentowali, że wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu w lutym, który okazał się znacznie wyższy od oczekiwań, może być w dużym stopniu związany z wcześniejszym osłabieniem się kursu złotego. Zdaniem tych członków Rady, choć przełożenie wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu na ceny konsumpcyjne nie jest automatyczne, w sytuacji słabnącego popytu zewnętrznego wzrost kosztów produkcji może zostać zrekompensowany podniesieniem cen na rynku krajowym oddziałując w kierunku wyższej inflacji. Członkowi ci zwracali także uwagę, że ewentualne dalsze osłabienie złotego może spowodować, że wygaśnie antyinflacyjny efekt związany z niższą importowaną inflacją.

Podkreślano, że w kierunku wyższej inflacji, oprócz wcześniejszej znacznej deprecjacji kursu złotego, oddziałuje przede wszystkim wzrost cen administrowanych, w tym zwłaszcza cen użytkowania mieszkania i nośników energii. Część członków Rady argumentowała, że w najbliższym okresie można oczekiwać utrzymania się dynamiki tych cen na podwyższonym poziomie, co będzie ograniczało obniżanie się inflacji. Wskazywano również, że czynnikiem niepewności dla inflacji jest kształtowanie się cen żywności w związku z niekorzystnymi zjawiskami występującymi w regionach ważnych z punktu widzenia podaży podstawowych surowców rolnych.

Odnosząc się do innych czynników wpływających na perspektywy inflacji, część członków Rady zwracała uwagę, że pogłębiająca się recesja w gospodarce światowej powodująca presję na spadek inflacji za granicą oraz kształtowanie się cen surowców na relatywnie niskim poziomie - poniżej poziomu uwzględnionego w lutowej projekcji - będą ograniczały inflację w Polsce. Argumentowali oni także, że w warunkach słabnącego popytu zewnętrznego i krajowego spadający popyt na pracę spowoduje szybsze niż przewidywano w lutowej projekcji NBP obniżenie się dynamiki płac, co będzie oddziaływało w kierunku osłabienia dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Członkowie ci oceniali, że wymienione czynniki związane z silnym obniżaniem się presji popytowej w gospodarce sygnalizują szybszy niż w projekcji spadek inflacji, na co wskazują także wyniki krótkookresowych prognoz sporządzanych w NBP.

Oceniając perspektywy wzrostu gospodarczego za granicą zwracano uwagę na pogłębiającą się recesję w Stanach Zjednoczonych i strefie euro oraz na dalsze obniżenie prognoz dla tych gospodarek i związane z tym ryzyko dłuższej niż uwzględniono w lutowej projekcji recesji w gospodarce światowej. Podkreślano, że w reakcji na silny spadek aktywności ekonomicznej oraz zagrożenie stabilności sektora finansowego, główne banki centralne obniżyły stopy procentowe do bardzo niskich poziomów i podjęły działania bezpośrednio zwiększające podaż pieniądza rezerwowego, których celem jest pobudzenie akcji kredytowej oraz obniżenie długoterminowych stóp procentowych. Zwracano równocześnie uwagę na brak dalszych obniżek stóp procentowych przez banki centralne regionu Europy Środkowo-Wschodniej.

Dyskutując na temat krajowego wzrostu gospodarczego, zwracano uwagę, że recesja u głównych partnerów handlowych Polski przełożyła się na spadek eksportu i produkcji przemysłowej, o czym świadczą dane za pierwsze miesiące 2009 r. Argumentowano, że słabnący popyt w gospodarce prowadzi do spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, wzrostu bezrobocia oraz obniżenia się dynamiki wynagrodzeń. Równocześnie podkreślano, że pogorszenie się sytuacji na rynku pracy powoduje ograniczenie popytu konsumpcyjnego, co potwierdzają dane o sprzedaży detalicznej. Wskazywano także, że pogarszająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw hamuje ich działalność inwestycyjną. Zdaniem części członków Rady wszystkie wymienione czynniki, a więc ograniczenie popytu zewnętrznego oraz krajowego (zarówno konsumpcyjnego, jak i inwestycyjnego) oddziałują w kierunku istotnie niższej niż w lutowej projekcji dynamiki PKB. Inni członkowie Rady podkreślali, że dla perspektyw wzrostu gospodarczego istotne jest również ryzyko dalszej deprecjacji złotego, która poprzez zwiększenie wartości zobowiązań denominowanych w walutach obcych i związany z tym wzrost kosztów obsługi zadłużenia może prowadzić do dodatkowego pogorszenia się sytuacji finansowej gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oddziałując w kierunku niższego PKB.

Analizując sytuację w sektorze bankowym zwracano uwagę na wysoką preferencję płynności banków i ich dążenie do pozyskania lokat od sektora niefinansowego poprzez oferowanie wciąż wysokiego oprocentowania depozytów. Wskazywano, że wynikające z tego wysokie koszty finansowania działalności banków przekładają się na podwyższenie marż od nowoudzielanych kredytów. Równocześnie podkreślano jednak, że w pierwszych miesiącach 2009 r. odnotowano obniżenie się oprocentowania depozytów i kredytów w ślad za znaczącą redukcją stóp procentowych NBP. Część uczestników dyskusji argumentowała, że obniżki stóp procentowych NBP powinny doprowadzić do dalszego spadku oprocentowania depozytów zmniejszając koszty finansowania banków i oddziałując w kierunku obniżania oprocentowania kredytów. Zwracano jednak uwagę, że znaczne podniesienie marż przez banki związane jest w dużym stopniu ze wzrostem

ryzyka kredytowego i dlatego nie należy oczekiwać istotnego spadku marż.

Część członków Rady podkreślała, że nawet w przypadku niepełnego przełożenia się obniżek stóp procentowych NBP na oprocentowanie nowoudzielanych kredytów w bankach komercyjnych, niższe stopy procentowe zmniejszają koszty obsługi już zaciągniętych kredytów, co ma znaczenie dla sytuacji finansowej części gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady wskazywali, że wpływ dalszego obniżania stóp procentowych na rozwój akcji kredytowej banków jest obecnie ograniczony, ponieważ wielkość kredytów w decydującym stopniu zależy obecnie od czynników niezwiązanych bezpośrednio ze stopami procentowymi NBP (takich jak wysoka preferencja płynności oraz wysoka ocena ryzyka kredytowego).

Rada dyskutowała na temat perspektyw przystąpienia Polski do strefy euro oraz związanej z tym konieczności spełnienia kryteriów konwergencji, w tym przede wszystkim kryterium stabilności cen.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady argumentowała, że znaczący spadek aktywności gospodarczej prowadzący do istotnego ograniczenia popytu, w połączeniu z obniżaniem się presji płacowej, a przez to również inflacyjnej, uzasadniają dalsze obniżenie stóp procentowych. Obniżenie stóp procentowych NBP powinno – ich zdaniem – przełożyć się na obniżenie oprocentowania depozytów i kredytów w bankach komercyjnych oddziałując w kierunku pobudzenia akcji kredytowej i przeciwdziałając nadmiernemu obniżeniu aktywności gospodarczej. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że decyzja dotycząca stóp procentowych powinna uwzględniać obniżenie się krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym istotnie poniżej stopy referencyjnej NBP wywołane zmianą zasad prowadzenia operacji otwartego rynku. Ponadto wskazywali oni na ryzyko dalszej deprecjacji kursu złotego i spadek realnej stopy procentowej.

Złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 3,75%, stopa lombardowa 5,25%, stopa depozytowa 2,25%, a stopa redyskonta weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 29 kwietnia 2009 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na perspektywach wzrostu gospodarczego w kraju i za granicą, sytuacji i perspektywach finansów publicznych, przebiegu procesów inflacyjnych w Polsce, kształtowaniu się kursu złotego oraz sytuacji na rynku kredytowym.

Dyskutując na temat krajowego wzrostu gospodarczego wskazywano, że spadek eksportu, produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w pierwszych miesiącach bieżącego roku potwierdza istotne osłabienie aktywności w polskiej gospodarce. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że lepsze od oczekiwań dane makroekonomiczne oraz nieznaczna poprawa części wskaźników koniunktury w marcu br. mogą stanowić oznaki stabilizacji aktywności w polskiej gospodarce na niskim poziomie. Inni członkowie Rady wskazywali, że niewielki spadek produkcji przemysłowej oraz wyższy

od oczekiwań wzrost wynagrodzeń w marcu br. mogły być związane z odmiennym niż w 2008 r. układem świąt, a niektóre wskaźniki koniunktury nadal wskazują na dalsze obniżanie się aktywności w sektorze przedsiębiorstw oraz spadek popytu w polskiej gospodarce.

Odnosząc się do perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego wskazywano, że ze względu na znaczny - choć mniejszy niż w większości pozostałych krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej - stopień otwartości gospodarki, czynnikiem niepewności w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Polsce jest kształtowanie się koniunktury w gospodarce światowej i związane z tym zmiany popytu na polski eksport. W tym kontekście zwracano uwagę na pogłębianie się recesji w strefie euro i utrzymywanie się na niskim poziomie aktywności w Stanach Zjednoczonych oraz na dalsze obniżenie prognoz wzrostu dla gospodarki światowej. Wskazywano przy tym na prognozy znacznego spadku PKB w 2009 r. w gospodarce niemieckiej oraz w gospodarkach spoza Unii Europejskiej będących ważnymi partnerami handlowymi Polski. Jednocześnie zwracano jednak uwagę na nieznaczną poprawę sytuacji na światowych rynkach finansowych oraz pewne sygnały wskazujące na zahamowanie pogłębiania się niekorzystnych zjawisk w gospodarce światowej.

Część członków Rady wskazywała, że poprawa eksportu może być w dalszej części roku czynnikiem sprzyjającym ożywieniu w polskiej gospodarce, co będzie jednak zależało od kształtowania się kursu złotego. Inni członkowie Rady oceniali, że dla perspektyw polskiego eksportu ważniejsze niż kształtowanie się kursu złotego będą zmiany popytu zagranicznego.

Analizując kształtowanie się kursu walutowego, wskazywano na zahamowanie wcześniejszej deprecjacji złotego. Zwracano przy tym jednak uwagę, że kształtowanie się kursów walut gospodarek wschodzących, w tym kursu złotego, zależy obecnie w dużym stopniu od zmian awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych. Ponadto niektórzy członkowie Rady podkreślali, że odsunięcie w czasie włączenia złotego do mechanizmu kursowego ERM II może oddziaływać w kierunku osłabienia kursu. Zwracali oni również uwagę, że czynnikiem zwiększającym ryzyko deprecjacji złotego może być także gorsza od wcześniej oczekiwanej sytuacja finansów publicznych.

Omawiając sytuację w sektorze finansów publicznych wskazywano, że deficyt tego sektora w 2008 r. był znacznie wyższy od zakładanego przez rząd w Programie Konwergencji z grudnia 2008 r. W tym kontekście odnoszono się do czynników, które wpłynęły na znacząco wyższy od oczekiwań poziom tego deficytu. Część członków Rady podkreślała, że w sytuacji silnego osłabienia aktywności gospodarczej prawdopodobny jest wzrost deficytu budżetowego powyżej poziomu zakładanego na 2009 r. lub ograniczenie wydatków budżetowych. Niektórzy członkowie Rady zwracali również uwagę, że w kierunku wzrostu deficytu budżetowego w najbliższych latach oddziaływać może wprowadzenie ewentualnych dodatkowych działań antykryzysowych. Wskazywano, że niepewność dotycząca sytuacji fiskalnej, zarówno w odniesieniu do budżetu państwa, jak i pozostałych jednostek sektora finansów publicznych, utrudnia ocenę jej wpływu na perspektywy inflacji w Polsce.

Odnosząc się do perspektyw spełnienia kryterium fiskalnego z Maastricht, oceniano, że w związku z silnym pogorszeniem koniunktury gospodarczej w Polsce wielkość deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB może istotnie wzrosnąć w latach 2009 i 2010. W tym kontekście zwracano także uwagę, że spełnienie kryterium fiskalnego z Maastricht w najbliższych latach może być utrudnione.

Omawiając kształtowanie się bieżącej inflacji wskazywano, że na wzrost wskaźnika cen konsumpcyjnych w marcu br. do 3,6%, tj. powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP określonej na poziomie 3,5%, wpłynął przede wszystkim wzrost cen żywności. Wskazywano również, że czynnikiem podwyższającym inflację pozostaje wzrost cen regulowanych, w tym przede wszystkim podwyżki cen nośników energii oraz cen związanych z użytkowaniem mieszkania. Podkreślano, że do wzrostu inflacji przyczyniło się wcześniejsze osłabienie kursu złotego oraz, że zmiany kursu walutowego pozostają głównym czynnikiem ryzyka dla stabilności cen. Część członków Rady oceniała równocześnie, że w świetle obserwowanego od połowy lutego br. umocnienia się złotego wpływ wcześniejszej deprecjacji kursu walutowego na inflację może nie być długotrwały. Inni członkowie Rady argumentowali, że większy od oczekiwań wzrost inflacji w marcu br. wskazuje, że nawet w warunkach silnego spowolnienia gospodarczego deprecjacja kursu przekłada się w istotny sposób na wzrost cen konsumpcyjnych w Polsce.

Odnosząc się do perspektyw inflacji w Polsce, część członków Rady oceniała, że inflacja w średnim okresie powinna obniżyć się do poziomu celu inflacyjnego, na co wskazują również lutowa projekcja inflacji oraz krótkookresowe prognozy sporządzane w NBP. Mogłoby temu sprzyjać osłabienie popytu krajowego i spadek popytu na pracę przekładający się na stopniowe obniżanie się presji płacowej oraz utrzymywanie się cen surowców na stosunkowo niskim poziomie. Członkowie ci argumentowali także, że spadkowi inflacji powinno sprzyjać obniżenie się oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę na ryzyko utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie w przypadku wystąpienia niekorzystnych szoków na rynkach żywności i surowców energetycznych. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że znaczące pogorszenie sytuacji finansów publicznych mogłoby skłonić rząd do zwiększania dochodów budżetowych poprzez podwyżki stawek podatków pośrednich, w tym na przykład podwyżki akcyzy, a samorządy lokalne - do podwyżek cen usług zależnych od decyzji tych instytucji, co oddziaływałoby w kierunku wzrostu inflacji.

Na posiedzeniu odnoszono się również do perspektyw spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w sytuacji spadku inflacji w części krajów Unii Europejskiej do bardzo niskich poziomów, wartość referencyjna dla kryterium stabilności cen w 2010 r. może kształtować się znacznie poniżej dwunastomiesięcznej średniej ruchomej inflacji HICP w Polsce. Członkowie ci oceniali, że szybkie obniżenie inflacji w Polsce do poziomu umożliwiającego ponowne spełnianie kryterium z Maastricht może wówczas wymagać znacznego zacieśnienia polityki pieniężnej. Równocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że kształtowanie się inflacji HICP w Polsce na tle wartości referencyjnej dla kryterium stabilności cen będzie w najbliższych latach zależało w istotnym stopniu od zmian cen regulowanych.

Omawiając sytuację na rynku kredytowym, część członków Rady wskazywała, że banki komercyjne w Polsce koncentrują obecnie swoją działalność kredytową na rynku kredytów konsumpcyjnych. Oprocentowanie tych kredytów wzrosło nieznacznie, mimo dokonanych od listopada 2008 r. obniżek stóp procentowych NBP. Ponadto argumentowali oni, że nadmierny wzrost obciążeń gospodarstw domowych z tytułu obsługi kredytów udzielonych na cele konsumpcyjne może - poprzez wzrost wartości kredytów zagrożonych - prowadzić do pogorszenia współczynników wypłacalności banków i w konsekwencji oddziaływać w kierunku ograniczania przyszłej akcji kredytowej. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że przyrost wartości kredytów konsumpcyjnych jest mniejszy od notowanego w roku ubiegłym, a udział kredytów z tego tytułu w struk-

turze kredytów ogółem jest stosunkowo nieduży.

Członkowie Rady dyskutowali również na temat silnego ograniczenia akcji kredytowej dla przedsiębiorstw w I kw. 2009 r. Wskazywano, że czynnikiem ograniczającym akcję kredytową dla tych podmiotów jest zaostrzenie warunków przyznawania kredytów przez banki, częściowo związane z utrzymującą się niepewnością odnośnie do przebiegu przyszłych procesów gospodarczych utrudniającą wycenę ryzyka kredytowego. Część członków Rady oceniała, że zintensyfikowanie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw może wymagać dalszych modyfikacji w zakresie instrumentów polityki pieniężnej.

W trakcie posiedzenia Rada odniosła się również do możliwości uzyskania przez Polskę dostępu do elastycznej linii kredytowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Podkreślano, że elastyczna linia kredytowa przyznawana jest krajom o silnych fundamentach gospodarczych, które w przeszłości prowadziły odpowiedzialną politykę makroekonomiczną i w przypadku których istnieje duże prawdopodobieństwo prowadzenia takiej polityki również w przyszłości. Wskazywano, że przyznanie Polsce dostępu do środków oferowanych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy może sprzyjać stabilizacji kursu walutowego i pośrednio ułatwić pozyskanie środków na finansowanie deficytu budżetowego i długu publicznego na rynkach zagranicznych oraz obniżyć koszty obsługi długu. Rada analizowała również wpływ uzyskania dostępu do elastycznej linii kredytowej na perspektywy inflacji w Polsce.

Na posiedzeniu odnoszono się także do dylematów związanych z polityką stóp procentowych w dłuższym okresie. Wskazywano, że wraz z ożywieniem w gospodarce światowej konieczne będzie istotne zacieśnienie polityki makroekonomicznej w wielu krajach, co może być utrudnione zarówno ze względu na skalę zastosowanych instrumentów antykrzysowych, jak i niepewność co do trwałości ewentualnego ożywienia. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że obniżenie obecnie stóp procentowych NBP do zbyt niskiego poziomu może następnie wymagać relatywnie szybszego i silniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej w celu stabilizacji inflacji na poziomie celu inflacyjnego. Ponadto wskazywano, że zbyt silne obniżenie stóp procentowych może - w przypadku dalszego pogorszenia koniunktury lub stagnacji gospodarczej - ograniczyć możliwość obniżenia stóp procentowych w przyszłości w celu wspierania wzrostu gospodarczego w Polsce.

Część członków Rady zwracała uwagę, że realna stopa procentowa ex post (czyli deflowana bieżącą inflacją) kształtuje się w Polsce na poziomie niższym niż w strefie euro. Ponadto, wskazywano, że zgodnie z krótkookresowymi prognozami sporządzanymi w NBP w kwietniu br. inflacja może wzrosnąć powyżej obecnego poziomu stopy referencyjnej NBP, a w konsekwencji realna stopa procentowa stanie się ujemna. Wskazywano przy tym jednak, że w warunkach dekoniunktury i utrzymującej się niepewności odnośnie do przebiegu przyszłych procesów gospodarczych, spadek realnych stóp procentowych do ujemnego poziomu może mieć ograniczony wpływ na skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania. W tym kontekście zwracano także uwagę na istotne obniżenie się restrykcyjności polityki pieniężnej, do czego przyczyniło się - oprócz obniżek stóp procentowych - również wcześniejsze znaczne osłabienie kursu złotego.

Członkowie Rady byli zgodni, że niepewność odnośnie do perspektyw ożywienia gospodarczego w Polsce i na świecie, a także sytuacji finansów publicznych oraz kształtowania się kursu złotego i ich wpływu na inflację uzasadniały pozostawienie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu na niezmiennym poziomie. Ponadto część członków Rady wskazywała, że za utrzymaniem stóp NBP na niezmiennym poziomie przemawia

również bardzo niski poziom realnych stóp procentowych. Większość członków Rady podtrzymała przy tym ocenę, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie jest wyższe od prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 3,75%, stopa lombardowa 5,25%, stopa depozytowa 2,25%, a stopa redyskonta weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 27 maja 2009 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na sytuacji na rynku kredytowym i w sektorze bankowym oraz na perspektywach wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie i w Polsce.

Rada poświęciła wiele uwagi sytuacji na krajowym rynku kredytowym. Wskazywano na silny spadek dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw i kredytów hipotecznych. Z drugiej strony, wskazywano na ciągle stosunkowo wysoki przyrost kredytów konsumpcyjnych. Zwracano uwagę, że banki mogą preferować rynek kredytów konsumpcyjnych, gdyż średnia wielkość tego typu kredytów jest mniejsza a średni okres ich zapadalności jest krótszy, zaś oprocentowanie znacznie wyższe niż w przypadku pozostałych kategorii kredytów. Część członków Rady zwracała jednak uwagę na rosnące ryzyko pogorszenia się portfela kredytowego związane z udzielanymi kredytami konsumpcyjnymi i w efekcie możliwe ograniczenie akcji kredytowej także w tym segmencie.

Podkreślano, że ograniczenie akcji kredytowej ma negatywny wpływ na aktywność gospodarczą w Polsce. Wskazywano także na ryzyko wystąpienia niekorzystnych sprzężeń zwrotnych między pogarszającą się sytuacją w sferze realnej a sytuacją sektora finansowego.

Dyskutując na temat działań, które mogłyby sprzyjać zwiększeniu akcji kredytowej, rozważano obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej. Podkreślano, że obniżka tej stopy była jednym z postulatów zgłaszanych przez banki w ramach prac nad Paktem na Rzecz Rozwoju Akcji Kredytowej w Polsce. Zdaniem Rady, obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej powinno oddziaływać w kierunku zwiększenia akcji kredytowej przez banki. Analizując skalę rozważanej obniżki stopy rezerwy obowiązkowej, wskazywano, że obniżanie tej stopy powinno następować stopniowo, a ewentualne dalsze dostosowanie powinno zależeć od oceny wpływu tej obniżki na rozwój akcji kredytowej i kształtowanie się stóp procentowych na rynku międzybankowym.

Część członków Rady argumentowała, że ważniejszą niż sytuacja płynnościowa przyczyną ograniczania akcji kredytowej przez banki jest wysoka ocena ryzyka kredytowego. W tym kontekście oceniano, że zwiększeniu akcji kredytowej dla przedsiębiorstw sprzyjałoby wdrożenie proponowanych w ramach rządowego Planu Stabilności i Rozwoju gwarancji i poręczeń Banku Gospodarstwa Krajowego.

Dyskutując na temat perspektyw akcji kredytowej w Polsce, odnoszono się także do sytuacji kapitałowej sektora bankowego. Wskazywano, że współczynnik wypłacalności

dla całego sektora bankowego ustabilizował się w ostatnim okresie, jednak sytuacja kapitałowa poszczególnych podmiotów tego sektora jest zróżnicowana. Ryzyko obniżenia się współczynników adekwatności kapitałowej może - w przypadku niektórych banków - ograniczać rozwój akcji kredytowej.

Wskazywano także, że w warunkach utrzymujących się silnie ograniczonych limitów na transakcje między bankami - dążąc do pozyskania lokat od sektora niefinansowego - banki od kilku miesięcy oferują relatywnie wysokie oprocentowanie depozytów, przekraczające znacząco oprocentowanie pożyczek na rynku międzybankowym. Zdaniem części członków Rady banki podejmują takie działania w celu zmiany struktury swoich bilansów w kierunku poprawy relacji między wartością udzielonych kredytów a wartością pozyskanych depozytów. Członkowie ci wskazywali również, że utrzymywaniu się relatywnie wysokich kosztów finansowania działalności banków towarzyszył spadek przychodów z tytułu wcześniej udzielonych kredytów, których oprocentowanie w dużej części oparte jest na zmiennej stopie WIBOR 3M.

Analizując kształtowanie się rynkowych stóp procentowych, wskazywano na wzrost stopy WIBOR 3M w ostatnim okresie, która dokonała się w warunkach utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie. Zwracano także uwagę, że stopa WIBOR 3M jest obecnie znacznie wyższa od oprocentowania operacji repo o tym samym terminie zapadalności. Zdaniem części członków Rady spadek przychodów banków z tytułu udzielonych kredytów w wyniku obniżek stóp na rynku międzybankowym i równoczesnego utrzymywania się wysokich kosztów pozyskiwania depozytów, skłania te podmioty do działań zmierzających w kierunku utrzymania stopy WIBOR 3M na podwyższonym poziomie przy jednoczesnym ograniczeniu transakcji między bankami.

Dyskutując na temat sytuacji w otoczeniu zewnętrznym Polski, wskazywano na sygnały zahamowania tendencji spadkowych w gospodarce światowej. Jednocześnie podkreślano, że utrzymuje się duża niepewność dotycząca momentu i trwałości ewentualnego ożywienia na świecie. W tym kontekście zwracano uwagę na informacje sygnalizujące stabilizację aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, wskazując jednak równocześnie, że część danych napływających z gospodarki amerykańskiej w ostatnim okresie była gorsza od oczekiwań.

Analizując perspektywy wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski, oceniano, że ze względu na relatywnie mniejszą elastyczność rynków produktów i pracy recesja w Europie Zachodniej może trwać dłużej niż w Stanach Zjednoczonych. Podkreślano, że silny spadek PKB w gospodarkach strefy euro w I kw. br. może wskazywać, że obniżenie się aktywności gospodarczej w tym regionie w 2009 r. - mimo poprawy części wskaźników koniunktury w ostatnim okresie - będzie głębsze od oczekiwanego. Część członków Rady wskazywała również, że dobra koniunktura w gospodarkach Europy Zachodniej w ostatnich latach była związana w dużej mierze z boomem na rynkach nieruchomości oraz wysokim popytem na dobra inwestycyjne na świecie. Członkowie ci argumentowali, że w sytuacji załamania się tych rynków okres wychodzenia z recesji może być relatywnie długi zarówno w krajach, w których pękły bańki na rynkach nieruchomości, jak i w krajach gdzie nie występowały znaczące nierównowagi na tych rynkach, ale ich eksport w dużej mierze był uzależniony od wysokiego popytu w gospodarce światowej. Równocześnie członkowie ci zwracali uwagę, że długotrwałe utrzymywanie się niskiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych w gospodarkach Europy Zachodniej może prowadzić do spadku napływu inwestycji bezpośrednich do krajów Europy Środkowo-Wschodniej, w tym do Polski, co będzie miało negatywny wpływ na wzrost wydajności pracy i tempo wzrostu gospodarczego w tym

regionie.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, zwracano uwagę, że dostępne dane wskazują na możliwość utrzymania się dodatniego tempa wzrostu PKB w I kw. 2009 r. Jednocześnie oceniano, że w kolejnych kwartałach dynamika PKB obniży się, na co wskazują dane makroekonomiczne za kwiecień br. oraz kształtujące się na niskim poziomie - mimo pewnej poprawy w ostatnim okresie - wskaźniki koniunktury. Część członków Rady oceniała, że dynamika PKB w całym 2009 r. będzie prawdopodobnie dodatnia, choć istnieje ryzyko niewielkiego spadku PKB w bieżącym roku. Ponadto inni członkowie Rady oceniali, że gdyby recesja u głównych partnerów handlowych Polski okazała się długotrwała, ożywienie w polskiej gospodarce może wystąpić później niż się oczekuje, a tempo wzrostu może przez dłuższy okres kształtować się na relatywnie niskim poziomie.

Zdaniem części członków Rady czynnikami ograniczającymi spadek dynamiki PKB w kolejnych kwartałach mogą być - podobnie jak w I kw. br. - konsumpcja i eksport netto. Zwracano uwagę, że zmniejszenie się dynamiki konsumpcji następuje stopniowo ze względu na wciąż relatywnie wysoki wzrost płac, obniżkę stawek podatku dochodowego w 2009 r. oraz utrzymanie stosunkowo wysokiego przyrostu kredytu konsumpcyjnego. Z drugiej strony podkreślano, że w kierunku ograniczenia popytu konsumpcyjnego w przyszłości będą oddziaływać wzrost bezrobocia i oczekiwany spadek dynamiki wynagrodzeń oraz gorsze niż w ubiegłych latach - mimo nieznacznej poprawy w ostatnim okresie - nastroje konsumentów. Ponadto część członków Rady wskazywała na ryzyko spadku płac realnych w gospodarce, co mogłoby przyczynić się do głębszego ograniczenia konsumpcji.

Dyskutując na temat inwestycji w polskiej gospodarce, wskazywano, że w kierunku dalszego spadku inwestycji prywatnych będą oddziaływać niekorzystne perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie przy jednocześnie utrzymującej się nadwyżce zdolności produkcyjnych związanej z wysokimi inwestycjami w latach ubiegłych. Zwracano także uwagę, że do obniżenia się nakładów inwestycyjnych przyczynić będzie się również ograniczenie możliwości finansowania inwestycji prywatnych w Polsce w wyniku spadku napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich, zmniejszenia akcji kredytowej oraz pogorszenia sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Z drugiej strony wskazywano, że spadek inwestycji w polskiej gospodarce może być ograniczany przez inwestycje współfinansowane ze środków Unii Europejskiej.

Analizując kształtowanie się bieżącej inflacji, zwracano uwagę, że inflacja w kwietniu br. była wyższa od oczekiwań i utrzymała się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Równocześnie wskazywano, że wzrost inflacji w tym miesiącu był związany ze wzrostem cen żywności, cen regulowanych oraz cen dóbr podlegających wymianie handlowej, do którego przyczyniła się wcześniejsza deprecjacja kursu złotego. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że kształtowanie się wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych po wyłączeniu cen, na które polityka pieniężna ma ograniczony wpływ, wskazuje, że presja inflacyjna w Polsce nie obniżyła się dotychczas znacząco.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji w Polsce, część członków Rady zwracała uwagę, że krótkookresowe prognozy NBP wskazują na spadek inflacji w kolejnych miesiącach poniżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Członkowie ci wskazywali także, że struktura oczekiwań inflacyjnych nie pogorszyła się pomimo wzrostu bieżącej inflacji. Zdaniem tych członków Rady w średnim okresie w kierunku spadku inflacji powinno oddziaływać spowolnienie wzrostu gospodarczego i dalsze pogłębianie się ujemnej luki

popytowej w Polsce. Inni członkowie Rady zwracali również uwagę, że w początkowej fazie ożywienia w polskiej gospodarce presja inflacyjna nie powinna wzrosnąć znacząco ze względu na szybszy wzrost wydajności pracy niż wynagrodzeń, a w konsekwencji korzystne zmiany jednostkowych kosztów pracy.

Część członków Rady argumentowała również, że w warunkach utrzymywania się dużej, ujemnej luki popytowej inflacja w krajach Europy Zachodniej może przez dłuższy okres kształtować na niskim poziomie, co - poprzez ceny importu - oddziaływać będzie w kierunku osłabienia presji inflacyjnej w Polsce. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak na ryzyko wzrostu cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych w przypadku - prawdopodobnie wcześniejszego niż w Europie - ożywienia aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych i Chinach. Członkowie ci argumentowali, że utrzymywaniu się relatywnie niskiego wzrostu w polskiej gospodarce w związku z przedłużającą się recesją u głównych partnerów handlowych Polski może wówczas towarzyszyć presja inflacyjna wynikająca ze wzrostu cen surowców na świecie.

Na posiedzeniu wskazywano także, że w kierunku wzrostu inflacji w średnim okresie oddziaływać może również ewentualny wzrost stawek podatków pośrednich i lokalnych oraz opłat i cen regulowanych przez samorządy, związany ze znacznym pogorszeniem sytuacji sektora finansów publicznych. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę na dużą niepewność dotyczącą przyszłej polityki podatkowej rządu oraz kształtowania się podatków, opłat i cen pozostających w gestii samorządów lokalnych.

Dyskutując na temat wpływu kursu walutowego na inflację, część członków Rady oceniała, że zmiany kursu złotego pozostają głównym czynnikiem ryzyka dla stabilności cen. Członkowie ci argumentowali również, że - przy braku przełożenia wzrostu bieżącej inflacji na wzrost oczekiwań inflacyjnych oraz zakładając stabilizację kursu walutowego w przyszłości - można oczekiwać, że wpływ deprecjacji kursu na inflację będzie stopniowo wygasał. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że wpływ wcześniejszych zmian kursu walutowego na inflację może być silniejszy niż wcześniej oceniano.

Ponadto część członków Rady argumentowała, że ryzyko pogorszenia się perspektyw wzrostu w polskiej gospodarce w wyniku dłuższego od oczekiwań spowolnienia aktywności w strefie euro oraz spadek napływu inwestycji bezpośrednich mogą oddziaływać w kierunku deprecjacji kursu złotego w średnim okresie. Członkowie ci wskazywali także, że ryzyko deprecjacji kursu może wynikać z pogorszenia się sytuacji sektora finansów publicznych w Polsce. Pogarszanie się sytuacji fiskalnej zwiększa niepewność dotyczącą terminu włączenia złotego do mechanizmu kursowego ERM II.

Na posiedzeniu odnoszono się także do perspektyw spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht. Wskazywano, że dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacja HICP w Polsce była w kwietniu br. o 0,7 pkt. proc. wyższa od wartości referencyjnej dla kryterium inflacyjnego oraz że różnica między tymi wskaźnikami istotnie się zwiększyła.

Członkowie Rady byli zgodni, że kształtowanie się bieżącej inflacji, niepewność dotycząca perspektyw ożywienia gospodarczego na świecie i w Polsce oraz niepewność dotycząca sytuacji finansów publicznych i jej wpływu na inflację uzasadniały pozostawienie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu na niezmiennym poziomie. Część członków Rady wskazywała również, że za utrzymaniem stóp NBP na niezmiennym poziomie przemawia bardzo niski poziom realnych stóp procentowych. Większość członków Rady uznała, że pełniejsza ocena średniookresowych perspektyw inflacji bę-

dzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami czerwcowej projekcji inflacji i PKB. Ponadto Rada uznała, że silne ograniczenie akcji kredytowej uzasadnia obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej o 50 pkt. bazowych na bieżącym posiedzeniu.

Złożono wniosek o obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej o 50 pkt. bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada obniżyła stopę rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 3%, jednocześnie pozostawiając stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna: 3,75%, stopa lombardowa 5,25%, stopa depozytowa 2,25%, a stopa redyskonta weksli 4,00%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 23-24 czerwca 2009 r.

Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe NBP o 0,25 pkt. proc. do poziomu: stopa referencyjna 3,50% w skali rocznej; stopa lombardowa 5,00% w skali rocznej; stopa depozytowa 2,00% w skali rocznej; stopa redyskonta weksli 3,75% w skali rocznej.

W I kw. 2009 r. PKB obniżył się w większości krajów Unii Europejskiej i innych gospodarkach rozwiniętych, co wskazuje, że gospodarka światowa znajduje się w recesji. W ostatnim okresie pojawiły się jednak sygnały wskazujące na możliwość stopniowego wyhamowania tendencji recesyjnych. Pewnej poprawie uległa także sytuacja na światowych rynkach finansowych. Mimo mniej pesymistycznych nastrojów podmiotów gospodarczych, nadal obniżano prognozy wzrostu gospodarczego dla większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

W największych gospodarkach nastąpiło silne wyhamowanie dynamiki cen, do czego przyczyniło się znaczące spowolnienie światowego wzrostu gospodarczego oraz towarzyszący mu spadek cen surowców. Jednocześnie w ostatnim okresie ponownie wzrosły ceny surowców na rynkach światowych.

Recesja w gospodarce światowej przyczynia się do znacznego osłabienia aktywności w Polsce. W I kw. 2009 r. wzrost PKB obniżył się do 0,8% r/r, tj. nieco silniej niż oczekiwano w lutowej projekcji NBP. W tym kwartale utrzymał się wzrost konsumpcji, a także niewielki wzrost inwestycji przy jednoczesnym silnym spadku zapasów. Znacząco zmniejszył się eksport, jednak ze względu na osłabienie kursu złotego i wynikającą stąd poprawę konkurencyjności polskich produktów, a także obniżenie popytu krajowego skala spadku importu była większa, przez co wkład eksportu netto do wzrostu PKB był dodatni.

W II kw. 2009 r. aktywność gospodarcza w Polsce utrzymywała się na niskim poziomie, o czym świadczy spadek produkcji przemysłowej oraz obniżenie się dynamiki produkcji budowlano-montażowej. Jednocześnie część wskaźników gospodarczych okazała się lepsza od oczekiwań, pewnej poprawie uległy także nastroje przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, choć nadal kształtują się one na niskim poziomie. W dalszym ciągu pogarszała się sytuacja na rynku pracy, tj. następował spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz wzrost bezrobocia (po uwzględnieniu czynników sezonowych), czemu towarzyszyło znaczące obniżenie dynamiki nominalnych i realnych wynagrodzeń. W kierunku ograniczenia wzrostu gospodarczego dodatkowo oddziałuje wyhamowanie akcji kredytowej, w szczególności w sektorze przedsiębiorstw.

Po wzroście w pierwszych miesiącach br. inflacja CPI obniżyła się w maju br. do 3,6%, pozostając jednak powyżej celu inflacyjnego NBP na poziomie 2,5%, a także powyżej górnej granicy odchyłań od celu inflacyjnego NBP określonej na poziomie 3,5%. Do spadku inflacji przyczyniło się obniżenie rocznych wskaźników wzrostu cen żywności i

cen administrowanych, których wzrost we wcześniejszym okresie spowodował, że inflacja CPI kształtuje się obecnie na podwyższonym poziomie. Czynnikiem podwyższającym inflację pozostaje także wzrost cen części towarów i usług związany z deprecjacją kursu złotego, choć skala tego wzrostu w maju była mniejsza niż w poprzednich miesiącach. W tym samym kierunku oddziałuje również inercyjny charakter procesów inflacyjnych, o czym świadczy m.in. relatywnie wysoki poziom inflacji bazowej.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny NBP projekcją inflacji i PKB, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Zgodnie z czerwcową projekcją – przy założeniu niezmiennych stóp procentowych – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,8–3,5% w 2009 r. (wobec 2,5–3,9% w projekcji lutowej), 1,1–3,2% w 2010 r. (wobec 0,5–3,2%) oraz 0,8–3,4% w 2011 r. (wobec -0,9–2,6%). Roczne tempo wzrostu PKB zgodnie z czerwcową projekcją znajdzie się natomiast z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,4–1,1% w 2009 r. (wobec 0,3–1,9% w lutowej projekcji), 0,2–2,5% w 2010 r. (wobec 1,2–3,3%) oraz 2,4–4,5% w 2011 r. (wobec 2,5–4,8%).

W ocenie Rady, w najbliższych miesiącach inflacja prawdopodobnie obniży się, choć nadal będzie się kształtować na podwyższonym poziomie głównie ze względu na relatywnie wysoki roczny wskaźnik cen żywności oraz cen regulowanych, w tym przede wszystkim cen nośników energii. W kierunku wzrostu inflacji może oddziaływać obserwowany w ostatnim okresie wzrost cen ropy naftowej. Jednak w średnim okresie dalszy spadek presji popytowej powinien prowadzić do spadku inflacji.

Rada oceniła prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego za wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu i podjęła decyzję o obniżeniu stóp procentowych. W ocenie Rady, dotychczasowe obniżki stóp procentowych NBP wraz ze zmniejszeniem stopy rezerwy obowiązkowej będą sprzyjać powrotowi gospodarki na ścieżkę potencjalnego tempa wzrostu. Decyzje Rady w nadchodzących miesiącach będą uwzględniać napływające informacje dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji, sytuację na rynkach finansowych w Polsce i na świecie, informacje dotyczące sektora finansów publicznych oraz kształtowanie się kursu złotego.

Rada będzie nadal analizowała wpływ zmian sytuacji na krajowym rynku międzybankowym na działanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej w Polsce.

Rada podtrzymuje dotychczasowe stanowisko, że przystąpienie Polski do ERM II i strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie, po uzyskaniu koniecznego poparcia politycznego dla zmian w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej i innych aktach prawnych niezbędnych dla przyjęcia euro w Polsce.

Rada przyjęła *Raport o inflacji – czerwiec 2009*, który zostanie opublikowany 26 czerwca 2009 r.

Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Instytucie Ekonomicznym (IE) Narodowego Banku Polskiego. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Zbigniew Hockuba, członek Zarządu NBP. Prace koordynowane były przez Biuro Prognoz i Projekcji IE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD⁵¹. Projekcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja sporządzana jest przy założeniu stałych stóp procentowych NBP i stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o ich poziomie.

Otoczenie międzynarodowe

W 2009 r. gospodarki Stanów Zjednoczonych, strefy euro i Wielkiej Brytanii będą nadal znajdowały się w fazie recesji. W Stanach Zjednoczonych, w ostatnich miesiącach, pojawiły się sygnały wskazujące na możliwość wyhamowania tempa spadku wzrostu gospodarczego i stopniową poprawę sytuacji w sferze realnej gospodarki, która powinna być już wyraźniej widoczna pod koniec br. Wolniej z recesji wychodzić będą kraje strefy euro i Wielka Brytania. Powrót do dynamiki wzrostu gospodarczego na poziomie 2% r/r nastąpi tam dopiero w 2011 r.

Niski poziom aktywności gospodarczej i silny spadek cen na światowych rynkach surowców rolnych i energetycznych na przełomie 2008 i 2009 r. przekładają się na obniżenie bieżącej presji inflacyjnej w gospodarce światowej. Stwarza to przestrzeń do kontynuacji działań zwiększających płynność sektora bankowego i utrzymania przez główne banki centralne stóp procentowych na obecnych niskich poziomach. W 2010 r., w miarę wychodzenia gospodarek krajów rozwiniętych z recesji, przy jednoczesnym wzroście cen surowców, narastać będzie presja inflacyjna, co może skłonić główne banki centralne do podnoszenia stóp procentowych.

Popyt zagregowany

Czynnikami wpływającymi na obniżenie tempa wzrostu w gospodarce polskiej będą spadek popytu zagranicznego w wyniku recesji w krajach rozwiniętych oraz zaostrezenie

⁵¹ Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP.

polityki kredytowej banków, co zmniejsza skalę przełożenia się obniżek stóp procentowych NBP na oprocentowanie kredytów i tym samym na aktywność sektora prywatnego. Wyraźnemu osłabieniu ulegnie dynamika popytu krajowego, która w 2009 r. będzie ujemna i zacznie stopniowo podnosić się dopiero w kolejnych latach.

Obniżenie popytu krajowego nastąpi głównie ze względu na szybki spadek akumulacji. W wyniku pogorszenia się perspektyw zbytu, ograniczonej dostępności kredytów wynikającej z restrykcyjnej polityki kredytowej banków oraz malejących zysków, znacząco zmniejszą się inwestycje przedsiębiorstw prywatnych. W ramach dostosowania do spadającej produkcji i sprzedaży, przedsiębiorstwa ograniczą także przyrost zapasów.

W związku z pogarszającą się sytuacją na rynku pracy oraz zaostrzeniem zasad przyznawania kredytów hipotecznych przez banki, w 2009 r. spadną również ceny mieszkań. Obniżenie popytu inwestycyjnego gospodarstw domowych, ze względu na dłuższy cykl inwestycyjny, wpłynie jednak na spadek inwestycji mieszkaniowych z większym opóźnieniem niż ma to miejsce w przypadku inwestycji przedsiębiorstw prywatnych.

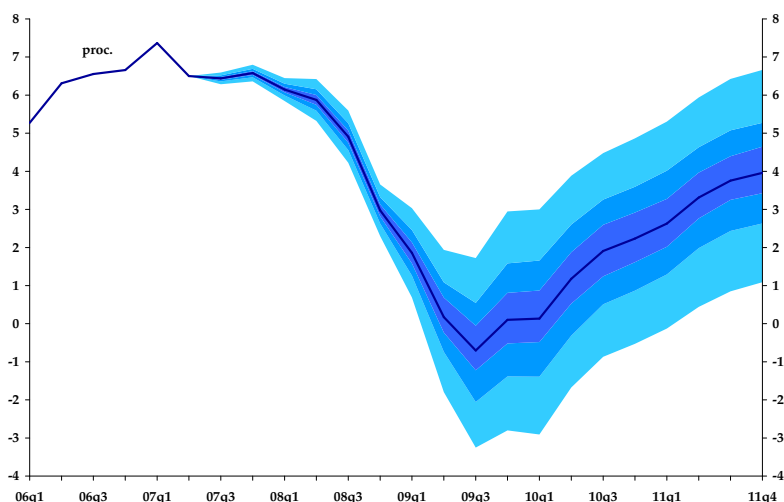
Czynnikiem, który będzie częściowo przeciwdziałał spadkowi dynamiki inwestycji ogółem będą dokonywane, pomimo pogorszenia sytuacji dochodowej sektora finansów publicznych, inwestycje publiczne, stymulowane przez napływ środków z funduszy strukturalnych UE.

W 2009 r. skala spadku popytu krajowego będzie ograniczana przez stabilny wzrost spożycia indywidualnego, którego dynamika będzie kształtowała się w ujęciu średniorocznym na poziomie bliskim 2,5%. Podtrzymaniu wzrostu konsumpcji w najbliższych kwartałach sprzyjać będzie wysoki jeszcze poziom realnych dochodów do dyspozycji na przełomie 2008 i 2009 r. Pod koniec 2009 r. pogarszająca się od początku br. sytuacja gospodarstw domowych zacznie w coraz większym stopniu wpływać na osłabienie dynamiki konsumpcji. Złożą się na to zarówno wynikające z osłabienia koniunktury na rynku pracy niższe tempo wzrostu dochodów do dyspozycji, jak i związany z wcześniejszą silną deprecjacją złotego i obecną dekoniunkturą na rynku mieszkaniowym spadek wartości majątku gospodarstw domowych. W miarę odwracania się niekorzystnych tendencji, w szczególności na rynkach walutowych i mieszkaniowym, dynamika spożycia indywidualnego zacznie się ponownie umacniać od połowy 2010 r.

W 2009 r. w wyniku działań ograniczających wydatki budżetowe podjętych w odpowiedzi na znaczny spadek dochodów podatkowych, przy jednoczesnym wysokim poziomie wydatków bieżących sektora finansów publicznych pod koniec ub. r., wkład spożycia zbiorowego do wzrostu będzie ujemny. W kolejnych latach dynamika spożycia zbiorowego powinna być natomiast neutralna dla wzrostu.

Recesja gospodarcza, która dotknęła głównych partnerów handlowych Polski, przełoży się na historycznie rekordowy spadek obrotów handlowych. Ze względu na znaczące obniżenie dynamiki popytu krajowego oraz utrzymywanie się słabego kursu złotego w wyniku silnej deprecjacji na przełomie 2008 i 2009 r., wkład eksportu netto do wzrostu będzie w krótkim horyzoncie projekcji czynnikiem istotnie zwiększającym dynamikę PKB. W dłuższym horyzoncie, ożywienie gospodarcze na świecie przyczyni się do odbudowy dynamiki eksportu, a poprawa koniunktury krajowej przełoży się na podniesienie dynamiki importu. Powyższe zjawiska oraz towarzysząca im powolna aprecjacja złotego przełożą się na spadek kontrybucji eksportu netto do wzrostu PKB, choć w całym horyzoncie projekcji pozostania ona dodatnia.

Wykres 4.1: Centralna projekcja oraz wykres wachlarzowy PKB.



Źródło: NBP.

Równowaga makroekonomiczna

Do III kw. 2009 r. włącznie dynamika wzrostu gospodarczego będzie nadal obniżać się, po czym tendencja ta ulegnie odwróceniu. Wzrost aktywności gospodarczej będzie następował stopniowo i dopiero pod koniec 2011 r. dynamika PKB ponownie zbliży się do poziomu 4% r/r (Wykres 4.1).

W miarę pogłębiania się spowolnienia gospodarczego w 2009 r. słabnąć będzie popyt na pracę. Dostosowanie ze strony przedsiębiorstw do pogarszającej się sytuacji gospodarczej odbywać się będzie zarówno poprzez redukcję zatrudnienia, jak i obniżenie dynamiki płac. Reagując stosunkowo elastycznie na pogorszenie koniunktury płace realne oraz korzystne zmiany klina podatkowego w roku ubiegłym ograniczą skalę zarówno spadku liczby pracujących w gospodarce, jak i wzrostu stopy bezrobocia. W 2011 r. negatywne tendencje na rynku pracy ulegną odwróceniu. Wzrost zatrudnienia będzie stymulowany zarówno przez ponowny wzrost popytu na pracę, jak i przez zwiększenie podaży pracy w wyniku korzystnych zmian w strukturze demograficznej populacji⁵² oraz osłabienia odpływów migracyjnych. Dynamika płac realnych utrzyma się jednak poniżej dynamiki wydajności pracy, stopniowo domykając lukę między poziomem wynagrodzeń i produktywności, której źródłem było trwające do 2008 r. ożywienie na rynku pracy oraz napięcia związane z intensywną emigracją po 2004 r.

Zarówno bieżąca stopa bezrobocia, jak i stopa bezrobocia równowagi będą w latach 2009-2010 systematycznie rosnąć, do czego przyczyniać się będzie wzrost aktywności zawodowej ludności przy jednoczesnym utrzymywaniu się stabilnej stopy akumulacji kapitału oraz wzroście pozapłacowych kosztów produkcji wynikającym z silnej deprecjacji złotego na przełomie 2008 i 2009 r. Przy ujemnej dynamice liczby pracujących wzrost rzeczywistej stopy bezrobocia będzie szybszy niż stopy bezrobocia równowagi, prowadząc do domknięcia luki na bezrobociu na przełomie 2009 i 2010 r. W 2011 r., w efekcie poprawy koniunktury gospodarczej absorpcja wolnej siły roboczej przyspieszy,

⁵²Rosnący udział w populacji osób w wieku 25–44 lat, charakteryzujących się wysokim współczynnikiem aktywności zawodowej.

stabilizując poziom stopy bezrobocia nieznacznie powyżej 13%.

W 2010 r. tempo wzrostu produktu potencjalnego ulegnie obniżeniu. Przyczynią się do tego zahamowanie procesu redukcji obciążeń fiskalnych zmniejszających koszty pracy, obniżenie tempa wzrostu TFP, podnoszące koszty produkcji osłabienie złotego oraz powiązane z tymi zjawiskami ograniczenie zdolności absorcyjnych rynku pracy. Do końca 2010 r. tempo wzrostu rzeczywistego PKB utrzyma się poniżej tempa wzrostu produktu potencjalnego. W konsekwencji ujemna luka popytowa będzie się rozszerzać, odzwierciedlając spadek presji popytowej w gospodarce. W 2011 r., wraz z poprawą koniunktury w Polsce i przy jednoczesnej stabilizacji dynamiki produktu potencjalnego, nierównowaga na rynku dóbr, w ślad za nierównowagą na rynku pracy, będzie się stopniowo zmniejszać.

W bieżącym roku wyraźnie poprawi się saldo obrotów bieżących i kapitałowych osiągając poziom powyżej -2% PKB, w stosunku do poniżej -4% PKB w roku poprzednim. Będzie to głównie efektem ograniczenia deficytu w obrotach handlowych, do czego przyczyni się deprecjacja złotego, która miała miejsce na przełomie 2008 i 2009 r. Ze względu na wzrost napływu funduszy unijnych poprawi się także saldo transferów. W długim horyzoncie projekcji saldo obrotów bieżących i kapitałowych ustabilizuje się w relacji do PKB. Wzrost transferów unijnych i poprawa bilansu handlowego zostanie zrównoważona przez pogarszające się saldo dochodów wynikające z wyższych kosztów obsługi zadłużenia i silnego obniżenia strumienia dochodów z pracy za granicą. Powolne umocnienie kursu będzie natomiast sprzyjać stabilizacji *terms-of-trade* po wyraźnym osłabieniu tego wskaźnika na początku br.

Presja kosztowa

Słabnące tempo wzrostu płac oraz redukcja liczby pracujących w odpowiedzi na pogorszenie sytuacji gospodarczej przełożą się na spadek tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy (ULC) w całej gospodarce i poza rolnictwem indywidualnym. Ujemne dynamiki ULC utrzymają się od końca 2009 r. aż do połowy 2011 r., kiedy wraz z poprawiającą się sytuacją gospodarczą jednostkowe koszty pracy zaczną ponownie rosnąć. Do utrzymywania się kosztów pracy w latach 2010-2011 na relatywnie niskim poziomie w znacznym stopniu przyczyni się korzystna sytuacja podażowa na rynku pracy.

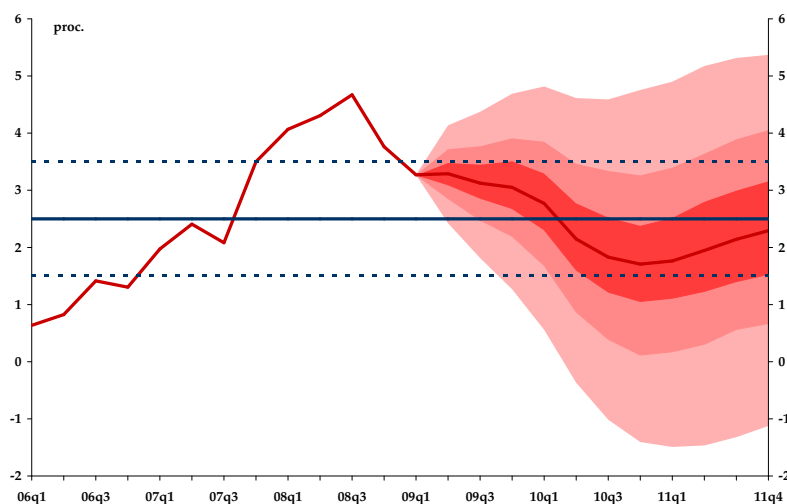
Silna deprecjacja złotego na przełomie 2008 i 2009 r. wpłynie na wzrost kosztów produkcji krajowej w krótkim horyzoncie projekcji, choć skala tego wzrostu będzie ograniczana przez niekorzystną koniunkturę na rynku krajowym. W IV kw. 2008 r. istotnie obniżyły się wyrażone w dolarach ceny surowców na rynkach globalnych, ale konsekwencją deprecjacji złotego będzie utrzymywanie się inflacji cen żywności i energii w 2009 r. na względnie wysokim poziomie.

Inflacja

Stopa inflacji CPI do końca 2010 r. będzie się systematycznie obniżać (osiągając cel inflacyjny NBP w pierwszej połowie 2010 r.). Pomimo ponownego wzrostu stopy inflacji w 2011 r. najprawdopodobniej pozostanie ona poniżej celu inflacyjnego 2,5% (Wykres 4.2). Prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego 2,5% będzie w bliższym horyzoncie projekcji systematycznie wzrastać a następnie obniżyć się

do ponad 0,5 w ostatnich kwartałach projekcji. Natomiast prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji w paśmie odchyień od celu między 2009 a 2011 r. obniży się ponad dwukrotnie.

Wykres 4.2: Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny NBP.



Źródło: NBP.

Na tempo wzrostu cen konsumenta w roku bieżącym w istotnym stopniu wpłynie obniżające się tempo wzrostu cen żywności i nośników energii. Na względnie wysokim poziomie utrzyma się natomiast inflacja bazowa, która w 2009 r. odnotuje jeszcze pewien wzrost ze względu na podniesienie dynamiki cen importu oraz wysokie tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy w ub.r. W miarę słabnięcia presji kosztowej ze strony rynku pracy oraz przy umiarkowanej aprecjacji złotego do końca horyzontu projekcji inflacja bazowa będzie się stopniowo obniżać.

Poniższa tabela prezentuje najważniejsze charakterystyki rozkładu prawdopodobieństwa ścieżki inflacji otrzymanej w projekcji czerwcowej.

Tabela 4.1: Prawdopodobieństwa kształtowania się przyszłej inflacji.

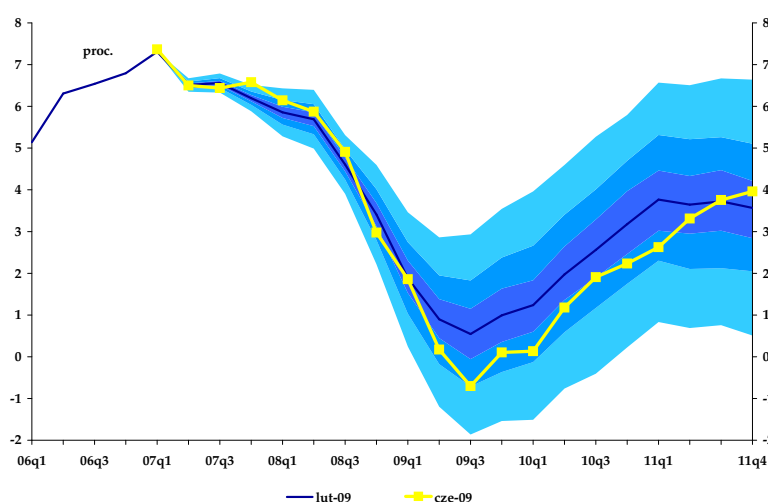
	Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:				
	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5%; 3,5%)
2009q2	0,00	0,06	0,66	0,49	0,66
2009q3	0,03	0,21	0,67	0,48	0,65
2009q4	0,07	0,29	0,64	0,48	0,57
2010q1	0,16	0,41	0,71	0,48	0,55
2010q2	0,32	0,59	0,81	0,49	0,48
2010q3	0,42	0,64	0,83	0,50	0,41
2010q4	0,43	0,66	0,83	0,48	0,40
2011q1	0,42	0,64	0,81	0,49	0,39
2011q2	0,40	0,60	0,78	0,49	0,38
2011q3	0,37	0,55	0,74	0,49	0,37
2011q4	0,34	0,52	0,71	0,48	0,36

Źródło: NBP.

Projekcja czerwcowca na tle projekcji lutowej

Projekcja inflacji i PKB w rundzie czerwcowej była przygotowywana w warunkach materializacji części ryzyk dotyczących otoczenia zewnętrznego z rundy lutowej. Znacznie bardziej pesymistyczne oczekiwania dotyczące dynamiki wzrostu PKB głównych partnerów handlowych Polski w stosunku do prognoz formułowanych na początku br., silniejsza niż oczekiwano deprecjacja złotego oraz coraz wyraźniej widoczne ograniczenia w dostępie do kredytu dla sektora prywatnego wpłynęły z jednej strony na rewizję w dół prognozy obrotów handlowych i popytu krajowego, a z drugiej na podniesienie prognoz wkładu eksportu netto do wzrostu. W efekcie projekcja PKB uległa wyraźnemu obniżeniu aż do połowy 2011 r. (Wykres 4.3).

Wykres 4.3: Projekcja czerwcowca na tle projekcji lutowej: PKB.



Źródło: NBP.

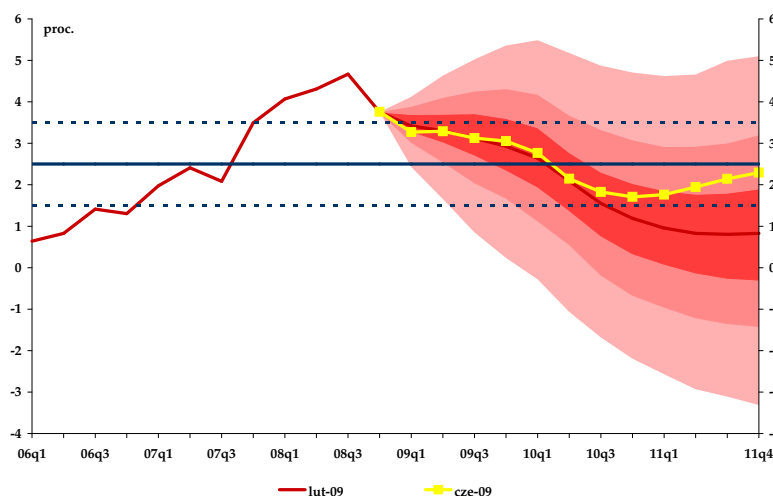
Pogorszenie perspektyw wzrostu, towarzysząca temu mniej korzystna sytuacja na rynku pracy oraz niższy poziom inflacji bazowej na początku 2009 r., wpłynęły na obniżenie ścieżki inflacji bazowej względem ostatniej projekcji. Obniżeniu ścieżki inflacji CPI przeciwdziałała istotna rewizja prognoz dynamiki cen żywności w górę w 2009 r. i 2011 r. m.in. ze względu na słabszy niż w poprzedniej rundzie oczekiwany kurs złotego. Ścieżka inflacji w projekcji czerwcowej kształtuje się nieznacznie poniżej ścieżki inflacji z projekcji lutowej do połowy 2010 r. i powyżej w kwartałach późniejszych (Wykres 4.4).

Główne obszary niepewności

Sytuacja sektora finansów publicznych i polityka fiskalna

Znaczną niepewnością obarczona jest skala i skuteczność koniecznych zmian w polityce budżetowej, w warunkach znaczącej redukcji dochodów sektora finansów publicznych, będącej skutkiem pogorszenia sytuacji gospodarczej. Dodatkowymi czynnikami niepewności pozostają utrzymująca się wysoka awersja do ryzyka na globalnych rynkach finansowych, która może przyczyniać się do podniesienia kosztów finansowania długu

Wykres 4.4: Projekcja czerwcową na tle projekcji lutowej: inflacja CPI.



Źródło: NBP.

publicznego oraz ryzyko przekroczenia przez relację długu publicznego do PKB progów ostrożnościowych (50%, 55% i 60%) określonych w Ustawie o finansach publicznych i Konstytucji RP. Wzrost rentowności obligacji i bonów skarbowych oraz konieczność uruchomienia działań przewidzianych w Ustawie mogą skutkować silniejszym ograniczeniem deficytu sektora finansów publicznych.

Najbardziej prawdopodobne działania, które może podjąć rząd w nadchodzących latach, obejmują ograniczenie bieżących wydatków na materiały i usługi oraz tych inwestycji rządowych, które nie są współfinansowane ze środków europejskich. Jednocześnie możliwe są także zamrożenie płac pracowników sfery budżetowej oraz zmiany ograniczające dostęp do niektórych świadczeń społecznych lub obniżające wysokość tych świadczeń. Prawdopodobne są także podwyżki podatków lub składek na ubezpieczenie społeczne. Oszczędnościowe dostosowania polityki fiskalnej stanowią ryzyko obniżenia ścieżki wzrostu gospodarczego w horyzoncie projekcji. Podczas gdy ograniczenie wydatków bieżących na materiały i usługi, podobnie jak zamrożenie płac pracowników sfery budżetowej, będzie stanowić przede wszystkim negatywny impuls popytowy, którego efekty powinny wygasać w kolejnych latach, to redukcja wydatków inwestycyjnych czy podniesienie obciążeń fiskalnych mogą negatywnie wpłynąć także na średniookresowe tempo wzrostu oraz sytuację na rynku pracy.

Kierunek polityki fiskalnej w nadchodzących latach pozostaje czynnikiem ryzyka także dla kształtowania się ścieżki inflacji. Ograniczenia bieżących wydatków sektora finansów publicznych mogą wpłynąć na dalsze obniżenie stopy inflacji, podczas gdy podniesienie obciążeń podatkowych i parapodatkowych może zwiększyć ryzyko kształtowania się inflacji powyżej jej ścieżki w aktualnej projekcji.

Ryzykiem projekcji pozostaje także efekt wzajemnych oddziaływań pomiędzy sytuacją sektora finansów publicznych, a procesami kształtującymi kurs złotego, co może prowadzić do dalszego zaostrzenia skutków kryzysu dla gospodarki polskiej. Ze względu na fakt, iż część zadłużenia sektora finansów publicznych stanowią papiery skarbowe denominowane w walutach obcych oraz kredyty walutowe, gdyby nastąpiła dalsza deprecjacja złotego mogłoby to prowadzić do wzrostu wyrażonej w złotych relacji bieżącej

wartości długu publicznego do PKB oraz dalszego pogorszenia warunków, w których prowadzona będzie polityka rządu. Z drugiej strony, dalsze pogorszenie sytuacji budżetowej może zagrażać stabilności złotego.

Kolejnym czynnikiem ryzyka dla scenariusza przedstawionego w projekcji czerwcowej jest skuteczność polityki rządu w łagodzeniu skutków kryzysu ekonomicznego. Dotychczasowe propozycje rządu, ujęte m.in. w „Planie stabilności i rozwoju” zmierzają w kierunku pobudzania wzrostu w okresie dekonunktury głównie instrumentami gwarancyjnymi i poręczeniami. Pozostaje to spójne z intencją rządu utrzymania dyscypliny finansów publicznych i obniżenia ryzyka negatywnej oceny nadmiernego deficytu przez rynki finansowe. Skuteczność przedstawionych rozwiązań będzie zależała od ekonomicznej efektywności proponowanych instrumentów, szybkości zakończenia procesu legislacyjnego w zakresie propozycji, które wymagają akceptacji ustawowej, przejrzystości opracowanych procedur oraz sprawności organizacyjnej zaangażowanych instytucji publicznych.

Rozwój sytuacji na rynku pracy

Dla perspektyw wzrostu, a także inflacji w najbliższych latach ważna będzie elastyczność polskiego rynku pracy. Czynnikiem ten jest szczególnie istotny ze względu na fakt, że spowolnieniu gospodarczemu będzie towarzyszył znaczny wzrost podaży pracy uwarunkowany w dużej mierze czynnikami demograficznymi oraz osłabieniem trendów emigracyjnych i nasileniem migracji powrotnych. Zdolności absorpcyjne gospodarki będą więc determinować nie tylko skalę wzrostu zatrudnienia, ale także skuteczność, z jaką gospodarka polska będzie w stanie wykorzystać ten potencjał do utrzymania wysokiego tempa wzrostu. Ponadto, scenariusz rozwoju sytuacji na rynku pracy jest obciążony szeregiem wielokierunkowych ryzyk związanych z polityką strukturalną rządu, oddziaływaniem na rynek pracy planowanych lub już wprowadzonych uregulowań (takich jak redukcje stawek podatkowych czy zmiany dotyczące poziomu płacy minimalnej), faktyczną skalą migracji powrotnych oraz jakością zasobów pracy i dopasowaniem ich struktury do struktury popytu na pracę. Ryzyko mniej elastycznych dostosowań rynku pracy niż przyjęto w projekcji, a więc i prawdopodobieństwo realizacji niższego wzrostu PKB oraz wyższej ścieżki inflacji, ocenia się jako wyższe niż ryzyko bardziej elastycznej reakcji rynku pracy na zmiany sytuacji gospodarczej.

Sytuacja w sektorze finansowym

Działania podejmowane przez bank centralny w celu obniżenia kosztu kredytu poprzez obniżki stóp procentowych NBP i dostarczanie płynności do sektora bankowego powinny mieć pozytywny wpływ na aktywność gospodarczą oraz ułatwiać utrzymanie inflacji na poziomie celu inflacyjnego w horyzoncie projekcji. W warunkach silnego spowolnienia gospodarczego i wzrostu niepewności co do perspektyw rozwoju gospodarki, jak również przy utrzymującej się podwyższonej premii za ryzyko zawartej w rynkowych stopach procentowych skala przełożenia obniżek stopy referencyjnej banku centralnego na podaż i koszty kredytów może być jednak niepełna. Pogorszenie perspektyw zbytu oraz sytuacji finansowej przedsiębiorstw, możliwość powstania zatorów płatniczych, a także mniej korzystna sytuacja na rynku pracy przyczyniają się do wzrostu ryzyka kredytowego zarówno w odniesieniu do przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych.

Wzrost ryzyka kredytowego, a także ograniczone bufony kapitałowe, jak również dążenie banków do utrzymywania odpowiedniej rezerwy płynnościowej, prowadzi do zaostrożenia warunków udzielania kredytów, w tym podnoszenia marż kredytowych. W efekcie, obniżenie stopy referencyjnej może nie w pełni przekładać się na spadek oprocentowania nowo udzielanych kredytów oraz na wzrost podaży kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. W związku z tym obecna projekcja w większym stopniu, niż przyjmowano to w poprzednich rundach progностycznych uwzględnia ograniczenia efektywności polityki monetarnej w warunkach spowolnienia gospodarczego.

Koniunktura globalna i jej przełożenie na stan gospodarki polskiej

Pomimo istotnej rewizji w dół światowych prognoz wzrostu, a także oczekiwań dotyczących tempa wzrostu w Polsce w porównaniu do poprzednich rund progностycznych, istotnym ryzykiem obecnej projekcji pozostaje ocena głębokości globalnej dekonunktury i skala jej przełożenia na spowolnienie w Polsce. Projekcja bazuje na scenariuszu zakładającym recesję w gospodarce światowej, która będzie stopniowo wygasać w latach 2010–2011, gdy dynamiki wzrostu zbliżą się do swoich długookresowych trendów. Przyjmuje się także, że gospodarka polska zostanie dotknięta kryzysem w gospodarce światowej głównie przez pogorszenie sytuacji eksporterów, wzrost obaw producentów o perspektywę zbytu, a pracowników – o perspektywę zatrudnienia. Natomiast jej struktury, sektor bankowy czy rynek pracy, okażą się wystarczająco elastyczne, aby efekty kryzysu w Polsce nie utrzymały się dłużej niż do 2011 r., kiedy krajowy wzrost gospodarczy powinien ponownie przyspieszyć w ślad za ożywieniem za granicą. Zarówno przedłużenie recesji światowej, jak i mniejsza odporność gospodarki polskiej na wstrząsy zewnętrzne mogą istotnie pogorszyć perspektywy wzrostu w latach objętych projekcją.

Kształtowanie się kursu walutowego i konkurencyjność gospodarki

Przy obecnej niepewności dotyczącej kształtowania się zarówno realnych, jak i nominalnych procesów ekonomicznych na świecie, ocena charakteru przełożenia się zmian na rynkach światowych na względną konkurencyjność produktów eksportowych polskich przedsiębiorstw, a także na atrakcyjność Polski jako kraju rentownych inwestycji jest szczególnie utrudniona. Utrzymuje się niepewność łącząca się z przyszłą zmiennością kursu złotego, kształtowaniem się *terms of trade* czy kontrybucji eksportu netto do wzrostu. Dodatkowym czynnikiem niepewności jest brak jasno określonej daty włączenia złotego do systemu ERM II.

Ocena sytuacji gospodarczej na podstawie wczesnych szacunków PKB

Opublikowane przez GUS szacunki PKB w 2008 r. i w pierwszym kwartale 2009 r. zwiększają niepewność oceny sytuacji gospodarczej. Oparte na bieżącej sprawozdawczości statystycznej podmiotów ekonomicznych oraz szacunkach własnych GUS dane o PKB wskazały m.in. na gwałtowny spadek kontrybucji zapasów do wzrostu na przełomie lat 2008 i 2009, po poprzedzającym to systematycznym wzroście poziomu zapasów wyraźnie przekraczającym dynamikę PKB. Jednocześnie dynamika spożycia zbiorowego, szczególnie pod koniec 2008 r. istotnie wzrosła, a dane o spożyciu indywidualnym i popycie inwestycyjnym sugerują jedynie łagodne osłabienie koniunktury w sektorze prywatnym. Dane te w istotny sposób wpływają na prognozę PKB szczególnie w 2009 r.

Ryzyka dla wykorzystania środków UE

Kryzys finansowy i spowolnienie gospodarcze mogą stanowić zagrożenie dla wykorzystania środków UE przez sektor publiczny. Pogorszenie sytuacji dochodowej jednostek samorządu terytorialnego oraz zaostrzenie kryteriów przyznawania kredytów przez banki mogą stanowić przeszkodę dla zapewnienia przez samorządy niezbędnego współfinansowania dla środków UE. Z drugiej strony w kierunku zwiększenia absorpcji środków unijnych mogą oddziaływać zmiany instytucjonalne polegające na zwiększeniu kwot zaliczek przyznanych na poszczególne projekty, poszerzeniu zakresu podmiotów upoważnionych do uzyskania zaliczek, jak również możliwość finansowania części inwestycji bez konieczności wnoszenia wkładu własnego.

Kształtowanie się cen żywności i nośników energii

Ze względu na trudności w określeniu tempa i zakresu deregulacji rynku energii w Polsce oraz możliwe niepełne przekładanie się spadających światowych cen węgla na ceny węgla krajowego, dużą niepewnością obarczona jest prognoza wzrostu cen krajowych nośników energii. Mechanizmy ekonomiczne w sektorach regulowanych, w tym rynku energii w Polsce, mogą być słabe, szczególnie w horyzoncie, który obejmuje projekcja. Ryzykiem obarczona jest także prognoza cen żywności na rynku krajowym, w tym skala wpływu spadku cen na rynkach światowych na obniżenie inflacji cen w Polsce.

Procesy integracyjne i instytucjonalne

Integracja struktur gospodarki polskiej z innymi krajami Unii Europejskiej wymaga stopniowych dostosowań regulacji w Polsce do przepisów unijnych. Trudno jest obecnie ocenić skalę wpływu na aktywność gospodarczą nowych przepisów dotyczących emisji dwutlenku węgla oraz ewentualnego dalszego zaostrzania wymogów związanych z ochroną środowiska. Ryzykiem pozostaje kierunek polityki Unii Europejskiej w zakresie wymiany handlowej z krajami poza jej strukturami, w warunkach pogorszenia światowej sytuacji gospodarczej i możliwego nasilenia się tendencji protekcjonistycznych. Na niepewność związaną z otoczeniem prawnym składa się także brak ostatecznych rozwiązań dotyczących kwestii zagospodarowania przestrzennego.

Ocenia się, że wypadkową tych ryzyk jest wyższe prawdopodobieństwo pogorszenia średniookresowych perspektyw wzrostu oraz zwiększenia presji inflacyjnej w stosunku do scenariusza przedstawionego w projekcji.

Omówienie danych, które napłynęły po 22 maja 2009 r.

Na przełomie maja i czerwca 2009 r. na rynkach obserwowano wzrost zarówno bieżących cen, jak i notowań kontraktów terminowych większości surowców energetycznych. Było to najprawdopodobniej związane z poprawą rynkowych ocen perspektyw wzrostu gospodarki światowej, wzrostem zaufania na rynkach finansowych oraz osłabieniem kursu dolara. Dodatkowo, z obublikowanych po 5 czerwca br. przez MFW danych wynika, że na większości rynków surowców żywnościowych obserwowane są wyraźne tendencje wzrostowe, o skali większej niż spodziewano się na etapie formułowania założeń do projekcji. Wzrosty cen na rynkach światowych, szczególnie ropy i

węgla, a także żywności, zwiększają ryzyko wyższej ścieżki inflacji niż wskazuje na to bieżąca projekcja.

29 maja 2009 r. GUS przedstawił wstępny szacunek PKB za I kw. 2009 r. i zrewidował szacunki rachunków narodowych za lata 2007-2008. Szacowana przez GUS dynamika PKB w I kw. 2009 r. ukształtowała się na poziomie 0,8% r/r, podczas gdy ocena wzrostu PKB przyjęta w bieżącej projekcji wynosi 1,6% r/r. Bliskie założeniom projekcyjnym okazały się natomiast szacunki wzrostu podstawowych składowych popytu, tzn. spożycia indywidualnego oraz nakładów brutto na środki trwałe.

Podsumowanie ryzyk projekcji inflacji i PKB

Najważniejszym czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższej inflacji niż przewiduje projekcja jest niższa niż przyjęto elastyczność polskiego rynku pracy, możliwość prowadzenia przez rząd polityki fiskalnej opierającej konsolidację sektora finansów publicznych głównie na podnoszeniu obciążeń fiskalnych, już zrealizowana i ewentualna dalsza deprecjacja złotego, a także kształtowanie się cen surowców na rynkach światowych i skala przełożenia ich wahań na ceny żywności i nośników energii w Polsce. Na możliwość ukształtowania się inflacji poniżej ścieżki centralnej wskazuje natomiast ryzyko związane z głębszą niż przyjęto w projekcji recesją w gospodarce światowej, wzrostem restrykcyjności polityki fiskalnej poprzez ograniczenie wydatków SFP i niższym wykorzystaniem środków unijnych. Po uwzględnieniu omówionych czynników niepewności ocenia się, że w całym horyzoncie projekcji przeważa ryzyko ukształtowania się inflacji powyżej ścieżki centralnej. Natomiast w przypadku wzrostu PKB, pozaprojekcyjne czynniki ryzyka wskazują na możliwość utrzymania się dłuższego niż przyjęto w projekcji spowolnienia gospodarczego w Polsce.

Tabela 4.2: Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2008	2009	2010	2011
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	4,2	3,2	2,1	2,0
Ceny żywności (% r/r)	6,1	3,9	0,8	1,6
Ceny nośników energii (% r/r)	8,4	3,9	1,6	1,6
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	2,3	2,7	2,7	2,3
PKB (% r/r)	4,9	0,4	1,4	3,4
Popyt krajowy (% r/r)	5,5	-1,4	0,9	2,8
Spożycie indywidualne (% r/r)	5,4	2,5	1,4	2,4
Spożycie zbiorowe (% r/r)	7,6	-0,9	-0,3	0,8
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	8,1	-4,9	1,2	2,9
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	-0,7	1,8	0,5	0,6
Eksport (% r/r)	7,2	-7,5	3,8	11,7
Import (% r/r)	8,3	-10,9	2,4	9,8
Płace brutto (% r/r)	9,4	4,5	1,2	3,9
Liczba pracujących (% r/r)	1,3	-1,5	-1,4	-0,3
Stopa bezrobocia (%)	7,2	9,7	12,4	13,2
NAWRU (%)	11,3	11,8	13,2	14,5
Stopa aktywności zawodowej (%)	54,2	55,0	55,4	55,5
Wydajność pracy (% r/r)	3,7	1,9	2,8	3,7
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	5,9	2,1	-1,4	0,2
Produkt potencjalny (% r/r)	6,0	5,5	2,9	3,0
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	2,1	-1,4	-4,5	-4,6
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2006=1,00)	1,13	0,95	0,96	0,98
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2006=1,00)	1,69	0,89	1,11	1,25
Poziom cen za granicą (% r/r)	2,5	1,3	1,2	2,0
PKB za granicą (% r/r)	0,7	-4,7	0,0	1,9
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	-4,3	-1,8	-2,2	-2,1
WIBOR 3M (%)	6,25	4,41	3,98	3,95

Źródło: NBP.

Dane dotyczące liczby pracujących, wydajności pracy i jednostkowych kosztów pracy to szacunki własne IE NBP na podstawie danych BAEL. Indeks cen surowców rolnych zbudowany jest w oparciu o prognozy MFV dotyczące kształtowania się cen pszenicy, wieprzowiny, wołowiny, drobiu, ryb, cukru, oliwy, pomarańczy oraz bananów z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce. Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

Załącznik

Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od stycznia do kwietnia 2009 r.

- **Data:** 27 stycznia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim

Decyzja RPP:

Obniżono wysokość stóp procentowych o 0,75 pkt. proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:	D. Filar
	J. Czekaj		H. Wasilewska-Trenkner
	S. Nieckarz		A. Wojtyna
	M. Noga		
	S. Owsiak		
	M. Pietrewicz		
	A. Sławiński		

- **Data:** 27 stycznia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych o 0,50 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Przyjęto wniosek o obniżenie stóp procentowych o 0,75 pkt. proc., w związku z czym wniosek o obniżenie stóp procentowych o 0,50 pkt. proc. nie był przedmiotem głosowania.

- **Data:** 27 stycznia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Przyjęto wniosek o obniżenie stóp procentowych o 0,75 pkt. proc., w związku z

czym wniosek o obniżenie stóp procentowych o 0,25 pkt. proc. nie był przedmiotem głosowania.

- **Data:** 25 lutego 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych o 0,50 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:	J. Czekaj
	S. Nieckarz		D. Filar
	M. Pietrewicz		M. Noga
			S. Owsiak
			A. Sławiński
			H. Wasilewska-Trenkner
			A. Wojtyna

- **Data:** 25 lutego 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim

Decyzja RPP:

Obniżono wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:	D. Filar
	J. Czekaj		M. Noga
	S. Nieckarz		A. Wojtyna
	S. Owsiak		
	M. Pietrewicz		
	A. Sławiński		
	H. Wasilewska-Trenkner		

- **Data:** 25 marca 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim

Decyzja RPP:

Głos Przewodniczącego RPP S. Skrzypka rozstrzygnął, że obniżono wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: S. Skrzypek	Przeciw: D. Filar
J. Czekaj	M. Noga
S. Nieckarz	A. Sławiński
S. Owsiak	H. Wasilewska-Trenkner
M. Pietrewicz	A. Wojtyna

- **Data:** 7 kwietnia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie przedstawienia opinii Trybunałowi Konstytucyjnemu

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J. Czekaj	Przeciw: S. Skrzypek
D. Filar	
S. Nieckarz	
M. Noga	
S. Owsiak	
M. Pietrewicz	
A. Sławiński	
H. Wasilewska-Trenkner	
A. Wojtyna	

- **Data:** 22 kwietnia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2008 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: S. Skrzypek	Przeciw:
J. Czekaj	
D. Filar	
S. Nieckarz	
M. Noga	
S. Owsiak	
M. Pietrewicz	
A. Sławiński	
H. Wasilewska-Trenkner	

A. Wojtyna był nieobecny na posiedzeniu.

- **Data:** 29 kwietnia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez Narodowy Bank Polski pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:
	J. Czekaj	
	D. Filar	
	S. Nieckarz	
	M. Noga	
	S. Owsiak	
	M. Pietrewicz	
	A. Sławiński	
	H. Wasilewska-Trenkner	
	A. Wojtyna	

- **Data:** 29 kwietnia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie stanowiska Rady Polityki Pieniężnej dotyczącego Elastycznej Linii Kredytowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:
	J. Czekaj	
	D. Filar	
	S. Nieckarz	
	M. Noga	
	S. Owsiak	
	M. Pietrewicz	
	A. Sławiński	
	H. Wasilewska-Trenkner	
	A. Wojtyna	