

Raport o inflacji czerwiec 2010 r.

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, czerwiec 2010 r.

Raport o inflacji jest dokumentem przedstawiającym ocenę Rady Polityki Pieniężnej (RPP) 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 Eugeniusz Gatnar, 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.

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych; zostały w nim uwzględnione dane dostępne do 24 czerwca 2010 r. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki	9
1.1. Aktywność gospodarcza na świecie.....	9
1.2. Procesy inflacyjne za granicą.....	12
1.3. Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą.....	13
1.4. Światowe rynki surowców	15
Aneks 1. Kryzys finansów publicznych w Grecji	16
2. Gospodarka krajowa.....	21
2.1. Procesy inflacyjne.....	21
2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych	21
2.1.2. Inflacja bazowa	22
2.1.3. Kryterium stabilności cen z Maastricht.....	22
2.1.4. Ceny produkcji sprzedanej	22
2.1.5. Ceny importu	23
2.1.6. Oczekiwania inflacyjne.....	23
2.2. Popyt i produkcja.....	24
2.2.1. Popyt konsumpcyjny	25
2.2.2. Popyt inwestycyjny	27
2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych.....	28
2.2.4. Eksport i import.....	29
2.2.5. Produkcja.....	30
2.3. Rynek pracy	31
2.4. Rynki finansowe.....	33
2.4.1. Ceny aktywów finansowych i stopy procentowe.....	33
2.4.2. Ceny mieszkań.....	34
2.4.3. Kurs walutowy	34
2.5. Kredyt i pieniądz.....	35
2.5.1. Kredyty	35
2.5.2. Finansowanie i sytuacja kapitałowa banków	37
2.5.3. Depozyty i agregaty monetarne	38
2.6. Bilans obrotów bieżących i kapitałowych	39
Aneks 2. Raporty o konwergencji z maja 2010 r.	41
Aneks 3. Wpływ kryzysu finansowego na kształtowanie się produktu potencjalnego..	45
3. Polityka pieniężna w okresie luty - czerwiec 2010 r.	49
4. Projekcja inflacji i PKB	65
5. Wyniki głosowań RPP w okresie styczeń - kwiecień 2010 r.	75

Synteza

W I kw. i na początku II kw. br. kontynuowane było ożywienie w gospodarce światowej, jednak jego skala w poszczególnych regionach była zróżnicowana. Wśród gospodarek rozwiniętych koniunktura gospodarcza najszybciej poprawiała się w Japonii i Stanach Zjednoczonych. W strefie euro aktywność gospodarcza na początku 2010 r. nadal kształtowała się na niskim poziomie. Mimo że na przełomie I i II kw. br. pojawiły się tam pewne sygnały wyraźniejszego ożywienia aktywności, to w związku z kryzysem fiskalnym w Grecji i znaczącą nierównowagą fiskalną w wielu innych krajach strefy euro zwiększyła się niepewność dotycząca perspektyw wzrostu poszczególnych gospodarek tego regionu. Z kolei w największych gospodarkach wschodzących w analizowanym okresie utrzymywał się szybki wzrost gospodarczy. Towarzyszyły mu jednak sygnały narastania nierównowagi makroekonomicznej w tych krajach.

Po trwającym do października ub. r. półrocznym okresie spadku ogólnego poziomu cen konsumpcyjnych w największych gospodarkach rozwiniętych, wskaźniki inflacji w tych krajach wzrosły, głównie ze względu na wyższą dynamikę cen energii. Jednocześnie inflacja bazowa w tych gospodarkach spadła do niskich poziomów, do czego przyczyniały się nadal relatywnie słaba presja popytowa i niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych. Także w największych gospodarkach wschodzących wskaźniki inflacji wzrosły. Jednak w przypadku tych gospodarek istotnym źródłem tego wzrostu był szybki wzrost popytu.

Od czasu publikacji poprzedniego *Raportu* ponownie zwiększyła się niepewność na międzynarodowych rynkach finansowych. W wyniku obniżenia przez agencję ratingową Standard and Poor's pod koniec kwietnia br. ratingu obligacji greckich (poniżej statusu inwestycyjnego) oraz portugalskich i hiszpańskich nastąpił wyraźny wzrost awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych. Kryzys fiskalny w Grecji i nasilenie się problemów fiskalnych w niektórych innych krajach strefy euro przyczyniły się do osłabienia kursu euro względem dolara do poziomu najniższego od czterech lat oraz do spadków cen akcji na głównych giełdach światowych. W analizowanym okresie główne banki centralne nadal prowadziły łagodną politykę pieniężną, choć Fed zakończył wszystkie nadzwyczajne programy płynnościowe utworzone w latach 2007-2009 w celu wspierania rynków kredytowych. W maju br. EBC wprowadził tzw. Securities Markets Programme, w ramach którego dokonał sterylizowanego zakupu na rynku wtórnym obligacji rządowych krajów zagrożonych kryzysem zadłużenia. Ponadto Fed wznowił w porozumieniu z EBC oraz bankami centralnymi Anglii, Japonii, Kanady i Szwajcarii swapy walutowe zasilające te banki w płynność w dolarze amerykańskim.

W związku z oczekiwaniami poprawy perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego ceny ropy naftowej w okresie luty - kwiecień 2010 r. nadal rosły, zbliżając się do ok. 90 USD/b. Jednakże w maju br. na skutek nasilenia się zawirowań na rynkach finansowych i związanej z tym aprecjacji dolara ceny ropy obniżyły się znacząco - do ok. 75 USD/b. Z kolei ceny surowców rolnych na rynkach światowych od początku 2010 r. znajdują się w trendzie wzrostowym, choć nadal pozostają znacznie poniżej poziomu z IV kw. 2008 r.

W okresie styczeń - maj 2010 r. roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce stopniowo obniżało się z 3,5% do 2,2%, tj. poniżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%. Spadkowi inflacji sprzyjała obserwowana do początku kwietnia br. aprecjacja kursu złotego, niska presja popytowa i dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce, a także ujemne efekty bazy. Skalę spadku inflacji ograniczały natomiast: wzrost cen wyrobów tytoniowych oraz istotny wzrost cen paliw, związany ze wzrostem cen ropy na rynkach światowych. Obniżaniu się inflacji CPI w badanym okresie towarzyszył spadek wszystkich miar inflacji bazowej.

W I kw. 2010 r. ceny produkcji sprzedanej przemysłu były niższe niż rok wcześniej, co wynikało głównie z obserwowanej od marca 2009 r. aprecjacji kursu złotego. W kwietniu 2010 r. skala spadku PPI zmniejszyła się, a w maju br. odnotowano wzrost PPI w ujęciu rocznym. Na takie kształtowanie się wskaźnika PPI wpłynęły przede wszystkim zmiany cen w *przetwórstwie przemysłowym*. Z jednej strony odzwierciedlało ono głównie zmiany kursu złotego, a z drugiej strony wzrost cen surowców (takich jak ropa naftowa i węgiel) w ujęciu rocznym. Z kolei roczna dynamika cen importu wyrażonych w złotych obniżyła się w IV kw. ub. r., a w I kw. br. była ujemna.

Od początku 2009 r. zarówno prognozy inflacji analityków bankowych w horyzoncie roku, jak i oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw (miara zobiektywizowana) pozostają względnie stabilne i zbliżone do poziomu celu inflacyjnego NBP. Z kolei zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych kształtuje się na poziomach bliskich inflacji z okresu badania, co wynika z adaptacyjnego charakteru tych oczekiwań. W badaniach ankietowych osób prywatnych struktura odpowiedzi na pytanie o przyszłe kształtowanie się cen nie zmieniła się istotnie.

Dostępne dane wskazują na kontynuację poprawy koniunktury w Polsce. W I kw. 2010 r. PKB w ujęciu realnym wzrósł według wstępnego szacunku GUS o 3,0% r/r (wobec 3,3% r/r w poprzednim kwartale). Do wzrostu PKB w ujęciu rocznym przyczynił się przede wszystkim wzrost stanu zapasów oraz wzrost spożycia ogółem. Dodatni wkład do rocznej dynamiki PKB w I kw. br. miał także eksport netto. W przeciwnym kierunku oddziaływał istotny spadek nakładów brutto na środki trwałe, który wynikał częściowo z niekorzystnych warunków pogodowych w pierwszych miesiącach 2010 r.

Tempo wzrostu spożycia indywidualnego zwiększyło się w I kw. 2010 r. w porównaniu z poprzednim kwartałem, utrzymując się jednak poniżej wieloletniej średniej. Wzrost dynamiki spożycia indywidualnego nastąpił pomimo osłabienia tempa wzrostu dochodów z pracy najemnej oraz dalszego ograniczenia wzrostu kredytów konsumpcyjnych. Negatywny wpływ na dynamikę spożycia indywidualnego miały też niekorzystne warunki pogodowe, które przyczyniły się do silnego spadku dynamiki sprzedaży detalicznej. Spadek ten sugeruje, że wzrost dynamiki spożycia indywidualnego był wynikiem wyraźnego przyspieszenia wydatków na usługi. Jednocześnie w I kw. 2010 r. dalszej poprawie uległy wskaźniki koniunktury konsumenckiej.

W I kw. 2010 r. odnotowano głęboki spadek inwestycji (po ich wzroście w ujęciu rocznym w IV kw. ub. r.), do czego przyczyniły się niekorzystne warunki pogodowe. Wyniki badań koniunktury wskazują, że mimo dalszej poprawy sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstw ich skłonność do realizowania nowych projektów inwestycyjnych była w I kw. br. wciąż niewielka. Do podejmowania inwestycji zniechęca je nadal niski, choć nieco wyższy niż w poprzednim kwartale, stopień wykorzystania mocy produkcyjnych oraz niepewność odnośnie do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce. Z kolei dobra sytuacja finansowa, w tym płynnościowa przedsiębiorstw oraz łagodzenie polityki kredytowej banków sprzyjają wzrostowi ich inwestycji.

Według rządowego *Programu konwergencji. Aktualizacja 2009* deficyt sektora finansów publicznych w ujęciu ESA95 w 2010 r. będzie nieznacznie mniejszy niż w ub. r. i wyniesie 6,9% PKB. W okresie styczeń - maj br. deficyt budżetu państwa wyniósł ok. 32,1 mld zł (co stanowi 61,6% planu rocznego) i był niższy niż zakładano w *Harmonogramie dochodów i wydatków budżetu państwa planowanych na 2010 r.* ze względu na niższe niż planowano wydatki. W I kw. 2010 r. jednostki samorządu terytorialnego zanotowały nadwyżkę, jednak w wyniku istotnego pogorszenia się ich sytuacji finansowej w 2009 r. ich zadłużenie w I kw. br. było wyższe niż rok wcześniej.

Wraz z poprawą koniunktury w gospodarce światowej umacniały się pozytywne tendencje w polskim handlu zagranicznym. Po spadku na przełomie 2008 i 2009 r., od II kw. ub. r. wartość eksportu stopniowo rosła, do czego przyczyniło się ożywienie aktywności sektora eksportowego w krajach Europy Zachodniej, związane ze wzrostem popytu wschodzących gospodarek Azji na produkty europejskie. Ożywienie eksportu, charakteryzującego się relatywnie wysoką import-

chłonnością, w połączeniu ze wzrostem cen surowców na rynkach światowych i aprecjacją złote-
go, sprzyjającą importowi dóbr konsumpcyjnych, doprowadziły do wzrostu wartości polskiego
importu.

W I kw. 2010 r. największy udział w tworzeniu wartości dodanej brutto miał przemysł; dodatnią
kontrybucję do wzrostu wartości dodanej brutto miał także sektor usług nierynkowych. Nato-
miast wkłady sektora usług rynkowych i budownictwa spadły w I kw. br. poniżej zera, co mogło
być związane w znacznym stopniu z czynnikami pogodowymi.

I kw. 2010 r. był drugim kwartałem spadku (w ujęciu rocznym) liczby pracujących według BAEL,
co przy równoczesnym wzroście liczby aktywnych zawodowo wpłynęło na wzrost tak mierzonej
stopy bezrobocia. Natomiast zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w okresie styczeń - maj
2010 r. nieznacznie wzrosło, a stopa bezrobocia rejestrowanego ustabilizowała się na poziomie ok.
12%. W I kw. 2010 r. tempo wzrostu nominalnych i realnych wynagrodzeń obniżyło się zarówno
w gospodarce, jak i w sektorze przedsiębiorstw. Na spadek ten wpłynął jednak efekt wysokiej
bazy z I kw. 2009 r., kiedy to niektóre przedsiębiorstwa wypłaciły część wynagrodzeń z końca
2008 r. tak, aby zostały one objęte korzystniejszymi zasadami opodatkowania PIT. Miesięczne
dane za kwiecień i maj br. wskazują na wzrost dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw. Stabi-
lizacja tempa wzrostu wydajności pracy w połączeniu z obniżeniem się dynamiki płac doprowa-
dziły do dalszego spadku dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce w I kw. 2010 r.
Jednocześnie od sierpnia ub. r. utrzymuje się spadek jednostkowych kosztów pracy w przemyśle.

Od czasu publikacji poprzedniego *Raportu* stopy procentowe NBP pozostały na niezmiennym
poziomie. Pomimo to trzymiesięczne rynkowe stopy procentowe obniżyły się. W analizowanym
okresie rentowności polskich obligacji charakteryzowały się podwyższoną zmiennością: począt-
kowo obniżały się, a w ostatnich dniach kwietnia i w maju br. silnie wzrosły, co było związane z
globalnym wzrostem awersji do ryzyka. Z kolei ceny akcji w Polsce w marcu i przez większą
część kwietnia br. rosły, a następnie spadły.

W I kw. 2010 r. ofertowe ceny mieszkań w największych miastach Polski obniżyły się nieznacznie
na rynku pierwotnym, a na rynku wtórnym nie uległy zmianie. Ceny transakcyjne mieszkań nie-
co wzrosły zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* do 23 czerwca br. nominalny kurs złotego osłabił się
o ok. 12% wobec dolara, ok. 2% wobec euro oraz ok. 9% wobec franka szwajcarskiego. Deprecja-
cja kursu była w dużym stopniu efektem wyprzedzaży walut krajów Europy Środkowej i
Wschodniej, związanej ze wzrostem awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych pod
koniec kwietnia br.

W okresie luty - maj 2010 r. stan kredytów dla przedsiębiorstw obniżył się, na co wpłynął silny
spadek kredytów odnotowany w marcu br.; w maju kredyty te wzrosły w ujęciu miesięcznym.
Przyrosty kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych utrzymywały się w analizo-
wanym okresie na poziomach o ok. połowę niższych niż w okresie dynamicznego wzrostu akcji
kredytowej w latach 2007-2008. Wzrosły także kredyty konsumpcyjne, jednak ich dynamika była
znacznie niższa niż w latach ubiegłych. W I kw. 2010 r. nadal poprawiały się warunki finanso-
wania i sytuacja kapitałowa banków. Poprawa ta powinna sprzyjać wzrostowi podaży kredytu.
Od publikacji poprzedniego *Raportu* roczne tempo wzrostu szerokiego pieniądza M3 utrzymy-
wało się na stabilnym poziomie ok. 7%.

Po znaczącej poprawie salda na rachunku obrotów bieżących w I kw. 2009 r. - związanej głównie
z silnym ograniczeniem importu towarów - w kolejnych kwartałach ub. r. pogłębiał się deficyt na
rachunku bieżącym. Wstępne dane dotyczące I kw. br. wskazują jednak na jego ponowny spadek.
W IV kw. 2009 r. oraz w I kw. 2010 r. miał miejsce dalszy napływ kapitału netto do Polski (w

przeważającej części w postaci inwestycji portfelowych), co skutkowało nadwyżką na rachunku finansowym bilansu płatniczego.

Raport o inflacji ma następującą strukturę: w rozdziale 1. przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz krajowe czynniki mające na nie wpływ opisano w rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w lutym, marcu, kwietniu i maju 2010 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w czerwcu br. umieszczone są w Rozdziale 3. *Raportu*. Opis dyskusji na czerwcowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 15 lipca br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

W rozdziale 4. *Raportu* przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których RPP podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Zgodnie z czerwcową projekcją – przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,3-2,9% w 2010 r. (wobec 1,3-2,2% w projekcji lutowej), 2,1-3,3% w 2011 r. (wobec 1,7-3,1%) oraz 2,2-3,7% w 2012 r. (wobec 2,6-4,6%). Roczne tempo wzrostu PKB zgodnie z czerwcową projekcją znajdzie się natomiast z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,5-3,9% w 2010 r. (wobec 2,1-4,1% w lutowej projekcji), 3,3-5,9% w 2011 r. (wobec 1,8-4,0%) oraz 2,2-5,0% w 2012 r. (wobec 1,9-4,3%).

W *Raporcie* zamieszczono trzy aneksy: „Kryzys finansów publicznych w Grecji”, „*Raporty o konwergencji* z maja 2010 r.” oraz „Wpływ kryzysu finansowego na kształtowanie się produktu potencjalnego”.

Rozdział 1

Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki

1.1. Aktywność gospodarcza na świecie

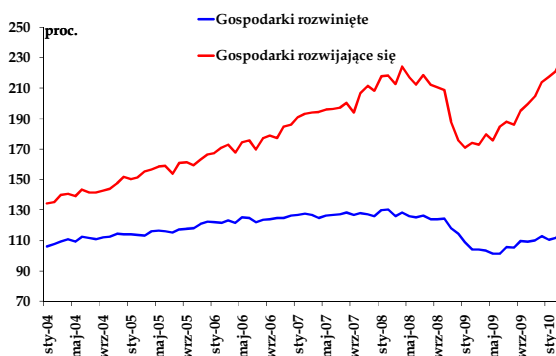
W I kw. i na początku II kw. br. kontynuowane było ożywienie w gospodarce światowej. Globalne wskaźniki koniunktury wskazują na utrzymywanie się szybkiego wzrostu aktywności w przetwórstwie przemysłowym, wyraźny wzrost aktywności w usługach oraz zwiększanie się zatrudnienia w tych sektorach¹. Dalsze ożywienie ma miejsce w handlu światowym (Wykres 1.1).

Skala poprawy aktywności gospodarczej w poszczególnych regionach jest jednak zróżnicowana. Wśród gospodarek rozwiniętych koniunktura gospodarcza najszybciej poprawiała się w analizowanym okresie w Japonii i Stanach Zjednoczonych (Wykres 1.2). W strefie euro aktywność gospodarcza na początku 2010 r. nadal kształtowała się na niskim poziomie. Na przełomie I i II kw. br. pojawiły się pewne sygnały wyraźniejszego ożywienia wzrostu gospodarczego w tym regionie. Jednak w związku z kryzysem fiskalnym w Grecji i znaczącą nierównowagą fiskalną w niektórych innych krajach strefy euro zwiększyła się niepewność dotycząca perspektyw wzrostu poszczególnych gospodarek tego regionu.

W największych gospodarkach wschodzących w

Wykres 1.1

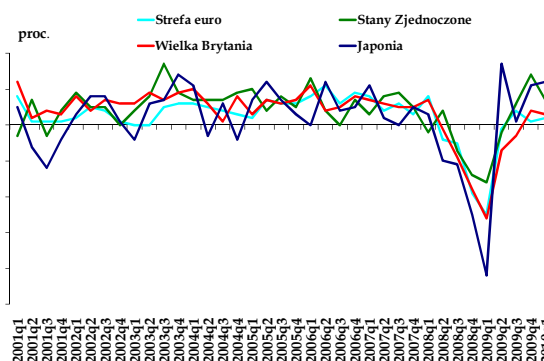
Wolumen importu (2000 r.=100).



Źródło: Dane CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (wyrównane sezonowo).

Wykres 1.2

Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach rozwiniętych (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat, MFW (wyrównane sezonowo).

¹ Globalny wskaźnik aktywności w usługach i przetwórstwie przemysłowym (JPMorgan Global All Industry Index) obniżył się w maju br. do 57,0 pkt. (z 57,7 pkt. w kwietniu br.), nadal kształtując się jednak powyżej wieloletniej średniej, co wskazuje na utrzymywanie się ożywienia w obu tych sektorach. Ponadto globalny wskaźnik zatrudnienia wzrósł w maju br. do 51,4 pkt., trzeci miesiąc z kolei przekraczając poziom 50 pkt.

analizowanym okresie kontynuowany był szybki wzrost gospodarczy (Wykres 1.6). Towarzyszyły mu jednak sygnały narastania nierównowagi makroekonomicznej w tych krajach.

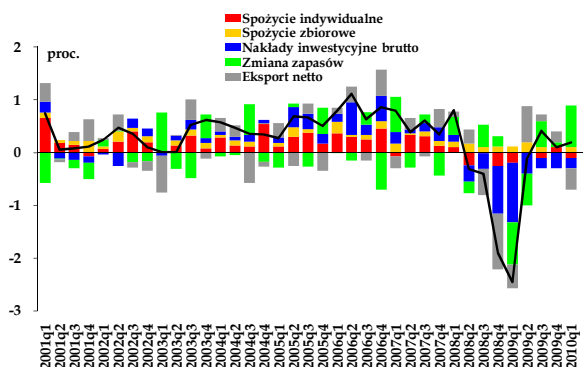
Po najsilniejszym od 2003 r. wzroście PKB w Stanach Zjednoczonych w IV kw. ub. r., w I kw. 2010 r. dynamika PKB tej gospodarki zmniejszyła się do 0,7% kw/kw (po skorygowaniu o czynniki sezonowe). Nadal jednak utrzymała się powyżej średniej z ostatnich dziesięciu lat (Wykres 1.2). Z jednej strony kontynuowane było ożywienie konsumpcji gospodarstw domowych, w szczególności wyraźnie wzrosły wydatki na dobra trwałego użytku. Utrzymującemu się ożywieniu konsumpcji prywatnej, na które wskazują także wskaźniki koniunktury konsumenckiej za pierwsze miesiące II kw. br., sprzyja stopniowa poprawa sytuacji na amerykańskim rynku pracy, w tym trwający od początku br. wzrost zatrudnienia. Poprawa perspektyw zbytu skłoniła przedsiębiorstwa w Stanach Zjednoczonych do rozpoczęcia w I kw. br. odbudowy zapasów, silnie ograniczonych przez te podmioty w siedmiu poprzednich kwartałach, oraz do kolejnego wyraźnego zwiększenia inwestycji w maszyny i urządzenia. Z drugiej strony w I kw. br. nadal niekorzystnie kształtowała się sytuacja w budownictwie; utrzymał się spadek budownictwa komercyjnego oraz obniżyły się inwestycje mieszkaniowe. W I kw. br. zmniejszyły się także – drugi kwartał z rzędu – wydatki publiczne.

W I kw. br. trzeci kwartał z kolei zwiększył się PKB w strefie euro, choć – podobnie jak w poprzednim kwartale – skala jego wzrostu była nieznaczna (0,2% kw/kw po skorygowaniu o czynniki sezonowe wobec 0,1% kw/kw w IV kw. 2009 r.; Wykres 1.3). W grupie krajów członkowskich strefy euro będących największymi odbiorcami polskiego eksportu w I kw. 2010 r. dynamika PKB wyniosła: 0,2% kw/kw w Niemczech (wobec 0,2% kw/kw w IV kw. ub. r.), 0,1% kw/kw we Francji (wobec 0,5% kw/kw) oraz 0,5% kw/kw we Włoszech (wobec -0,1% kw/kw).

Utrzymanie się dodatniej dynamiki PKB w strefie euro było związane przede wszystkim z dalszym zmniejszeniem się skali redukcji zapasów przedsiębiorstw. Ponadto, po stabilizacji w poprzednim kwartale, w I kw. br. ponownie wy-

Wykres 1.3

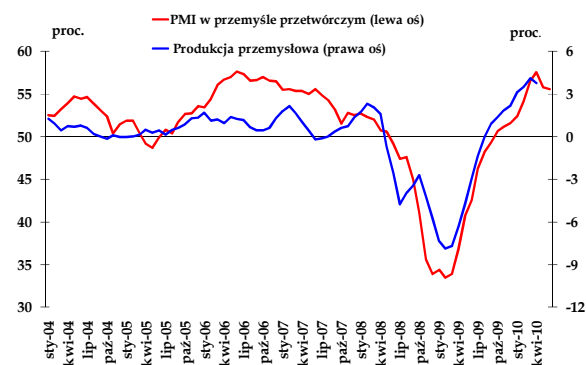
Wzrost PKB w strefie euro (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

Wykres 1.4

Wzrost produkcji przemysłowej* i wskaźnik PMI w przemyśle przetwórczym w strefie euro.

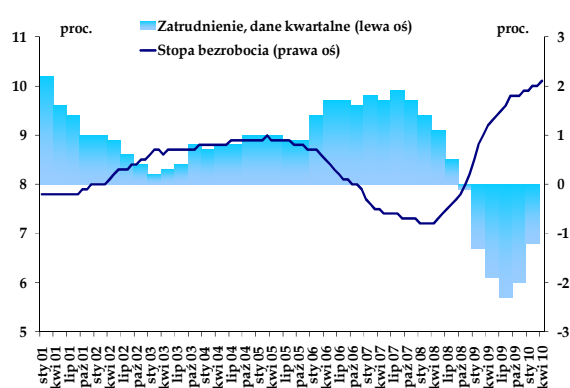


Źródło: Dane Eurostat, Markit.

* Zmiana trzymiesięcznej średniej ruchomej indeksu produkcji sprzedanej przemysłu w stosunku do analogicznej średniej sprzed trzech miesięcy.

Wykres 1.5

Zatrudnienie (r/r) oraz stopa bezrobocia w strefie euro.



Źródło: Dane Eurostat.

rażnie wzrosły wydatki rządowe. W I kw. br. nadal zwiększały się eksport i import strefy euro. Jednak ze względu na silniejszy wzrost importu wkład eksportu netto do wzrostu PKB tej gospodarki był ujemny. Jednocześnie w analizowanym okresie utrzymał się trwający od II kw. 2008 r. spadek inwestycji przedsiębiorstw. Po nieznacznym wzroście w poprzednim kwartale, ponownie obniżyła się także konsumpcja gospodarstw domowych.

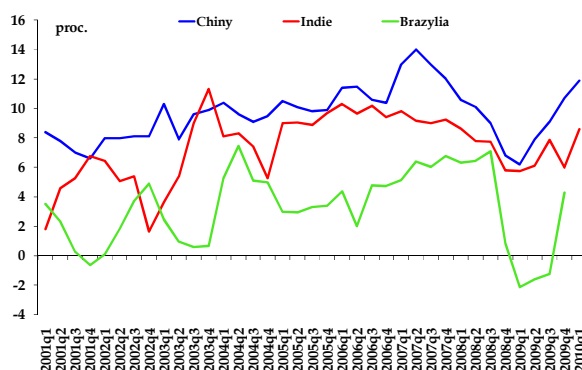
Dane za pierwsze miesiące II kw. br. wskazują na kontynuację ożywienia gospodarczego w strefie euro. W szczególności dane o produkcji przemysłowej i aktywności w przemyśle przetwórczym wskazują na relatywnie wysoki wzrost produkcji tego sektora na początku II kw. br. (Wykres 1.4). Ponadto dane ankietowe sygnalizują nieznaczne ożywienie w usługach strefy euro. Pogorszyły się jednak nastroje przedsiębiorców w większości sektorów tej gospodarki, do czego przyczynił się kryzys fiskalny w Grecji i znacząca nierównowaga finansów publicznych w takich krajach jak Portugalia, Hiszpania, Irlandia i Włochy. Jednocześnie utrzymująca się niekorzystna sytuacja na rynku pracy w krajach członkowskich strefy euro, w tym wzrost stopy bezrobocia do najwyższego poziomu od 12 lat (Wykres 1.5), dalszy spadek sprzedaży detalicznej oraz utrzymujące się na niskim poziomie wskaźniki koniunktury konsumenckiej sygnalizują brak ożywienia popytu konsumpcyjnego w tym regionie na początku II kw. br.

W I kw. 2010 r. nadal wyraźnie poprawiała się aktywność gospodarcza w Japonii, w której skumulowany wzrost PKB w ostatnich czterech kwartach był najwyższy wśród analizowanych gospodarek rozwiniętych. I kw. br. był także drugim z kolei kwartałem, w którym wzrósł PKB w Wielkiej Brytanii, po trwającym sześć kwartałów okresie jego spadku.

W I kw. br. wzrost gospodarczy w Chinach ponownie przyspieszył, osiągając najwyższy poziom od ponad dwóch lat (11,9% r/r wobec 10,7% r/r w IV kw. ub. r.; Wykres 1.6). Nadal szybko rosły nakłady inwestycyjne w gospodarce chińskiej, choć ich dynamika była niższa niż w 2009 r. głównie w związku z wyraźnym spowolnieniem wzrostu nakładów inwestycyjnych w sektorze publicznym. Znacząco zwiększyła

Wykres 1.6

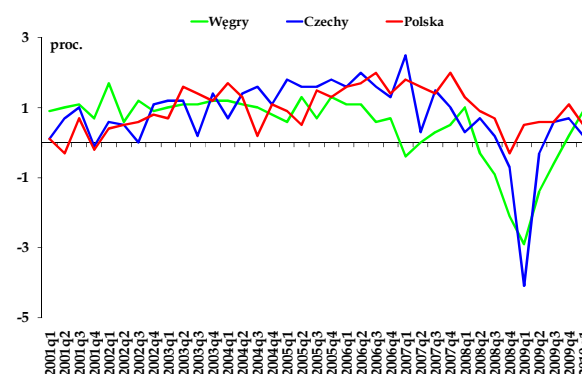
Wzrost gospodarczy w Chinach, Indiach i Brazylii (r/r).



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 1.7

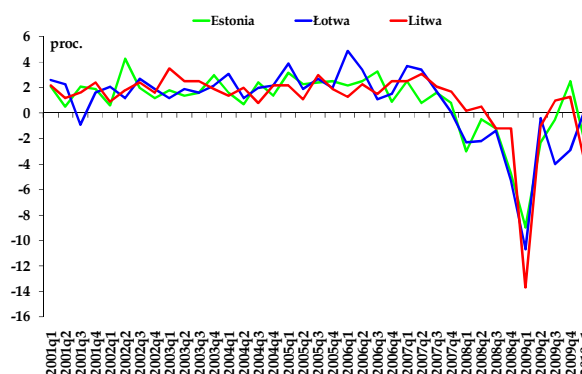
Wzrost PKB w Czechach, na Węgrzech i w Polsce (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

Wykres 1.8

Wzrost PKB w krajach bałtyckich (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

się natomiast dynamika inwestycji mieszkaniowych. Jednocześnie utrzymał się szybki wzrost konsumpcji prywatnej, a także ożywienie popytu zewnętrznego. Odzwierciedleniem wysokiej aktywności w chińskiej gospodarce był silny wzrost importu, w tym importu surowców. W sytuacji pojawiających się sygnałów narastania nierównowagi makroekonomicznej w Chinach, władze gospodarcze tego kraju kontynuowały działania mające na celu ograniczenie szybkiego wzrostu kredytu i cen aktywów, w tym przede wszystkim cen nieruchomości.

Wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro, w I kw. br. najsilniej w ujęciu kwartalnym wzrósł PKB na Węgrzech (Wykres 1.7). W analizowanym okresie utrzymał się także wzrost PKB w Czechach, choć jego skala była mniejsza niż w poprzednim kwartale. Jednocześnie w I kw. br. – po raz pierwszy od IV kw. 2007 r. – zwiększył się PKB Łotwy (w ujęciu kwartalnym). Po wzroście w IV kw. ub. r. PKB obniżył się natomiast na Litwie i w Estonii (Wykres 1.8).

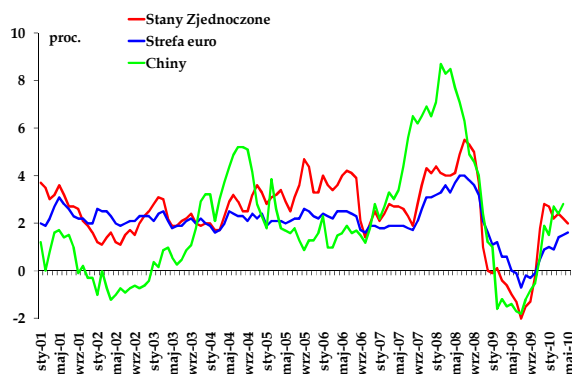
1.2. Procesy inflacyjne za granicą

Po trwającym do października ub. r. półrocznym okresie spadku ogólnego poziomu cen konsumpcyjnych w największych gospodarkach rozwiniętych, wskaźniki inflacji bieżącej w tych krajach wzrosły (Wykres 1.9). Ich wzrost był związany głównie ze wzrostem dynamiki cen energii, wywołanym obserwowanym do kwietnia br. wzrostem cen surowców na rynkach światowych. Jednocześnie wskaźniki inflacji bazowej w największych gospodarkach rozwiniętych spadły do niskich poziomów. Do spadków tych przyczyniały się nadal relatywnie słaba presja popytowa i niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w tych gospodarkach.

Także w największych gospodarkach wschodzących zwiększyły się wskaźniki inflacji. W szczególności, w Chinach po trwającym do listopada ub. r. spadku ogólnego poziomu cen konsumpcyjnych w ujęciu rocznym, ponownie pojawiła się inflacja i w maju br. przekroczyła 3%. Do wzrostu inflacji w największych gospodarkach wschodzących przyczynił się szybki wzrost popytu. Jednocześnie na wysokich poziomach kształtowała się dynamika cen żywności w tych

Wykres 1.9

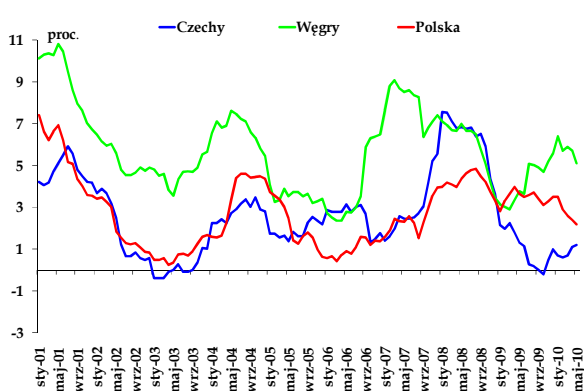
Inflacja CPI w największych gospodarkach (r/r).



Źródło: Dane OECD, Eurostatu.

Wykres 1.10

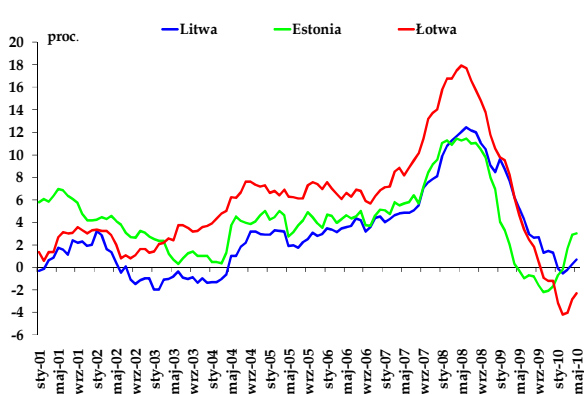
Inflacja CPI w Czechach, Polsce i na Węgrzech (r/r).



Źródło: Dane krajowych urzędów statystycznych.

Wykres 1.11

Inflacja CPI w krajach bałtyckich (r/r).



Źródło: Dane krajowych urzędów statystycznych.

krajach.

Wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej w analizowanym okresie ponownie wzrosła inflacja w Czechach, utrzymując się jednak poniżej celu inflacyjnego. Inflacja na Węgrzech kształtowała się nadal na relatywnie wysokim poziomie, pomimo spadku w ostatnich miesiącach (Wykres 1.10). W analizowanym okresie utrzymał się spadek (w ujęciu rocznym) ogólnego poziomu cen konsumpcyjnych na Łotwie. Jednocześnie na niskim poziomie kształtował się wskaźnik inflacji na Litwie. Natomiast w Estonii, w której od maja ub. r. do lutego br. obniżał się ogólny poziom cen, inflacja wzrosła w maju do 3,0% r/r. W kierunku wzrostu inflacji w krajach Europy Środkowo-Wschodniej oddziaływał wzrost cen nośników energii. Jednocześnie wskaźniki inflacji bazowej w tych gospodarkach - za wyjątkiem Węgier - nadal kształtowały się na niskim poziomie.

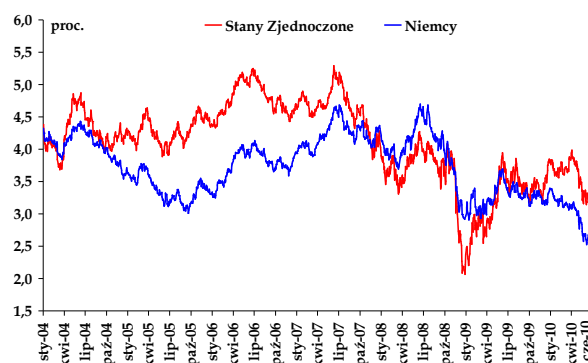
1.3. Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą

Od publikacji poprzedniego *Raportu* ponownie wzrosła niepewność na międzynarodowych rynkach finansowych. W wyniku obniżenia przez agencję ratingową Standard and Poor's pod koniec kwietnia br. ratingu obligacji greckich (poniżej statusu inwestycyjnego) oraz portugalskich i hiszpańskich² nastąpiło gwałtowne nasilenie się obaw o sytuację fiskalną w tych gospodarkach. Obawy te wywołały wyraźny wzrost awersji do ryzyka oraz wzrost rentowności i stawek CDS dla obligacji tych krajów, co odzwierciedlało spadek ich wiarygodności kredytowej (Wykres 1.13). Wyższa awersja do ryzyka doprowadziła jednocześnie do spadku rentowności uznawanych za bezpieczne obligacji Stanów Zjednoczonych i Niemiec (Wykres 1.12). Na rynku pieniężnym nastąpił wyraźny wzrost stawki LIBOR oraz wzrost spreadu LIBOR-OIS, który może świadczyć o ponownym ograniczeniu zaufania na rynku międzybankowym (Wykres 1.14).

Kryzys fiskalny w Grecji (por. Aneks 1) i nasilenie się problemów fiskalnych w niektórych in-

Wykres 1.12

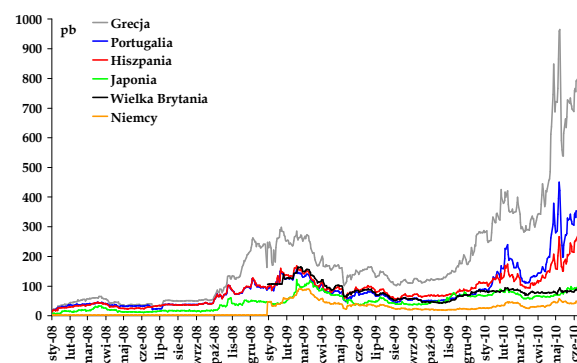
Rentowność 10-letnich obligacji w Stanach Zjednoczonych i w Niemczech.



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.13

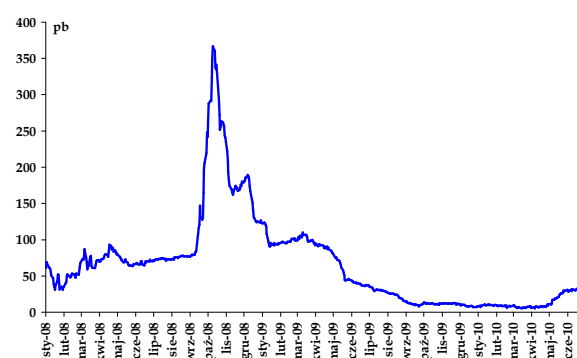
Stawki CDS w wybranych krajach rozwiniętych.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 1.14

Spread LIBOR-OIS dla dolara amerykańskiego.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

² W czerwcu br. rating obligacji greckich został obniżony poniżej statusu inwestycyjnego także przez agencję Moody's. Z kolei rating obligacji hiszpańskich został w maju br. obniżony do poziomu AA+ przez agencję Fitch.

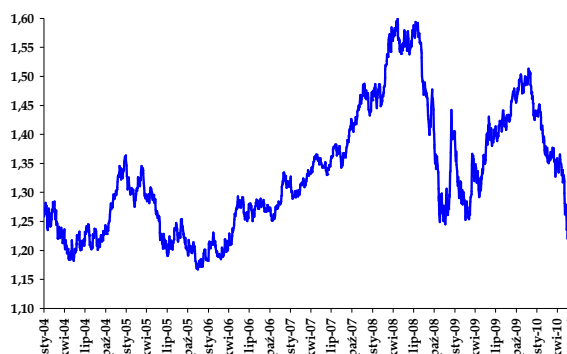
nych krajach strefy euro wywołały obawy o stabilność systemu finansowego oraz perspektywy wzrostu gospodarczego tego regionu. W efekcie kurs euro względem dolara osłabił się do poziomu najniższego od czterech lat (Wykres 1.15). Także ceny akcji na głównych światowych giełdach spadły (Wykres 1.16).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* główne banki centralne nadal prowadziły łagodną politykę pieniężną (Wykres 1.17). Fed utrzymał stopę procentową funduszy federalnych na poziomie 0,00-0,25%, Europejski Bank Centralny (EBC) na poziomie 1,00%, a Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) nie zmienił pasma dla 3-miesięcznej stopy LIBOR, które wynosi 0,00-0,75%, nadal starając się utrzymywać tę stopę na poziomie zbliżonym do 0,25%, tj. w dolnej części tego przedziału. Analitycy ankietowani przez agencję Reutera oczekują, że Fed i SNB podniosą stopy procentowe w I kw. 2011 r. do 0,50%, natomiast EBC podwyżki stóp (do 1,25%) dokona w II kw. 2011 r. Zgodnie z notowaniami rynku terminowego obecnie oczekuje się, że w horyzoncie najbliższych sześciu miesięcy stopa funduszy federalnych, główna stopa EBC oraz główna stopa SNB zostaną utrzymane na niezmienionym poziomie.

Fed zakończył wszystkie nadzwyczajne programy płynnościowe utworzone w latach 2007-2009 w celu wspierania rynków kredytowych (ostatni program wygaś 30 czerwca br.). W maju br. EBC wprowadził tzw. Securities Markets Programme, w ramach którego dokonał sterylizowanego zakupu na rynku wtórnym obligacji rządowych krajów zagrożonych kryzysem zadłużenia. EBC zapowiedział też przeprowadzenie długoterminowych operacji otwartego rynku zasilających banki w płynność w euro. Ponadto Fed wznowił w porozumieniu z EBC oraz bankami centralnymi Anglii, Japonii, Kanady i Szwajcarii swapy walutowe zasilające te banki w płynność w dolarze amerykańskim. Z kolei Bank Japonii zapowiedział wprowadzenie specjalnego programu pożyczek dla banków komercyjnych w celu przeciwdziałania deflacji i wspierania fundamentów wzrostu gospodarczego. W ramach tego programu japońskie prywatne instytucje finansowe będą mogły ubiegać się w Banku Japonii o nisko oprocentowane pożyczki pod warunkiem, że uzyskane w ten sposób środki będą następnie udzielane w

Wykres 1.15

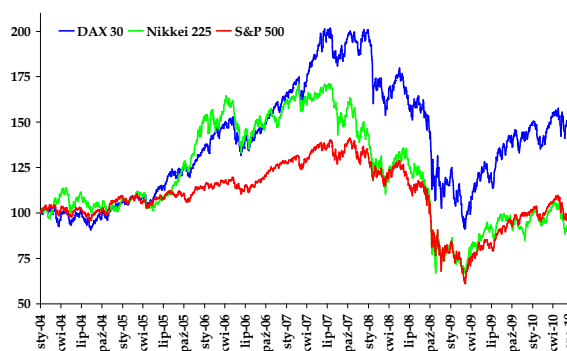
Kurs euro względem dolara (wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.16

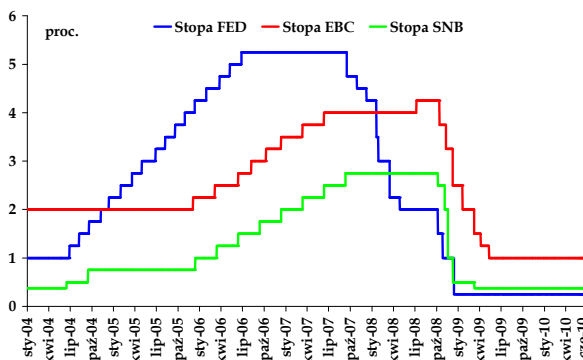
Indeksy giełdowe w Niemczech (DAX 30), Japonii (Nikkei 225) i Stanach Zjednoczonych (S&P 500), styczeń 2004 r. = 100.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 1.17

Stopa funduszy federalnych Fed, stopa refinansowa EBC i stopa procentowa SNB.



Źródło: Dane banków centralnych.

formie kredytów dla przedsiębiorstw na inwestycje. Ponadto w czerwcu br. Ludowy Bank Chin rozpoczął proces uelastyczniania kursu wymiany juana.

1.4. Światowe rynki surowców

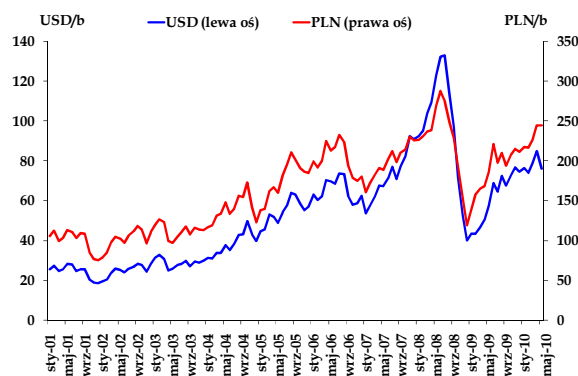
Od publikacji poprzedniego *Raportu* ceny ropy naftowej nadal rosły, zbliżając się do ok. 90 USD/b (Wykres 1.18). Wzrost cen ropy był związany z oczekiwaniami poprawy perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego. Jednak w maju br. na skutek nasilenia się zawirowań na rynkach finansowych i związanej z tym aprecjacji dolara ceny ropy obniżyły się znacząco - do ok. 75 USD/b.

Ceny węgla ustabilizowały się na poziomie ok. 107 USD/t w kwietniu i maju 2010 r. (wobec 104 USD/t w styczniu br.). Natomiast ceny gazu ziemnego, których zmiany następują z 6-9-miesięcznym opóźnieniem w stosunku do zmian cen ropy naftowej, wzrosły do ok. 283 USD/1000 m³ (wobec ok. 273 USD/1000 m³ w styczniu br.; Wykres 1.19).

Od początku 2010 r. ceny surowców rolnych na rynkach światowych znajdują się w trendzie wzrostowym. Wartość obrazującego je indeksu NBP wzrosła w okresie styczeń - maj br. o 7,1% (Wykres 1.20), pozostając jednak znacznie poniżej poziomu z IV kw. 2008 r. W kierunku wzrostu cen tych surowców oddziaływał wzrost cen energii i frachtu. Jednocześnie do ograniczenia tego wzrostu przyczyniał się wzrost podaży przy względnie stabilnym popycie na rynkach większości surowców rolnych.

Wykres 1.18

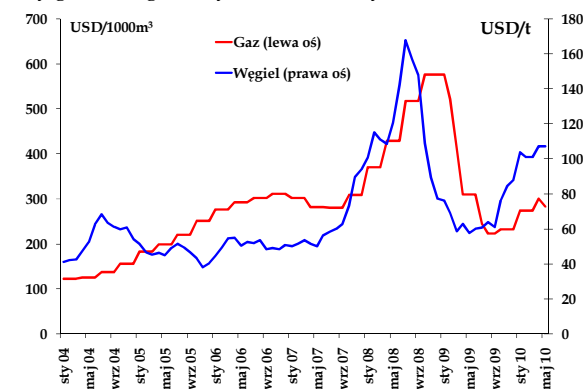
Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.



Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

Wykres 1.19

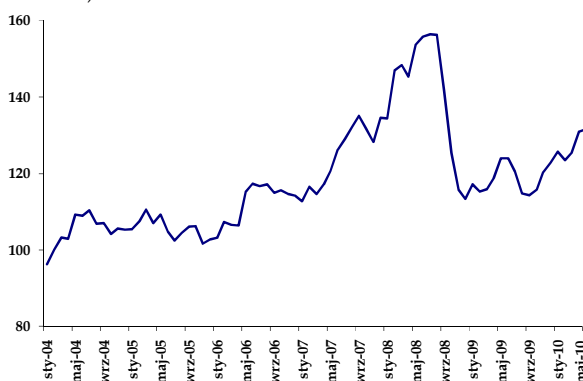
Ceny gazu i węgla na rynkach światowych.



Źródło: Dane MFW.

Wykres 1.20

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



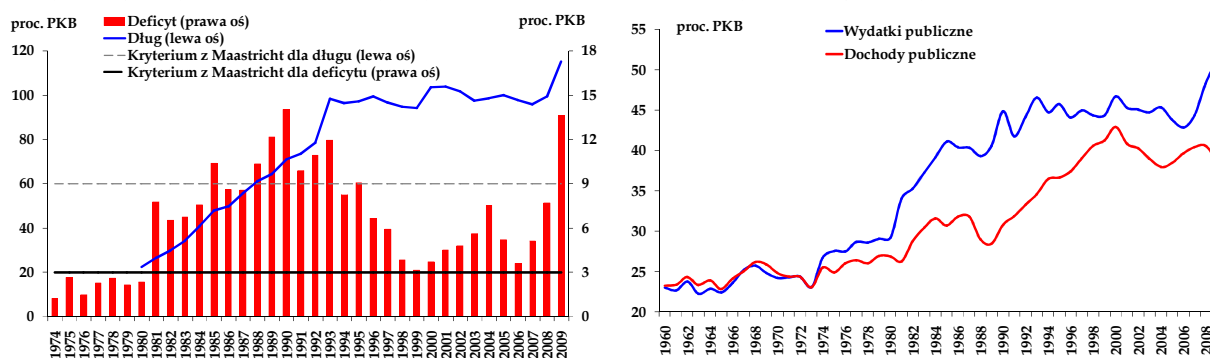
Źródło: Dane MFW, obliczenia NBP.

Aneks 1. Kryzys finansów publicznych w Grecji

Problemy greckich finansów publicznych mają swoje źródło we wczesnych latach 80. XX w. Grecja przystąpiła do Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej w 1981 r. w warunkach globalnego spowolnienia gospodarczego, będącego skutkiem szoku naftowego z 1979 r. Pod naciskiem rosnącej presji społecznej, wynikającej w dużej mierze z niekorzystnej koniunktury, oraz wobec wysokich - po zmianie reżimu politycznego - oczekiwań przyspieszenia tempa doganiania innych krajów EWG pod względem poziomu życia i zamożności³, rząd zdecydował się na prowadzenie ekspansywnej polityki fiskalnej⁴, która była kontynuowana przez całe lata 80. i początek lat 90. XX w. W tym okresie deficyt sektora finansów publicznych kształtował się na bardzo wysokim poziomie – średnio ok. 10% PKB. W efekcie dług publiczny zwiększył się z ok. 20% PKB w 1980 r. do prawie 100% PKB we wczesnych latach 90. Wskutek ekspansywnej polityki budżetowej wystąpiło zjawisko wypychania inwestycji prywatnych, co z kolei przyczyniło się do powstawania zniekształceń w alokacji zasobów w gospodarce⁵.

Wykres A.1

Deficyt i dług (lewy panel) oraz dochody i wydatki sektora finansów publicznych w Grecji (prawy panel).



Źródło: Dane AMECO, Eurostat i OECD.

Ponadto bank centralny nie był w pełni niezależny, stąd też polityka monetarna została w znacznym stopniu podporządkowana celom polityki fiskalnej rządu⁶. W konsekwencji w latach 1980-1990 bank centralny niejednokrotnie zapewniał finansowanie części deficytu budżetowego⁷, a inflacja utrzymywała się na dwucyfrowym poziomie. Niekorzystnym tendencjom w polityce gospodarczej towarzyszyły narastające słabości strukturalne w greckiej gospodarce.

W drugiej połowie lat 90., wobec perspektywy uczestnictwa w integracji walutowej Europy, grecka polityka makroekonomiczna musiała dostosować się do zewnętrznych ograniczeń w postaci kryteriów konwergencji zapisanych w traktacie z Maastricht. Dążenie do przystąpienia do Unii Gospodarczo-Walutowej dało bodziec do częściowego odwrócenia negatywnych trendów w greckiej polityce gospodarczej (Wykres A.1, lewy panel): od 1996 r. deficyt sektora finansów publicznych systematycznie się obniżał, nastąpiła również stabilizacja długu publicznego i skutecznie obniżono inflację. W 2001 r. Grecja przystąpiła do strefy euro. Warto nadmienić, że konsolidacja fiskalna w Grecji bazowała przede wszystkim na stronie dochodowej (Wykres A.1, prawy

³ W 1974 r. nastąpił upadek militarnej dyktatury. W demokratycznych wyborach wygrała partia konserwatywna (Nowa Demokracja). W wyniku powszechnego referendum zniesiono monarchię i powołano III Republikę.

⁴ W październiku 1981 r. odbyły się wybory parlamentarne. Poziom wydatków publicznych wzrósł w tym roku do 34,1% PKB (z 29,2% PKB rok wcześniej). Przy jednoczesnym spadku dochodów podatkowych w relacji do PKB deficyt sektora finansów publicznych pogłębił się w porównaniu z poprzednim rokiem o 5,5 pkt. proc. do 7,8% PKB. Mimo ekspansji fiskalnej wybory wygrała partia socjalistyczna (PASOK). Rząd socjalistyczny przez kolejną dekadę kontynuował ekspansywną politykę budżetową.

⁵ Do zniekształceń tych przyczyniła się też polityka regulacyjna, np. do połowy lat 80. banki na mocy prawa zobowiązane były kierować 56% wartości całej puli kredytowej do sektora publicznego. Ponadto do 1990 r. udział banków państwowych w rynku kredytowym wynosił 90% (por. Oltheten i in., 2003).

⁶ Por. Panagiotidis, Triampella (2005), Alogoskoufis (1995).

⁷ Zmiana przepisów z 1994 r. wprowadziła zakaz finansowania deficytu budżetowego przez bank centralny.

panel). Jak pokazują badania empiryczne, dostosowania takie są zwykle mniej trwałe⁸.

W kontekście uczestnictwa Grecji w strefie euro pojawiało się szereg wątpliwości odnośnie do rzetelności danych fiskalnych. Grecja wielokrotnie rewidowała dane przedstawiane w notyfikacjach fiskalnych w ramach procedury nadmiernego deficytu, a skala tych rewizji była znacznie wyższa niż w przypadku innych krajów. Ponadto Eurostat często zgłaszał zastrzeżenia co do jakości greckich statystyk i kilkakrotnie ich nie uznał⁹. W efekcie istotnej rewizji greckich danych fiskalnych dokonanej przez Eurostat w 2004 r. okazało się, że pozycja fiskalna Grecji przed przyjęciem wspólnej waluty była znacznie gorsza niż przedstawiano to w oficjalnych statystykach rządowych (Tabela A.1). W latach 1997-2003 faktyczny deficyt sektora finansów publicznych był średnio o ponad 2 proc. PKB wyższy niż notyfikowany wcześniej przez rząd grecki. *Ex post* okazało się, że deficyt według metodologii ESA95 nie spadł poniżej 3% PKB¹⁰.

Tabela A.1

Deficyt sektora finansów publicznych w Grecji (ESA95, %PKB) – rewizja danych z 2004 r.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Dane przed rewizją	4,0	2,5	1,8	2,0	1,4	1,4	1,7
Zrewidowane dane	6,6	4,3	3,4	4,1	3,7	3,7	4,6
Różnica	2,6	1,8	1,7	2,1	2,3	2,3	2,9

Źródło: Dane Eurostat (2004).

Po wejściu Grecji do strefy euro znacząco zmalały zewnętrzne bodźce do reform. Obecność w unii walutowej przynosiła szereg korzyści, szczególnie w postaci stabilnej waluty, niskiej inflacji i niskich stóp procentowych. Jednocześnie narastały słabości strukturalne. Rynki pracy i produktów charakteryzowały się dużym stopniem sztywności. Dynamicznie rosnące jednostkowe koszty pracy z jednej strony wpłynęły na pogorszenie konkurencyjności gospodarki, z drugiej zaś sprzyjały rozwojowi szarej strefy. Równolegle powiększał się deficyt na rachunku obrotów bieżących¹¹. Wiarygodność płynąca z uczestnictwa w strefie euro sprawiła jednak, że rynki finansowe przez długi czas nie reagowały negatywnie na politykę gospodarczą tego kraju, w tym na nadmierną ekspansję fiskalną i akumulację długu publicznego¹². Premia za ryzyko i koszty obsługi zadłużenia pozostawały na niskim poziomie. Równocześnie, mimo iż Grecja prawie nieprzerwanie była objęta procedurą nadmiernego deficytu, wypełnianie zasad ustalonych w Pakcie Stabilności i Wzrostu nie było skutecznie egzekwowane i nie doprowadziło do zmiany greckiej polityki fiskalnej.

W październiku 2009 r. nowo wybrany rząd grecki podał zaktualizowany szacunek deficytu sektora finansów publicznych (12,7% PKB), prawie dwukrotnie wyższy od wcześniejszej prognozy. W efekcie rentowności greckich obligacji oraz wycena ubezpieczenia od niewypłacalności rządu greckiego (CDS) zaczęły stopniowo rosnąć. Według notyfikacji fiskalnej z kwietnia br. deficyt sektora finansów publicznych w Grecji w 2009 r. szacowany jest na 13,6% PKB. Ponadto Eurostat zastrzegł, że jakość danych przedstawionych przez grecki rząd nadal nie była w pełni wiarygodna i stwierdził, że ostateczny wynik za 2009 r. może okazać się jeszcze gorszy (nawet o 0,5 pkt. proc. PKB) w wyniku weryfikacji przez Eurostat wydatków socjalnych za ub. r. oraz operacji finansowych mających na celu ukrycie części zadłużenia. W ślad za tą informacją nastąpiła gwałtowna reakcja rynków i silny wzrost rentowności i wyceny CDS. Agencje ratingowe po raz kolejny obniżyły rating greckich papierów wartościowych, który w efekcie osiągnął poziom BB+ (Standard and Poor's), tj. poniżej poziomu inwestycyjnego. W obliczu trudnych warunków rynkowych, których skutkiem był rosnący koszt pozyskania środków na rynku, oraz wobec wysokich potrzeb pożyczkowych brutto przypadających na maj br. (ok. 9,5 mld EUR), rząd grecki poprosił o uruchomienie pakietu pomocowego dla Grecji, który początkowo miał wynieść ok. 45 mld EUR. Negocjacje w ramach strefy euro odnośnie do szczegółów wsparcia finansowego dla Grecji przedłużały się, co potęgowało nerwowość rynków. Pod koniec kwietnia br. rentowność dziesięcioletnich obligacji greckich przekroczyła 10%, a wycena CDS zbliżyła się poziomowi 900

⁸ Por. m.in. von Hagen i in. (2001); Guichard i in. (2007); Larch, Turrini (2008).

⁹ M.in. w marcu i październiku 2002 r. oraz w marcu 2004 r.

¹⁰ Różnice w poziomie deficytu przed i po rewizji wynikały głównie z zaniżania wielkości wydatków militarnych, błędnego księgowania funduszy unijnych, zawyżonych szacunków salda funduszy ubezpieczeń społecznych i przeszacowania wpływów podatkowych (głównie z tytułu VAT).

¹¹ W latach 2002-2009 deficyt na rachunku obrotów bieżących kształtował się średnio na poziomie przekraczającym 10% PKB (Prognoza Wiosenna Komisji Europejskiej, 2010).

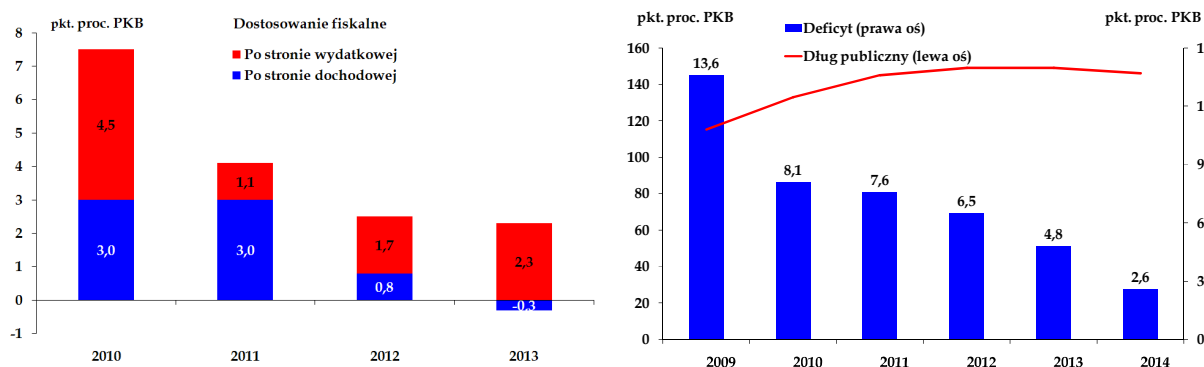
¹² Jeśli dyscyplinujące działanie rynków następuje z opóźnieniem, to ma gwałtowny przebieg.

punktów bazowych. 2 maja br. Unia Europejska i Międzynarodowy Fundusz Walutowy ogłosiły trzyletni program pomocowy, przyznający Grecji warunkowy dostęp do środków finansowych w wysokości 110 mld EUR¹³. Ta kwota pokrywa greckie potrzeby pożyczkowe do połowy 2011 r.

W ramach programu pomocowego UE i MFW rząd Grecji zobowiązał się do przeprowadzenia konsolidacji fiskalnej o łącznej wielkości 11 proc. PKB w ciągu 4 lat (ponad pakiet działań dostosowawczych przyjętych przez rząd w pierwszych miesiącach 2010 r., o łącznej wartości ok. 5 proc. PKB)¹⁴ i obniżenia deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB do 2014 r. (Wykres A.2). Po stronie dochodowej działania dostosowawcze obejmują podwyżki stawek VAT i akcyzy oraz poszerzenie bazy podatkowej VAT, PIT i CIT. Dostosowania po stronie wydatkowej zakładają m.in. likwidację dodatków okolicznościowych i premii (m.in. trzynasta i czternasta pensja oraz emerytura)¹⁵, zamrożenie wysokości świadczeń emerytalnych, obniżenie najwyższych emerytur, zmniejszenie zatrudnienia w sektorze publicznym (zakaz tworzenia nowych etatów), a także redukcję wydatków inwestycyjnych oraz subsydiów dla przedsiębiorstw publicznych. Dodatkowo podjęto działania na rzecz usprawnienia administracji podatkowej w celu zwiększenia ściągальności podatków oraz kroki mające na celu polepszenie procedury budżetowej i kontroli nad wydatkami. Program dostosowawczy zawiera też wytyczne dotyczące reform strukturalnych, których celem ma być poprawa konkurencyjności greckiej gospodarki oraz reorientacja w kierunku modelu wzrostu w większym stopniu opierającym się na inwestycjach i eksporcie niż w przeszłości.

Wykres A.2

Planowane dostosowanie fiskalne w Grecji (lewy panel) oraz dług i deficyt sektora finansów publicznych w Grecji w latach 2009-2014 (prawy panel).



Źródło: MFW (2010), Rząd Grecji (2010 a), Rząd Grecji (2010 b).

Pakiet finansowy UE i MFW dla Grecji oraz ogłoszone przez grecki rząd działania dostosowawcze nie uspokoiły jednak rynków finansowych. 6 maja br. rentowności greckich papierów skarbowych¹⁶ oraz wycena CDS dla długu publicznego tego kraju wzrosły do rekordowych poziomów. Znaczące przyrosty odnotowały również rentowności obligacji innych krajów peryferyjnych strefy euro (Wykres A.3, prawy panel), co sygnalizowało zwiększone ryzyko rozprzestrzenienia się kryzysu na pozostałe państwa borykające się z problemami finansów publicznych. W obliczu takiego zagrożenia Rada ECOFIN i Międzynarodowy Fundusz Walutowy wystąpiły wspólnie z projektem bezprecedensowego mechanizmu wsparcia finansowego. 10 maja br. instytucje te zapowiedziały utworzenie europejskiego mechanizmu stabilizacyjnego dla państw strefy euro o wartości 750 mld EUR, z czego 500 mld EUR miałyby zapewnić kraje tej strefy, a pozostałe środki MFW¹⁷. Kwota ta

¹³ 80 mld EUR przekażą Grecji kraje strefy euro w postaci bilateralnych pożyczek, a 30 mld EUR zapewni Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

¹⁴ Łącznie wielkość działań dostosowawczych w latach 2010-2013 wyniesie ok. 16 pkt. proc. PKB.

¹⁵ Program dostosowawczy jest skonstruowany w taki sposób, aby zabezpieczyć najbardziej potrzebujących: emeryci o najniższych świadczeniach, jak również pracownicy sektora publicznego o najniższych zarobkach otrzymają jednorazowe świadczenie (1000 EUR) po części rekompensując ubytek dochodów wynikający ze zniesienia dodatków okolicznościowych (m.in. trzynasta i czternasta pensja/emerytura).

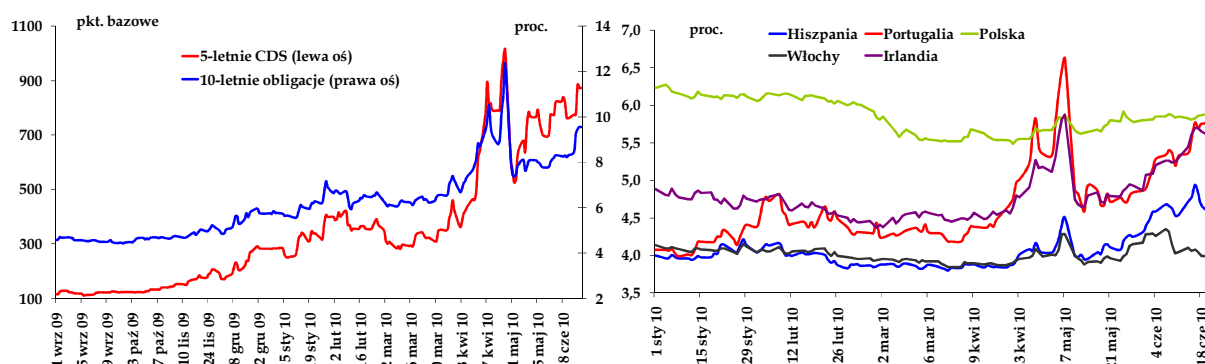
¹⁶ Rentowność dziesięcioletnich greckich obligacji skarbowych przekroczyła 12%, a rentowność papierów dwuletnich zbliżyła się do 20%, przewyższając tym samym poziom rentowności analogicznych aktywów finansowych takich krajów jak np. Argentyna czy Wenezuela.

¹⁷ Europejski mechanizm stabilizacyjny składa się z dwóch komponentów: unijnego instrumentu stabilizacji finansowej (60 mld EUR), zabezpieczonego budżetem Unii Europejskiej, oraz pożyczek gwarantowanych przez państwa strefy euro (440 mld EUR),

pokrywa potrzeby pożyczkowe Hiszpanii, Portugalii, Irlandii i Grecji w perspektywie najbliższych 3 lat. Udzielenie pomocy w ramach europejskiego mechanizmu stabilizacyjnego ma być obwarowane rygorystycznymi warunkami dotyczącymi przyszłej polityki gospodarczej danego kraju, wypracowanymi przez instytucje europejskie i MFW. Dodatkowo Europejski Bank Centralny dokonał zakupu na rynku wtórnym obligacji rządowych krajów zagrożonych kryzysem zadłużenia, zapewniając jednocześnie o równoległej sterylizacji takich operacji. Skala i zakres zaprezentowanych działań wyraźnie zmniejszyły niepewność inwestorów, co znalazło odzwierciedlenie w skokowym spadku rentowności obligacji i stawek CDS (w przypadku Grecji wycena CDS i rentowności obligacji dziesięcioletnich spadły w ciągu jednego dnia o ok. 400 punktów bazowych; Wykres A.3, lewy panel).

Wykres A.3

Rentowność obligacji i wycena CDS w Grecji (lewy panel) oraz rentowność 10-letnich obligacji wybranych krajów strefy euro (prawy panel).



Źródło: Dane EcoWin.

Kryzys długu publicznego w Grecji i związane z nim unaocznienie znaczących różnic w sytuacji fiskalnej krajów strefy euro nasiliły dywergencję długoterminowych stóp procentowych poszczególnych krajów tej strefy. Różnice te nie były do tej pory w dostateczny sposób uwzględniane przez rynki finansowe, co zmniejszało koszty obsługi zadłużenia krajów o istotnej nierównowadze fiskalnej, a tym samym ich motywację do prowadzenia zdyscyplinowanej polityki fiskalnej. Dotychczasowe ramy fiskalne Unii Europejskiej, przede wszystkim Pakt Stabilności i Wzrostu, okazały się niewystarczające w dyscyplinowaniu państw członkowskich w zakresie krajowej polityki fiskalnej. Nieskuteczność mechanizmu egzekwowania zobowiązań zapisanych w Programach Stabilności i Konwergencji skutkowałą naruszaniem zasad Paktu. Ponadto okazało się, że oprócz nadzoru nad polityką fiskalną państw UE potrzebne są dodatkowe mechanizmy stabilizacyjne, szczególnie w ramach strefy euro. Kraje takie jak Hiszpania i Irlandia, mimo generowania nadwyżek sektora finansów publicznych przed 2007 r.¹⁸, w wyniku kryzysu znalazły się w bardzo trudnej sytuacji fiskalnej. W odpowiedzi na te wyzwania Rada Europejska powołała w marcu br. specjalny zespół zadaniowy (*task force*) ds. reformy zarządzania gospodarczego w UE pod zwierzchnictwem Przewodniczącego Rady Europejskiej, Hermana Van Rompuy'a. W skład tego zespołu wchodzi przedstawiciele państw członkowskich (głównie ministrowie finansów), Komisji Europejskiej i EBC. Prace grupy będą się koncentrować wokół czterech obszarów: i) zwiększenia dyscypliny fiskalnej w UE poprzez wzmocnienie ramienia prewencyjnego i korekcyjnego Paktu Stabilności i Wzrostu, ii) redukcji nierównowag w ramach strefy euro, iii) wzmocnienia współpracy i koordynacji międzyinstytucjonalnej w Unii Europejskiej, iv) stworzenia mechanizmu rozwiązywania przyszłych kryzysów. Raport końcowy z rekomendacjami specjalnej grupy zadaniowej ma zostać ukończony przed posiedzeniem Rady Europejskiej zaplanowanym na październik br.

Bibliografia:

- Alogoskoufis, G. (1995), The Two Faces of Janus: Institutions, Policy Regimes and Macroeconomic Performance in Greece, *Economic Policy*, nr 15.
- Eurostat (2004), Report by Eurostat on the Revision of the Greek Government Deficit and Debt Figures, 22.11.2004.
- Guichard S., Kennedy M., Wurzel E., André C. (2007), What promotes fiscal consolidation: OECD country experiences, *OECD Eco-*

udzielanych ze środków pozyskiwanych na rynkach finansowych przez specjalny podmiot emisyjny (SPV, special purpose vehicle) poprzez emisję własnych papierów dłużnych.

¹⁸ Hiszpania w latach 2005-2007, Irlandia w latach 2003-2007.

nomics Department WP no. 553.

Larch M., Turrini A. (2008), Received Wisdom and Beyond: Lessons from Fiscal Consolidations in the EU, European Economy Economic Papers 320.

MFW (2010), Greece: Request for a Stand-By Agreement, IMF Country Report No. 10/111.

Oltheten E., Pinteris G., Sougiannis T. (2003), Greece in the European Union: Policy Lessons from Two Decades of Membership, The Quarterly Review of Economics and Finance, nr 43.

Panagiotidis T., Triampella A. (2005), Central Bank Independence and Inflation: the Case of Greece, Loughborough University Discussion Paper Series, nr 7.

Rząd Grecji (2010 a), Program Stabilności i Wzrostu – Aktualizacja 2009, styczeń 2010 r.

Rząd Grecji (2010 b), Newsletter Greckiego Programu Stabilności i Wzrostu, 9 marca 2010 r.

von Hagen J., Hallett A. H., Strauch R. (2001), Budgetary Consolidation in EMU, European Economy Economic Papers 148.

Rozdział 2

Gospodarka krajowa

2.1. Procesy inflacyjne

2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

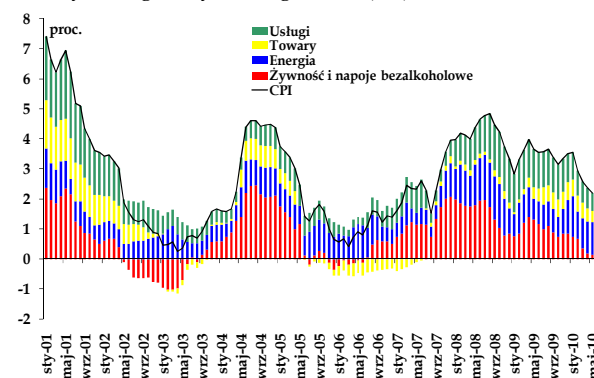
Roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce w okresie styczeń - maj 2010 r. stopniowo obniżało się z 3,5%, tj. poziomu górnej granicy odchylen od celu inflacyjnego NBP, do 2,2%, tj. poniżej celu, który wynosi 2,5% (Wykres 2.1). Spadek rocznej dynamiki cen w okresie styczeń - maj 2010 r. odnotowano we wszystkich głównych grupach towarów i usług konsumpcyjnych.

Obniżaniu się inflacji w analizowanym okresie sprzyjała utrzymująca się do początku kwietnia aprecjacja kursu złotego, niska presja popytowa oraz obniżająca się dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. Przyczyniły się do niego również ujemne efekty bazy wynikające ze znacznego wzrostu w analogicznym okresie 2009 r. cen żywności i napojów bezalkoholowych¹⁹ oraz cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania (głównie wywozu nieczyistości), a także z przeprowadzonych w 2009 r. podwyżek stawek akcyzy na wyroby alkoholowe oraz większych niż w br. podwyżek cen nośników energii (elektrycznej i ciepłej).

Natomiast do ograniczenia skali spadku inflacji w badanym okresie przyczynił się wzrost cen wyrobów tytoniowych (efekt podwyżek stawek akcyzy zarówno w 2009 r., jak i w br.), a także

Wykres 2.1

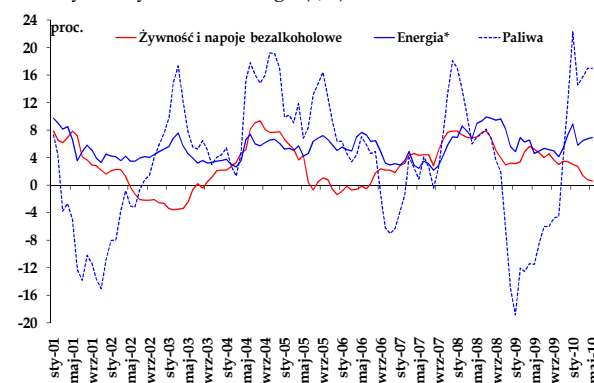
Zmiany CPI i głównych kategorii cen (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.2

Zmiany cen żywności i energii (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

¹⁹ Spadek dynamiki cen żywności w okresie styczeń - maj br. wynikał także z korzystnej sytuacji podażowej na krajowym rynku surowców rolnych.

istotny wzrost cen paliw (związany ze wzrostem cen ropy na rynkach światowych).

2.1.2. Inflacja bazowa

W okresie styczeń - maj 2010 r. obniżały się wszystkie miary inflacji bazowej (Wykres 2.4). Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii spadł z 2,4% r/r w styczniu do 1,6% r/r w maju br. Na spadek ten wpłynęło przede wszystkim oddziaływanie ujemnych efektów bazy dotyczących cen napojów alkoholowych i usług związanych z użytkowaniem mieszkania, a także ograniczona presja popytowa (na co wskazuje m.in. spadek dynamiki cen w grupie *restauracje i hotele*) oraz wcześniejsza aprecjacja złotego (a w konsekwencji niższa dynamika cen towarów importowanych - głównie samochodów osobowych oraz sprzętu audiowizualnego, fotograficznego i informatycznego).

2.1.3. Kryterium stabilności cen z Maastricht

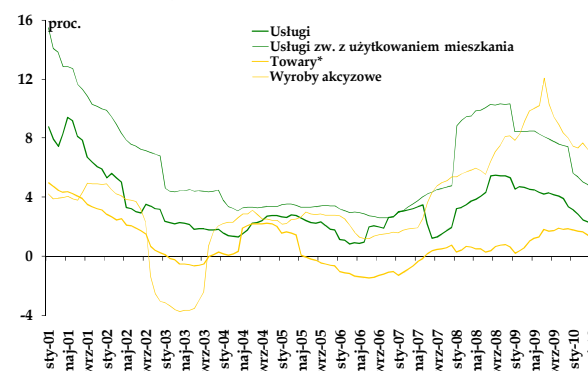
W okresie styczeń - maj 2010 r. dwunastomiesięczna średnia inflacja HICP w Polsce, brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium stabilności cen z Maastricht, obniżyła się z 4,0% do 3,6%. W tym samym okresie według szacunków NBP wartość referencyjna dla kryterium inflacyjnego wahała się między 0,8% a 1,0%²⁰ (Wykres 2.5). W rezultacie różnica między dwunastomiesięczną średnią inflacją HICP w Polsce a wartością referencyjną w okresie styczeń - maj 2010 r. zmniejszyła się z ok. 3,0 pkt. proc. do ok. 2,8 pkt. proc. (por. Aneks 2).

2.1.4. Ceny produkcji sprzedanej

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) obniżyły się w I kw. 2010 r. o 1,5% r/r (po wzroście o 2,0% r/r w IV kw. 2009 r.), co wynikało

Wykres 2.3

Zmiany cen usług i towarów (r/r).

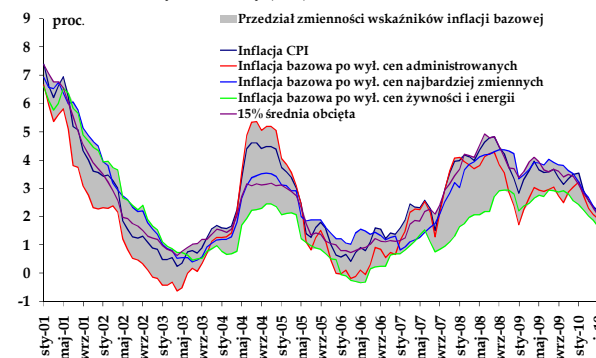


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

*Kategoria *towary* nie obejmuje żywności i napojów bezalkoholowych oraz energii.

Wykres 2.4

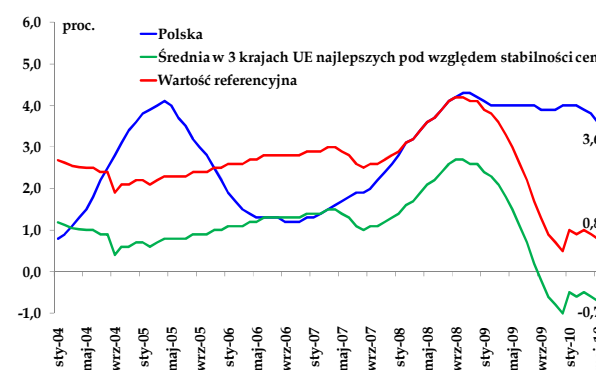
Wskaźniki inflacji bazowej (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.5

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



Źródło: Dane Eurostat, szacunki i obliczenia NBP.

²⁰ Szacunki te są oparte na założeniu, że w maju 2010 r. do grupy referencyjnej dla kryterium stabilności cen weszły następujące kraje: Łotwa, Portugalia i Estonia, w których dwunastomiesięczna średnia inflacja HICP wyniosła odpowiednio -1,2%, -0,5% i -0,4%. Formalnej oceny, czy dany kraj spełnia kryterium stabilności cen, dokonują Komisja Europejska i Europejski Bank Centralny w *Raportach o konwergencji*. W *Raportach* z maja 2010 r. po raz pierwszy instytucje te uznały kraje o ujemnej dwunastomiesięcznej średniej inflacji HICP za kraje o najbardziej stabilnym poziomie cen, co doprowadziło do istotnych zmian wcześniejszych szacunków NBP dotyczących wartości referencyjnej.

głównie z aprecjacji złotego w tym okresie²¹. Złożyło się na to pogłębienie spadku (w takim ujęciu) cen w *przetwórstwie przemysłowym* oraz obniżenie dynamiki cen w pozostałych sekcjach przemysłu (Wykres 2.6). W kwietniu br. skala spadku PPI zmniejszyła się do 0,4% r/r, a w maju br. odnotowano wzrost PPI o 1,5% r/r. Był to efekt przede wszystkim wyhamowania spadku cen w ujęciu rocznym w *przetwórstwie przemysłowym* (a w maju - ich nieznacznego wzrostu), a także szybkiego wzrostu cen w pozostałych sekcjach przemysłu²². Kształtowanie się wskaźnika PPI w ujęciu rocznym w tym okresie odzwierciedlało głównie zmiany kursu złotego, a także wzrost (w ujęciu rocznym) cen surowców, takich jak ropa naftowa i węgiel, na rynkach światowych.

Dynamika cen producenta na rynku krajowym w I kw. 2010 r. obniżyła się do 0,6% r/r z 2,1% r/r w IV kw. ub. r. Jednocześnie odnotowano spadek cen producenta dla dóbr eksportowanych, co było związane z aprecjacją złotego w tym okresie (Wykres 2.6). Dane za kwiecień i szacunki za maj br. wskazują jednak na ponowne przyspieszenie wzrostu cen producenta na rynku krajowym - odpowiednio do 1,7% r/r i 3,0% r/r.

2.1.5. Ceny importu

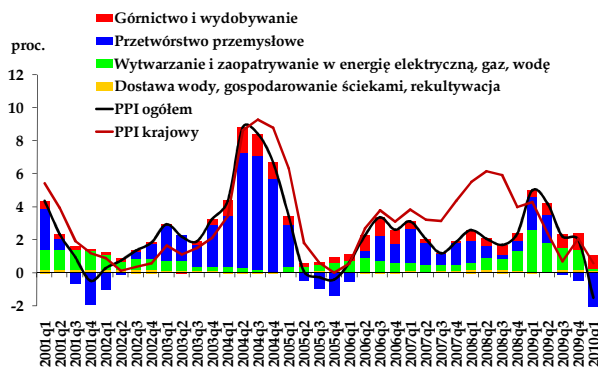
W IV kw. ub. r. roczna dynamika cen importu wyrażonych w złotych obniżyła się do 2,5% (z 8,2% w poprzednim kwartale), a w I kw. br. ceny importu spadły o 4,7% r/r. Do zmian tych przyczyniła się aprecjacja złotego obserwowana do końca I kw. br. Czynnikiem ograniczającym spadek dynamiki cen importu w tym okresie był wzrost cen surowców na rynkach światowych, w tym przede wszystkim ropy naftowej (Wykres 2.7).

2.1.6. Oczekiwania inflacyjne

Prognozy inflacji analityków bankowych w horyzoncie roku pozostają od początku 2009 r.

Wykres 2.6

Struktura rocznej dynamiki PPI ogółem* według sekcji przemysłu oraz PPI krajowy.

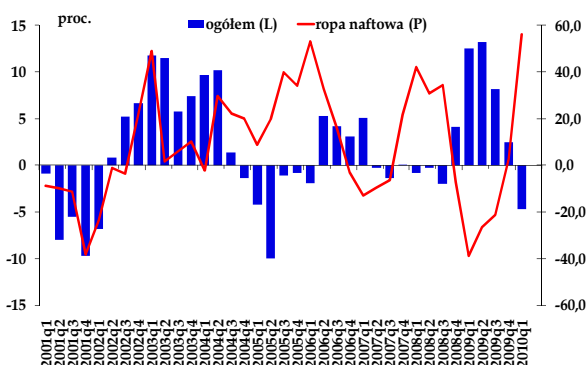


Źródło: Dane GUS.

*Wskaźnik cen producenta ogółem obejmuje ceny produkcji sprzedawanej na rynku krajowym oraz eksportowanej.

Wykres 2.7

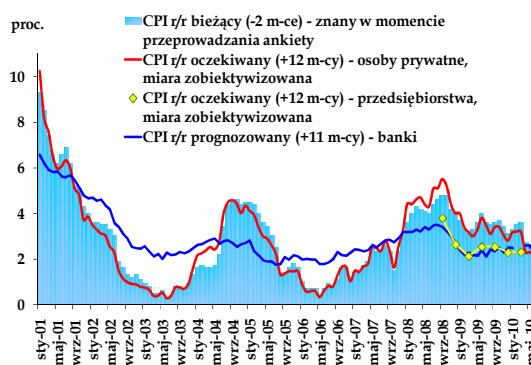
Zmiany cen importu ogółem wyrażonych w złotych.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.8

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i przedsiębiorstw oraz prognozy inflacyjne analityków bankowych.



Źródło: Dane Ipsos, Reuters, GUS, NBP.

²² W sekcji *wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych* przyspieszenie wzrostu cen odnotowano tylko w kwietniu br. - do 7,2% r/r (wobec 6,3% r/r w marcu br.); w maju br. ceny wzrosły o 7,0% r/r

względnie stabilne, kształtując się na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego NBP. Według prognozy analityków bankowych z czerwca br. zarówno roczny wskaźnik inflacji w grudniu br., jak i inflacja średnioroczna w 2010 r. wyniosą 2,4%.

Oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw w horyzoncie 12 miesięcy (miara zobiektywizowana) są od początku 2009 r. również stosunkowo stabilne i mieszczą się w przedziale zbliżonym do celu inflacyjnego, tj. 2,1%-2,5%. W I kw. 2010 r. oczekiwana przez przedsiębiorców inflacja nie zmieniła się w porównaniu z IV kw. 2009 r. i wyniosła 2,3% (Wykres 2.8).

Z kolei zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych kształtuje się na poziomach zbliżonych do inflacji z okresu badania, co wynika z adaptacyjnego charakteru tych oczekiwań. Do czerwca br. w badaniach ankietowych osób prywatnych struktura odpowiedzi na pytanie o przyszłe kształtowanie się cen nie zmieniała się istotnie²³.

2.2. Popyt i produkcja

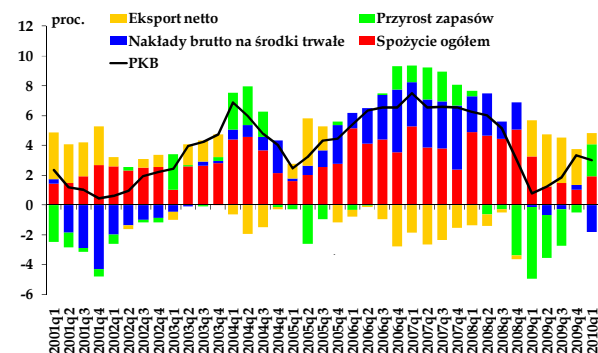
W I kw. 2010 r. PKB w ujęciu realnym wzrósł według wstępnego szacunku GUS o 3,0% r/r, wobec 3,3% r/r w IV kw. 2009 r. (Wykres 2.9). Popyt krajowy w I kw. 2010 r. zwiększył się o 2,2% r/r wobec wzrostu o 0,9% r/r w IV kw. 2009 r.

W porównaniu z kwartałem poprzednim wzrosła dynamika spożycia indywidualnego. Nadal utrzymuje się jednak poniżej wieloletniej średniej. W I kw. br. przyspieszyło również tempo wzrostu spożycia publicznego.

Istotnie spadło natomiast tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe. W IV kw. 2009 r. było ono dodatnie, a w I kw. 2010 r. ukształtowało się wyraźnie poniżej zera. Spadek inwestycji w I kw. 2010 r. wynikał częściowo z niekorzystnych warunków pogodowych w pierwszych miesiącach br. Jednocześnie w I kw. 2010 r. przedsiębiorstwa zaczęły odbudo-

Wykres 2.9

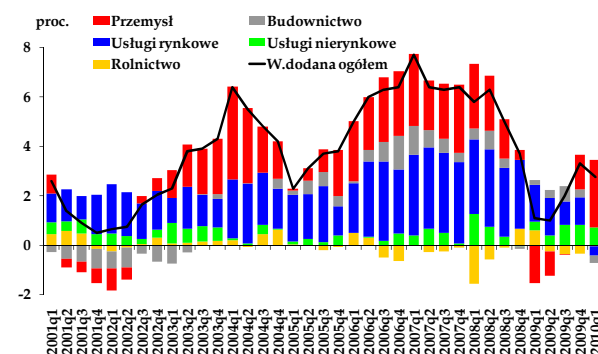
Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.10

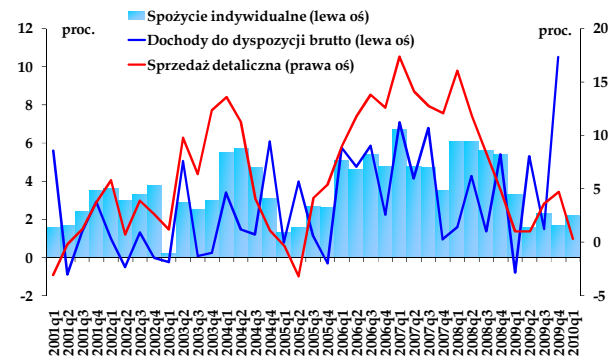
Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.11

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



Źródło: Dane GUS.

²³ W czerwcu br. nastąpiło pogorszenie tej struktury, co najprawdopodobniej miało związek z powodzią, która przeszła przez Polskę w drugiej połowie maja i na początku czerwca br. Podobne pogorszenie opinii respondentów odnośnie do przyszłej inflacji miało miejsce po powodzi w lipcu 1997 r., jednak już w kolejnym miesiącu struktura ich odpowiedzi wyraźnie się poprawiła, a w październiku wróciła do stanu sprzed powodzi.

wywać poziom zapasów, co znalazło odzwierciedlenie w dodatnim (po raz pierwszy od I kw. 2008 r.) i znaczącym (większym niż pozostałych składowych PKB) wkładzie tej kategorii do wzrostu PKB.

Wraz ze stopniową poprawą koniunktury gospodarczej za granicą, w IV kw. 2009 r. i w I kw. 2010 r. znacząco zwiększyło się roczne tempo wzrostu eksportu, osiągając wartości dodatnie po raz pierwszy od III kw. 2008 r. Nastąpiła jednocześnie odbudowa popytu importowego, której sprzyjało ożywienie w eksporcie i wzrost popytu krajowego, a w I kw. br. także aprecjacja złotego. W rezultacie tej odbudowy stopniowo zmniejszał się dodatni wkład eksportu netto do wzrostu PKB.

W I kw. 2010 r. największy udział w tworzeniu wartości dodanej brutto miał przemysł. Dodatknią kontrybucję do wzrostu wartości dodanej brutto miał również sektor usług nierynkowych. Natomiast wkłady sektora usług rynkowych i budownictwa obniżyły się w I kw. br. poniżej zera, co mogło być związane w znacznym stopniu z czynnikami pogodowymi (Wykres 2.10).

2.2.1. Popyt konsumpcyjny

Dostępne dane wskazują, że wzrost popytu konsumpcyjnego zarówno w IV kw. 2009 r., jak i w I kw. 2010 r. utrzymywał się na relatywnie niskim poziomie, tj. poniżej wieloletniej średniej. Według wstępnego szacunku GUS w I kw. 2010 r. dynamika spożycia indywidualnego wyniosła 2,2% r/r (wobec 1,7% r/r w IV kw. 2009 r.; Wykres 2.11). Wzrost dynamiki spożycia indywidualnego w I kw. br. w stosunku do IV kw. ub. r. nastąpił pomimo osłabienia tempa wzrostu dochodów z pracy najemnej w tym okresie oraz dalszego ograniczenia wzrostu kredytów konsumpcyjnych. Negatywny wpływ na dynamikę spożycia indywidualnego miały też niekorzystne warunki pogodowe, które przyczyniły się do silnego spadku dynamiki sprzedaży detalicznej. Spadek ten sugeruje, że wzrost dynamiki spożycia indywidualnego był wynikiem wyraźnego przyspieszenia wydatków na usługi.

Według danych GUS w IV kw. 2009 r. silnie

Wykres 2.12

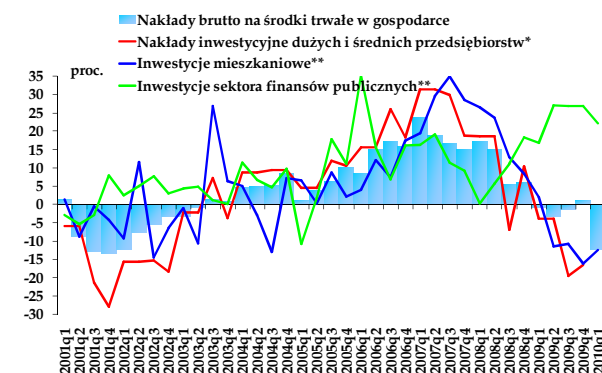
Wskaźniki ufności konsumenckiej.



Źródło: Dane GUS, NBP.

Wykres 2.13

Inwestycje w gospodarce (r/r).



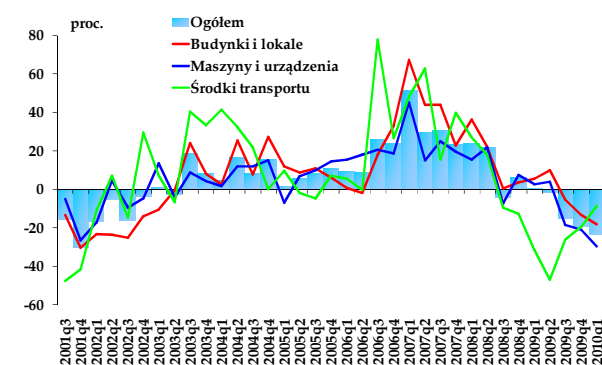
Źródło: Dane GUS i Ministerstwa Finansów, szacunki NBP.

* 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.

Wykres 2.14

Nakłady brutto na środki trwałe w sektorze przedsiębiorstw (w ujęciu nominalnym, r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

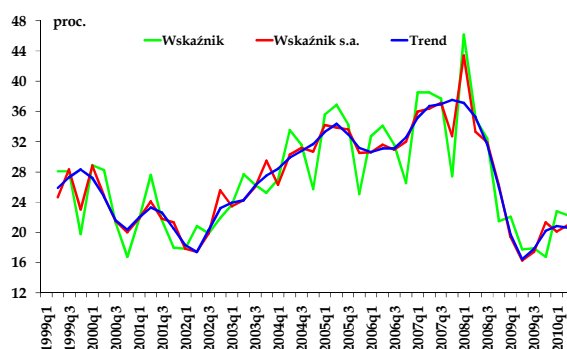
wzrosła dynamika dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (Wykres 2.11). Przyspieszenie dynamiki dochodów nastąpiło pomimo umiarkowanego tempa wzrostu szacowanych dochodów z pracy najemnej (na co złożyły się niski wzrost realnego przeciętnego wynagrodzenia - o 1,4% r/r - i liczby zatrudnionych w gospodarce narodowej - o 0,3% r/r) i świadczeń społecznych w tym okresie²⁴. Najsilniejszy wpływ na kształtowanie się dochodów miał prawdopodobnie wzrost dynamiki nadwyżki operacyjnej brutto prywatnych przedsiębiorców oraz dochodów z własności. Wyraźnemu wzrostowi dochodów do dyspozycji towarzyszył istotnie niższy niż w poprzednim kwartale przyrost kredytu konsumpcyjnego (por. rozdział 2.5.1) oraz silny wzrost stopy oszczędności.

W I kw. 2010 r. tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce w ujęciu realnym obniżyło się do 1,1% r/r, co przy spadku liczby zatrudnionych o 0,4% r/r przyczyniło się do obniżenia dynamiki dochodów z pracy najemnej. Na podstawie dostępnych danych można szacować, że dynamika świadczeń społecznych ogółem była również niższa od notowanej w IV kw. 2009 r. Powyższe czynniki powinny oddziaływać w kierunku spadku dynamiki dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w I kw. 2010 r. Jednocześnie dalszemu ograniczeniu uległ przyrost zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytu konsumpcyjnego.

Sprzedaż detaliczna w ujęciu realnym po wzroście o 4,7% r/r w IV kw. ub. r., w I kw. 2010 r. zwiększyła się jedynie o 0,3% r/r, a w kwietniu obniżyła się o 4,0% r/r. Osłabienie dynamiki sprzedaży detalicznej, które nastąpiło mimo dalszej poprawy wskaźników ufności konsumentów²⁵ (Wykres 2.12), było prawdopodobnie w dużym stopniu związane z niekorzystnymi warunkami pogodowymi w pierwszych miesiącach roku i żałobą narodową w kwietniu br. Na takie źródło osłabienia dynamiki sprzedaży detalicznej wskazywałby ponowny jej wzrost w maju (o 2,0% r/r).

Wykres 2.15

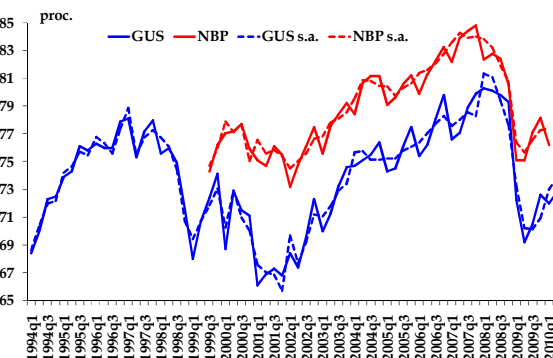
Wskaźnik nowych inwestycji (odsetek przedsiębiorstw planujących rozpocząć nowe inwestycje w perspektywie kwartału).



Źródło: Badania koniunktury NBP.

Wykres 2.16

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. Różnica może również wynikać z faktu nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP, podczas gdy próba GUS jest reprezentatywna co do wielkości przedsiębiorstw.

Tabela 2.1

Wybrane wskaźniki efektywności w sektorze przedsiębiorstw.

proc.	2005	2006	2007	2008	2009	2009				2010
						q1	q2	q3	q4	q1
Wskaźnik rentowności sprzedaży	5,3	5,5	5,6	5,0	5,0	5,1	5,2	5,0	4,9	4,8
Wskaźnik rentowności obrotu netto	3,9	4,7	5,0	3,3	4,1	2,2	5,8	4,7	3,6	4,0
Wskaźnik poziomu kosztów	95,1	94,3	93,9	95,8	95,0	97,1	93,3	94,3	95,5	95,0
dane na koniec okresu										
Wskaźnik płynności I stopnia	30,3	34,9	33,7	33,6	38,5	31,9	33,4	34,9	38,5	38,7

Źródło: Dane GUS.

²⁴ Przyspieszeniu rocznego tempa wzrostu dochodów nadal sprzyjały także niższe niż przed rokiem podatki i składki na ubezpieczenie społeczne, co było związane z obniżką stawek podatku dochodowego od 2009 r.

²⁵ Poprawa bieżącego wskaźnika ufności konsumentów wynikała m.in. z lepszej oceny dotyczącej dokonywania większych zakupów. Z kolei poprawa oczekiwań dotyczących najbliższych 12 miesięcy była związana przede wszystkim z lepszą oceną możliwości oszczędzania w nadchodzącym roku oraz z wyraźnym spadkiem obaw przed bezrobociem.

2.2.2. Popyt inwestycyjny

W I kw. 2010 r. w gospodarce polskiej odnotowano głęboki spadek inwestycji, do czego przyczyniły się niekorzystne warunki pogodowe w pierwszych miesiącach roku. Według danych GUS inwestycje zmniejszyły się o 12,4% r/r (wobec wzrostu o 1,1% r/r w IV kw. 2009 r.; Wykres 2.13).

Szacunki za I kw. 2010 r. wskazują na utrzymanie się spadku inwestycji mieszkaniowych i wzrostu inwestycji publicznych (Wykres 2.13).

W I kw. 2010 r. nadal obniżały się nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw (w ujęciu nominalnym) we wszystkich podstawowych kategoriach (Wykres 2.14). Głębszy niż w poprzednich dwóch kwartałach spadek odnotowano w grupach wydatków na maszyny i urządzenia (o 29,7% r/r) oraz budynki i lokale (o 18,3% r/r). W najmniejszym stopniu obniżyły się nakłady na środki transportu (o 8,5% r/r), co było częściowo związane z niską bazą z 2009 r.

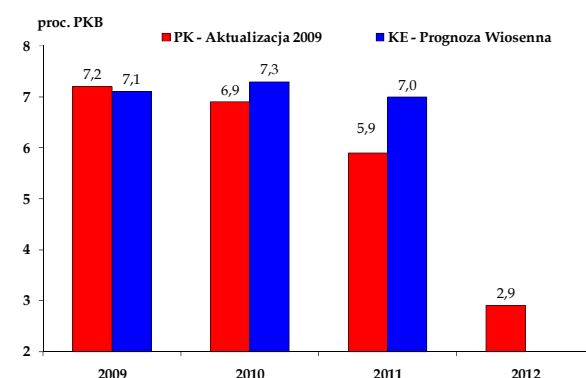
Wyniki badań koniunktury NBP²⁶ wskazują, że mimo dalszej poprawy sytuacji ekonomicznej skłonność przedsiębiorstw do realizowania nowych projektów inwestycyjnych była w I kw. 2010 r. wciąż niewielka. Wskaźnik nowych inwestycji utrzymuje się na niskim poziomie (Wykres 2.15), zwłaszcza w sektorze prywatnym. Rozpoczęte inwestycje będą jednak w zdecydowanej większości kontynuowane, na co wskazuje bardzo wysoki poziom wskaźnika kontynuacji inwestycji.

Do podejmowania inwestycji zniechęca przedsiębiorstwa nadal niski, choć nieco wyższy niż w poprzednim kwartale, stopień wykorzystania mocy produkcyjnych (Wykres 2.16) oraz niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce. Z kolei dobra sytuacja finansowa, w tym płynnościowa przedsiębiorstw oraz łagodzenie polityki kredytowej banków sprzyjają wzrostowi ich inwestycji.

W I kw. 2010 r. wzrost kosztów surowców i materiałów spowodował obniżenie się wskaźnika

Wykres 2.17

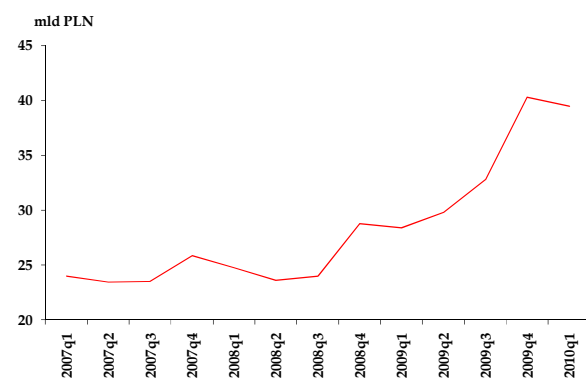
Deficyt sektora finansów publicznych wg ESA95.



Źródło: Dane Ministerstwa Finansów i Komisji Europejskiej.

Wykres 2.18

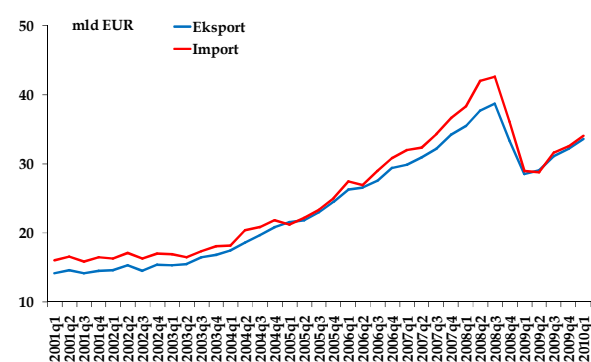
Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego.



Źródło: Dane Ministerstwa Finansów.

Wykres 2.19

Wartość polskiego eksportu i importu.



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

²⁶ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2010 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2010, NBP, kwiecień 2010 r.

rentowności sprzedaży, jednak równocześnie poprawiły się pozostałe wskaźniki efektywności w sektorze przedsiębiorstw, w tym obniżył się wskaźnik poziomu kosztów i wzrosła rentowność netto (Tabela 2.1). Poprawa wyniku finansowego netto przyczyniła się do wzrostu wskaźników płynności, które osiągnęły najwyższe poziomy w historii badania prowadzonego przez GUS. Dobra sytuacja płynnościowa firm może mieć pozytywny wpływ na ich działalność inwestycyjną, ponieważ znaczna część przedsiębiorstw deklaruje finansowanie inwestycji ze środków własnych. Może też jednak osłabiać odporność przedsiębiorstw na ewentualny wzrost presji płacowej.

2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych

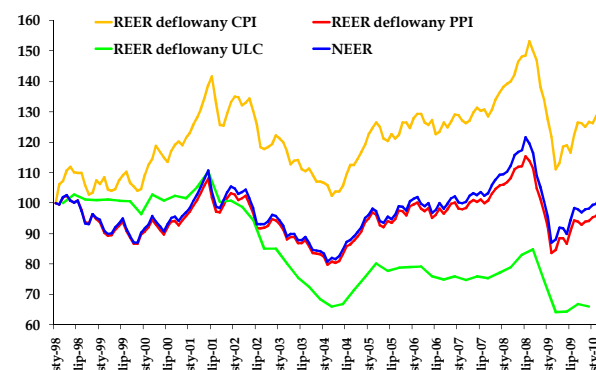
Według rządowego *Programu konwergencji. Aktualizacja 2009* deficyt sektora finansów publicznych w ujęciu ESA95 ulegnie w 2010 r. nieznacznemu zmniejszeniu w stosunku do poziomu z 2009 r.²⁷ i wyniesie 6,9% PKB²⁸ (Wykres 2.17)²⁹.

W okresie styczeń - maj 2010 r. deficyt budżetu państwa wyniósł ok. 32,1 mld zł, co stanowi 61,6% planu rocznego³⁰. Deficyt zrealizowano na poziomie o ok. 4,3 mld zł niższym niż zakładano w *Harmonogramie dochodów i wydatków budżetu państwa planowanych na 2010 r.* na skutek niższych wydatków.

Dochody ogółem budżetu państwa w okresie styczeń - maj br. były niższe o 12,9% niż w analogicznym okresie ub. r. Dochody podatkowe i niepodatkowe obniżyły się o 0,9% r/r³¹. Wy-

Wykres 2.20

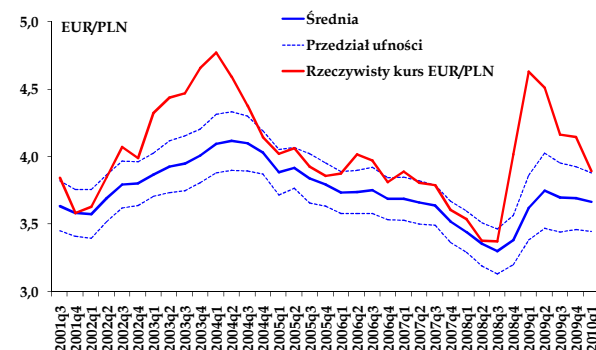
Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację; styczeń 1998=100).



Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

Wykres 2.21

Deklarowany przez przedsiębiorców 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*).

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

²⁷ W *Programie konwergencji. Aktualizacja 2009* rząd przewidywał deficyt za 2009 r. na poziomie 7,2% PKB, z kolei w kwietniowej notyfikacji GUS szacowano deficyt za ub. r. w wysokości 7,1% PKB.

²⁸ Z kolei wiosenna prognoza Komisji Europejskiej zakłada niewielki wzrost deficytu w 2010 r. do poziomu 7,3% PKB, co wynika z ostrożniejszej prognozy dochodów podatkowych sektora finansów publicznych w br. wskutek przewidywanego przez Komisję mniej dynamicznego ożywienia gospodarczego. Według szacunków KE, dochody ogółem tego sektora w relacji do PKB wzrosną w 2010 r. o 1,3 pkt. proc. do poziomu 38,7% PKB, podczas gdy Ministerstwo Finansów przewiduje znacznie wyższy wzrost - o 2,2 pkt. proc. do poziomu 39,6% PKB.

²⁹ Zgodnie z prognozami zarówno Ministerstwa Finansów, jak i Komisji Europejskiej dług publiczny liczony według metodologii ESA95 przekroczy na koniec 2010 r. 53% PKB i w 2011 r. ponownie wzrośnie.

³⁰ W 2009 r. po maju deficyt zrealizowano na poziomie 68,6% rocznego wykonania.

³¹ W analizowanym okresie wzrosły dochody z podatków pośrednich. Wzrost wpływów z VAT o 8,8% r/r należy w dużej mierze wiązać z efektem bazy, będącym skutkiem wprowadzenia pod koniec 2008 r. zmiany systemowej skracającej podstawowy termin zwrotu VAT ze 180 do 60 dni. Tym samym od marca 2009 r. dokonywane były zarówno zwroty VAT w terminie 60 dni, jak i 180 dni, co wpłynęło na niższe wpływy z VAT na początku ub. r. i podwyższyło roczną dynamikę dochodów z tytułu VAT w br. Wpływy z akcyzy wzrosły w okresie styczeń - maj 2010 r. o 0,7% r/r, głównie wskutek szybszego niż w poprzednich latach - w efekcie krótszego niż w 2009 r. terminu ważności znaków akcyzy - pojawienia się w sprzedaży detalicznej papierosów opodatkowanych wyższą stawką tego podatku. Dochody z podatków bezpośrednich wykazały spadek po maju br.: PIT o 7,4%

datki budżetu państwa zwiększyły się w tym okresie o 1,1% r/r, przy czym znacząco wzrosła dotacja do FUS oraz wydatki na obsługę długu krajowego.

Należy podkreślić, że ze względu na wyodrębnienie z budżetu państwa od 2010 r. budżetu środków europejskich porównanie wielkości zagregowanych dochodów ogółem, wydatków budżetowych oraz deficytu budżetu państwa z ubiegłorocznymi jest utrudnione. Niskie dynamiki tych agregatów są po części konsekwencją wyłączenia z budżetu państwa dochodów z tytułu realizacji programów finansowanych z udziałem środków europejskich oraz wydatków na realizację takich programów w części podlegającej refundacji.

W I kw. 2010 r. jednostki samorządu terytorialnego (JST) zanotowały nadwyżkę w wysokości 6,6 mld zł, tj. o 2,0 mld mniejszą niż w I kw. 2009 r. Dochody ogółem JST wzrosły w pierwszych trzech miesiącach br. o 3,7% r/r, w tym dochody własne o 4,1% r/r³². Jednocześnie utrzymywało się wysokie tempo wzrostu wydatków (11,4% r/r). W wyniku istotnego pogorszenia się sytuacji finansowej JST w 2009 r. wzrosło zadłużenie sektora samorządowego – na koniec I kw. br. wyniosło ono 39,5 mld zł, tj. o 39,1% więcej niż rok wcześniej (Wykres 2.18).

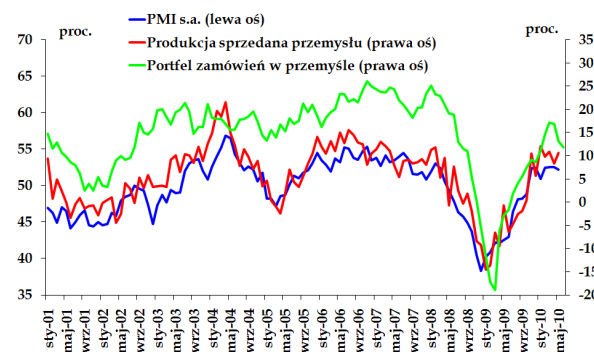
W efekcie przekazania do FUS znacząco wyższej dotacji z budżetu państwa w okresie styczeń - kwiecień br. w porównaniu z analogicznym okresem 2009 r., ZUS dokonał spłaty części zadłużenia z tytułu kredytów bankowych³³. Z kolei Fundusz Pracy i NFZ zanotowały w pierwszych czterech miesiącach br. nadwyżki, jednak znacznie mniejsze niż w analogicznym okresie 2009 r.

2.2.4. Eksport i import³⁴

Wraz z poprawą koniunktury w gospodarce światowej umacniały się pozytywne tendencje w polskim handlu zagranicznym (Wykres 2.19).

Wykres 2.22

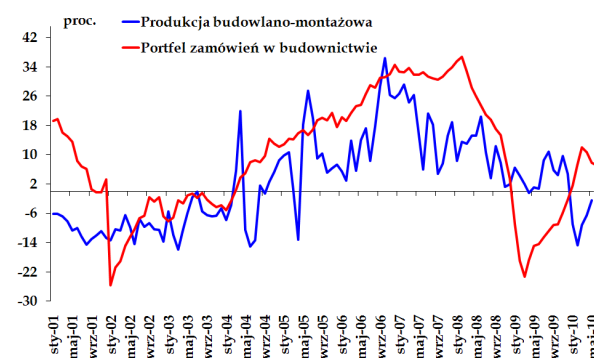
Wskaźnik PMI oraz roczne dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i portfela zamówień w przemyśle.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP (dane odsezonowane).

Wykres 2.23

Roczne dynamiki produkcji budowlano-montażowej i portfela zamówień w budownictwie.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP (dane odsezonowane).

Wykres 2.24

Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach.



Źródło: Badania koniunktury GUS.

r/r, a CIT o 25,8% r/r. Niższe dochody z podatków bezpośrednich są przede wszystkim efektem wyższych zwrotów w ramach rozliczenia rocznego za 2009 r. Na spadek wpływów z PIT wpłynęły także niekorzystne tendencje na rynku pracy.

³² Dochody własne JST wykazały wzrost w ujęciu rocznym po raz pierwszy od IV kw. 2008 r.

³³ W 2009 r. niedobór środków FUS został sfinansowany kredytami bankowymi i pożyczką z budżetu państwa.

³⁴ Informacje o wartości (w EUR) i wolumenie dotyczące polskiego eksportu i importu odnoszą się do danych Eurostat.

Po spadku na przełomie 2008 i 2009 r., od II kw. ub. r. wartość eksportu stopniowo rosła. W IV kw. 2009 r. wartość eksportu towarów i usług z Polski (w EUR) zwiększyła się o 3,4% kw/kw, a w I kw. 2010 r. o 4,4% kw/kw³⁵. Do takiego wzrostu przyczyniło się ożywienie aktywności sektora eksportowego w krajach Europy Zachodniej, związane ze wzrostem popytu azjatyckich gospodarek wschodzących na produkty europejskie.

Ożywienie eksportu, charakteryzującego się relatywnie wysoką importochłonnością, w połączeniu ze wzrostem cen surowców na rynkach światowych oraz aprecjacją złotego, sprzyjającą importowi dóbr konsumpcyjnych, doprowadziły do wzrostu wartości polskiego importu. W IV kw. 2009 r. wartość polskiego importu (w EUR) wzrosła o 2,5% kw/kw, a w I kw. 2010 r. o 4,8% kw/kw³⁶.

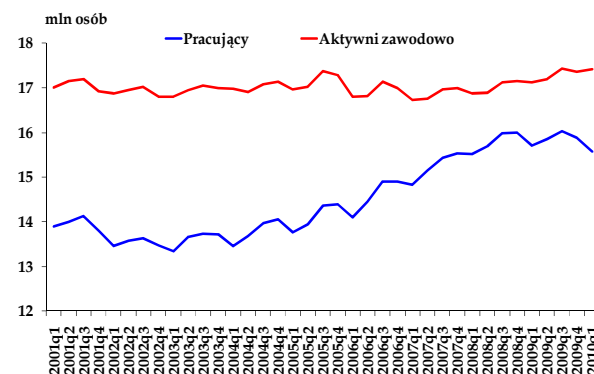
Mimo dalszej aprecjacji nominalnego kursu złotego w IV kw. 2009 r. i w I kw. 2010 r. (Wykres 2.20), oddziałującej w kierunku pogorszenia pozycji konkurencyjnej polskich producentów, konkurencyjność cenowa eksportu utrzymała się na wysokim poziomie. Potwierdzają to badania koniunktury NBP, wskazujące na kształtowanie się średniego kursu granicznego opłacalności eksportu nadal poniżej kursu rzeczywistego (Wykres 2.21).

2.2.5. Produkcja

Miesięczne dane o produkcji sprzedanej i portfelu zamówień w przemyśle wskazują na poprawę sytuacji w tym sektorze w I poł. 2010 r. (Wykres 2.22). Z kolei sytuacja w budownictwie pogorszyła się w I kw. 2010 r. - produkcja budowlano-montażowa istotnie spadła. Spadek ten był w dużej mierze związany z niekorzystnymi warunkami pogodowymi. Dane miesięczne dotyczące II kw. br. mogą wskazywać na stopniowe wyhamowanie spadkowego trendu produkcji budowlanej. Za tym wyhamowaniem może przemawiać obserwowany od początku roku wzrost portfela zamówień w tym sektorze

Wykres 2.25

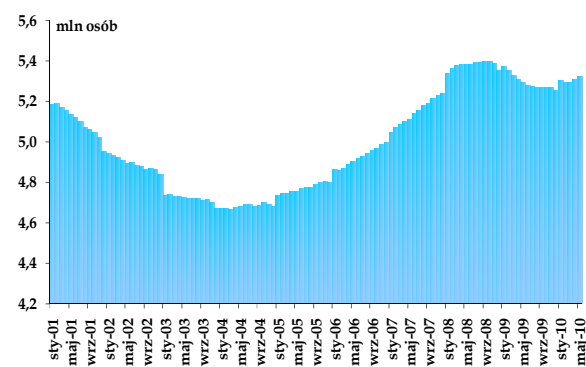
Pracujący w gospodarce oraz aktywni zawodowo w gospodarce według BAEL.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.26

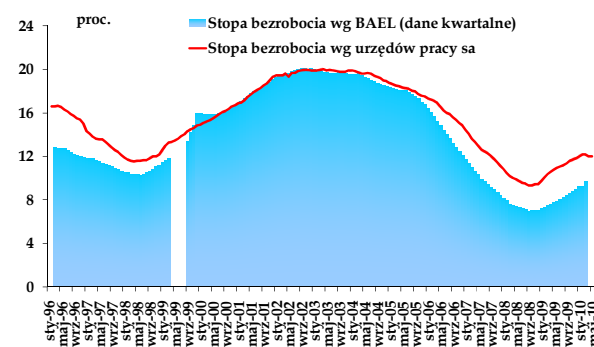
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.27

Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL.



Źródło: Dane GUS (wyrównane sezonowo).

Dane do 2002 r. skorygowane o wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2002. W II i III kw. 1999 r. badania BAEL nie przeprowadzono.

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.

³⁵ Wolumen polskiego eksportu zwiększył się w IV kw. 2009 r. o 4,1% kw/kw, a w I kw. 2010 r. o 3,1% kw/kw (dane wyrównane sezonowo).

³⁶ Wolumen polskiego importu wzrósł w IV kw. 2009 r. o 1,1% kw/kw, a w I kw. 2010 r. o 5,5% kw/kw (dane wyrównane sezonowo).

(Wykres 2.23).

Po silnym wzroście głównych wskaźników koniunktury GUS w okresie styczeń - marzec br., odczyty za kolejne trzy miesiące nieznacznie się pogorszyły (Wykres 2.24). Tendencje te były widoczne we wszystkich głównych gałęziach gospodarki.

2.3. Rynek pracy

I kw. 2010 r. był drugim kwartałem spadku (w ujęciu rocznym) liczby pracujących według BAEL - obniżyła się ona o 0,9% r/r (wobec spadku o 0,7% r/r w IV kw. ub. r.). Spadek ten wynikał głównie z utrzymującego się spadku liczby pracujących w przemyśle oraz w rolnictwie³⁷. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w okresie styczeń - maj 2010 r. nieznacznie wzrosło.

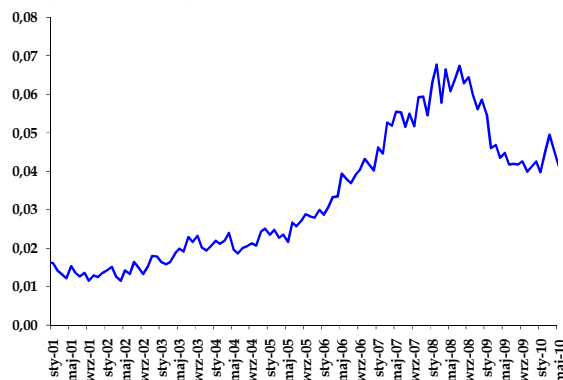
W I kw. 2010 r., pomimo niekorzystnych tendencji na rynku pracy, w dalszym ciągu rosła liczba aktywnych zawodowo (o 1,7% r/r wobec 1,1% w poprzednim kwartale). Wynikało to głównie ze wzrostu współczynnika aktywności zawodowej osób w wieku przedemerytalnym (tj. 45-59/64 lat).

Wzrost podaży pracy i spadek liczby pracujących w gospodarce w I kw. br. (Wykres 2.25) wpłynęły na wzrost stopy bezrobocia według BAEL, która po skorygowaniu o czynniki sezonowe wzrosła do 9,7% (z 9,0% w IV kw. ub. r.). Natomiast stopa bezrobocia rejestrowanego po skorygowaniu o czynniki sezonowe w maju br. ustabilizowała się na poziomie 12,0% (Wykres 2.27).

W lutym i marcu br. zwiększyła się liczba ofert pracy zgłaszanych do urzędów pracy, przy utrzymującej się na wysokim, ale stabilnym poziomie liczbie nowych rejestracji osób bezrobotnych. W rezultacie na początku 2010 r. wzrosła relacja liczby wakatów do liczby bezrobotnych. W kolejnych miesiącach spadek liczby ofert pracy zgłaszanych do urzędów pracy przyczyni-

Wykres 2.28

Indeks napięć na rynku pracy (liczba wakatów przypadająca na jednego bezrobotnego).

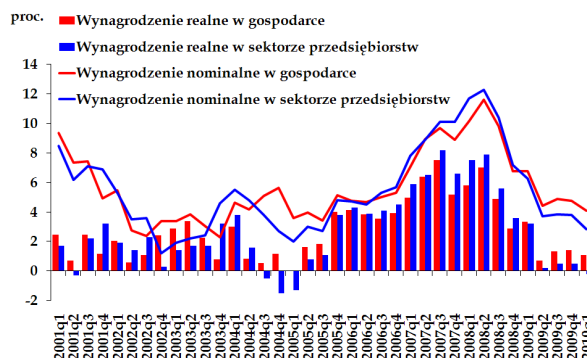


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Indeks V/U jest wprost proporcjonalny do prawdopodobieństwa znalezienia pracy przez bezrobotnego (im więcej wakatów przypada na bezrobotnego, tym większe ma on szanse na znalezienie pracy) i odwrotnie proporcjonalna do prawdopodobieństwa zapelnienia wakatów przez pracodawcę (im więcej ofert pracy w stosunku do bezrobotnych, tym mniejsza szansa na szybkie zapelnienie wakatów). Miara ta odzwierciedla relatywną siłę pracownika w negocjacjach płacowych z pracodawcą.

Wykres 2.29

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

³⁷ Dane BAEL są wrażliwe na oddziaływanie czynników jednorazowych, gdyż z jednej strony uwzględniają najmniejsze przedsiębiorstwa, w których wyższy od przeciętnej jest udział branż wrażliwych na czynniki atmosferyczne (takich jak rolnictwo czy budownictwo), a z drugiej strony nie uwzględniają zróżnicowania czasu pracy. Skorygowane dane BAEL - bez sektora rolniczego oraz uwzględniające zmiany liczby godzin przypadających na pracującego - wskazują, że w I kw. 2010 r. spadek stopnia wykorzystania zasobu pracy poza rolnictwem został zahamowany.

nił się do obniżenia tego wskaźnika, jednakże znajduje się on na poziomie dużo wyższym niż w okresie wychodzenia z poprzedniego spowolnienia gospodarczego (Wykres 2.28).

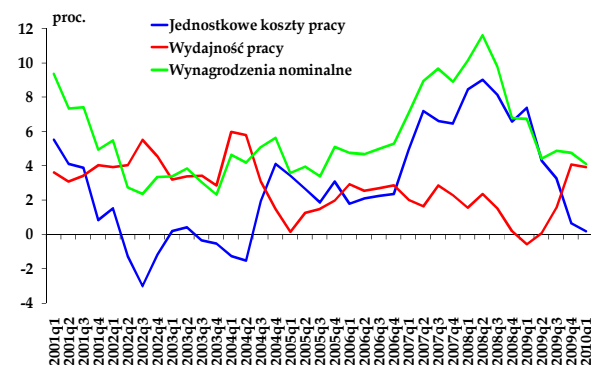
Wyniki badań koniunktury NBP³⁸ sygnalizują pewną poprawę sytuacji na rynku pracy. W I kw. 2010 r. po raz czwarty z kolei poprawiły się prognozy zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Ankietowane przedsiębiorstwa przewidują wzrost zatrudnienia niemal równie często jak jego spadek, co wynika zarówno ze zmniejszenia się udziału przedsiębiorstw przewidujących redukcję zatrudnienia, jak i ze wzrostu odsetka firm planujących je zwiększyć.

W I kw. 2010 r. dynamika nominalnych i realnych wynagrodzeń w gospodarce obniżyła się. Nominalne wynagrodzenia wzrosły w I kw. br. o 4,1% r/r (wobec 4,7% r/r w IV kw. 2009 r.), natomiast realne o 1,1% r/r (wobec 1,4% r/r w IV kw. 2009 r.; Wykres 2.29)³⁹. Również w sektorze przedsiębiorstw dynamika wynagrodzeń obniżyła się w I kw. br. - nominalnych do 2,8% r/r (z 3,8% r/r w IV kw. ub. r.), a realnych do -0,2% r/r (wobec 0,5% r/r w poprzednim kwartale). Natomiast w maju 2010 r. nominalna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyniosła 4,8% r/r (wobec 3,2% r/r w kwietniu 2010 r.), co oznaczało wzrost w ujęciu realnym o 2,5% r/r (wobec 0,7% r/r w kwietniu br.).

Wzrost wydajności pracy w gospodarce w I kw. 2010 r. obniżył się nieznacznie do 3,9% r/r (wobec 4,1% r/r w IV kw. ub. r.). Stabilizacja dynamiki wydajności pracy w połączeniu z obniżeniem się dynamiki płac doprowadziły do dalszego spadku dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce (do 0,2% r/r w I kw. 2010 r. wobec 0,6% r/r w poprzednim kwartale; Wykres 2.30). Jednocześnie od sierpnia ub. r. utrzymuje się spadek jednostkowych kosztów pracy w przemyśle.

Wykres 2.30

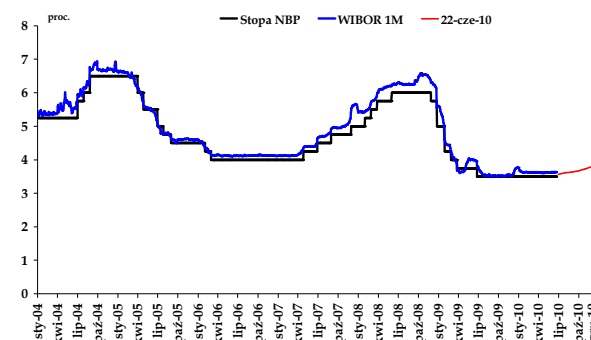
Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.31

Stopa referencyjna NBP, stopa WIBOR 1M i stopa 1-miesięczna implikowana z kontraktów FRA.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 2.32

Różnica między oprocentowaniem 3-miesięcznego depozytu na rynku międzybankowym a stawką OIS w Polsce.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

³⁸ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2010 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2010, NBP, kwiecień 2010 r.

³⁹ Na spadek ten wpłynął jednak efekt wysokiej bazy z I kw. 2009 r., kiedy to niektóre przedsiębiorstwa wypłaciły część wynagrodzeń z końca 2008 r. tak, aby zostały one objęte korzystniejszymi zasadami opodatkowania PIT.

2.4. Rynki finansowe

2.4.1. Ceny aktywów finansowych i stopy procentowe

Od publikacji poprzedniego *Raportu* stopy procentowe NBP pozostały na niezmiennym poziomie (Wykres 2.31). Pomimo braku zmian stóp procentowych NBP, w kwietniu 2010 r. nastąpiło obniżenie stóp procentowych na rynku międzybankowym: WIBOR 3M obniżył się z 4,10% na koniec marca br. do 3,86% na koniec kwietnia br., po czym pozostawał stabilny. Spadek stawek WIBOR wynikał prawdopodobnie ze wzrostu zaufania na rynku międzybankowym, o czym świadczy zmniejszenie spreadu między oprocentowaniem depozytów na rynku międzybankowym a stawką OIS (Wykres 2.32).

Zgodnie z wynikami ankiety agencji Reutera z 10 czerwca br. większość analityków oczekuje, że stopa referencyjna zostanie podwyższona do końca br.: 50% analityków oczekuje podwyżki stopy do poziomu 3,75%, 20% oczekuje podwyżki do 4,00%, natomiast 30% analityków uważa, że stopa referencyjna pozostanie niezmienną do końca br. Kontrakty FRA wskazują, że oczekiwana stopa WIBOR 1M w horyzoncie najbliższych trzech miesięcy pozostanie stabilna, a pod koniec roku będzie się kształtować na poziomie 3,75-4,00%.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* rentowności polskich obligacji charakteryzowały się podwyższoną zmiennością. W marcu i przez większą część kwietnia br. rentowności obniżały się, co było związane z publikacją korzystnych danych makroekonomicznych dotyczących polskiej gospodarki; towarzyszył temu dalszy wzrost zaangażowania inwestorów zagranicznych na polskim rynku długu. W ostatnich dniach kwietnia oraz w maju br. rentowności polskich obligacji silnie wzrosły i utrzymywały się na podwyższonym poziomie również w czerwcu. Było to związane z globalnym wzrostem awersji do ryzyka w następstwie kryzysu fiskalnego w Grecji i niekorzystnymi informacjami o sytuacji fiskalnej niektórych innych krajów strefy euro. Od II kw. 2009 r. utrzymują się podwyższone różnice między rentownościami obligacji długoterminowych i

Wykres 2.33

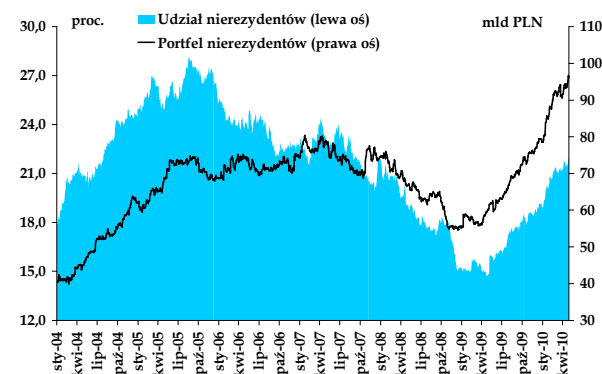
Rentowność polskich obligacji skarbowych.



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 2.34

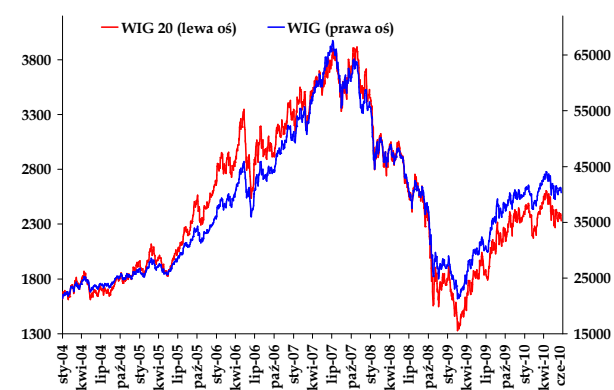
Zaangażowanie nierezydentów na rynku polskich papierów skarbowych.



Źródło: Dane KDPW.

Wykres 2.35

Wartości indeksów WIG i WIG 20.



Źródło: Dane Reuters.

krótkoterminowych. Jednocześnie jednak w ostatnim okresie nastąpił dalszy wzrost zaangażowania nierezydentów na krajowym rynku długu (Wykres 2.34).

W maju br. rentowność polskich obligacji długoterminowych w ujęciu średniorocznym, wykorzystywana do oceny spełnienia kryterium stóp procentowych z Maastricht, wyniosła 6,0%, podczas gdy wartość referencyjna ukształtowała się na poziomie 6,3% (por. Aneks 2).

W marcu i przez większą część kwietnia br. ceny akcji w Polsce rosły, natomiast w ostatnich dniach kwietnia i w maju obniżyły się (Wykres 2.35). W czerwcu ceny akcji poruszały się w poziomym paśmie wahań. W pierwszych miesiącach br. zaangażowanie nierezydentów na GPW w Warszawie zwiększało się (Wykres 2.36).

2.4.2. Ceny mieszkań

W I kw. br. sytuacja na rynku mieszkaniowym w największych miastach Polski nie uległa istotnym zmianom. Ofertowe ceny mieszkań na rynku pierwotnym obniżyły się nieznacznie, natomiast ceny ofertowe na rynku wtórnym nie zmieniły się (Wykres 2.37). Ceny transakcyjne zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym nieznacznie wzrosły. Wzrost ten mógł wynikać z większego udziału w rynku mieszkań droższych oraz nieznacznego ożywienia popytu na mieszkania wskutek złagodzenia warunków udzielania kredytów mieszkaniowych przez banki.

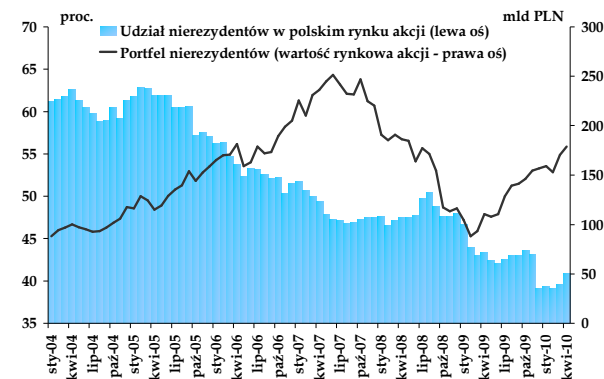
Utrzymujące się wysokie marże zysku w sektorze budownictwa mieszkaniowego spowodowały, że pomimo długiego okresu sprzedaży gotowych mieszkań liczba rozpoczynanych inwestycji mieszkaniowych wzrosła w I kw. br. po okresie niewielkiego spadku w latach 2008-2009 (Wykres 2.38).

2.4.3. Kurs walutowy

Od publikacji poprzedniego *Raportu* do 23 czerwca br. nominalny kurs złotego osłabił się o ok. 12% wobec dolara, ok. 2% wobec euro oraz ok. 9% wobec franka szwajcarskiego.

Wykres 2.36

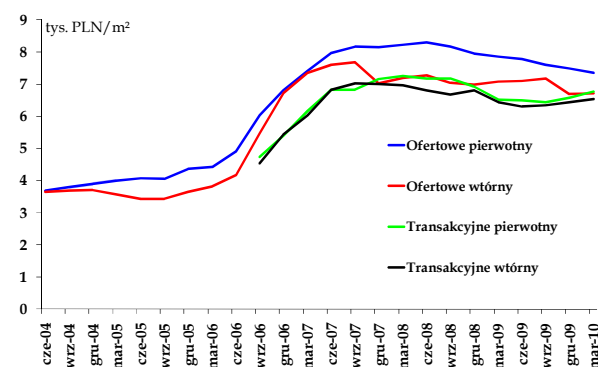
Zaangażowanie nierezydentów na polskim rynku akcji (ustalone wg wartości rynkowej akcji).



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.37

Średnie* ceny mieszkań w siedmiu dużych miastach w Polsce (Gdańsk, Gdynia, Kraków, Łódź, Poznań, Warszawa, Wrocław).

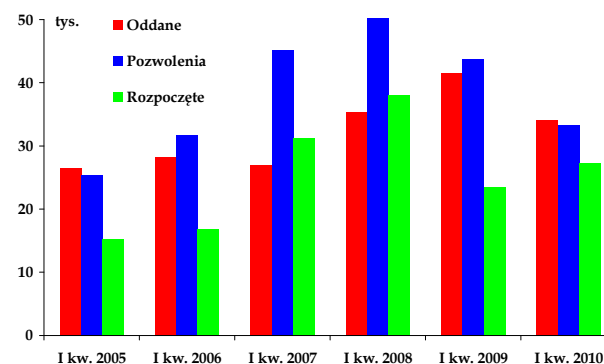


Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych transakcyjnych z badania NBP oraz z bazy cen ofertowych PONT Info Nieruchomości.

* Ceny ofertowe - średnia ważona liczbą ofert; ceny transakcyjne na rynku pierwotnym - średnia ważona udziałem zasobu mieszkaniowego danego miasta w zasobie 7 miast ogółem; ceny transakcyjne na rynku wtórnym - średnia uwzględniająca różnice jakości mieszkań (z wykorzystaniem indeksu hedonistycznego).

Wykres 2.38

Liczba mieszkań oddanych do użytkowania, wydanych pozwoleń na budowę oraz rozpoczętych budów.

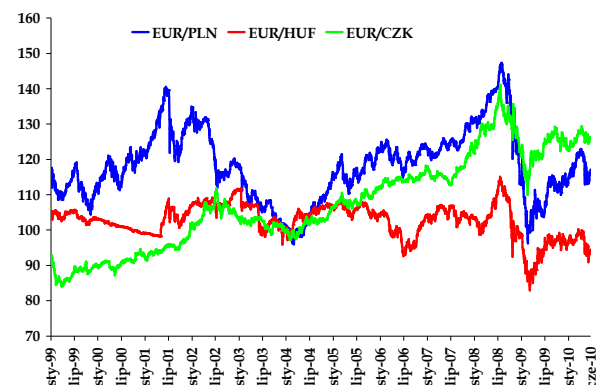


Źródło: Dane GUS.

Początkowo złoty umacniał się wobec euro i franka szwajcarskiego, natomiast względem dolara pozostawał relatywnie stabilny, jednak od połowy kwietnia br. złoty zaczął się osłabiać względem wszystkich trzech wymienionych walut. Najszybsze tempo deprecjacji odnotowano pod koniec kwietnia oraz na początku maja br., co było związane ze wzrostem awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych po obniżeniu przez agencję Standard and Poor's ratingów kredytowych Grecji, Portugalii i Hiszpanii (por. rozdział 1.3). Wzrost awersji do ryzyka doprowadził do wyprzedaży walut krajów Europy Środkowej i Wschodniej.

Wykres 2.39

Nominalne kursy walut Czech, Polski i Węgier względem euro (styczeń 2004 = 100, wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane EcoWin.

2.5. Kredyt i pieniądz⁴⁰

2.5.1. Kredyty

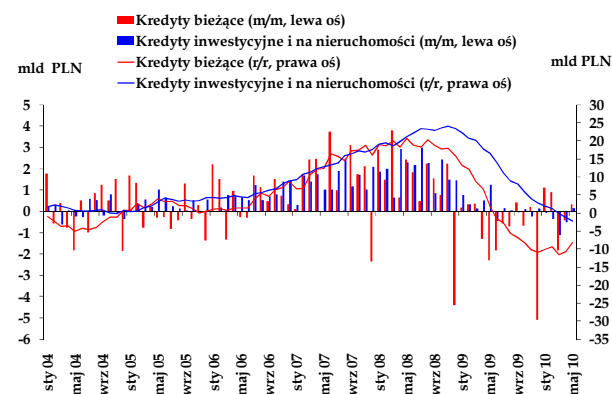
W okresie luty - maj 2010 r. stan kredytów dla przedsiębiorstw obniżył się o 3,2 mld zł, na co w dużym stopniu wpłynął odnotowany w marcu br. silny spadek zarówno kredytów o charakterze bieżącym (tj. kredytów w rachunku bieżącym i operacyjnych), jak i kredytów inwestycyjnych i na nieruchomości (Wykres 2.40). W kwietniu spadek obu kategorii kredytów był już znacznie mniejszy, a w maju miesięczne przyrosty były dodatnie.

Zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw zwiększyło się w 2009 r. o 6,0 mld EUR (tj. o 7,4%), co było związane przede wszystkim ze wzrostem zadłużenia z tytułu kredytów niehandlowych (o 5,4 mld EUR). Stagnacja kredytów handlowych, czyli odroczonej płatności za import towarów i usług (w całym 2009 r. wzrosły one jedynie o 0,2%) była związana przede wszystkim ze spadkiem importu.

Z badań ankietowych przedsiębiorstw prowadzonych przez NBP⁴¹ wynika, że w I kw. 2010 r. obniżył się odsetek firm ubiegających się o kredyt, choć najprawdopodobniej był to efekt sezonowy (Wykres 2.41). Jednocześnie wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredy-

Wykres 2.40

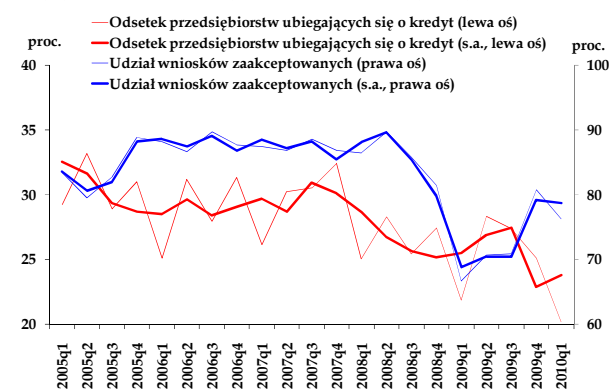
Kredyty dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.41

Udział przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt oraz odsetek pozytywnie rozpatrzonych wniosków kredytowych.



Źródło: Dane NBP.

⁴⁰ Prezentowane w tym rozdziale dane monetarne odnoszą się do wielkości oczyszczonych z wpływu wahań kursu złotego w stosunku do głównych walut.

⁴¹ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2010 r. oraz prognoz koniunktury na II kw. 2010 r., NBP.

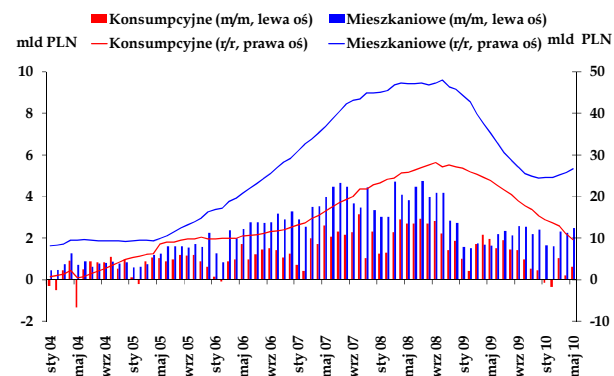
towych banków⁴² wskazują na spadek popytu dużych przedsiębiorstw na kredyty krótkoterminowe. Obie ankiety wskazują na stopniowe łagodzenie polityki kredytowej banków w stosunku do sektora przedsiębiorstw.

W okresie luty - maj 2010 r. przyrosty kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych utrzymywały się na poziomach o ok. połowę niższych niż w okresie dynamicznego wzrostu akcji kredytowej w latach 2007-2008. Roczna dynamika tych kredytów, po spadku do 12,4% r/r w lutym 2010 r., w kolejnych miesiącach rosła, osiągając 13,4% r/r maju br. (Wykres 2.42).

Wyniki wspomnianych wyżej badań ankietowych banków wskazują, że w kierunku wzrostu kredytów mieszkaniowych w I kw. 2010 r. oddziaływał odnotowany przez znaczną część banków wzrost popytu gospodarstw domowych na te kredyty oraz złagodzenie niektórych warunków ich udzielania (np. w zakresie marży i wymaganego wkładu własnego), związane z ponownym ożywieniem konkurencji między bankami o udział w rynku⁴³. W marcu 2010 r. nadal zdecydowana większość (82,0%) nowych kredytów mieszkaniowych została udzielona w złotych, ale od grudnia 2009 r. systematycznie wzrasta udział kredytów denominowanych w walutach obcych (Wykres 2.44), z których około 60% stanowiły w I kw. 2010 r. kredyty denominowane w euro.

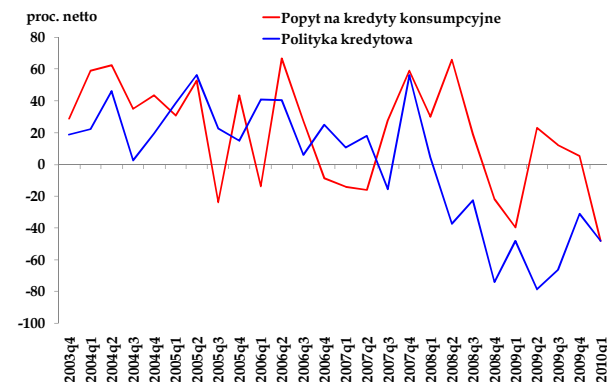
Od początku 2010 r. do maja zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych zwiększyło się o 1,4 mld zł. Przyrost kredytów konsumpcyjnych był ponad pięć razy mniejszy niż w analogicznym okresie 2009 r. i blisko ośmiokrotnie mniejszy niż w 2008 r. (Wykres 2.42). Zmniejszenie przyrostów kredytów konsumpcyjnych w porównaniu z ubiegłymi latami było z jednej strony związane z wyraźnym spadkiem popytu na te kredyty, a z drugiej strony z zaostrzeniem przez banki polityki kredytowej w tym segmencie rynku

Wykres 2.42
Kredyty dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.43
Popyt na kredyty i polityka kredytowa banków w segmencie kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Ważone odpowiedzi banków. Wartość dodatnią obu wskaźników należy interpretować odpowiednio jako wzrost popytu na kredyt lub złagodzenie polityki kredytowej w stosunku do poprzedniego kwartału.

⁴² Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kw. 2010 r., NBP.

⁴³ Łagodzeniu niektórych warunków (tj. cech umowy kredytu uzgadnianej przez bank i kredytobiorcę np. odnośnie do marży lub maksymalnej wielkości kredytu) udzielania kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych w I kw. 2009 r. towarzyszyło zaostrzenie przez większość banków (w ujęciu netto) kryteriów przyznawania tych kredytów (tj. ustalonych przez banki minimalnych standardów zdolności kredytowej, które należy spełnić, aby uzyskać kredyt). Skala tego zaostrzenia nie była jednak znaczna, a odpowiedzi banków były bardzo zróżnicowane - około jedna trzecia ogółu ankietowanych banków nie zmieniła kryteriów, a blisko 30% ogółu banków zdecydowało się na ich złagodzenie. Szerzej zob. Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych II kw. 2010 r.

(Wykres 2.43), na co wpłynęła pogarszająca się jakość portfela kredytów konsumpcyjnych (Wykres 2.48).

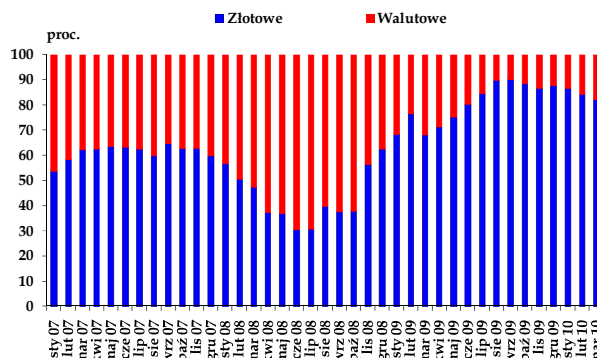
W okresie styczeń - kwiecień 2010 r., pomimo obniżenia się stawek WIBOR, nieznacznie (średnio o 8 punktów bazowych) wzrosło oprocentowanie nowych złotych kredytów dla przedsiębiorstw, co jest zgodne z sygnalizowanym w tym okresie przez banki wzrostem marż. Marże wzrosły również (średnio o 85 punktów bazowych) w segmencie kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych. Z kolei w przypadku złotych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych różnica między wysokością ich oprocentowania a stawką WIBOR 3M, stanowiącą zazwyczaj podstawę zmiennego oprocentowania tego rodzaju kredytów, obniżyła się w kwietniu, a następnie wzrosła w maju⁴⁴. Spadek marż w I kw. 2010 r. odzwierciedlał deklarowane przez banki łagodzenie warunków udzielania kredytów mieszkaniowych.

2.5.2. Finansowanie i sytuacja kapitałowa banków⁴⁵

W I kw. 2010 r. nadal poprawiały się warunki finansowania i sytuacja kapitałowa banków, mające wpływ na podaż kredytu. Zmniejszenie konkurencji cenowej na rynku depozytów sektora niefinansowego sprzyjało zwiększaniu - nadal ujemnej - marży depozytowej, czyli różnicy między stawką WIBOR 3M a średnim oprocentowaniem depozytów sektora niefinansowego. Marża ta jest jednak nadal znacznie niższa niż w okresie przed IV kw. 2008 r., w którym konkurencja na rynku depozytów uległa silnemu zaostrzeniu (Wykres 2.46). W kierunku poprawy warunków finansowania akcji kredytowej w I kw. 2010 r. oddziaływała także normalizacja sytuacji na rynku międzybankowym, w tym spadek premii za ryzyko wliczanej

Wykres 2.44

Struktura walutowa nowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.

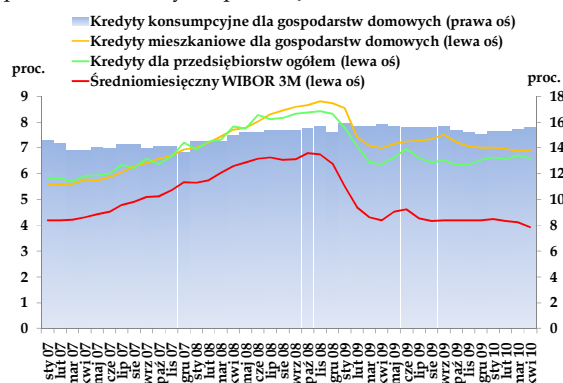


Źródło: Dane NBP.

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%.

Wykres 2.45

Średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

⁴⁴ W pewnym stopniu wzrost marż ponad stawkę WIBOR 3M w przypadku zarówno kredytów konsumpcyjnych, jak i mieszkaniowych może wynikać z metodologii badania stóp procentowych. Statystyka dotyczy tzw. nowych umów zawartych w danym miesiącu, a wartość i oprocentowanie kredytu podawane przez bank odnosi się do momentu zawarcia umowy. W przypadku kredytów o zmiennym oprocentowaniu składającym się ze stawki WIBOR 3M i marży ponad tę stawkę, bank oblicza oprocentowanie na podstawie wysokości tej stawki w dniu zawarcia umowy. W przypadku obniżenia się stawek międzybankowych (co miało miejsce w analizowanym okresie) oprocentowanie raportowane przez bank w momencie zawarcia umowy może być więc wyższe niż faktyczne oprocentowanie w momencie wypłaty kredytu.

⁴⁵ Szersze omówienie sytuacji sektora bankowego można znaleźć w *Raporcie o stabilności systemu finansowego*, grudzień 2009, NBP.

w oprocentowanie niezabezpieczonych lokat międzybankowych i wzrost obrotów na tym rynku.

W wyniku zatrzymania zysków za 2008 r. i podwyższenia kapitałów przez większość banków nastąpiła dalsza poprawa sytuacji kapitałowej tego sektora. Na koniec I kw. 2010 r. średni współczynnik wypłacalności⁴⁶ wzrósł do 14,1% wobec 13,3% na koniec grudnia 2009 r. (Wykres 2.47), a pozytywna ocena bieżącej i przyszłej sytuacji kapitałowej była czynnikiem oddziałującym w kierunku łagodzenia polityki kredytowej banków. Z kolei głównym czynnikiem skłaniającym banki do zaostrzenia warunków i kryteriów udzielania kredytów było w dalszym ciągu pogarszanie się jakości portfeli kredytowych. Wzrost wskaźnika kredytów zagrożonych miał miejsce w segmencie kredytów konsumpcyjnych; natomiast w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw wskaźnik ten obniżył się w porównaniu z poprzednim kwartałem (Wykres 2.48).

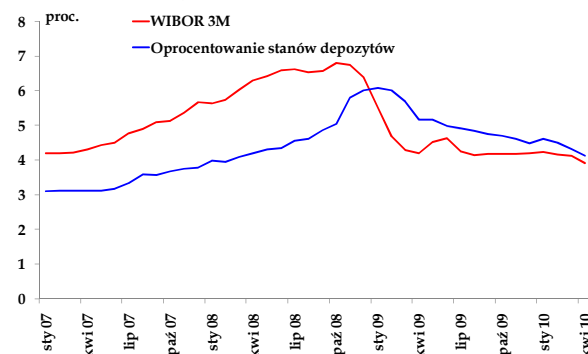
2.5.3. Depozyty i agregaty monetarne

Według badań NBP⁴⁷, w I kw. 2010 r. utrzymywała się dobra sytuacja płynnościowa przedsiębiorstw, czego odzwierciedleniem był przyrost depozytów bankowych tego sektora: między styczniem i majem 2010 r. wzrosły one o 7,7 mld zł (Wykres 2.49). Zgromadzenie płynnych środków na rachunkach bankowych zmniejszało uzależnienie przedsiębiorstw od kredytu. Wskazują na to także badania ankietowe przedsiębiorstw⁴⁸, z których wynika, że blisko połowa respondentów planujących nowe inwestycje zamierza je sfinansować z funduszy własnych.

Po wzroście w lutym 2010 r., poziom depozytów gospodarstw domowych zmniejszył się w okresie marzec - kwiecień br., by ponownie wzrosnąć w maju (Wykres 2.49). Przyrost depo-

Wykres 2.46

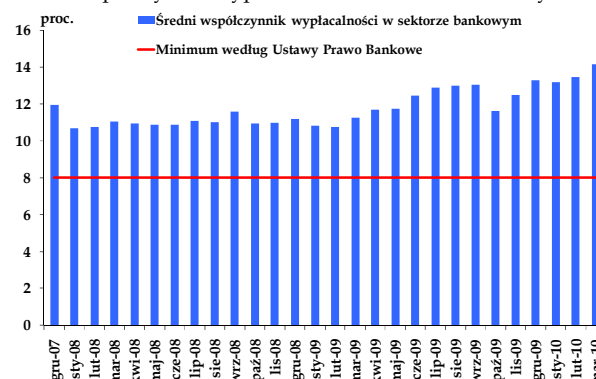
Oprocentowanie stanów depozytów sektora gospodarstw domowych i przedsiębiorstw (bez rachunków bieżących) na tle średniomiesięcznej stawki WIBOR 3M.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.47

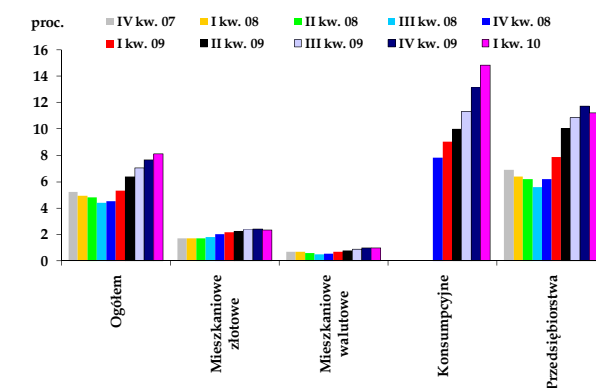
Średni współczynnik wypłacalności w sektorze bankowym.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.48

Wskaźnik kredytów zagrożonych dla poszczególnych kategorii kredytów.



Źródło: Dane NBP.

⁴⁶ Współczynnik wypłacalności to relacja funduszy własnych i kapitału krótkoterminowego banku do jego całkowitego wymogu kapitałowego pomnożonego przez 12,5. Na podstawie Ustawy Prawo Bankowe minimalna wartość współczynnika wynosi 8%. W praktyce banki zobowiązane są do przestrzegania wielu regulacji, ale współczynnik wypłacalności w sposób syntetyczny pokazuje, jak dużym buforem kapitału dysponują banki w relacji do regulacyjnego wymogu kapitałowego, a więc jest jedną z miar wyrażających zdolność banków do rozwijania akcji kredytowej.

⁴⁷ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2010 r. oraz prognoz koniunktury na II kw. 2010 r., NBP.

⁴⁸ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2010 r. oraz prognoz koniunktury na II kw. 2010 r., NBP.

zytów gospodarstw domowych był ograniczany przez lokowanie oszczędności w pozabankowe formy inwestycji. W okresie styczeń - maj 2010 r. wartość akcji w posiadaniu gospodarstw domowych zwiększyła się o 4,7 mld zł, a posiadane przez nie aktywa funduszy inwestycyjnych o 8,1 mld zł, z czego 5,1 mld zł stanowiły wpłaty netto nowych środków.

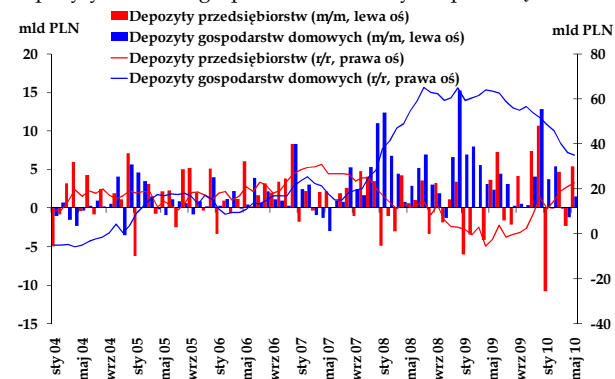
Efekt obserwowanych od połowy 2009 r. różnokierunkowych zmian depozytów bankowych gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw było utrzymywanie się stabilnego rocznego tempa wzrostu szerokiego pieniądza M3, które od listopada ub. r. kształtuje się na poziomie ok. 7%⁴⁹. W tym samym okresie roczna dynamika agregatu M1 ustabilizowała się na poziomie ok. 11% r/r, po czym w maju 2010 r. wzrosła do 14,2% r/r (Wykres 2.50). Stan pieniądza rezerwowego banku centralnego (pieniądz gotówkowy w obiegu oraz rachunki bieżące i rachunki rezerw obowiązkowych banków)⁵⁰ zwiększył się w okresie styczeń - maj 2010 r. o 4,3 mld zł, a roczna dynamika tego agregatu kształtowała się przede wszystkim pod wpływem zmian poziomu środków na rachunkach bieżących banków. Z kolei stan pieniądza gotówkowego w obiegu zwiększył się w okresie styczeń - maj 2010 r. o 4,2 mld zł, a roczna dynamika tego agregatu w maju zbliżyła się do zera po siedmiu miesiącach kształtowania się na ujemnym poziomie.

2.6. Bilans obrotów bieżących i kapitałowych

Po znaczącej poprawie salda na rachunku obrotów bieżących w I kw. 2009 r. – związanej głównie z silnym ograniczeniem importu towarów – w kolejnych kwartałach 2009 r. pogłębiał się deficyt na rachunku bieżącym (Wykres 2.51). W IV kw. 2009 r. deficyt ten wzrósł do 2,7 mld EUR (wobec 1,2 mld EUR w III kw. ub. r.).

Wykres 2.49

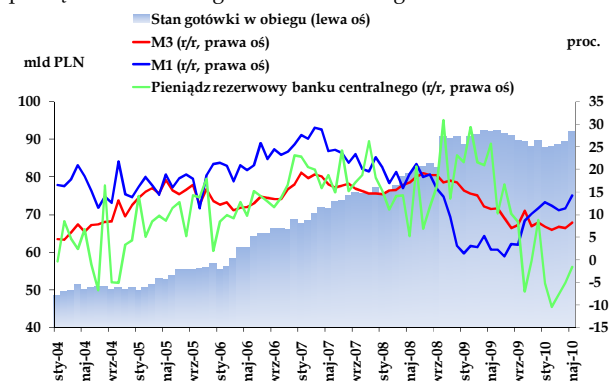
Depozyty bankowe gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.50

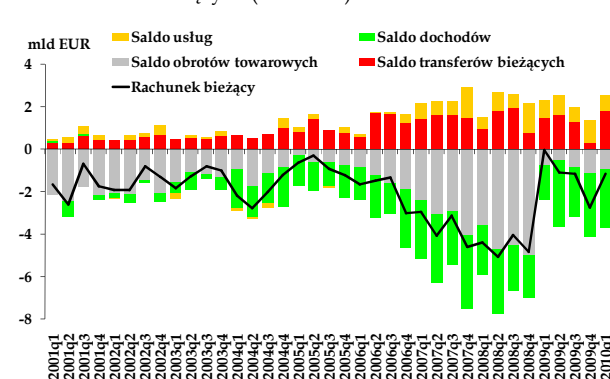
Stan gotówki w obiegu oraz roczna stopa wzrostu M1 i M3 oraz pieniądza rezerwowego banku centralnego.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.51

Saldo obrotów bieżących (mld EUR).



Źródło: Dane NBP.

⁴⁹ Na przejściowe odchylenie tempa wzrostu M3 od trendu w październiku 2009 r. złożył się silny przyrost depozytów niemonetarnych instytucji finansowych, związany z deponowaniem przez inwestorów środków przeznaczonych na zakup akcji Polskiej Grupy Energetycznej na rachunkach domów maklerskich. Fundusze na zakup akcji w dużej części zostały pozyskane z kredytów na zakup papierów wartościowych i po redukcji zleceń o ponad 90% wróciły do zleceńodawców.

⁵⁰ Począwszy od danych na koniec listopada 2008 r. NBP wprowadził zmianę w metodyce wyliczania pieniądza rezerwowego banku centralnego. Zmiana polega na włączeniu do definicji pieniądza rezerwowego depozytów na koniec dnia, złożonych przez banki w NBP.

Wstępne dane za styczeń - marzec 2010 r.⁵¹ wskazują na ponowne obniżenie się deficytu obrotów bieżących w I kw. br. do ok. 1,2 mld EUR. Mimo takiego spadku był on wyższy niż w analogicznym okresie ub. r.

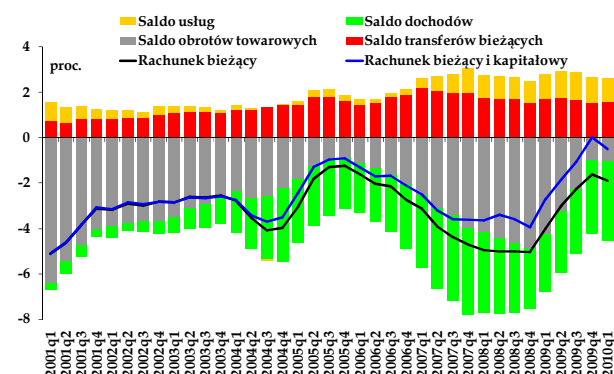
W IV kw. 2009 r. miał miejsce dalszy napływ kapitału netto do Polski, choć jego skala była mniejsza niż w poprzednim kwartale. Nadwyżka na rachunku finansowym wyniosła 6,3 mld EUR (wobec 11,0 mld EUR w III kw. ub. r.), co było przede wszystkim efektem dalszego napływu netto inwestycji portfelowych.

W I kw. 2010 r. nadwyżka na rachunku finansowym bilansu płatniczego, która także w przeważającej części wynikała z napływu netto inwestycji portfelowych, zwiększyła się do ok. 9,9 mld EUR. Inwestorzy zagraniczni lokowali środki głównie w obligacje Skarbu Państwa, emitowane na rynku krajowym oraz na rynkach zagranicznych. Wzrósł również napływ kapitału netto z tytułu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które w I kw. 2010 r. wyniosły ok. 3,5 mld EUR⁵².

Deficyt na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB (w ujęciu czterech kwartałów) w całym 2009 r. systematycznie się obniżał – do 1,6% PKB w IV kw. ub. r. (wobec 5,0% rok wcześniej)⁵³. W I kw. 2010 r. wyniósł ok. 1,9% (Wykres 2.52). Również saldo na rachunku bieżącym i kapitałowym istotnie się poprawiało i w IV kw. 2009 r. rachunek ten był zrównoważony (wobec deficytu w wysokości 3,9% w analogicznym okresie poprzedniego roku). Wstępne szacunki za I kw. 2010 r. wskazują na niewielki łączny deficyt na rachunku bieżącym i kapitałowym w wysokości ok. 0,5% PKB. Deficyt obrotów bieżących i kapitałowych został w całości sfinansowany napływem kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich.

Wykres 2.52

Saldo obrotów bieżących i kapitałowych w relacji do PKB (dane zagregowane z czterech ostatnich kwartałów).



Źródło: Dane NBP.

⁵¹ Zmiany w bilansie płatniczym w I kw. 2010 r. opisano na podstawie wstępnych danych miesięcznych bilansu płatniczego za okres styczeń - marzec 2010 r.

⁵² Dla porównania, w IV kw. 2009 r. napływ kapitału netto z tytułu bezpośrednich inwestycji zagranicznych wyniósł 1,5 mld EUR, podobnie jak w I kw. 2009 r.

⁵³ Deficyt obrotów bieżących w 2009 r. pogłębiał się z kwartału na kwartał, jednak jego poziomy były istotnie niższe niż w 2008 r. i stąd poprawa deficytu w ujęciu czterech kwartałów.

Aneks 2. Raporty o konwergencji z maja 2010 r.

Od momentu przystąpienia do Unii Europejskiej Polska jest krajem członkowskim objętym derogacją. Oznacza to, że podobnie jak osiem innych krajów UE – Bułgaria, Czechy, Estonia, Litwa, Łotwa, Rumunia, Szwecja i Węgry – jest zobowiązana do wprowadzenia euro po spełnieniu tzw. kryteriów konwergencji. Postępy państw członkowskich UE w tym zakresie są oceniane przez Europejski Bank Centralny (EBC) oraz Komisję Europejską (KE) przynajmniej raz na dwa lata, a wyniki tej oceny są przedstawiane w *Raportach o konwergencji*. Niniejszy aneks jest poświęcony aktualnej ocenie wymienionych państw członkowskich UE, zawartej w *Raportach o konwergencji* EBC i KE opublikowanych w maju 2010 r.

Kryteria konwergencji

Kryteria konwergencji (*kryteria zbieżności, kryteria z Maastricht*⁵⁴) są zapisane w artykule 140 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej⁵⁵ oraz sprecyzowane w Protokole (nr 13) w sprawie kryteriów konwergencji, załączonym do Traktatu. Sposób stosowania zapisów traktatowych w praktyce jest szczegółowo przedstawiony w *Raportach o konwergencji*.

Kryterium stabilności cen oznacza, że państwo członkowskie ma trwały poziom stabilności cen, a średnia stopa inflacji, odnotowana w tym państwie w ciągu jednego roku poprzedzającego badanie, nie przekracza o więcej niż 1,5 pkt. proc. inflacji trzech państw członkowskich o najbardziej stabilnych cenach. W praktyce jako średnią stopę inflacji przyjmuje się ostatnią dostępną 12-miesięczną średnią rocznego wskaźnika HICP w relacji do średniej za poprzednie 12 miesięcy. Ze względu na wymóg osiągnięcia stabilności cen w sposób trwały zarówno EBC, jak i KE szczegółowo analizują także zmiany inflacji oraz czynników oddziałujących na nią w perspektywie dłuższej niż ostatni rok; ponadto oceniają, jak może kształtować się inflacja w przyszłości.

Kryterium sytuacji finansów publicznych oznacza, że w czasie badania państwo członkowskie nie jest objęte decyzją Rady Unii Europejskiej stwierdzającą istnienie nadmiernego deficytu. Procedura nadmiernego deficytu jest uruchamiana przez KE w szczególności⁵⁶ wówczas, gdy: (a) stosunek planowanego lub rzeczywistego deficytu budżetowego do PKB przekracza wartość 3%, chyba że stosunek ten znacznie i stale się zmniejszał i osiągnął poziom bliski 3% lub przekroczenie tej wartości jest niewielkie oraz ma charakter wyjątkowy i tymczasowy, (b) stosunek długu publicznego do PKB przekracza 60%, chyba że stosunek ten zmniejsza się dostatecznie i zbliża do tej wartości w zadowalającym tempie. KE uwzględnia także, czy deficyt budżetowy przekracza publiczne wydatki inwestycyjne, oraz wszelkie inne istotne czynniki, w tym średniookresową sytuację gospodarczą i budżetową państwa członkowskiego.

Kryterium udziału w mechanizmie kursów walut Europejskiego Systemu Walutowego (*kryterium stabilności kursu walutowego*) oznacza, że państwo członkowskie stosowało normalne granice wahań, przewidziane w mechanizmie kursów walut Europejskiego Systemu Walutowego, bez poważnych napięć przynajmniej przez dwa lata przed badaniem. W szczególności państwo członkowskie nie zdevaluowało dwustronnego centralnego kursu swojej waluty wobec euro z własnej inicjatywy przez ten sam okres. W praktyce wymagane jest formalne uczestnictwo w mechanizmie kursowym ERM II, który w 1999 r. zastąpił Europejski System Walutowy. Oceniając stabilność kursu walutowego, EBC skupia się na tym, czy kurs był blisko kursu centralnego ERM II, uwzględniając jednocześnie czynniki, które mogły prowadzić do aprecjacji waluty. Kwestię braku „poważnych napięć” EBC rozstrzyga, (a) badając stopień odchylenia kursu od parytetu centralnego w ERM II; (b) wykorzystując takie wskaźniki jak zmienność kursu walutowego wobec euro i trend tej zmienności, a także różnice między krótkoterminowymi stopami procentowymi w danym kraju i w strefie euro oraz ich przebieg w czasie; (c) analizując rolę interwencji walutowych. Z kolei ocena stabilności kursu walutowego dokonywana przez KE uwzględnia kształtowanie się wskaźników takich, jak zmiany re-

⁵⁴ Nazwa ta pochodzi od miejscowości Maastricht, w której w 1992 r. podpisany został Traktat o Unii Europejskiej, zwany potocznie traktatem z Maastricht. Kryteria konwergencji zostały pierwotnie zapisane właśnie w tym traktacie.

⁵⁵ Od 1 grudnia 2009 r. w wyniku wejścia w życie Traktatu Lizbońskiego zostały zmodyfikowane dwa najważniejsze unijne traktaty: Traktat o Unii Europejskiej i Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską. Ten drugi nosi obecnie nazwę Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej.

⁵⁶ Procedura ta może zostać uruchomiona także wówczas, gdy dane państwo członkowskie spełnia kryteria dyscypliny budżetowej, jednak w ocenie KE w państwie tym istnieje ryzyko nadmiernego deficytu.

zerw walutowych i krótkoterminowych stóp procentowych, a także rolę interwencji walutowych w utrzymywaniu kursu na stabilnym poziomie. W *Raportach o konwergencji* z maja 2010 r. obie instytucje dodatkowo – po raz pierwszy w historii *Raportów* – analizowały znaczenie programów pomocy finansowej (takich jak program pomocowy MFW dla Łotwy) i innych programów czy instrumentów mogących wpływać na stabilność kursów walut ocenianych krajów (nawet instrumentów nie wykorzystanych w praktyce, takich jak Elastyczna Linia Kredytowa przyznana Polsce, jako krajowi o mocnych fundamentach gospodarczych, przez MFW lub też umowa swapowa (*fx swap*) zawarta między bankami centralnymi Estonii i Szwecji).

Kryterium konwergencji stóp procentowych oznacza, że w ciągu jednego roku przed badaniem państwo członkowskie posiadało średnią nominalną długoterminową stopę procentową nie przekraczającą więcej niż o 2 pkt. proc. stopy procentowej trzech państw członkowskich o najbardziej stabilnych cenach. Stopy procentowe oblicza się na podstawie długoterminowych obligacji państwowych lub porównywalnych papierów wartościowych, z uwzględnieniem różnic w definicjach krajowych. W praktyce średnią stopę procentową stanowi średnia arytmetyczna z 12 miesięcy, za które dostępne są dane o HICP. Za podstawę wartości referencyjnej przyjmuje się nieważoną średnią arytmetyczną stóp procentowych w tych samych krajach, które tworzą grupę referencyjną dla kryterium stabilności cen. W przypadku krajów, dla których brak odpowiednich długoterminowych stóp procentowych, ocena konwergencji stóp procentowych jest formułowana w oparciu o kompleksową analizę sytuacji na rynkach finansowych tych krajów.

Ocena państw członkowskich z derogacją w *Raportach o konwergencji* z maja 2010 r.

Raporty o konwergencji z maja 2010 r. zostały przygotowane w oparciu o dane z okresu, w którym sytuacja gospodarcza krajów UE była kształtowana pod wpływem światowego kryzysu finansowego i wywołanej nim globalnej recesji. Znaczący spadek aktywności gospodarczej sprawił, że w okresie referencyjnym przyjętym dla oceny stabilności cen (kwiecień 2009 r. – marzec 2010 r.) w części krajów UE odnotowano ujemną średnią stopę inflacji HICP, wskutek czego wartość referencyjna dla kryterium stabilności cen była najniższa w historii. Ponadto ze względu na cykliczne pogorszenie sytuacji budżetowej oraz rządowe programy stymulujące koniunkturę, w 2009 r. istotnie pogłębiła się nierównowaga fiskalna w większości ocenianych w *Raportach* krajów. Dodatkowo zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych i wysoka awersja do ryzyka przyczyniły się do wzrostu rynkowych stóp procentowych w wielu gospodarkach wschodzących, w tym w nowych państwach członkowskich UE. Czynniki te utrudniły ocenianym krajom spełnienie kryteriów konwergencji.

W majowych *Raportach* opracowanych przez obie instytucje (tj. KE i EBC) – po raz pierwszy w historii tych *Raportów* – do grupy referencyjnej dla kryterium stabilności cen zostały włączone kraje o ujemnej 12-miesięcznej średniej stóp inflacji HICP: Portugalia (ze średnią na poziomie -0,8%), Estonia (-0,7%) i Belgia (-0,1%). Po dodaniu 1,5 pkt. proc. do nieważonej średniej arytmetycznej z tych średnich stóp inflacji uzyskano wartość referencyjną dla kryterium stabilności cen (1,0%). Z grupy referencyjnej obie instytucje wykluczyły natomiast Irlandię, która odnotowała najniższą wśród krajów UE średnią inflację HICP (-2,3%); wartość ta została uznana za „obserwację odstającą” (ang. *outlier*). Wobec historycznie niskiej wartości referencyjnej sześć spośród dziewięciu ocenianych krajów członkowskich – Bułgaria, Litwa, Polska, Rumunia, Szwecja i Węgry – w ocenie KE⁵⁷ nie spełniło kryterium stabilności cen; spełniły je tylko Czechy, Estonia i Łotwa (Tabela A.2).

Oprócz najnowszych *Raportów o konwergencji*, kwestie zarówno ujemnej 12-miesięcznej średniej stóp inflacji HICP, jak i „obserwacji odstającej” pojawiły się wcześniej jedynie w *Raportach* z 2004 r. i dotyczyły Litwy, dla której średnia stopa inflacji wyniosła wówczas -0,2%. Wykluczając Litwę z grupy referencyjnej, KE uzasadniła to wówczas tym, iż kraje z ujemną inflacją nie są uznawane za kraje o najbardziej stabilnym poziomie cen. W najnowszym *Raporcie* KE uznała jednak, że w obecnej sytuacji ujemne wskaźniki inflacji mogą stanowić właściwy punkt odniesienia dla oceny spełniania kryterium stabilności cen przez kraje z derogacją. Również EBC w *Raporcie o konwergencji* z maja 2010 r. uznał kraje z ujemną średnią stopą inflacji za najlepsze pod względem stabilności cen. Jednocześnie zaznaczył jednak, że ujemna inflacja nie jest zbieżna ze średniookresową stabilnością cen (rozumianą przez EBC jako utrzymanie inflacji w średnim okresie poniżej 2%, ale blisko tego poziomu), co było wcześniej podkreślane także w innych dokumentach EBC⁵⁸.

⁵⁷ W odróżnieniu od KE, EBC w swoim *Raporcie o konwergencji* nie formułuje jednoznacznych wniosków odnośnie do spełniania przez oceniane kraje kryteriów zbieżności.

⁵⁸ Por. np. ECB (1999), s. 46 lub ECB (2003), s. 80-81.

Tabela A.2

Wskaźniki konwergencji gospodarczej dla krajów ocenianych w Raportach o konwergencji z maja 2010 r.

		Stabilność cen	Sytuacja finansów publicznych			Stabilność kursu walutowego		Konwergencja stóp procentowych
		Inflacja HICP	Nadmierny deficyt	Saldo budżetu	Dług publiczny	Uczestnictwo w ERM II	Poważne napięcia	Długoterminowa stopa procentowa
Bułgaria	2009	2,5	Nie	-3,9	14,8	Nie	–	7,2
	2010	1,7	Nie	-2,8	17,4	Nie	–	6,9
Czechy	2009	0,6	Tak	-5,9	35,4	Nie	–	4,8
	2010	0,3	Tak	-5,7	39,8	Nie	–	4,7
Estonia	2009	0,2	Nie	-1,7	7,2	Tak	Nie	...
	2010	-0,7	Nie	-2,4	9,6	Tak	–	...
Litwa	2009	4,2	Tak	-8,9	29,3	Tak	Nie	14,0
	2010	2,0	Tak	-8,4	38,6	Tak	–	12,1
Łotwa	2009	3,3	Tak	-9,0	36,1	Tak	Tak	12,4
	2010	0,1	Tak	-8,6	48,5	Tak	–	12,7
Polska	2009	4,0	Tak	-7,1	51,0	Nie	–	6,1
	2010	3,9	Tak	-7,3	53,9	Nie	–	6,1
Rumunia	2009	5,6	Tak	-8,3	23,7	Nie	–	9,7
	2010	5,0	Tak	-8,0	30,5	Nie	–	9,4
Szwecja	2009	1,9	Nie	-0,5	42,3	Nie	–	3,3
	2010	2,1	Nie	-2,1	42,6	Nie	–	3,3
Węgry	2009	4,0	Tak	-4,0	78,3	Nie	–	9,1
	2010	4,8	Tak	-4,1	78,9	Nie	–	8,4
Wartość referencyjna		1,0		-3,0	60,0			6,0

Źródło: Dane i prognozy Komisji Europejskiej.

Inflacja HICP: średnioroczna zmiana procentowa. Dane za rok 2010 dotyczą okresu kwiecień 2009 r. - marzec 2010 r.

Nadmierny deficyt: informacja, czy dany kraj był choćby przez część roku przedmiotem decyzji Rady UE w sprawie istnienia nadmiernego deficytu. Informacje za 2010 r. dotyczą okresu do 23 kwietnia 2010 r.

Saldo budżetu i dług publiczny: jako procent PKB; dane za 2010 r. odnoszą się do prognoz Komisji Europejskiej.

Długoterminowa stopa procentowa: średnioroczna stopa procentowa; dane za 2010 r. dotyczą okresu kwiecień 2009 r. - marzec 2010 r.

Wartość referencyjna w przypadku inflacji HICP i długoterminowych stóp procentowych odnosi się do okresu kwiecień 2009 r. - marzec 2010 r., a w przypadku salda budżetu państwa i długu publicznego - do 2009 r.

W momencie publikacji *Raportów o konwergencji* sześć z dziewięciu krajów podlegających ocenie – Czechy, Litwa, Łotwa, Polska, Rumunia i Węgry – było objęte decyzją Rady Unii Europejskiej w sprawie istnienia nadmiernego deficytu. Ponadto ze względu na wzrost deficytu budżetowego w Bułgarii w 2009 r. powyżej progu 3%, KE ogłosiła (w dniu publikacji *Raportu o konwergencji*) raport inicjujący procedurę nadmiernego deficytu w odniesieniu do tego kraju. Dlatego KE tylko w przypadku Estonii i Szwecji jednoznacznie stwierdziła, że kraje te spełniają kryterium sytuacji finansów publicznych. Warto podkreślić, że Estonia i Szwecja to jedyne państwa członkowskie UE, które nigdy nie były objęte procedurą nadmiernego deficytu.

W okresie referencyjnym dla kryterium stabilności kursu walutowego (od 24 kwietnia 2008 r. do 23 kwietnia 2010 r.) sześć z dziewięciu poddanych badaniu krajów – Bułgaria, Czechy, Polska, Rumunia, Szwecja i Węgry – nie uczestniczyło w mechanizmie ERM II, wobec czego nie spełniły one tego kryterium. Z kolei Łotwa, która uczestniczy w ERM II od maja 2005 r., w efekcie zaostżenia kryzysu na globalnych rynkach finansowych we wrześniu 2008 r. musiała w celu uniknięcia kryzysu walutowego wystąpić o międzynarodową pomoc finansową. W ocenie zarówno EBC, jak i KE świadczyło to o wystąpieniu „poważnych napięć”; napięcia te ujawniły się ponownie w pierwszej połowie 2009 r. Wobec tego KE uznała, że Łotwa nie spełniła kryterium stabilności kursu walutowego mimo, że kurs łotewskiego łata wobec euro kształtował się w całym badanym okresie wewnątrz wąskiego przedziału wahań $\pm 1\%$ względem kursu centralnego⁵⁹. Kryterium to spełniły natomiast Estonia i Litwa, które uczestniczą w ERM II od czerwca 2004 r.

Wartość referencyjna dla kryterium konwergencji stóp procentowych (6,0%) została obliczona przez dodanie 2 pkt. proc. do średniej arytmetycznej 12-miesięcznych średnich stóp procentowych w Belgii (3,8%) i Portu-

⁵⁹ W momencie przystąpienia Łotwy do mechanizmu ERM II ustalono standardowe pasmo wahań kursu ($\pm 15\%$ względem kursu centralnego). Dodatkowo Łotwa jednostronnie zobowiązała się do utrzymania kursu łata wewnątrz wąskiego pasma wahań ($\pm 1\%$).

galii (4,2%). Estonia – jeden z trzech krajów uznanych za najlepsze w dziedzinie stabilności cen – nie została uwzględniona w grupie referencyjnej ze względu na brak zharmonizowanej długoterminowej stopy procentowej. Ocena konwergencji stóp procentowych w tym kraju została sformułowana w oparciu o analizę kształtowania się szeregu zmiennych dotyczących rynków finansowych, w tym stóp oprocentowania denominowanych w koronach estońskich kredytów dla sektora prywatnego, stawek rynku pieniężnego i ratingu obligacji skarbowych. Według KE sześć badanych krajów – Bułgaria, Litwa, Łotwa, Polska, Rumunia i Węgry – nie spełniło tego kryterium, natomiast trzy pozostałe – Czechy, Estonia i Szwecja – spełniły je.

Jak wynika z powyższych rozważań, Estonia jest jedynym krajem, który w okresie poddanym badaniu w najnowszych *Raportach o konwergencji* spełnił – w ocenie KE – wszystkie kryteria konwergencji. W związku z tym można oczekiwać, że Estonia w 2011 r. wprowadzi euro.

Bibliografia:

ECB (1999), The stability-oriented monetary policy strategy of the Eurosystem, ECB Monthly Bulletin, styczeń 1999.

ECB (2003), The outcome of the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, ECB Monthly Bulletin, czerwiec 2003.

Aneks 3. Wpływ kryzysu finansowego na kształtowanie się produktu potencjalnego

Światowy kryzys finansowy doprowadził do głębokiej recesji lub znaczącego spowolnienia wzrostu gospodarczego w wielu krajach, w tym w Polsce. Analizy poprzednich kryzysów finansowych i recesji wskazują, że prowadzą one nie tylko do spadku bieżącej aktywności gospodarczej, ale mogą również istotnie wpływać na kształtowanie się dynamiki produktu potencjalnego, tj. maksymalnego produktu, jaki gospodarka jest w stanie wytworzyć przy poziomie zatrudnienia niepowodującym wzrostu presji inflacyjnej⁶⁰ (Haugh 2009; Furceri, Mourougane 2009; Komisja Europejska 2009).

Określenie wpływu kryzysu finansowego na produkt potencjalny ma istotne znaczenie dla polityki gospodarczej, w tym polityki pieniężnej. Kształtowanie się luki popytowej, tzn. różnicy między wielkością produktu rzeczywistego i potencjalnego, dostarcza decydentom informacji o pozycji cyklicznej gospodarki oraz pozwala na ocenę presji inflacyjnej, stanowiąc jedną z przesłanek, na podstawie których podejmowane są decyzje z zakresu polityki pieniężnej.

Produkt potencjalny nie jest bezpośrednio obserwowalny. Istnieje wiele metod jego wyznaczania. Z punktu widzenia analizy możliwych kanałów wpływu kryzysu finansowego na kształtowanie się produktu potencjalnego przydatne może być podejście oparte na funkcji produkcji. Zgodnie z tym podejściem produkt potencjalny jest funkcją: 1) zasobu kapitału w gospodarce, 2) potencjalnego nakładu pracy, który zależy od kształtowania się zasobu siły roboczej i stopy bezrobocia równowagi⁶¹, oraz 3) długookresowej łącznej produktywności czynników wytwórczych (ang. *total factor productivity*, dalej TFP). Kryzysy finansowe mogą wpływać na kształtowanie się produktu potencjalnego, oddziałując na każdy z trzech wymienionych wyżej czynników.

Spadek popytu i pogarszające się perspektywy zbytu obniżają skłonność przedsiębiorstw do inwestowania, co prowadzi do zmniejszenia **tempa akumulacji kapitału** przedsiębiorstw w czasie recesji. Spadek inwestycji w kapitał w gospodarce może być jednak czasem ograniczany przez rządowe działania nakierowane na pobudzanie koniunktury gospodarczej obejmujące wzrost nakładów na inwestycje infrastrukturalne. Ze względu na procesy restrukturyzacyjne, w tym likwidację części przedsiębiorstw oraz nieodwracalność niektórych inwestycji, w czasie recesji zwiększyć się może deprecjacja zasobu kapitału, co przy niskich inwestycjach może skutkować zmniejszeniem się tego zasobu. Dodatkowo – charakterystyczne zwłaszcza dla ostatniego kryzysu – zaburzenia w systemie finansowym, powodujące wzrost premii za ryzyko, utrudniony dostęp do kredytów oraz bardziej restrykcyjne kryteria i warunki ich przyznawania pogarszają możliwości finansowania inwestycji przedsiębiorstw, a także mogą przyspieszać utratę płynności i bankructwo części – nawet rentownych – przedsiębiorstw. Zarówno spadek inwestycji, jak i przyspieszona deprecjacja kapitału w czasie recesji oddziałują w kierunku przejściowego spadku dynamiki akumulacji kapitału, a w konsekwencji przejściowego obniżenia się wzrostu produktu potencjalnego. Recesje i kryzysy finansowe mogą mieć jednak długookresowy wpływ na akumulację kapitału, jeżeli prowadzą do trwałego wzrostu kosztów finansowania np. w wyniku wzrostu niepewności lub trwałego pogorszenia się nierównowagi fiskalnej w gospodarce.

W wyniku recesji przejściowo lub długotrwale może zmniejszyć się także **potencjalny nakład pracy**. Jest to związane z możliwością wzrostu stopy bezrobocia równowagi oraz spadku zasobu siły roboczej, np. w wyniku niechęci części osób do pozostawiania na rynku pracy lub wchodzenia na ten rynek w warunkach niskiego prawdopodobieństwa znalezienia pracy gwarantującej uzyskanie pewnego progowego poziomu płacy. Stopa bezrobocia równowagi może wzrosnąć przejściowo w wyniku recesji ze względu na występujące w gospodarce sztywności, uniemożliwiające szybki spadek bezrobocia wraz z rozpoczęciem ożywienia bez wywołania wzrostu presji inflacyjnej⁶². Recesja lub kryzys finansowy mogą wpłynąć na stopę bezrobocia równowagi także w dłuższym okresie. Dotyczy to przede wszystkim krajów, w których w celu zapobieżenia nadmiernemu pogorszeniu się sytuacji dochodowej gospodarstw domowych wprowadzono zmiany instytucjonalne na rynku pracy mogące przez dłuższy czas niekorzystnie oddziaływać na skłonność do podjęmo-

⁶⁰ W literaturze przedmiotu występuje szereg definicji produktu potencjalnego. W niniejszym opracowaniu posłużono się definicją zaproponowaną przez Okunę, na której opierają się metody wyznaczania produktu potencjalnego wykorzystujące funkcję produkcji (zob. np. Gradzewicz, Kolasa 2004).

⁶¹ Rozumianej tu jako poziom stopy bezrobocia, przy którym inflacja pozostaje stabilna.

⁶² Przykładowo, ograniczenie inwestycji może zmniejszyć zasób kapitału produkcyjnego przedsiębiorstw, co uniemożliwi tym podmiotom szybkie zwiększenie produkcji i zatrudnienia i skłoni je raczej do podniesienia cen w reakcji na wzrost popytu w okresie ożywienia.

wania lub zmiany pracy (np. podwyższono zasiłki dla bezrobotnych i wydłużono okres ich pobierania). Ponadto trwałego wzrostu stopy bezrobocia równowagi można oczekiwać, gdy bezrobocie relatywnie długo utrzymuje się na podwyższonym poziomie⁶³, co może prowadzić do ubytku kapitału ludzkiego, tj. nagromadzonej wiedzy specjalistycznej, doświadczenia i umiejętności części bezrobotnych. Osoby takie stają się mniej atrakcyjne dla pracodawców⁶⁴, mają też niższą skłonność do poszukiwania pracy, co ogranicza wpływ wysokiego bezrobocia na obniżenie żądań płacowych osób już zatrudnionych, sprzyjając utrzymywaniu się stopy bezrobocia na podwyższonym poziomie przez dłuższy okres.

Recesje i kryzysy finansowe mogą także mieć istotny wpływ na kształtowanie się łącznej **produktywności czynników produkcji**. Z jednej strony kryzysy gospodarcze mogą skutkować spadkiem dynamiki TFP na skutek, po pierwsze, mniejszych inwestycji. Część postępu technologicznego jest bowiem ucieleśniona w nowych dobrach kapitałowych (np. nowych maszynach). Przy spadku inwestycji zmienić się może także ich struktura. W okresie podwyższonej niepewności, jeżeli przedsiębiorstwa w ogóle decydują się na inwestycje, to mogą preferować inwestycje w mniej innowacyjne projekty. Ponadto, podwyższona niepewność może utrudniać znalezienie finansowania dla inwestycji innowacyjnych lub prowadzenia działalności badawczo-rozwojowej. Na TFP może niekorzystnie wpływać także to, że w trakcie recesji ze względu na wzrost bezrobocia ulega zakłóceniu proces nabywania umiejętności i doświadczenia przez część pracowników (ang. *learning by doing*). Dodatkowo w przypadku gospodarek wschodzących w wyniku kryzysu gospodarczego może się zmniejszyć napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do tych krajów, co także negatywnie oddziałuje na kształtowanie się TFP. Wreszcie, jeżeli kryzys ograniczyłby międzynarodową wymianę handlową, to tym samym utrudniałby transfer bardziej zaawansowanych technologii z zagranicy do krajów nie znajdujących się na tzw. granicy technologicznej.

Z drugiej strony kryzysy gospodarcze mogą także przyczyniać się do wzrostu dynamiki TFP. Ich częstym skutkiem jest bowiem likwidacja lub restrukturyzacja najmniej produktywnych przedsiębiorstw, co przekłada się na wzrost przeciętnej produktywności w całej gospodarce. Kryzysy gospodarcze mogą wiązać się także z realokacją czynników produkcji do bardziej produktywnych sektorów gospodarki (jest to tzw. proces kreatywnej destrukcji (Schumpeter 1942)). Ponadto kryzysy gospodarcze mogą przyspieszać przeprowadzanie reform strukturalnych, czego efektem może być nie tylko wyższa dynamika TFP, ale także szybszy wzrost nakładu pracy oraz szybsza akumulacja kapitału.

Biorąc pod uwagę niepewność związaną zarówno z szacunkami produktu potencjalnego, jak i średnio- i długookresowymi prognozami przebiegu procesów gospodarczych, ilościowa ocena wpływu światowego kryzysu finansowego na produkt potencjalny może być obciążoną dużym błędem. Ostatnie szacunki Komisji Europejskiej (2010) wskazują, że wzrost produktu potencjalnego w strefie euro (w ujęciu rocznym) może obniżyć się z 1,75% w latach 2000-2008 do około 1% w latach 2010-2012. Z kolei szacunki MFW (2010) wskazują, że światowy kryzys gospodarczy może przyczynić się do obniżenia wzrostu potencjalnego w największych gospodarkach rozwiniętych z 2,1% średnio w latach 2000-2007 do 1,1% w okresie 2008-2011. MFW prognozuje także, że w okresie 2012-2015 wzrost produktu potencjalnego w tych gospodarkach może się zwiększyć (do 1,7%), jednak nadal będzie niższy niż w okresie przedkryzysowym. Trudno jednak obecnie wskazać, czy obniżona dynamika produktu potencjalnego w strefie euro i innych gospodarkach rozwiniętych utrzyma się także poza horyzontem tych prognoz. W dużym stopniu będzie to zależało od tego, czy polityka gospodarcza w okresie pokryzysowym będzie prowadzona w sposób sprzyjający wzrostowi potencjału tych gospodarek (Komisja Europejska 2009). Jednocześnie, czynnikiem, który będzie negatywnie wpływał na wzrost produktu potencjalnego w strefie euro w dłuższym okresie i który powinien być brany pod uwagę przy projektowaniu polityki gospodarczej sprzyjającej wzrostowi potencjału tej gospodarki, będzie dodatkowo proces starzenia się społeczeństwa w tym regionie.

Światowy kryzys finansowy miał relatywnie mniejszy wpływ na polską gospodarkę w porównaniu z wieloma innymi gospodarkami, w tym największymi gospodarkami rozwiniętymi. Jednak także w Polsce w wyniku kryzysu wyraźnie zmniejszyły się inwestycje w kapitał produkcyjny. W 2009 r. nakłady brutto na

⁶³ Wzrost stopy bezrobocia równowagi w rezultacie długotrwałego utrzymywania się stopy bezrobocia na podwyższonym poziomie określa się jako histerezę bezrobocia.

⁶⁴ Dla potencjalnych pracodawców mniej atrakcyjne mogą być także te osoby, w przypadku których nie dochodzi do ubytku nagromadzonych umiejętności. Pracodawcy nie mogą bowiem zweryfikować kwalifikacji i wiedzy osób poszukujących pracy bez ponoszenia kosztów i zakładają, że osoby długotrwale bezrobotne cechować się będą na ogół niższymi kwalifikacjami. W rezultacie, przedsiębiorcy mogą rezygnować z zatrudniania osób pozostających bez pracy przez dłuższy okres, niezależnie od poziomu umiejętności i kwalifikacji poszczególnych osób.

środki trwałe przedsiębiorstw obniżyły się o ponad 7%. Spadek inwestycji w polskiej gospodarce był ograniczony przez bardzo szybki wzrost inwestycji publicznych, w tym inwestycji infrastrukturalnych. Niski poziom inwestycji przedsiębiorstw może się utrzymać także w najbliższym okresie, w wyniku kryzysu wyraźnie obniżyło się bowiem wykorzystanie mocy produkcyjnych w polskich przedsiębiorstwach. Dodatkowo spadkowi oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw wskutek obniżenia stóp procentowych NBP towarzyszyło zaostrenie kryteriów ich przyznawania, co związane było z pogorszeniem się portfela tych kredytów. Wpływ utrudnionego dostępu do kredytu na inwestycje polskich przedsiębiorstw może być jednak ograniczany przez relatywnie dużą rolę finansowania inwestycji ze środków własnych. Kryzys nie doprowadził bowiem do znaczącego pogorszenia się rentowności i płynności polskich przedsiębiorstw.

W wyniku spowolnienia wzrostu gospodarczego pogorszyła się także sytuacja finansów publicznych w Polsce. Według prognoz Komisji Europejskiej deficyt sektora finansów publicznych w latach 2010-2011 może utrzymać się na poziomie bliskim 7% PKB, a dług tego sektora może zwiększyć się do 59,3% PKB w 2011 r., tj. o ponad 12 pkt. proc. w porównaniu z 2008 r. Zwiększające się potrzeby pożyczkowe państwa mogą przyczynić się do wzrostu kosztów finansowania w gospodarce, oddziałując tym samym niekorzystnie na akumulację kapitału prywatnego.

Spowolnienie wzrostu gospodarczego wpłynęło także niekorzystnie na sytuację na rynku pracy w Polsce, przy czym w warunkach relatywnie dużej elastyczności rynku pracy w Polsce, dostosowania po stronie wynagrodzeń były silniejsze niż dostosowania po stronie zatrudnienia. W rezultacie, umiarkowany był wzrost stopy bezrobocia, w związku z czym można oczekiwać, że prawdopodobieństwo wystąpienia w Polsce silnych efektów histerezy jest ograniczone. Jednocześnie, mimo niekorzystnych warunków gospodarczych, w 2009 r. przyspieszył wzrost liczby aktywnych zawodowo, do czego przyczynił się wzrost skłonności osób w grupie wiekowej 45-59/64 do podejmowania pracy w związku z wprowadzonymi w ostatnich latach ograniczeniami możliwości wcześniejszego przechodzenia na emeryturę. Ponadto, choć trudno jednoznacznie określić skalę i trwałość wpływu kryzysu na procesy migracyjne, dostępne dane wskazują na zmniejszenie się emigracji z Polski, w szczególności do krajów Europy Zachodniej silnie dotkniętych kryzysem. Utrzymanie się zmniejszonej skali emigracji z Polski mogłoby korzystnie wpływać na kształtowanie się krajowego zasobu siły roboczej w kolejnych latach, a przez to na wzrost produktu potencjalnego.

Szacunki dokonane na podstawie stosowanego w NBP modelu NECMOD wskazują, że w związku z szybkim wzrostem inwestycji w okresie przedkryzysowym tempo akumulacji kapitału produkcyjnego w polskiej gospodarce jeszcze w 2009 r. mogło kształtować się na relatywnie wysokim poziomie. Osłabienie inwestycji w kapitał fizyczny, do którego przyczynił się globalny kryzys finansowy, może przełożyć się na spadek tempa akumulacji kapitału w latach 2010-2012, co będzie oddziaływać w kierunku niższego wzrostu produktu potencjalnego w tym okresie. Projekcja z modelu NECMOD wskazuje jednak, że wysoki wzrost inwestycji publicznych będzie sprzyjać powrotowi tempa akumulacji kapitału w najbliższych latach powyżej średniej z lat 2004-2008. Jednocześnie, zgodnie z czerwcową projekcją z modelu NECMOD tempo wzrostu TFP może się obniżyć z 2% w latach 2004-2008 do 1,8% w latach 2009-2011, co także będzie niekorzystnie wpływać na tempo wzrostu produktu potencjalnego. Projekcja wskazuje również, że w najbliższych latach może wzrosnąć stopa bezrobocia równowagi (NAWRU), co w połączeniu z wolniejszym wzrostem zasobu siły roboczej będzie oddziaływać w kierunku niższego niż przed kryzysem wzrostu produktu potencjalnego. Szacunki z modelu NECMOD wskazują, że tempo wzrostu produktu potencjalnego w Polsce może obniżyć się z 4,5% w latach 2004-2008 do 3,5% w latach 2009-2012. Podobnie jak w przypadku innych gospodarek trudno jest obecnie ocenić, czy obniżenie się tempa wzrostu produktu potencjalnego w polskiej gospodarce będzie miało trwały charakter.

Bibliografia:

- Cerra, V. i S.C. Saxena (2008), Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery, *American Economic Review*, nr 98, s. 439-457.
- Furceri, D. i A. Mourougane (2009), The Effect of Financial Crisis on Potential Output: New Empirical Evidence From OECD Countries, OECD Economics Department Working Paper 687.
- Gradzewicz, M. i M. Kolasa (2004), Szacowanie luki popytowej dla gospodarki polskiej przy wykorzystaniu metody VECM, *Bank i Kredyt*, nr 2.
- Haugh, D., P. Ollivaud i D. Turner (2009), The Macroeconomic Consequences of Banking Crisis in OECD Countries, OECD Economics Department Working Paper, nr 683.
- Komisja Europejska (2009), Impact of the Current Economic and Financial Crisis on Potential Output, *European Economy Occasional Papers* 49.
- Komisja Europejska (2010), *European Economic Forecast – Spring 2010*.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy (2010), World Economic Outlook. April 2010.

Schumpeter, J. A. (1942), Kapitalizm, socjalizm, demokracja, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995.

Rozdział 3

Polityka pieniężna w okresie luty - czerwiec 2010 r.

Na posiedzeniach w lutym, marcu, kwietniu, maju i czerwcu 2010 r. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie: 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%, stopa dyskontowa weksli 4,00% 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 2010 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w czerwcu br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 24 lutego 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała przede wszystkim na temat interakcji perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie i w Polsce w świetle lutowej projekcji NBP, sytuacji na rynku pracy oraz rynku kredytowym.

Podkreślano fakt występowania dalszej poprawy aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, którą potwierdzają lepsze od oczekiwań dane o PKB za IV kw. 2009 r. oraz wzrost produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w styczniu 2010 r. Zwracano przy tym uwagę, że przyrost zapasów może świadczyć o poprawie ocen przyszłego popytu. Wskazywano także na stopniowe wyhamowywanie negatywnych tendencji na amerykańskim rynku pracy. Jednocześnie część członków Rady wymieniała następujące czynniki mogące stanowić ryzyko dla trwałości ożywienia w gospodarce amerykańskiej: osłabienie tendencji wzrostowej na rynku nieruchomości, dalsze ograniczenie akcji kredytowej dla sektora prywatnego oraz utrzymujący się wysoki deficyt budżetowy.

Analizując sytuację w strefie euro, zwracano uwagę na kontrast dynamiki PKB w tej gospodarce w stosunku do gospodarki amerykańskiej. Wskazywano na wyraźny spadek produkcji przemysłowej w grudniu ub. r. oraz na niskie tempo wzrostu PKB w gospodarce strefy euro w IV kw. 2009 r., w tym na stagnację w Niemczech. Podkreślano przy tym istotne zróżnicowanie sytuacji w poszczególnych krajach strefy euro oraz argumentowano, że ważnym czynnikiem ryzyka dla trwałości ożywienia w tej gospodarce jest napięta sytuacja fiskalna w Grecji, Irlandii, Włoszech, Portugalii i Hiszpanii. Jednocześnie wskazywano na dalszą poprawę wskaźników koniunktury obrazujących nastroje przedsiębiorstw w strefie euro. Zwracano też uwagę na wysoki wzrost w gospodarkach azjatyckich, których popyt może być czynnikiem wspierającym ożywienie w gospodarkach będących najważniejszymi partnerami handlowymi Polski.

Ponadto część członków Rady zwracała uwagę, że istotnym źródłem niepewności co do trwałości ożywienia w gospodarce światowej, a w konsekwencji w gospodarce polskiej, są skutki oczekiwanego zakończenia programów stymulacyjnych w wielu krajach. Inni członkowie Rady wskazywali, że pogorszenie koniunktury za granicą, a w efekcie w gospodarce polskiej, może nastąpić m.in. ze względu na trudną sytuację fiskalną w krajach rozwiniętych. Część członków Rady argumentowała, że – mimo słabej dynamiki PKB w strefie euro, a w szczególności w Niemczech – stopniowo rośnie krajowy eksport oraz import, co wynika z silniejszego powiązania polskiego handlu z eksportem głównych partnerów handlowych Polski niż z popytem wewnętrznym w tych krajach. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w przypadku ponownego istotnego osłabienia się tempa wzrostu gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki bardziej prawdopodobna byłaby raczej deprecjacja nominalnego kursu złotego niż jego aprecjacja. To w połączeniu z obniżającymi się jednostkowymi kosztami pracy w przemyśle zwiększałoby cenową konkurencyjność przedsiębiorstw wobec zagranicy, sprzyjając utrzymaniu dodatniego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

Dyskutując o sytuacji w polskiej gospodarce zwracano uwagę na wyższy niż oczekiwano wzrost produkcji przemysłowej, dalszą poprawę wskaźników koniunktury oraz na kolejną rewizję w górę sporządzanych przez analityków zewnętrznych prognoz wzrostu PKB na 2010 r. Zdaniem części członków Rady napływające dane wskazują na szybsze niż dotychczas oczekiwano przyspieszenie dynamiki PKB. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że niższa od większości prognoz dynamika sprzedaży detalicznej w grudniu 2009 r. wynikała przede wszystkim z niekorzystnych warunków pogodowych i nie jest sygnałem osłabienia popytu. Członkowie Rady wskazywali na trudną sytuację sektora finansów publicznych, w tym gorszą niż w latach poprzednich sytuację jednostek samorządu terytorialnego. Część członków Rady argumentowała, że obniżenie się liczby pracujących w sektorze publicznym, na co wskazują dane BAEL za IV kw. 2009 r., i możliwa kontynuacja tej tendencji w obliczu koniecznego ograniczenia skali nierównowagi finansów publicznych, mogą przełożyć się na pogorszenie sytuacji dochodowej części gospodarstw domowych, a w konsekwencji popytu krajowego. Jednak inni członkowie Rady – wskazując na różnice w dynamice dochodów z pracy w sektorze przedsiębiorstw i dynamice z dochodów z pracy najemnej łącznie – zwracali uwagę, że sektor finansów publicznych dotychczas raczej zwiększał presję płacową niż ją łagodził.

Analizując dane o rynku pracy, większość członków Rady oceniła, że stopniowa stabilizacja zatrudnienia obserwowana w ostatnich miesiącach w sektorze przedsiębiorstw może sygnalizować pewne wyhamowywanie negatywnych tendencji na rynku pracy. Jednak według części członków Rady dalszy wzrost stopy bezrobocia, wynikający ze wzrostu aktywności zawodowej w warunkach słabego popytu na pracę, powinien sprzyjać utrzymaniu niskiej presji płacowej w najbliższych miesiącach. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast na negatywny wpływ czynników demograficznych na podaż pracy, który w nadchodzących latach będzie wzmacniał presję płacową.

Omawiając perspektywy rozwoju akcji kredytowej, część członków Rady oceniła, że polityka kredytowa banków w stosunku do sektora przedsiębiorstw jest nadal restrykcyjna. Może to negatywnie wpływać na działalność przedsiębiorstw tym bardziej, że wciąż duży odsetek firm ma niską płynność. Członkowie ci wskazywali, że Rekomendacja T wydana w lutym br. przez Komisję Nadzoru Finansowego będzie oddziaływała w kierunku zmniejszenia dostępu gospodarstw domowych do kredytu. Zdaniem tych członków Rady możliwe dalsze osłabienie dynamiki kredytu dla sektora prywatnego będzie czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy w Polsce, co może – w opinii niektórych członków Rady – przemawiać za podjęciem przez bank centralny dodatkowych działań wspierających pośrednio akcję kredytową.

Inni członkowie Rady argumentowali, że wysoki poziom rentowności netto przedsiębiorstw oraz wysokie odpisy amortyzacyjne, a w konsekwencji – w ich ocenie – dobra sytuacja płynnościowa

firm umożliwia przedsiębiorstwom finansowanie zarówno działalności bieżącej, jak i inwestycyjnej ze środków własnych, co zmniejsza popyt na kredyt ze strony tych podmiotów. Członkowie ci wskazywali ponadto na systematyczny spadek odsetka firm charakteryzujących się bardzo niską płynnością oraz na brak sygnalizowania problemów z płynnością przez większość tych przedsiębiorstw. Zwracali oni również uwagę na coraz silniejsze kwartalne przyrosty zadłużenia gospodarstw domowych, w tym w szczególności relatywnie wysoką dynamikę kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych. Członkowie ci wskazywali, że wysokość rat spłaty złotych kredytów mieszkaniowych zależy w głównej mierze od poziomu stóp procentowych w Polsce. Ich zdaniem zbyt późne rozpoczęcie zacieśniania polityki pieniężnej dla stabilizowania inflacji na poziomie celu inflacyjnego może wymagać znacznie silniejszego podniesienia stóp procentowych NBP w przyszłości, a to zwiększyłoby wyraźnie wysokość rat kredytów mieszkaniowych.

Dyskutując na temat kształtowania się inflacji wskazywano, że nieznaczny wzrost inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego w styczniu 2010 r. jest najprawdopodobniej przejściowy. Większość członków Rady podkreślała, że w kolejnych miesiącach można oczekiwać silnego spadku inflacji, nawet w pobliżu dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Zdaniem tych członków Rady do silnego obniżenia się inflacji przyczynią się przede wszystkim: efekty bazy związane z wysokimi podwyżkami cen regulowanych na początku 2009 r., a także sprzyjający obniżaniu się inflacji bazowej spadek cen importu w wyniku dotychczasowej aprecjacji złotego. Zdaniem części członków Rady efekt ten będzie wzmacniany ograniczoną presją popytową i płacową. Członkowie ci wskazywali ponadto, że na podstawie obecnie dostępnych informacji, należy zakładać brak podniesienia niektórych podatków, w tym stawek akcyzy, w bieżącym roku. Podniesienie tych podatków było wcześniej oceniane jako czynnik ryzyka dla obniżania się inflacji. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że mimo silnego osłabienia się wzrostu gospodarczego inflacja w Polsce utrzymuje się na stosunkowo wysokim poziomie.

Omawiając perspektywy kształtowania się inflacji w średnim okresie część członków Rady podkreślała, że czynnikami sprzyjającymi utrzymaniu się inflacji na niskim poziomie będą: stabilne oczekiwania inflacyjne, relatywnie niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, prawdopodobne zwiększenie restrykcyjności polityki fiskalnej wynikające z konieczności zmniejszenia deficytu sektora finansów publicznych oraz niska presja popytowa związana z powolnymżywieniem wzrostu w gospodarce światowej. Członkowie ci zwracali także uwagę, że na przyszły spadek inflacji wskazuje również systematycznie obniżająca się dynamika agregatu M3. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że w kierunku wyższej inflacji w najbliższych latach mogą oddziaływać wyższe ceny energii związane z dalszym wzrostem cen ropy naftowej. Członkowie ci argumentowali przy tym, że ograniczone możliwości zwiększenia podaży surowców energetycznych uzasadniają oczekiwanie wzrostu ich cen w odpowiedzi na powoli rosnący popyt w gospodarce światowej. Równocześnie – zdaniem tych członków Rady – dążenie do zwiększenia produkcji biopaliw będzie powodowało także wzrost cen surowców żywnościowych na rynkach światowych.

Rada omawiała perspektywy inflacji na tle wyników lutowej projekcji NBP. Zwracano uwagę, że centralna ścieżka projekcji, przy założeniu stałych stóp procentowych NBP, wskazuje na stopniowy wzrost inflacji od IV kw. 2010 r. – do poziomu powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego pod koniec 2012 r., przy czym inflacja bazowa w latach 2011-2012 ma utrzymywać się istotnie powyżej 2,5%. Część członków Rady argumentowała, że utrzymywanie się inflacji ogółem poniżej celu inflacyjnego do połowy 2011 r. ma być związane z silnym spadkiem dynamiki cen żywności i energii, tj. kategorii podatnych na szoki, których prognozy mogą być obciążone dużym błędem. Zdaniem tych członków Rady wyższa niż przewidziano w projekcji może być również dynamika, z jednej strony, jednostkowych kosztów pracy oraz, z drugiej strony, konsumpcji prywatnej (według projekcji ta ostatnia ma kształtować się istotnie poniżej średniej wartości z lat 2000-2009). Oceniali oni jako mało prawdopodobną sytuację, w której do końca ho-

ryzontu projekcji pogłębia się ujemna luka popytowa. W efekcie, według tych członków Rady inflacja w średnim okresie może ukształtować się powyżej centralnej ścieżki projekcji. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że odmienne od wynikającego z projekcji kształtowanie się kursu złotego sprawia, że ocena ryzyk dla realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie może być bardziej korzystna od zawartej w lutowej projekcji NBP.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu Rady były również kwestie związane z integracją monetarną Polski ze strefą euro, w tym z uczestnictwem złotego w mechanizmie kursowym ERM II. Rada dyskutowała na temat warunków, które powinny zostać spełnione na drodze Polski do strefy euro. Rada uznała, że przystąpienie Polski do ERM II i strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie, po spełnieniu niezbędnych warunków prawnych, ekonomicznych i organizacyjnych.

Omawiając perspektywy polityki pieniężnej w najbliższym okresie, niektórzy członkowie Rady podkreślali, że zgodnie z lutową projekcją prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej celu inflacyjnego jest wyższe niż prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu, co uzasadnia – ich zdaniem – zasygnalizowanie w Informacji po posiedzeniu RPP możliwości zmiany w niedługim czasie oceny bilansu ryzyk dla inflacji. Pozostali członkowie Rady argumentowali natomiast, że niepewność dotycząca uwarunkowań przebiegu procesów makroekonomicznych na świecie, a zwłaszcza w strefie euro, nie pozwala jeszcze na jednoznaczną ocenę, czy ryzyko ukształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej celu inflacyjnego istotnie wzrosło.

Rada oceniła, że informacje dotyczące sytuacji gospodarczej w Polsce i na świecie, które napłynęły od ostatniego posiedzenia uzasadniają pozostawienie stóp bez zmian na bieżącym posiedzeniu.

Odnosząc się do decyzji dotyczących wysokości stóp procentowych NBP w przyszłości część członków Rady zgadzała się, że oczekiwany wzrost inflacji w latach 2011-2012 może uzasadniać zaostrzenie polityki pieniężnej w 2010 r., choć moment ewentualnego podwyższania stóp procentowych będzie uzależniony od rozwoju sytuacji. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że dalsza stabilizacja sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych może przełożyć się na spadek premii za ryzyko zawartej w rynkowych stopach procentowych, co – przy utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmienionym poziomie – będzie oznaczało złagodzenie warunków monetarnych. Zdaniem części członków Rady zbyt wczesne zacieśnienie polityki pieniężnej mogłoby jednak oddziaływać w kierunku nadmiernej aprecjacji kursu złotego.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 31 marca 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała przede wszystkim na temat perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie i w Polsce, kształtowania się kursu złotego, sytuacji sektora finansów publicznych oraz przyszłej polityki pieniężnej.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki wskazywano na dalszy wzrost aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, szczególnie widoczny w sektorze przemysłowym. Oceniano, że stabilizacja stopy bezrobocia i wolniejszy niż we wcześniejszym okresie spadek zatrudnienia mogą sygnalizować stopniowe wyhamowanie niekorzystnych tendencji na rynku pracy. Jednocześnie podkreślano, że w lutym pogorszyły się nastroje amerykańskich konsumentów, co mogło być związane z nadal wysokim poziomem bezrobocia i pogorsze-

niem się sytuacji na rynku nieruchomości. Część członków Rady argumentowała, że ograniczona skala akcji kredytowej dla sektora prywatnego i zła sytuacja na rynku nieruchomości z jednej strony oraz utrzymujący się wysoki deficyt budżetowy z drugiej strony stanowią czynniki ryzyka dla trwałego ożywienia wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych.

Analizując sytuację w strefie euro wskazywano, że poprawa koniunktury następuje tam wyraźnie wolniej niż w Stanach Zjednoczonych, choć – podobnie jak w gospodarce amerykańskiej – coraz wolniejszy spadek zatrudnienia i stabilizacja stopy bezrobocia mogą sygnalizować powolne wyhamowanie negatywnych tendencji na rynku pracy. Argumentowano też, że w nadchodzącym okresie w kierunku zwiększenia aktywności gospodarczej w strefie euro będzie oddziaływać rosnący popyt gospodarek rozwijających się, głównie z Azji. Część członków Rady wskazywała jednak, że na perspektywy eksportu strefy euro może niekorzystnie oddziaływać struktura geograficzna tego eksportu oraz zmniejszenie konkurencyjności gospodarki niemieckiej związane ze wzrostem jednostkowych kosztów pracy w tej gospodarce w ostatnim czasie. Oceniano także, że najnowsze dane miesięczne, w tym spadek sprzedaży detalicznej i pogorszenie się niektórych wskaźników koniunktury w styczniu, mogą wskazywać na utrzymywanie się słabego popytu wewnętrznego w strefie euro. Zdaniem niektórych członków Rady dane o PKB za IV kw. 2009 r. oraz najnowsze dane miesięczne mogą wskazywać, że poprawa aktywności w tej gospodarce mogła być przejściowa i stanowić w dużej mierze efekt rządowych programów stymulacji koniunktury.

W tym kontekście wskazywano na utrzymywanie się niepewności odnośnie do trwałości ożywienia w gospodarce światowej. Niepewność ta jest związana dla części Rady przede wszystkim z napięciami na rynkach finansowych wywołanymi problemami finansowymi części krajów strefy euro, zwłaszcza Grecji oraz ze stopniowym ograniczaniem stopnia ekspansywności polityki makroekonomicznej w największych gospodarkach europejskich i Stanach Zjednoczonych. Zdaniem innych członków Rady niepewność ta wynika głównie z narastania długu publicznego w wielu krajach. Analizując czynniki zwiększające niepewność odnośnie do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie, niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę na przyspieszenie wzrostu sprzedaży detalicznej oraz inflacji CPI i PPI w Chinach, co może wskazywać na narastającą nierównowagę w tej gospodarce. Członkowie ci argumentowali, że ze względu na silne powiązania handlowe między Chinami i strefą euro ewentualne osłabienie koniunktury w Chinach miałyby negatywne konsekwencje dla wzrostu gospodarczego w strefie euro, a w konsekwencji także w Polsce.

Odnosząc się do polityki pieniężnej głównych banków centralnych podkreślano, że stopniowo wycofują się one z niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej. Oceniano przy tym, że ze względu na słabe jeszcze ożywienie aktywności gospodarczej na świecie i niską presję inflacyjną w głównych gospodarkach rozwiniętych, w najbliższym okresie nie należy oczekiwać podwyższenia stóp procentowych w tych gospodarkach. Jednocześnie wskazywano, że w niektórych krajach regionu w ostatnim okresie nastąpiło dalsze złagodzenie polityki pieniężnej. Część członków Rady podkreślała natomiast, że w niektórych gospodarkach rozwiniętych rozpoczęło już cykl podwyżek stóp procentowych.

Dyskutując na temat sytuacji w polskiej gospodarce zwracano uwagę, że w IV kw. 2009 r. roczna dynamika popytu wewnętrznego była nadal relatywnie niska, a do wzrostu PKB przyczynił się przede wszystkim eksport netto. Jednocześnie oceniano, że w świetle najnowszych miesięcznych danych ożywienie aktywności gospodarczej dotyczy w największym stopniu przemysłu, tj. sektora, który został najsilniej dotknięty spowolnieniem gospodarczym. Zwracano także uwagę na gorsze od oczekiwań dane o sprzedaży detalicznej oraz silny spadek produkcji budowlano-montażowej w pierwszych miesiącach 2010 r., choć jednocześnie oceniano, że dane te mogły być zaburzone przez niekorzystne warunki pogodowe i w kolejnych miesiącach można oczekiwać pewnej ich poprawy. Część członków Rady wskazywała, że obniżenie się dynamiki sprzedaży

detalicznej może wskazywać na opóźnione dostosowanie popytu gospodarstw domowych do warunków spowolnienia gospodarczego. Ponadto niektórzy członkowie Rady argumentowali, że wyraźnie mniejsza niż przed rokiem skala akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw może sygnalizować niski wzrost inwestycji tego sektora. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że obserwowany w ostatnich miesiącach wzrostowy trend części wskaźników koniunktury konsumpcyjnej może sygnalizować ożywienie popytu konsumpcyjnego w nadchodzącym okresie. Argumentowali oni także, że niska dynamika kredytów dla przedsiębiorstw odzwierciedla ich niskie zapotrzebowanie na kredyt, będące efektem bardzo dobrych wyników finansowych i wysokiej płynności przedsiębiorstw. Zdaniem tych członków Rady, taką ocenę mogą potwierdzać wyniki badań koniunktury NBP, w świetle których w IV kw. 2009 r. obniżył się odsetek przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt, wzrósł natomiast odsetek zaakceptowanych wniosków kredytowych. Ponadto oceniali oni, że w nadchodzącym okresie wzrost kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych może ponownie przyspieszyć, na co wskazują prognozy banków komercyjnych.

Omawiając kształtowanie się cen towarów i usług konsumpcyjnych, wskazywano na wyraźny spadek rocznej inflacji CPI w lutym 2010 r., na który złożył się spadek rocznych wskaźników cen paliw i nośników energii oraz cen żywności, a także obniżenie się inflacji bazowej. Część członków Rady zwracała uwagę, że w świetle dostępnych prognoz w najbliższych miesiącach inflacja będzie się obniżać, na co wpłyną przede wszystkim statystyczne efekty bazy związane z silnym wzrostem cen administrowanych w 2009 r., obserwowana dotychczas aprecjacja kursu złotego, umiarkowane tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy oraz niska obecnie presja popytowa. Wskazywali oni, że presja popytowa jest niska ze względu na nadal niekorzystną sytuację na rynku pracy odzwierciedloną w spadku liczby pracujących według BAEL w IV kw. 2009 r. i w ograniczonym wzroście wynagrodzeń, a także na niską dynamikę kredytów dla sektora niefinansowego. Inni członkowie Rady wskazywali, że spadek inflacji w najbliższym okresie może być ograniczany przez wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych oraz cen gazu dla odbiorców indywidualnych na rynku krajowym. W ocenie części Rady w dalszej perspektywie presja inflacyjna będzie się zwiększać ze względu na wzrost presji popytowej związanej z ożywieniem aktywności gospodarczej i nierównowagą sektora finansów publicznych, a także na możliwe nasilenie presji płacowej w części tego sektora. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także, że pomimo spadku, w ostatnim okresie inflacja była wyższa niż to wynikało z wcześniejszych prognoz.

Na posiedzeniu odnoszono się także do kwestii spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht. Część członków Rady podkreślała, że dwunastomiesięczna średnia inflacja HICP, brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium stabilności cen z Maastricht, znacząco przewyższa szacowaną wartość referencyjną dla tego kryterium. Członkowie ci zwracali uwagę, że dalsze utrzymywanie się obserwowanych w ostatnim roku dodatnich różnic między zharmonizowanym wskaźnikiem cen konsumpcyjnych (HICP) a wskaźnikiem CPI oraz ewentualne uwzględnienie w przyszłości cen usług związanych z użytkowaniem mieszkań przez właścicieli we wskaźniku HICP mogłyby wpływać na perspektywy spełnienia przez Polskę kryterium stabilności cen.

Rada poświęciła wiele uwagi kształtowaniu się kursu złotego, który w ostatnim okresie wyraźnie się umocnił. Część członków Rady oceniała, że tempo aprecjacji kursu może być nadmierne, wskazując, że od lutego 2009 r. złoty umocnił się silniej niż pozostałe waluty regionu. Podkreślali oni, że umocnienie złotego zwiększa stopień restrykcyjności warunków monetarnych w Polsce i może niekorzystnie wpływać na konkurencyjność polskiego eksportu, hamując ożywienie aktywności gospodarczej. Zwracano również uwagę, że szybka aprecjacja kursu rodzi ryzyko zwiększonych jego wahań w przyszłości. Inni członkowie Rady oceniali, że na zmiany kursu złotego i innych walut regionu w dużym stopniu wpływa sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych, a niedawne umocnienie złotego było związane ze spadkiem globalnej awersji do

ryzyka. Wskazywali także, że aprecjacji złotego sprzyja napływ kapitału zagranicznego na rynek polskich skarbowych papierów wartościowych, związany z dużymi potrzebami pożyczkowymi budżetu państwa. Członkowie ci argumentowali, że ze względu na większą niż w przypadku innych walut regionu skalę wcześniejszej deprecjacji związanej z kryzysem finansowym, pomimo obserwowanego ostatnio umocnienia, kurs złotego nie przewyższa szacowanego kursu równowagi. Zdaniem tych członków Rady obecny poziom kursu złotego nie zmniejsza znacząco konkurencyjności polskiego eksportu, co potwierdzają – ich zdaniem – badania NBP wskazujące na poprawę ocen przedsiębiorstw eksportujących odnośnie do ich bieżącej i oczekiwanej sytuacji. Ponadto członkowie ci wskazywali, że korzystnie na konkurencyjność eksportu oddziałuje spadek jednostkowych kosztów pracy w przemyśle. Oceniali oni także, że dynamika polskiego eksportu jest w większym stopniu zależna od wzrostu wymiany handlowej w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski niż od poziomu kursu walutowego, choć jednocześnie podkreślali, że wysoka zmienność kursu może mieć niekorzystny wpływ na rozwój sektora produkującego dobra podlegające międzynarodowej wymianie handlowej w porównaniu do sektora niewytwarzającego takich dóbr.

Członkowie Rady wskazywali na niekorzystną sytuację sektora finansów publicznych, o której świadczy bardzo wysoki zbiorczy deficyt budżetów odnotowany przez jednostki samorządu terytorialnego w 2009 r., a także relatywnie wysoki stopień realizacji rocznego planu deficytu budżetu państwa w pierwszych dwóch miesiącach 2010 r. Część członków Rady oceniała, że możliwe utrzymywanie się słabego popytu konsumpcyjnego oddziaływałoby w kierunku zmniejszenia dochodów z VAT i zwiększenia deficytu budżetowego. Zdaniem tych członków Rady, w świetle dostępnych danych planowane przez rząd działania konsolidacyjne mogą okazać się niewystarczające do ograniczenia nierównowagi sektora finansów publicznych zgodnie z założeniami przedstawionymi w Programie konwergencji. Aktualizacja 2009. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę, że w razie pogłębienia się tych problemów mógłby nastąpić odpływ kapitału zagranicznego oddziałujący w kierunku osłabienia kursu złotego.

Rada oceniła, że umiarkowana presja inflacyjna w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej oraz niepewność odnośnie do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce w połączeniu z dotychczasową aprecjacją kursu złotego uzasadniają pozostawienie stóp procentowych NBP bez zmian na bieżącym posiedzeniu.

Odnosząc się do przyszłych decyzji dotyczących stóp procentowych NBP, niektórzy członkowie Rady stwierdzili, że wobec ryzyka nadmiernego umocnienia kursu złotego, prowadzącego do silnego wzrostu stopnia restrykcyjności warunków monetarnych, można rozważyć ich przejściowe złagodzenie poprzez obniżenie stóp procentowych NBP. Część członków Rady argumentowała, że w obecnej sytuacji obniżenie stóp procentowych jest nieuzasadnione i mogłoby przyczynić się do zwiększenia zmienności cen na rynkach finansowych. Ponadto, w ocenie większości Rady, przejściowe obniżenie stóp procentowych NBP spowodowałoby konieczność silniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej w dalszej perspektywie.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 28 kwietnia 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała przede wszystkim na temat sytuacji w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, w tym możliwych skutków kryzysu fiskalnego w Grecji, oraz perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce.

Odnosząc się do sytuacji za granicą wskazywano, że aktywność gospodarcza na świecie stopniowo rośnie, choć skala ożywienia jest silnie zróżnicowana między poszczególnymi regionami. Zwracano uwagę, że w marcu – po raz pierwszy od początku recesji wywołanej kryzysem finansowym – nastąpił wyraźny wzrost zatrudnienia w Stanach Zjednoczonych, co przyczyniło się do dalszego umocnienia popytu konsumpcyjnego w tej gospodarce. Jednocześnie podkreślano, że dalsza poprawa na rynku pracy będzie następować stopniowo. Ponadto oceniano, że nadal niewielka skala akcji kredytowej w Stanach Zjednoczonych będzie oddziaływała w kierunku ograniczenia wzrostu popytu w tej gospodarce w nadchodzącym okresie.

Dyskutując na temat strefy euro, część członków Rady wskazywała na dalszy wzrost produkcji przemysłowej i poprawę wskaźników koniunktury odzwierciedlających nastroje przedsiębiorców. Członkowie ci zwracali uwagę, że szybki wzrost gospodarczy w rozwijających się krajach Azji prowadzi do wzrostu popytu w tych krajach na produkty eksportowe strefy euro, oddziałując w kierunku wzrostu jej PKB. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że ożywienie aktywności w strefie euro jest wyraźnie słabsze niż w Stanach Zjednoczonych, przy czym zdaniem niektórych członków Rady jest to w dużej mierze efektem relatywnie większej skali ekspansji fiskalnej i monetarnej w gospodarce amerykańskiej w minionym okresie. Członkowie ci wskazywali, że wciąż niekorzystna sytuacja na rynku pracy w strefie euro przyczynia się do ograniczania popytu konsumpcyjnego, co znalazło odzwierciedlenie w spadku sprzedaży detalicznej w pierwszych miesiącach 2010 r. Podkreślano jednak, że ważną przyczyną tego spadku były także niekorzystne warunki pogodowe.

Rada poświęciła wiele uwagi sytuacji fiskalnej głównych gospodarek rozwiniętych. Oceniano, że będące efektem wprowadzonych wcześniej programów stymulujących koniunkturę narastanie długu publicznego w Stanach Zjednoczonych i strefie euro stanowi główny czynnik ryzyka dla ich wzrostu gospodarczego. Z jednej strony ograniczenie deficytów budżetowych, choć sprzyjałoby wzrostowi gospodarczemu w dłuższej perspektywie, może doprowadzić do ponownego spadku aktywności w tych gospodarkach w krótkim okresie. Z drugiej strony utrzymywanie luźnej polityki fiskalnej byłoby czynnikiem osłabiającym wzrost gospodarczy ze względu na wywołany tym wzrost długoterminowych stóp procentowych.

Odnosząc się do sytuacji w Grecji, część członków Rady wskazywała, że kryzys fiskalny w tym kraju prowadzi do napięć na międzynarodowych rynkach finansowych i wzrostu rynkowych stóp procentowych także w innych gospodarkach, zwłaszcza w tych krajach członkowskich strefy euro, które cechują się szczególnie dużą nierównowagą fiskalną. Różnice w stanie finansów publicznych oraz w zdolności do jego poprawy pogłębiają zróżnicowanie perspektyw wzrostu w poszczególnych gospodarkach tej strefy. Zdaniem tych członków Rady ewentualna niewypłacalność rządu Grecji doprowadziłaby do strat działających w Europie instytucji finansowych posiadających greckie skarbowe papiery wartościowe, co mogłoby przyczynić się do ponownego ograniczenia dostępu europejskich przedsiębiorstw do kredytu bankowego. Istotnie zwiększałaby również niepewność podmiotów gospodarczych odnośnie do przyszłej sytuacji ekonomicznej, prowadząc do spadku aktywności gospodarczej. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady argumentowali, że udzielenie Grecji pomocy finansowej przez inne państwa strefy euro wprawdzie przyczyni się do zażegnania aktualnego kryzysu, jednak w dalszej perspektywie może przełożyć się na spadek zaufania uczestników rynków finansowych do polityki fiskalnej w krajach strefy euro. To z kolei oddziaływałoby w kierunku, z jednej strony, wzrostu rynkowych stóp procentowych w tych gospodarkach oraz, z drugiej strony, osłabienia kursu euro i zwiększenia zmienności kursów innych walut, w tym złotego.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, wskazywano na nieznacznie zrewidowane w górę dane o PKB w IV kw. 2009 r. oraz lepsze od oczekiwań dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Podkreślano przy tym, że ożywienie koniunktury dotyczy w największym stopniu sektora przemysłowego. Część członków Rady wskazywała, że produkcja sprzedana

przemysłu w marcu 2010 r. osiągnęła poziom wyższy niż przed spowolnieniem gospodarczym, a jej wzrost w ostatnim okresie objął większość działów. Zwracali oni uwagę na poprawę w I kw. 2010 r. oczekiwań przedsiębiorstw odnośnie do ich sytuacji ekonomicznej i przyszłego popytu, a także na fakt, że choć ożywienie gospodarcze nie przekłada się jeszcze na wzrost aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw, większy niż w ostatnich kwartałach odsetek firm ankietowanych przez NBP kontynuuje wcześniej rozpoczęte projekty inwestycyjne. Członkowie ci podkreślali ponadto, że dodatni wkład do wzrostu PKB w kolejnych kwartałach może mieć zmiana stanu zapasów, na co wskazuje zmniejszenie się odsetka ankietowanych przedsiębiorstw informujących o zbyt wysokich zapasach produktów gotowych i wzrost odsetka firm oceniających zapasy jako zbyt niskie. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na pogłębienie się spadku rocznej dynamiki inwestycji przedsiębiorstw w IV kw. 2009 r., a także na spadek produkcji budowlano-montażowej i wciąż niską dynamikę sprzedaży detalicznej w całym I kw. 2010 r. Rada podkreślała także, że perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce zależą w dużym stopniu od rozwoju sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, w tym od tego, w jaki sposób zostanie rozwiązany kryzys fiskalny w Grecji i problemy fiskalne innych gospodarek.

Część członków Rady argumentowała, że możliwe utrzymywanie się słabej aktywności gospodarczej w strefie euro, która jest głównym partnerem handlowym Polski, będzie ograniczać wzrost polskiego eksportu, oddziałując w kierunku spowolnienia wzrostu krajowego PKB. Inni członkowie Rady wskazywali, że – pomimo niskiej aktywności gospodarczej w strefie euro – w ostatnich miesiącach polski eksport systematycznie się zwiększał, do czego przyczyniał się rosnący popyt krajów azjatyckich na europejskie produkty, w produkcji których wykorzystywane są wytwarzane w Polsce dobra pośrednie. Zwracali oni także uwagę, że w świetle badań ankietowych NBP sytuacja polskich eksporterów poprawia się, a opłacalność eksportu jest wysoka pomimo aprecjacji kursu złotego.

Omawiając sytuację na rynku pracy, zwracano uwagę na dane za marzec 2010 r. sygnalizujące możliwość wyhamowania niekorzystnych tendencji na tym rynku: przyspieszenie rocznej dynamiki wynagrodzeń i pewną stabilizację zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, stabilizację stopy bezrobocia (po usunięciu czynników o charakterze sezonowym) oraz wzrost liczby nowych ofert pracy. Część członków Rady argumentowała, że na pewną poprawę sytuacji na rynku pracy w I kw. 2010 r. wskazują również wyniki badań ankietowych przedsiębiorstw prowadzonych przez NBP, w świetle których prawdopodobne jest przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń w kolejnym kwartale. Inni członkowie Rady oceniali, że poprawa sytuacji na rynku pracy będzie następować powoli i może nie dotyczyć niektórych sektorów gospodarki, w tym zwłaszcza budownictwa.

Dyskutując na temat bieżącej inflacji wskazywano, że w marcu 2010 r. roczna inflacja CPI spadła do poziomu bliskiego celowi inflacyjnemu NBP; obniżyły się także wszystkie miary inflacji bazowej oraz wskaźnik HICP, a wskaźnik PPI był nadal ujemny. Część członków Rady wskazywała jednak, że za spadek inflacji CPI w marcu w istotnej mierze odpowiadały niższe roczne dynamiki cen żywności oraz cen usług internetowych, na które zdaniem tych członków Rady w niewielkim stopniu wpływają zmiany presji popytowej. Oceniali oni w tym kontekście, że presję popytową może lepiej odzwierciedlać dynamika cen w kategorii restauracje i hotele, która jest nadal relatywnie wysoka. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, że Polska od wielu miesięcy nie spełnia kryterium stabilności cen z Maastricht.

Analizując perspektywy inflacji, część członków Rady wskazywała, że według dostępnych prognoz w nadchodzących miesiącach inflacja CPI będzie kształtować się poniżej celu inflacyjnego NBP. Przyczynią się do tego przede wszystkim: umiarkowana presja popytowa, odzwierciedlona w niskim stopniu wykorzystania mocy produkcyjnych, obserwowana w ostatnim okresie aprecjacja kursu złotego oraz niska dynamika kosztów pracy w gospodarce, w tym ich spadek w przemyśle. Zdaniem tych członków Rady, ograniczeniu presji popytowej sprzyjać będą relatyw-

nie wysoka stopa bezrobocia oraz niska dynamika akcji kredytowej dla sektora prywatnego, w tym spadek kredytów dla przedsiębiorstw. Jednocześnie oceniano, że czynnikiem hamującym spadek inflacji może być wzrost cen surowców na rynkach światowych (choć efekt ten może być łagodzony przez dotychczasową aprecjację złotego), a także utrzymywanie się podwyższonej dynamiki niektórych cen administrowanych. Inni członkowie Rady oceniali, że kształtowanie się rocznego wskaźnika CPI wyraźnie poniżej celu inflacyjnego przez dłuższy okres jest mało prawdopodobne, ponieważ ożywienie aktywności w polskiej gospodarce i prawdopodobna w świetle najnowszych danych poprawa sytuacji na rynku pracy, w tym zwłaszcza możliwe przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń będą prowadzić do stopniowego wzrostu presji popytowej i kosztowej. Argumentowali oni, że spadek jednostkowych kosztów pracy jest typowy dla obecnej fazy cyklu koniunkturalnego, a wraz z dalszym ożywieniem aktywności gospodarczej można oczekiwać wzrostu ich dynamiki. Ponadto – w ocenie tych członków Rady – spadek kredytu dla przedsiębiorstw może odzwierciedlać niskie zapotrzebowanie firm na kredyt związane z ich dobrą sytuacją finansową. Podkreślano jednak, że w ocenie banków spadek popytu na kredyt dotyczy głównie dużych przedsiębiorstw, a popyt małych i średnich przedsiębiorstw na kredyt rośnie.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na dane dotyczące przemysłu wskazujące, że w porównaniu z sytuacją sprzed spowolnienia gospodarczego najwyższy przyrost produkcji sprzedanej odnotowano w przypadku dóbr konsumpcyjnych. Zdaniem tych członków Rady może to oznaczać, że wykorzystanie mocy wytwórczych w przedsiębiorstwach produkujących dobra konsumpcyjne jest większe niż przeciętnie w sektorze przemysłowym, co może mieć znaczenie przy ocenie przyszłej dynamiki cen tych dóbr. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dobra konsumpcyjne należą do dóbr podlegających międzynarodowej wymianie handlowej, co powinno hamować wzrost ich cen nawet przy wysokim wykorzystaniu mocy produkcyjnych w wytwarzających je przedsiębiorstwach.

Członkowie Rady odnosili się także do niekorzystnej sytuacji sektora finansów publicznych. Wskazywano, że luźna polityka fiskalna poprzez duże emisje skarbowych papierów wartościowych przyczynia się do wzrostu zaangażowania nierezydentów na rynku obligacji. Zwiększa to wrażliwość polskiej gospodarki na ewentualne zawirowania na globalnych rynkach finansowych powodujące odpływ kapitału z gospodarek wschodzących. Część członków Rady oceniała, że w razie braku konsolidacji finansów publicznych koszty finansowania długu publicznego będą rosły, również ze względu na możliwy w takiej sytuacji wzrost oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych. Zwracali oni przy tym uwagę, że rentowność skarbowych papierów wartościowych w Polsce jest obecnie wyższa niż w niektórych krajach regionu. Inni członkowie Rady byli zdania, że bieżąca nierównowaga fiskalna nie stwarza bezpośredniego ryzyka wzrostu inflacji przy tak niskiej jak obecnie presji inflacyjnej, jednak podzielali opinię, że w dłuższej perspektywie utrzymanie takiej nierównowagi byłoby czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu PKB.

Odnosząc się do kursu złotego, część członków Rady oceniała, że na jego kształtowanie się mogły wpływać oczekiwania odnośnie do przyszłych zmian dysparytetu stóp procentowych między Polską a strefą euro. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że kurs złotego jest w dużej mierze kształtowany przez inne czynniki niż bieżący i oczekiwany dysparytet stóp procentowych, w tym zwłaszcza przez zmiany nastrojów na globalnych rynkach finansowych.

Rada oceniła, że niska presja inflacyjna w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej oraz niepewność odnośnie do wpływu sytuacji w otoczeniu zewnętrznym na perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce uzasadniają pozostawienie stóp procentowych NBP bez zmian na bieżącym posiedzeniu.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna wynosi 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 25 maja 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała przede wszystkim na temat sytuacji w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, kształtowania się kursu złotego oraz perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce.

Analizując sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, zwracano uwagę na umacniające się ożywienie w Stanach Zjednoczonych, w tym w szczególności na poprawę sytuacji na rynku pracy oraz odbudowę popytu konsumpcyjnego. Część członków Rady oceniała, że ożywienie w amerykańskiej gospodarce może utrzymać się nawet po wycofaniu bodźców fiskalnych, choć skala poprawy koniunktury może być ograniczana przez nadal utrudniony dostęp do kredytu oraz aprecjację dolara amerykańskiego wobec euro. Jednocześnie wskazywano na stopniowy wzrost aktywności w strefie euro oraz na poprawiającą się koniunkturę w – mającym istotny udział w eksporcie Polski – regionie Europy Środkowo-Wschodniej. W szczególności, zwracano uwagę na pozytywne dane napływające z gospodarki niemieckiej. Część członków Rady podkreślała, że korzystnie na krótkookresowe perspektywy niemieckiego eksportu, a w konsekwencji także eksportu krajów Europy Środkowo-Wschodniej, wpływa szybki wzrost gospodarczy w Chinach. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że narastająca nierównowaga w gospodarce chińskiej, odzwierciedlona we wzroście inflacji w tym kraju, w dłuższym okresie stwarza ryzyko dla wzrostu gospodarczego na świecie.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro, zwracano uwagę na ryzyka związane z trudną sytuacją finansów publicznych w wielu krajach tego regionu. Część członków Rady argumentowała, że ograniczenie narastania długu publicznego w tych krajach będzie wymagało znaczącej konsolidacji fiskalnej. Jeśli będzie jej towarzyszyć wzrost rynkowych stóp procentowych oraz utrudnienia w dostępie do kredytu, może to ograniczyć wzrost gospodarczy w strefie euro w krótkim i średnim okresie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak na niepewność odnośnie do możliwości przeprowadzenia znaczących działań dostosowawczych w części krajów strefy euro. Jednocześnie inni członkowie Rady oceniali, że w średnim okresie zagrożeniem dla wzrostu gospodarczego strefy euro jest możliwość ograniczenia wydatków gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w wyniku wzrostu niepewności, związanego z nierównowagą fiskalną w części krajów tego regionu oraz ograniczaniem wydatków z budżetów publicznych. Zdaniem tych członków Rady jest to ważniejsze zagrożenie dla wzrostu tego regionu niż wzrost długoterminowych stóp procentowych.

Z drugiej strony, część członków Rady wskazywała, że na wzrost gospodarczy w strefie euro korzystnie może oddziaływać obserwowane ostatnio osłabienie kursu euro, zwiększające konkurencyjność cenową eksportu tej gospodarki. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że ze względu na strukturę eksportu największych gospodarek strefy euro wpływ zmian kursu euro na konkurencyjność tego eksportu jest umiarkowany.

Analizując procesy cenowe na świecie, zwracano uwagę na wzrost inflacji w największych gospodarkach wschodzących. Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że presja inflacyjna w największych gospodarkach rozwiniętych, w których wskaźniki inflacji bazowej obniżyły się w kwietniu br. do historycznie niskich poziomów, jest nadal niska. Członkowie ci zwracali uwagę, że spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych w maju br. może przyczynić się do spadku bieżących wskaźników inflacji na świecie. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że spadek cen ropy w ostatnim okresie związany był z aprecjacją dolara amerykańskiego, a zatem jego dezinflacyjny wpływ będzie ograniczony. Ponadto członkowie ci wskazywali, że obserwowany do kwietnia br. silny wzrost wyrażonych w euro cen surowców może oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji w strefie euro.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, zwracano uwagę, że utrzymująca się wzrostowa tendencja produkcji przemysłowej, dalszy wzrost wskaźników koniunktury, a także poprawiająca się sytuacja na rynku pracy wskazują na kontynuację ożywienia gospodarczego. Część członków Rady wskazywała, że niski poziom inwestycji w sektorze przedsiębiorstw może ograniczać przyszłe tempo wzrostu gospodarczego w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali, że niski poziom inwestycji jest charakterystyczny dla obecnej fazy cyklu koniunkturalnego.

Dyskutując na temat wpływu żałoby narodowej i powodzi na polską gospodarkę, część członków Rady była zdania, że wpływ tych wydarzeń na wzrost gospodarczy w Polsce będzie niewielki. Inni członkowie Rady oceniali, że żałoba narodowa mogła istotnie wpłynąć na popyt konsumpcyjny, w związku z czym można oczekiwać niskiej dynamiki sprzedaży detalicznej w kwietniu br. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że powódź się jeszcze nie zakończyła, wobec czego istnieje duża niepewność odnośnie do skali jej wpływu na gospodarkę. Członkowie ci zwracali uwagę, że związany z koniecznością usunięcia zniszczeń spowodowanych wzrostem inwestycji, w tym inwestycji publicznych, może oddziaływać w kierunku wyższego wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady wskazywali na niepewność związaną z wpływem powodzi na kształtowanie się inflacji w Polsce, zwracając uwagę na to, że powódź może oddziaływać w kierunku wzrostu niektórych cen, w tym cen żywności nieprzetworzonej oraz ubezpieczeń.

Omawiając przebieg procesów inflacyjnych, część członków Rady oceniała, że w polskiej gospodarce presja inflacyjna pozostaje obecnie umiarkowana. W szczególności członkowie ci zwracali uwagę na wyraźny spadek wskaźników inflacji bazowej w ostatnich miesiącach, który – poza efektami statystycznymi – wynika w dużej mierze z wcześniejszej aprecjacji kursu złotego oraz obniżenia się presji popytowej i kosztowej. Zdaniem tych członków Rady, czynniki te będą oddziaływać na inflację również w kolejnych miesiącach. Ponadto w opinii tych członków Rady charakterystyczne dla obecnej fazy cyklu koniunkturalnego utrzymywanie się relatywnie niskiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy oraz stabilne oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych będą sprzyjać kształtowaniu się inflacji na poziomie niezagrażającym realizacji celu inflacyjnego w perspektywie najbliższego roku. Dodatkowo niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w kierunku obniżenia inflacji w Polsce oddziaływać będą także niski poziom akcji kredytowej oraz niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w gospodarce. Podkreślano, że na utrzymywanie się niskiej inflacji w kolejnych miesiącach wskazuje większość dostępnych prognoz.

Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że kwiecień br. był kolejnym miesiącem wyraźnego wzrostu inflacji w ujęciu miesięcznym, zwracając jednocześnie uwagę, że w efekcie tych wzrostów poziom cen konsumpcyjnych w pierwszych czterech miesiącach br. zwiększył się o 1,6%. Członkowie ci podkreślali, że bilans ryzyk krótkookresowych prognoz sporządzanych w NBP jest asymetryczny i wskazuje na większe ryzyko wyższej inflacji niż wynikałoby to ze ścieżki centralnej. Członkowie ci zwracali także uwagę na obserwowany w ostatnich miesiącach wzrost cen niektórych towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania oraz na stabilizację udziału Chin w polskim imporcie. Zdaniem tych członków Rady może to wskazywać, że przy wychodzeniu z obecnego spowolnienia wzrostu gospodarczego inflacja nie będzie obniżana przez wzrost udziału w konsumpcji dóbr importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania tak jak to miało miejsce w okresie poprzedniego spowolnienia gospodarczego. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że osłabienie się kursu złotego w ostatnim okresie, wzrost cen regulowanych oraz umacniające się ożywienie w gospodarce będą oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji w Polsce.

Dyskutując na temat kursu złotego i jego wpływu na inflację, Rada uznała, że obecnie kurs złotego cechuje się dużą zmiennością. W opinii Rady istotnym czynnikiem wpływającym na krótkookresowe zmiany kursu są zmiany nastrojów inwestorów na globalnych rynkach finansowych

wynikające w dużym stopniu ze zmieniającej się percepcji ryzyka fiskalnego w Grecji i niektórych innych gospodarkach strefy euro. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że w dłuższym okresie w związku z konwergencją polskiej gospodarki można oczekiwać aprecjacji kursu złotego, a obecne zaburzenia nie mają trwałego charakteru. Niepewność na rynkach finansowych może jednak mieć wpływ na kurs złotego w krótkim okresie.

Omawiając sytuację na rynku pracy, wskazywano na stopniowy wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz spadek stopy bezrobocia (po uwzględnieniu czynników sezonowych) w kwietniu br. Część członków Rady zwracała uwagę, że wzrostowi zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw nie towarzyszy jak dotąd istotny wzrost presji płacowej. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika wpływów ze składek na ubezpieczenia społeczne oraz do Narodowego Funduszu Zdrowia wskazują, że wzrost wynagrodzeń w całej gospodarce może być silniejszy niż w sektorze przedsiębiorstw, a wysoki wzrost dochodu do dyspozycji w IV kw. ub.r. może wskazywać, że szybko rosną także dochody z innych źródeł niż praca. Ponadto członkowie ci oceniali, że rosnąca zdolność przedsiębiorstw do finansowania wydatków może zwiększyć skłonność tych podmiotów do podwyżek wynagrodzeń lub zwiększania zatrudnienia. Jednocześnie członkowie ci zwracali uwagę, że w kwietniu br. drugi miesiąc z rzędu wzrosły w ujęciu rocznym realne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, wskazywano na utrzymujący się spadek wartości kredytów udzielonych przedsiębiorstwom, w tym w szczególności kredytów inwestycyjnych, oraz niską dynamikę kredytów dla gospodarstw domowych. Część członków Rady argumentowała, że niski poziom akcji kredytowej w odniesieniu do przedsiębiorstw jest charakterystyczny dla obecnej fazy cyklu koniunkturalnego. Zwracali oni uwagę, że popyt na kredyt może być także ograniczany przez dobrą sytuację płynnościową przedsiębiorstw, na którą wskazuje wzrost wskaźników płynności w I kw. br. do historycznie najwyższego poziomu oraz wysoka dynamika depozytów tych podmiotów. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że dane dotyczące płynności przedsiębiorstw dotyczą relatywnie dużych przedsiębiorstw, a ograniczony dostęp do kredytu wpływa niekorzystnie na perspektywy rozwoju sektora małych i średnich przedsiębiorstw, który ma większe zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne w postaci kredytu.

Omawiając perspektywy rozwoju akcji kredytowej, część członków Rady zwracała uwagę, że dobra sytuacja kapitałowa banków umożliwia im zwiększenie podaży kredytu. W opinii tych członków Rady w przypadku ustąpienia zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych, które obecnie ograniczają wzrost podaży kredytów mieszkaniowych denominowanych w walutach obcych poprzez utrudnienia w ich refinansowaniu, może nastąpić szybka ekspansja w tym segmencie rynku kredytowego.

Odnosząc się do polityki fiskalnej, część członków Rady oceniała, że zaostrzenie polityki fiskalnej w krótkim okresie skutkowałoby obniżeniem wzrostu gospodarczego w polskiej gospodarce. Jednak niezbędna jest dalsza konsolidacja sektora finansów publicznych w celu zmniejszenia deficytu tego sektora. Ponadto członkowie ci uznali, że odsunięcie w czasie perspektywy przystąpienia przez Polskę do strefy euro zmniejszy bodźce do szybkiego przeprowadzenia reform fiskalnych.

Odnosząc się do spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht, część członków Rady zwracała uwagę, że w majowych Raportach o konwergencji Komisji Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego kraje z ujemnymi wskaźnikami dwunastomiesięcznej średniej inflacji HICP zostały uwzględnione przy obliczaniu wartości referencyjnej dla kryterium stabilności cen, czego skutkiem był bardzo niski poziom wartości referencyjnej. Zdaniem tych członków Rady uznawanie przez obie instytucje krajów z ujemnymi wskaźnikami dwunastomiesięcznej średniej inflacji HICP za kraje o najbardziej stabilnym poziomie cen może w przyszłości utrudniać spełnianie tego kryterium przez Polskę.

Analizując politykę pieniężną za granicą i w kraju, część członków Rady wskazywała, że banki centralne regionu Europy Środkowo-Wschodniej kontynuowały w ostatnim okresie łagodzenie polityki pieniężnej, a zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi EBC podniesie stopy procentowe najwcześniej w przyszłym roku. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że zmiana parametrów polityki pieniężnej w Polsce może nastąpić wcześniej niż w gospodarkach rozwiniętych. Część członków Rady oceniała przy tym, że wzrost realnej stopy procentowej ex post (deflowanej wskaźnikiem inflacji CPI) w kwietniu br., wskazuje na wzrost restrykcyjności polityki pieniężnej.

Rada oceniła, że niepewność dotycząca wpływu sytuacji w otoczeniu zewnętrznym na kształtowanie się wzrostu gospodarczego w Polsce oraz kursu złotego uzasadniają pozostawienie stóp procentowych NBP bez zmian na bieżącym posiedzeniu. Ponadto część członków Rady argumentowała, że pełniejsza ocena perspektyw kształtowania się inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce będzie możliwa po zapoznaniu się z czerwcową projekcją inflacji i PKB.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna wynosi 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 29-30 czerwca 2010 r.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, stopa dyskontowa weksli 4,00% w skali rocznej.

W gospodarce światowej pojawiają się kolejne sygnały ożywienia. Utrzymuje się jednak istotne zróżnicowanie tempa wzrostu gospodarczego między poszczególnymi regionami.

Kontynuowane jest ożywienie w Stanach Zjednoczonych, choć część wskaźników dotyczących aktywności gospodarczej w tym kraju pogorszyła się w ostatnim okresie, dotyczy to w szczególności ostatnich danych na temat dynamiki PKB w I kw. br., rynku nieruchomości i sprzedaży detalicznej. Poziom aktywności w strefie euro był na początku II kw. br. wyższy niż w I kw. br. Jednak nieznaczne pogorszenie się wskaźników koniunktury przedsiębiorstw w kolejnych miesiącach może sygnalizować zmniejszenie się tempa poprawy aktywności w tym regionie. Niekorzystnie na krótkookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego strefy euro oddziałuje niepewność co do tempa ograniczania nierównowagi finansów publicznych w tym regionie, w tym niepewność dotycząca kryzysu fiskalnego w Grecji.

Jednocześnie w największych gospodarkach wschodzących utrzymuje się szybki wzrost gospodarczy. Związane z tym ryzyko silnego pogłębienia się nierównowagi gospodarczej w wyniku boomu prowadzi do stopniowego zaostrzania polityki makroekonomicznej w tych krajach.

Utrzymują się zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych związane z niepewnością odnośnie do ograniczania nierównowagi fiskalnej w części krajów strefy euro. Skala tych zaburzeń zmniejszyła się jednak w ostatnim okresie, co przyczyniło się do wyhamowania spadku cen części aktywów finansowych.

Dane dotyczące polskiej gospodarki wskazują na stabilizację tempa wzrostu gospodarczego. Utrzymuje się wyraźny wzrost produkcji przemysłowej. Po silnym spadku na początku roku stopniowo rośnie także produkcja w budownictwie. W maju wzrosła również sprzedaż detaliczna. Wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (po raz pierwszy od stycznia 2009 r. także w ujęciu rocznym) oraz stabilizacja stopy bezrobocia (po usunięciu czynników sezonowych) w maju br. sygnalizują stopniową poprawę sytuacji na rynku pracy. Jednocześnie w maju br. trzeci miesiąc z rzędu wzrosły (w ujęciu rocznym) realne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw.

Tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych ustabilizowało się na umiarkowanym poziomie. Aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw jest nadal ograniczona i w najbliższych kwartałach najprawdopodobniej taka pozostanie, zwłaszcza, że wykorzystanie mocy produkcyjnych w przedsiębiorstwach, mimo wzrostu, jest wciąż niskie. Brak jest ożywienia akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw, co jest charakterystyczne przy niskiej aktywności inwestycyjnej i dobrej sytuacji finansowej, w tym płynnościowej, przedsiębiorstw.

W maju 2010 r. roczna inflacja CPI ponownie się obniżyła (do 2,2%), kształtując się poniżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%. Spadek inflacji CPI był głównie związany z obniżeniem się inflacji bazowej. W kierunku dalszego spadku inflacji w najbliższym okresie oddziaływać będą ujemne efekty bazy związane z silnym wzrostem cen wyrobów akcyzowych w 2009 r.

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 NBP – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,3-2,9% w 2010 r. (wobec 1,3-2,2% w projekcji lutowej), 2,1-3,3% w 2011 r. (wobec 1,7-3,1%) oraz 2,2-3,7% w 2012 r. (wobec 2,6-4,6%). Roczne tempo wzrostu PKB zgodnie z czerwcową projekcją znajdzie się natomiast z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,5-3,9% w 2010 r. (wobec 2,1-4,1% w lutowej projekcji), 3,3-5,9% w 2011 r. (wobec 1,8-4,0%) oraz 2,2-5,0% w 2012 r. (wobec 1,9-4,3%).

Rada przeprowadziła dyskusję nad czynnikami, które w średnim okresie mogą wzmacniać presję inflacyjną.

Ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej jest sytuacja finansów publicznych, zwłaszcza w obliczu zmiany nastawienia w wielu krajach Europy wobec wysokości deficytów budżetowych i rosnącego długu publicznego. Podjęcie zdecydowanych działań mających na celu trwale zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych i zahamowanie narastania długu publicznego jest niezbędne dla stabilności makroekonomicznej oraz umożliwi spełnienie kryteriów niezbędnych dla przyjęcia euro.

Rada podtrzymuje stanowisko, że przystąpienie Polski do ERM II i strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie, po spełnieniu niezbędnych warunków prawnych, ekonomicznych i organizacyjnych.

Rada przyjęła *Raport o Inflacji – Czerwiec 2010 r.*

Rozdział 4

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 Eugeniusz Gatnar, członek Zarządu NBP. Prace koordynowane były przez Biuro Prognoz i Projektów IE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD⁶⁵. 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 I kw. 2010 r. gospodarki strefy euro, Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii odnotowały wzrost PKB w ujęciu kwartalnym, co potwierdza scenariusz wychodzenia tych krajów z fazy recesji. Do ożywienia w tych gospodarkach w istotnym stopniu przyczyniła się ekspansywna polityka fiskalna i monetarna. Napływające informacje ze strefy euro (brak istotnej poprawy sytuacji na rynku pracy, pojawiające się problemy fiskalne niektórych krajów) rewidują jednak nieco w dół wcześniejsze prognozy odnośnie do tempa wychodzenia tej gospodarki z fazy recesji. Oczekuje się zatem, że zacieśnianie polityki pieniężnej w strefie euro rozpocznie się później niż oczekiwano w projekcji lutowej i EBC wstrzyma się z podwyżkami stóp procentowych do 2011 r.

Ujawnienie się skali problemów fiskalnych niektórych krajów strefy euro zwiększyło awersję do ryzyka na światowych rynkach finansowych i wzmocniło trwający od początku 2010 r. trend aprecjacyjny dolara względem euro. Ceny światowych surowców energetycznych, po silnych wzrostach na przełomie 2009 i 2010 r., pozostaną w kolejnych latach w umiarkowanym trendzie wzrostowym, co będzie efektem ożywienia w gospodarce światowej i wzrostu popytu na te surowce, zwłaszcza w krajach rozwijających się Azji. Na światowych rynkach rolnych oczekiwana jest natomiast stabilizacja cen wynikająca z korzystnych uwarunkowań podaży.

Popyt zagregowany

Wzrost gospodarczy w Polsce w latach 2010-2012 będzie kształtowany głównie przez popyt krajowy, zaś eksport netto będzie miał mniejsze znaczenie niż w latach ubiegłych. Dynamika popytu krajowego będzie systematycznie rosła w bieżącym oraz przyszłym roku, natomiast w 2012 r.

⁶⁵ Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP.

spodziewane jest jej osłabienie. Związane jest to w dużym stopniu z oczekiwanym wysokim wzrostem inwestycji publicznych w 2011 r., wynikającym z intensyfikacji przygotowań infrastrukturalnych przed Mistrzostwami Europy w Piłce Nożnej EURO 2012. Inwestycje przedsiębiorstw w krótkim horyzoncie projekcji będą nadal obniżać się i dopiero od II kw. 2011 r. ich dynamika w ujęciu rocznym stanie się dodatnia. Natomiast dynamika popytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych, po osłabieniu na przełomie 2009 i 2010 r., wzrośnie w kolejnych kwartałach 2010 r., a następnie pozostanie względnie stabilna do końca horyzontu projekcji. W latach 2010-2011 znaczący udział we wzroście dynamiki popytu krajowego będą miały także przyrosty zapasów, których stan został przez przedsiębiorstwa silnie zredukowany w okresie od IV kw. 2008 r. do IV kw. 2009 r.

Utrzymująca się trudna sytuacja na rynku pracy oraz związane z tym ograniczenie dochodów do dyspozycji znajdzie swoje odzwierciedlenie w kształtowaniu się popytu konsumpcyjnego, który będzie w całym horyzoncie projekcji rósł wolniej niż PKB. Czynnikiem hamującym wzrost konsumpcji indywidualnej, poza niskim wzrostem funduszu płac, będą także: umiarkowany wzrost transferów netto dla gospodarstw domowych, stopniowo rosnąca inflacja zmniejszająca siłę nabywczą konsumentów oraz w krótkim okresie zaostrzona polityka kredytowa banków. Od IV kw. 2010 r. do końca horyzontu projekcji konsumpcja gospodarstw domowych będzie rosła nieco szybciej niż wzrost realnych dochodów do dyspozycji na co wpłynąć będzie niska realna stopa procentowa, wynikająca ze stopniowego wzrostu inflacji i przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP.

Dynamika popytu inwestycyjnego przedsiębiorstw prywatnych pozostanie ujemna do I kw. 2011 r., a następnie popyt będzie ulegał stopniowej odbudowie i na koniec horyzontu projekcji osiągnie dwucyfrowe tempo wzrostu. Czynnikiem ograniczającym inwestycje prywatne w horyzoncie najbliższego roku pozostaną w dalszym ciągu niekorzystne perspektywy zbytu, relatywnie niski poziom wykorzystania mocy produkcyjnych oraz nadal ograniczona dostępność kredytu dla przedsiębiorstw (zwłaszcza małych i średnich). Od II kw. 2011 r., dynamika nakładów brutto na środki trwałe firm będzie stopniowo wzrastać wskutek ożywienia popytu krajowego i zagranicznego oraz oczekiwanej poprawy sytuacji na rynku kredytowym. Dodatkowo pozytywnie na wzrost inwestycji prywatnych oddziaływać będzie spadek realnych stóp procentowych. Natomiast wzrost strumienia zagranicznych inwestycji bezpośrednich w najbliższych latach będzie niewielki i nie będzie miał istotnego wpływu na kształtowanie się poziomu inwestycji przedsiębiorstw.

Napływ funduszy strukturalnych UE w całym horyzoncie projekcji będzie stymulował wzrost nakładów brutto na środki trwałe publiczne. Jednak, w związku z koniecznością rozbudowy infrastruktury przed Mistrzostwami Europy w Piłce Nożnej EURO 2012 oczekuje się, że kulminacja wydatków inwestycyjnych nastąpi w 2011 r. i, w związku z niską importochłonnością tego rodzaju inwestycji, będzie miała istotny, pozytywny efekt na wzrost PKB.

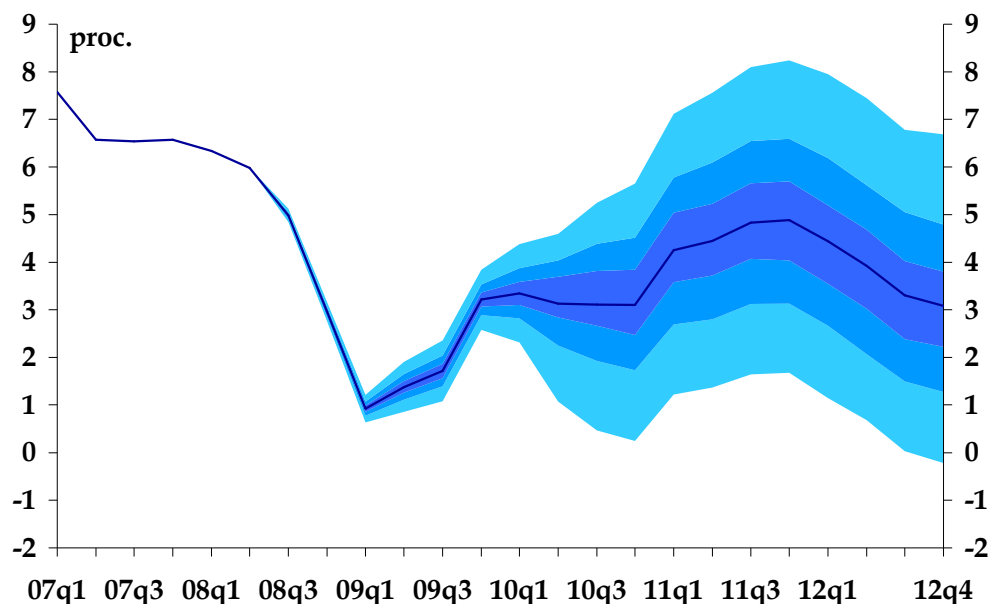
W związku ze zniszczeniami wywołanymi przez powódź oraz wypłatą rządowych środków pomocowych na remonty i odbudowę domów oczekuje się wzrostu inwestycji mieszkaniowych już w krótkim horyzoncie projekcji. Jednak negatywnie na inwestycje gospodarstw domowych oddziaływać będzie wciąż restrykcyjna polityka kredytowa banków, choć efekt ten będzie łagodzony przez stopniowy spadek marż na tego typu kredyty. W dłuższym horyzoncie projekcji dostępność kredytów poprawi się, a inwestycje mieszkaniowe będą rosły w tempie zbliżonym do konsumpcji indywidualnej.

Poprawiająca się w horyzoncie projekcji sytuacja gospodarcza głównych partnerów handlowych Polski przełoży się na szybszy wzrost eksportu. Dynamika importu pozostanie natomiast w najbliższych kwartałach na niższym poziomie ze względu na mało importochłonną strukturę popytu krajowego (niski poziom inwestycji przedsiębiorstw i spożycia indywidualnego). W efekcie w

2010 r. wkład eksportu netto ukształtuje się na poziomie 0,7 pkt. proc. Jednak w kolejnych latach saldo handlu zagranicznego obniży się w związku z pogarszającym się terms-of-trade oraz wzrostem popytu krajowego.

Wykres 4.1

Centralna projekcja PKB oraz wykres wachlarzowy.



Źródło: NBP.

Równowaga makroekonomiczna

Ujemna na początku horyzontu projekcji luka popytowa domknie się w II kw. 2011 r. i w kolejnych kwartałach rozszerzy się, osiągając 1,0% PKB w 2012 r. Kształtowanie się luki popytowej związane będzie w większym stopniu ze wzrostem bieżącego PKB niż ze wzrostem produktu potencjalnego, który w horyzoncie projekcji będzie rósł stosunkowo stabilnie w tempie średnio 3,0% r/r. Czynnikiem podtrzymującym wzrost produktu potencjalnego będzie szybki (średnio ok. 4,8% r/r) wzrost kapitału produkcyjnego związany z intensyfikacją inwestycji infrastrukturalnych, a także, choć w mniejszym stopniu, systematyczny wzrost współczynnika aktywności zawodowej. Negatywnie na dynamikę produktu potencjalnego wpływać będzie natomiast wzrost stopy bezrobocia równowagi oraz ograniczenie akcji inwestycyjnej przedsiębiorstw prywatnych w latach 2009-2010 r.

Spowolnienie gospodarcze trwające od IV kw. 2008 r. w dalszym ciągu będzie wpływać negatywnie na sytuację na rynku pracy. Redukcja kosztów przez przedsiębiorstwa odbywać się będzie zarówno poprzez ograniczanie wzrostu wynagrodzeń, jak i zmniejszanie zatrudnienia. Jednak w odróżnieniu od poprzednich okresów spowolnień, obecnie oczekuje się wystąpienia silniejszego efektu chomikowania pracy i tym samym mniejszej skali zwolnień pracowników przy silniejszej redukcji wzrostu płac. W efekcie, w krótkim horyzoncie projekcji dynamika płac realnych pozostanie niższa niż wzrost wydajności pracy, co będzie domykało dodatnią lukę między realnymi wynagrodzeniami a produktywnością, której źródłem było trwające do 2008 r. ożywienie na rynku pracy. W długim horyzoncie projekcji, wraz ze wzrostem dodatniej luki popytowej, nastąpi stopniowa poprawa sytuacji na rynku pracy, zatrudnienie przestanie spadać, a płace realne zaczną rosnąć w tempie zbliżonym do wzrostu wydajności pracy. W całym horyzoncie projekcji czynnikiem ograniczającym presję płacową będą korzystne zmiany w strukturze demograficznej populacji (w tym zwłaszcza wzrost udziału osób z przedziału wiekowego 25-44 lata cha-

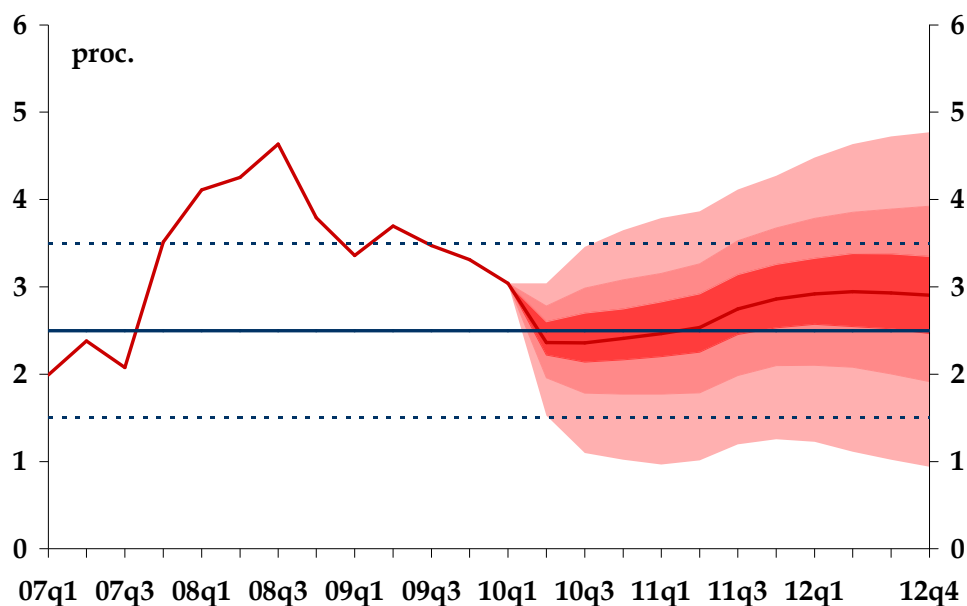
rakteryzujących się wysokim współczynnikiem aktywności zawodowej) oraz dodatnie saldo migracji. Stopa bezrobocia w długim horyzoncie projekcji ustabilizuje się na poziomie ok. 11,5%, zbliżonym do stopy bezrobocia równowagi.

W całym horyzoncie projekcji czynniki wpływające na wzmocnienie oraz na osłabienie kursu walutowego będą się równoważyć i w efekcie kurs będzie kształtował się na stosunkowo stabilnym poziomie. W kierunku aprecjacji kursu będzie oddziaływać systematycznie umacniający się kurs równowagi, który wynika m.in. z dodatniego salda transferów związanego z napływem funduszy unijnych oraz szybszego niż w strefie euro wzrostu produktu potencjalnego w Polsce. Czynniki wpływającymi na deprecjację kursu będą natomiast: zmniejszający się dysparytet stóp procentowych (związany z założeniem o stałej stopie referencyjnej NBP) oraz utrzymujący się wysoki deficyt finansów publicznych (związany z założeniem braku zmian w polityce fiskalnej).

Pogłębiający się w horyzoncie projekcji deficyt obrotów handlowych finansowany będzie w dużym stopniu napływem funduszy unijnych i w rezultacie nierównowaga zewnętrzna mierzona stosunkiem deficytu obrotów bieżących i kapitałowych do PKB nie będzie w horyzoncie projekcji przekraczać 1,3%.

Wykres 4.2

Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny NBP.



Źródło: NBP.

Inflacja

W I kw. 2010 r. inflacja bazowa ukształtowała się na poziomie 2,2% w ujęciu rocznym. W kolejnych dwóch kwartałach można oczekiwać dalszego jej spadku ze względu na korzystne kształtowanie się kosztowych determinant inflacji (cen importu i jednostkowych kosztów pracy) oraz względnie niski popyt krajowy. Od IV kw. 2010 r. do II kw. 2011 r. inflacja bazowa będzie rosła, a następnie ustabilizuje się na poziomie ok. 2,6% r/r. W krótkim horyzoncie projekcji za wzrost ten odpowiadać będzie rosnąca dynamika cen importu. W dłuższym horyzoncie dynamika cen importu obniży się, a inflacja bazowa będzie podtrzymywana przez ożywienie w gospodarce przekładające się na dodatnią lukę popytową oraz szybszy wzrost płac.

Aprecjacja kursu złotego od początku 2009 r. do II kw. 2010 r. wpływać będzie z opóźnieniem na kształtowanie się inflacji cen energii i cen żywności, które w krótkim horyzoncie projekcji obniżą się. Dynamika cen energii pozostanie jednak względnie wysoka w całym horyzoncie projekcji, stabilizując się od początku 2011 r. na poziomie ok. 4% r/r. Przyczynią się do tego rosnące ceny surowców energetycznych na rynkach światowych (wyrażone w dolarach), względnie słaby kurs EUR wobec USD oraz koszty związane z niezbędnymi inwestycjami w sektorze energetycznym. Czynnikiem ograniczającym spadek inflacji cen żywności w krótkim okresie będzie natomiast niekorzystna sytuacja podażowa spowodowana stratami powodziowymi. W dłuższym horyzoncie projekcji, przy stabilnych cenach surowców rolnych na rynkach światowych i rosnącym wraz zżywieniem gospodarczym popytem, inflacja cen żywności wzrośnie do ok. 2,9 % r/r.

Od II kw. 2010 r. do IV kw. 2010 r. inflacja CPI będzie znajdować się nieznacznie poniżej celu inflacyjnego na co złożą się: niska inflacja cen żywności, spadająca do III kw. 2010 r. inflacja bazowa oraz obniżająca się inflacja cen energii. Wraz zżywieniem gospodarczym, wspieranym przez niskie realne stopy procentowe, oraz rosnącą presją kosztową, od III kw. 2011 r. inflacja wzrośnie powyżej celu inflacyjnego, stabilizując się na poziomie ok. 2,9% r/r w 2012 r. Przy założeniu braku zmian stopy referencyjnej banku centralnego, prawdopodobieństwo ukształtowania się średniorocznej inflacji w przedziale (1,5%-3,5%) spadnie z 75% w 2011 r. do 61% w ostatnim roku projekcji.

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%)
2010q2	0,05	0,57	1,00	0,46	0,95
2010q3	0,12	0,55	0,96	0,47	0,84
2010q4	0,13	0,52	0,93	0,47	0,80
2011q1	0,13	0,49	0,90	0,47	0,76
2011q2	0,12	0,46	0,88	0,47	0,76
2011q3	0,09	0,37	0,79	0,48	0,70
2011q4	0,08	0,34	0,74	0,48	0,67
2012q1	0,08	0,32	0,72	0,49	0,64
2012q2	0,09	0,33	0,70	0,49	0,61
2012q3	0,10	0,34	0,69	0,50	0,59
2012q4	0,12	0,36	0,69	0,49	0,57

Źródło: NBP.

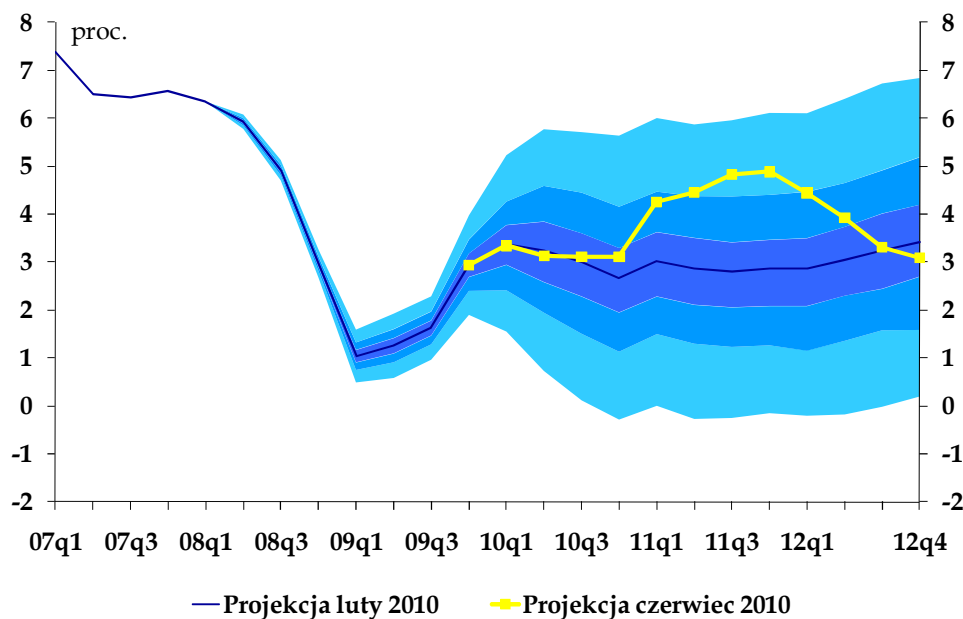
Projekcja czerwcową na tle projekcji lutowej

W punkcie startowym bieżącej projekcji (I kw. 2010 r.), a także w jej krótkim horyzoncie, tempo wzrostu PKB jest zbliżone do prognozowanego w poprzedniej rundzie prognostycznej. W 2011 r. dynamika PKB wzrośnie, kształtując się istotnie powyżej projekcji lutowej, na co składają się wyższe inwestycje publiczne (związane z przesunięciem wykorzystania środków UE) oraz spożycie indywidualne (na co wpłynął m.in. silniejszy niż w poprzedniej rundzie prognostycznej kurs złotego). W długim horyzoncie projekcji, wraz z ograniczeniem skali inwestycji publicznych przy jednoczesnej niewielkiej rewizji w dół skali ożywienia za granicą, dynamika PKB powraca do poziomu zbliżonego do prognozowanego w projekcji lutowej.

W punkcie startowym projekcji inflacja ukształtowała się na poziomie 3,0% r/r, tj. o 0,4 pkt. proc. powyżej projekcji lutowej, na co złożył się szybszy od oczekiwań wzrost cen energii oraz żywności przy niższej inflacji bazowej. W krótkim horyzoncie projekcji ceny konsumenta rosną szybciej niż w projekcji lutowej na co wpływa wyższy punkt startowy oraz słabszy kurs euro względem dolara, który przekłada się na wyższe ceny surowców energetycznych i rolnych wyrażone w euro (przy niewielkich zmianach pomiędzy rundami progностycznymi cen surowców wyrażonych w dolarach). W długim horyzoncie oba efekty stopniowo wygasają, a mocniejszy niż w poprzedniej projekcji kurs złotego obniża stopę inflacji CPI poniżej ścieżki z projekcji lutowej.

Wykres 4.3

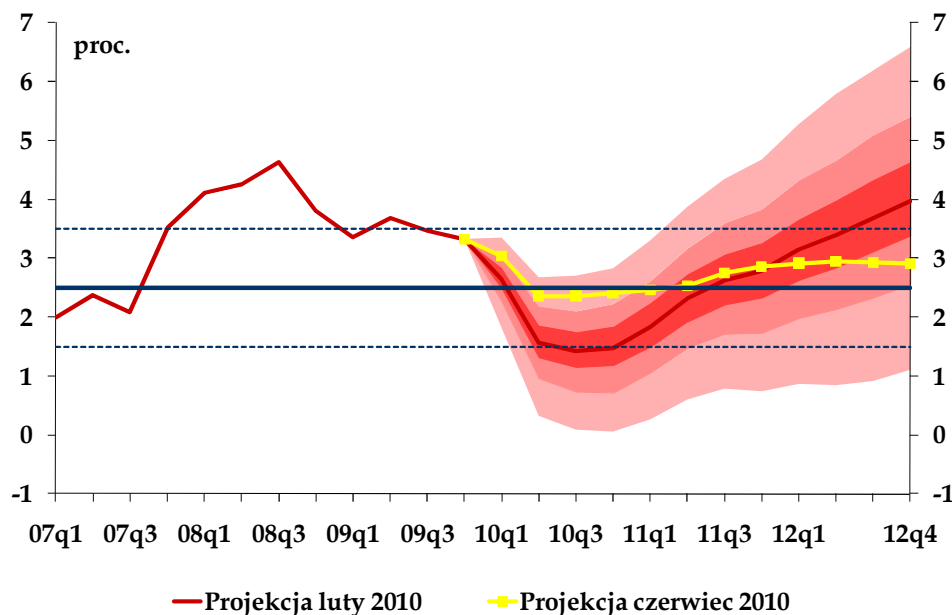
Projekcja czerwcową na tle projekcji lutowej: PKB.



Źródło: NBP.

Wykres 4.4

Projekcja czerwcową na tle projekcji lutowej: inflacja CPI.



Źródło: NBP.

Główne obszary niepewności

Otoczenie zewnętrzne

Otoczenie zewnętrzne pozostaje najważniejszym źródłem niepewności dla projekcji inflacji. Z jednej strony, wciąż nieznane jest tempo i skala ożywienia gospodarki światowej, w tym reakcja gospodarek krajów rozwiniętych na nieuniknione wycofywanie się rządów i banków centralnych z polityki silnej stymulacji fiskalnej i monetarnej. Z drugiej strony, utrzymuje się wysoka niepewność na światowych rynkach finansowych, na co wpływ w ostatnim okresie miały rosnące obawy związane ze skutkami narastającego zadłużenia niektórych krajów strefy euro. Dodatkowym źródłem niepewności pozostaje stopień przełożenia rosnącego popytu ze strony gospodarki światowej na kształtowanie się cen surowców energetycznych i surowców rolnych.

Ceny żywności i energii w Polsce

Utrzymuje się, sygnalizowana w poprzednich rundach progностycznych, istotna niepewność związana z kształtowaniem się kursu złotego. Z jednej strony wysoki deficyt finansów publicznych oraz ewentualne przekroczenie przez dług publiczny kolejnych progów ostrożnościowych stwarza ryzyko osłabienia się kursu złotego, zwłaszcza przy utrzymującej się niepewności na światowych rynkach finansowych. Z drugiej strony, relatywnie wysoki na tle krajów regionu i krajów strefy euro wzrost gospodarczy w Polsce może zintensyfikować napływ inwestycji bezpośrednich i portfelowych z zagranicy i przyczynić się do aprecjacji waluty krajowej.

W związku z istotnym wpływem regulacji na kształtowanie się cen energii i żywności, pozostają one istotnym źródłem ryzyk dla inflacji. Znacząca niepewność związana jest z przyszłą polityką Unii Europejskiej w zakresie ochrony środowiska (w tym implementacji standardów dotyczących emisji dwutlenku węgla) oraz działaniami regulacyjnymi na rynku żywności. Ponadto na ceny energii istotnie wpłynąć będzie polityką taryfową URE wobec wysokich potrzeb inwestycyjnych sektora energetycznego w Polsce.

Odbudowa popytu krajowego

Ocenia się, że w horyzoncie projekcji wyższe jest prawdopodobieństwo ukształtowania się PKB poniżej ścieżki centralnej, zarówno ze względu na niższy od oczekiwań popyt sektora publicznego, jak i prywatnego.

Ryzyko niższego poziomu inwestycji sektora finansów publicznych (SFP) wiąże się przede wszystkim z niższym niż założono w projekcji wykorzystaniem przez sektor publiczny środków UE. Z drugiej strony, reakcją na wzrost zadłużenia SFP może być uruchomienie przez rząd planu oszczędnościowego wiążącego się z ograniczeniem wydatków bieżących tego sektora.

W okresie spowolnienia gospodarczego miało miejsce istotne dostosowanie zapasów i inwestycji przedsiębiorstw do bieżącej i oczekiwanej sytuacji gospodarczej, w czym znaczącą rolę odegrał, obok zaostrzenia polityki kredytowej banków, kanał oczekiwań. W horyzoncie projekcji, przy poprawie koniunktury w kraju i za granicą, powyższe czynniki determinować będą tempo odbudowy zapasów i inwestycji i tym samym stanowić będą istotne źródło niepewności dla wzrostu PKB.

Omówienie danych, które napłynęły po 21 maja 2010 r.

31 maja br. Główny Urząd Statystyczny opublikował wstępny szacunek PKB za I kw. br. W porównaniu do punktu startowego projekcji czerwcowej, dynamika PKB była o 0,4 pkt. proc. niższa, na co złożyło się przede wszystkim istotnie niższe tempo wzrostu inwestycji. Szacunek GUS zwiększył ryzyko ukształtowania się niższego PKB w krótkim horyzoncie projekcji. Majowe dane dotyczące kształtowania się cen surowców rolnych na rynkach światowych były wyższe od oczekiwanych, co oznacza, że wzrosło prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI w krótkim okresie powyżej ścieżki centralnej.

Podsumowanie ryzyk projekcji inflacji i PKB

Ocenia się, że w horyzoncie projekcji bilans ryzyk pozaprojekcyjnych jest zrównoważony dla inflacji, natomiast w przypadku wzrostu PKB, pozaprojekcyjne czynniki ryzyka wskazują na możliwość ukształtowania się tej zmiennej poniżej ścieżki centralnej. Główne ryzyka dla inflacji związane są z kształtowaniem się kursu złotego, zarówno względem euro jak i dolara. Kurs walutowy pozostaje także istotnym źródłem niepewności dla wzrostu gospodarczego. Wciąż istotne ryzyka wiążą się z rozwojem sytuacji za granicą. Łączą się one z szybkością wychodzenia gospodarki światowej z fazy recesji oraz ze skalą zacieśniania polityki fiskalnej i monetarnej w krajach rozwiniętych. Na możliwość ukształtowania się PKB poniżej ścieżki centralnej wpływa ryzyko niższego od oczekiwań wykorzystania środków UE oraz możliwego zaostrzenia polityki fiskalnej.

Tabela 4.2

Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB.

	2009	2010	2011	2012
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	3,5	2,5	2,7	2,9
Ceny żywności (% r/r)	4,1	1,6	2,1	2,9
Ceny energii (% r/r)	5,5	5,5	3,8	4,1
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	2,7	2,1	2,6	2,6
PKB (% r/r)	1,8	3,2	4,6	3,7
Popyt krajowy (% r/r)	-1,0	2,4	5,1	3,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,3	2,5	3,3	2,9
Spożycie zbiorowe (% r/r)	1,8	2,1	1,2	2,8
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	-0,8	-1,2	8,3	4,7
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	2,8	0,7	-0,5	0,0
Eksport (% r/r)	-7,9	10,9	9,8	9,2
Import (% r/r)	-13,6	8,6	11,0	9,1
Płace brutto (% r/r)	5,2	3,6	4,0	5,8
Liczba pracujących (% r/r)	0,4	-1,2	-0,6	-0,1
Stopa bezrobocia (%)	8,2	10,3	11,1	11,4
NAWRU (%)	10,4	10,4	10,9	11,6
Stopa aktywności zawodowej (%)	55,0	55,4	55,5	55,6
Wydaźność pracy (% r/r)	1,3	4,4	5,2	3,7
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	3,6	-0,8	-1,1	2,0
Produkt potencjalny (% r/r)	4,5	3,5	2,8	3,0
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-1,0	-1,3	0,4	1,0
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2008=1,00)	0,84	0,85	0,86	0,88
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2008=1,00)	0,54	0,72	0,78	0,82
Poziom cen za granicą (% r/r)	1,5	1,1	1,5	2,0
PKB za granicą (% r/r)	-4,0	1,0	1,6	1,9
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	0,1	-1,0	-1,3	0,2
WIBOR 3M (%)	4,32	3,86	3,70	3,70

Źródło: NBP.

Źródłem dla danych o liczbie pracujących, aktywności zawodowej i stopie bezrobocia są dane BAEL. Indeks cen surowców rolnych zbudowany jest w oparciu o prognozy MFW dotyczące kształtowania się cen pszenicy, wieprzowiny, wołowiny, drobiu, ryb, cukru, oleju rzepakowego, pomarańczy, napojów 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.

Rozdział 5

Wyniki głosowań RPP w okresie styczeń - kwiecień 2010 r.

- **Data:** 16 marca 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/RPP/2010 w sprawie stanowiska Rady Polityki Pieniężnej dotyczącego udziału Polski w czasowym podwyższeniu zasobów Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: S. Skrzypek
E. Chojna-Duch
Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Kaźmierczak

Przeciw: A. Bratkowski
J. Hausner
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

- **Data:** 30 marca 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/2010 zmieniająca uchwałę w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
E. Chojna-Duch
J. Hausner
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: S. Skrzypek
Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Kaźmierczak

- **Data:** 20 kwietnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/2010 zmieniająca uchwałę w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
E. Chojna-Duch
J. Hausner
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: P. Wiesiołek
Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Kaźmierczak

- **Data:** 20 kwietnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Stanowisko Rady Polityki Pieniężnej dotyczące sposobu interpretacji przez Zarząd Narodowego Banku Polskiego uchwały RPP nr 9/2006 z 19.12.2006 r. w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
E. Chojna-Duch
J. Hausner
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: P. Wiesiołek
Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Kaźmierczak

- **Data:** 27 kwietnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/2010 w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2009 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: P. Wiesiołek
E. Chojna-Duch
Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Kaźmierczak

Przeciw: A. Bratkowski
J. Hausner
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

- **Data:** 28 kwietnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/RPP/2010 w sprawie stanowiska Rady Polityki Pieniężnej dotyczącego Elastycznej Linii Kredytowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
E. Chojna-Duch
J. Hausner
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: P. Wiesiołek
Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Kaźmierczak