

Raport o inflacji lipiec 2011 r.

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, lipiec 2011 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 Zbigniew Hockuba, członek Zarządu NBP. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP.

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 21 czerwca 2011 r. oraz zrewidowane dane o bilansie płatniczym opublikowane 29 czerwca br.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki	9
1.1. Aktywność gospodarcza na świecie.....	9
Ramka 1. Niepewność dotycząca szacunków zmiennych nieobserwowalnych na przykładzie luki popytowej.....	12
1.2. Procesy inflacyjne za granicą.....	14
1.3. Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą.....	16
1.4. Światowe rynki surowców	18
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.....	23
2.1.4. Ceny produkcji sprzedanej	23
2.1.5. Ceny importu.....	24
2.1.6. Oczekiwania inflacyjne.....	24
2.2. Popyt i produkcja.....	25
2.2.1. Popyt konsumpcyjny	26
2.2.2. Popyt inwestycyjny	28
2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych.....	30
2.2.4. Eksport i import.....	31
2.2.5. Produkcja.....	32
Ramka 2. Synchronizacja cykli koniunkturalnych w Polsce i Niemczech	33
2.3. Rynek pracy	35
2.4. Rynki finansowe.....	38
2.4.1. Ceny aktywów finansowych i stopy procentowe.....	38
2.4.2. Ceny mieszkań.....	39
2.4.3. Kurs walutowy	40
2.5. Kredyt i pieniądz.....	40
2.5.1. Kredyty	40
2.5.2. Depozyty i agregaty monetarne	43
2.6. Bilans płatniczy	44
Ramka 3. Zadłużenie sektora publicznego i prywatnego w Polsce.....	47
3. Polityka pieniężna w okresie marzec - lipiec 2011 r.	51
4. Projekcja inflacji i PKB	65
Ramka 4. Zmiany w metodologii wyznaczania wykresów wachlarzowych	79
5. Wyniki głosowań RPP w okresie styczeń - maj 2011 r.	81

Synteza

W I kw. 2011 r. trwało ożywienie w gospodarce światowej. Jednocześnie utrzymywało się wyraźne zróżnicowanie koniunktury pomiędzy krajami. Wśród głównych gospodarek rozwiniętych szybkie tempo wzrostu odnotowano w Niemczech i Francji, wolniej rozwijały się natomiast Stany Zjednoczone oraz Wielka Brytania. W Japonii PKB obniżył się drugi kwartał z rzędu w ujęciu kwartalnym. W gospodarkach wschodzących, zwłaszcza azjatyckich, utrzymywał się silny wzrost PKB. Dane napływające w ostatnim okresie sygnalizują, że wzrost w gospodarce światowej w II kw. br. mógł spowolnić.

Relatywnie wysoki wzrost popytu na ropę naftową, zwłaszcza z krajów wschodzących, przy ograniczonym wzroście podaży, sprzyja utrzymaniu wysokich cen tego surowca. Od publikacji poprzedniego *Raportu* kształtowanie się cen ropy uległo jednak znaczącej zmianie. Do początku kwietnia ceny ropy wyraźnie rosły i do początku maja utrzymywały się na poziomie powyżej 120 USD/b. W maju br. nastąpił natomiast ich wyraźny spadek, a w pierwszych trzech tygodniach czerwca ceny ropy kształtowały się w przedziale ok. 110-120 USD/b. Z kolei ceny surowców rolnych na rynkach światowych od publikacji poprzedniego *Raportu* do kwietnia nadal rosły, a w maju ustabilizowały się na wysokim poziomie, istotnie przekraczając rekordową wartość osiągniętą w sierpniu 2008 r. Wysokie ceny surowców na rynkach światowych przyczyniły się do wyraźnego wzrostu inflacji w gospodarce światowej. Wzrost inflacji miał miejsce w większości gospodarek rozwiniętych oraz wschodzących.

Wzrost obaw o sytuację finansów publicznych w niektórych krajach peryferyjnych strefy euro doprowadził do kolejnych obniżek ratingów obligacji Grecji, Irlandii oraz Portugalii. Wzrosły również obawy o sytuację finansów publicznych w Stanach Zjednoczonych w długim okresie, co znalazło odzwierciedlenie w obniżeniu perspektywy dla ratingu długoterminowego obligacji amerykańskich. Jednocześnie, wraz z nasileniem się obaw o sytuację finansów publicznych w krajach strefy euro najbardziej zagrożonych kryzysem zadłużeniowym, obniżyły się rentowności (uznawanych za bezpieczne) obligacji Niemiec i Stanów Zjednoczonych.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* główne banki centralne nadal prowadziły ekspansywną politykę pieniężną, choć nastąpiło jej pewne zróżnicowanie. Fed, Bank Anglii i Narodowy Bank Szwajcarii utrzymywały stopy procentowe na historycznie niskim poziomie. Z kolei Europejski Bank Centralny po raz pierwszy od prawie trzech lat podniósł stopy procentowe o 0,25 pkt proc. w kwietniu br., po czym pozostawił je na niezmiennym poziomie, a Bank Japonii dokonał dalszego ilościowego poluzowania polityki pieniężnej po wystąpieniu katastrofy naturalnej w tym kraju. Natomiast banki centralne w większości gospodarek wschodzących (m. in. w Brazylii, Chile, Chinach, Indiach, Korei Południowej, Peru oraz Rosji) kontynuowały zaostrzanie polityki pieniężnej. Polityka pieniężna była zacieśniana również w części małych otwartych gospodarek rozwiniętych (m. in. w Norwegii i Szwecji).

Roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce w okresie styczeń - maj 2011 r. wzrosło z 3,6% do 5,0%. W efekcie kształtowało się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%. Przyspieszenie wzrostu inflacji w analizowanym okresie dotyczyło większości kategorii towarów i usług, co odzwierciedlone jest we wzroście wszystkich miar inflacji bazowej. Wzrost inflacji w analizowanym okresie wynikał przede wszystkim z systematycznego wzrostu dynamiki cen żywności, wysokiej dynamiki cen energii, w tym przede wszystkim paliw, oraz podwyżki stawek VAT. Kształtowanie się inflacji w analizowanym okresie wynikało częściowo ze zmiany sposobu notowań cen towarów sezonowych, wprowadzonej przez GUS od początku br.

W I kw. 2011 r. utrzymała się wysoka dynamika cen towarów importowanych wyrażonych w złotych i przyspieszył wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu. Było to spowodowane głównie dalszym wzrostem cen surowców na rynkach światowych w tym okresie, który nie był neutralizowany przez zmiany kursu złotego.

Prognozy inflacji analityków sektora finansowego w horyzoncie roku od sierpnia 2010 r. utrzymują się na poziomie ok. 3%. Z kolei oczekiwania inflacyjne osób prywatnych - po wyraźnym wzroście w marcu 2011 r. - kształtują się na poziomie przekraczającym 4%. Także oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw w horyzoncie roku, mimo spadku w II kw. br. do 3,9% (wobec 5,2% w I kw. br.), pozostają wysokie.

W I kw. 2011 r. wzrost PKB pozostał na relatywnie wysokim poziomie. Dynamika PKB wyniosła 4,4% r/r w I kw. br. wobec 4,5% r/r w IV kw. 2010 r. Po stronie popytowej nadal głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego był popyt krajowy, na którego silny wzrost złożyło się przyspieszenie dynamiki inwestycji, podtrzymanie tempa wzrostu konsumpcji oraz dalszy przyrost zapasów. Istotne znaczenie dla wzrostu nakładów inwestycyjnych w gospodarce miał wciąż silny wzrost inwestycji publicznych. W I kw. br., w efekcie silniejszego spowolnienia dynamiki importu niż eksportu, zmniejszył się ujemny wkład eksportu netto do wzrostu PKB.

Relatywnie wysoki wzrost gospodarczy sprzyjał poprawie sytuacji sektora finansów publicznych. W okresie styczeń-maj 2011 r. deficyt budżetu państwa był wyraźnie niższy niż w analogicznym okresie 2010 r. W I kw. 2011 r. jednostki samorządu terytorialnego zanotowały nadwyżkę wyższą niż rok wcześniej. Równocześnie w okresie styczeń-maj 2011 r. wykorzystanie kwoty dotacji z budżetu państwa przez FUS było mniejsze niż w analogicznym okresie ub.r., a Fundusz Pracy i NFZ odnotowały w pierwszych czterech miesiącach br. nieco większe nadwyżki niż rok wcześniej.

Umacniający się wzrost gospodarczy przyczyniał się do zwiększenia popytu na pracę, co odzwierciedlone było we wzroście dynamiki wszystkich wskaźników zatrudnienia w I kw. br. Wzrostowi zatrudnienia towarzyszył - choć słabszy - wzrost podaży pracy. Stopa bezrobocia według BAEL obniżyła się w I kw. br., a stopa bezrobocia rejestrowanego od początku br. pozostawała stabilna. Po wyraźnym przyspieszeniu w IV kw. 2010 r., wzrost płac nominalnych w gospodarce obniżył się w I kw. br., natomiast tempo wzrostu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach pozostało w tym okresie umiarkowane. Obniżenie się dynamiki płac w gospodarce skutkowało spadkiem dynamiki jednostkowych kosztów pracy w I kw. 2011 r. w porównaniu z IV kw. 2010 r. Dynamika ta była natomiast wyraźnie wyższa niż w czterech wcześniejszych kwartałach. Z kolei dane z początku II kw. br. wskazują, że zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw rośnie coraz słabiej, a dynamika płac nominalnych w przedsiębiorstwach - po wyraźnym wzroście w kwietniu br., związanym głównie z przesunięciami wypłat premii w górnictwie oraz sektorze energetycznym - obniżyła się w maju do poziomu obserwowanego w lutym i marcu.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej trzykrotnie podwyższyła stopy procentowe NBP, łącznie o 0,75 pkt proc., w tym stopę referencyjną do poziomu 4,50%. Podwyżki stóp procentowych, każda o 0,25 pkt proc., miały miejsce na posiedzeniach w kwietniu, maju i czerwcu br. Osłabienie oczekiwań inwestorów na kolejne podwyżki stóp procentowych NBP przełożyło się na spadek rentowności polskich obligacji w tym okresie. W kierunku spadku rentowności obligacji pięcio- i dziesięcioletnich oddziaływały ponadto zapowiedzi stopniowego ograniczania podaży długu, w tym wstrzymania do drugiej połowy br. emisji obligacji dziesięcioletnich w związku z mniejszymi potrzebami pożyczkowymi państwa. W kierunku obniżenia rentowności obligacji o dłuższym terminie zapadalności oddziaływał również dalszy napływ nierezydentów na rynek polskich papierów skarbowych oraz towarzyszące mu kształtowanie się stawek CDS na polskie obligacje na wyraźnie niższym poziomie niż dla

obligacji krajów peryferyjnych strefy euro. Indeks WIG wzrósł, przy niewielkim wzroście zaangażowania nierezydentów na rynku akcji.

W I kw. 2011 r. sytuacja na rynku mieszkaniowym w największych miastach Polski nie uległa istotnej zmianie. Podobnie jak w IV kw. 2010 r., ofertowe ceny mieszkań na rynku pierwotnym i wtórnym nieco spadły. Tendencję do niewielkich spadków wykazywały również ceny transakcyjne na rynku pierwotnym, natomiast ceny transakcyjne na rynku wtórnym były stabilne w tym okresie.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* nominalny kurs złotego umocnił się wobec euro oraz dolara amerykańskiego, natomiast osłabił się wobec franka szwajcarskiego. Frank szwajcarski, uznawany za bezpieczną i stabilną walutę, umocnił się również wobec dolara amerykańskiego oraz euro.

W okresie luty - maj 2011 r. nastąpiło ożywienie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw. Nadal relatywnie szybko rosły kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych, przy czym w ostatnim okresie większość nowych kredytów mieszkaniowych udzielana była w złotych. Równocześnie wciąż obniżał się stan zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych. Po przejściowym przyspieszeniu wzrostu agregatów monetarnych w marcu 2011 r., który był związany w dużej mierze z czynnikiem o charakterze jednorazowym, ich dynamiki wróciły do umiarkowanych poziomów w maju 2011 r. Nieco szybciej od szerokiego pieniądza rosły jego płynne składniki zaliczane do agregatu M1.

Wraz z kontynuacją ożywienia gospodarczego w IV kw. 2010 r. i w I kw. 2011 r. rósł deficyt obrotów bieżących, do czego w największym stopniu przyczynił się wzrost deficytu w handlu towarami. Obserwowany wzrost deficytu w handlu zagranicznym był związany nie tylko ze wzrostem popytu na dobra importowane w warunkach rosnącej aktywności gospodarczej w kraju, ale częściowo wynikał również z pogorszenia się *terms-of-trade* (w następstwie rosnących cen importu surowców). Dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw przełożyły się z kolei na wzrost transferowanych dochodów zagranicznych właścicieli firm, co powiększało deficyt dochodów w rachunku obrotów bieżących. Równocześnie, zwiększenie wykorzystania środków z UE na finansowanie projektów inwestycyjnych znalazło odzwierciedlenie w silnym napływie środków na rachunek kapitałowy, choć łączny deficyt na rachunku bieżącym i kapitałowym również się pogłębił. Pogorszeniu nierównowagi zewnętrznej Polski towarzyszyło utrzymanie się na stosunkowo wysokim poziomie relacji aktywów rezerwowych do importu.

Raport o inflacji ma następującą strukturę: W rozdziale 1 przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w marcu, kwietniu, maju i czerwcu 2011 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu br. umieszczone są w Rozdziale 3. *Opis dyskusji* na lipcowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 25 sierpnia br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań RPP w okresie styczeń - maj 2011 r. znajdują się w rozdziale 5. Ponadto w Rozdziale 1 i 2 niniejszego *Raportu* zamieszczono trzy ramki: „Niepewność dotycząca szacunków zmiennych nieobserwowalnych na przykładzie luki popytowej”, „Synchronizacja cykli koniunkturalnych w Polsce i Niemczech” oraz „Zadłużenie sektora publicznego i prywatnego w Polsce”.

W rozdziale 4 *Raportu* przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których RPP podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z lipcową projekcją - przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP - inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,7-4,4% w 2011 r. (wobec 2,8-3,7% w projekcji marcowej), 2,1-3,4% w 2012 r. (wobec 2,2-3,4%) oraz 1,8-3,4% w 2013 r. (wobec 2,1-3,7%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej

projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,0-4,9% w 2011 r. (wobec 3,3-5,1% w marcowej projekcji), 1,9-4,5% w 2012 r. (wobec 2,3-4,8%) oraz 1,5-4,3% w 2013 r. (wobec 1,7-4,4%). W Rozdziale 4 zamieszczono ramkę „Zmiany w metodologii wyznaczania wykresów wachlarzowych”.

Rozdział 1

Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki

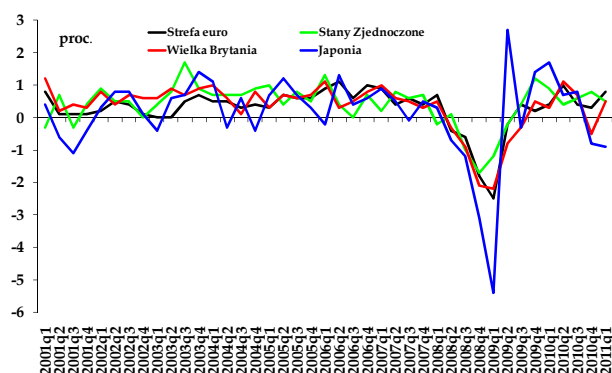
1.1. Aktywność gospodarcza na świecie

W I kw. 2011 r. trwało ożywienie w gospodarce światowej. Jednocześnie utrzymywało się wyraźne zróżnicowanie koniunktury pomiędzy krajami. Wśród głównych gospodarek rozwiniętych szybkie tempo wzrostu odnotowano w Niemczech i Francji, wolniej rozwijały się natomiast Stany Zjednoczone oraz Wielka Brytania. W Japonii PKB obniżył się drugi kwartał z rzędu w ujęciu kwartalnym (Wykres 1.1). W gospodarkach wschodzących, zwłaszcza azjatyckich, utrzymywał się silny wzrost PKB.

Dane napływające w ostatnim okresie sygnalizują, że wzrost w gospodarce światowej w II kw. br. mógł spowolnić. W szczególności nastąpiło pogorszenie globalnych wskaźników koniunktury w przemyśle i usługach oraz spadek wolumenu handlu światowego (Wykres 1.2)¹. Niekorzystnie na wzrost wpłynęły skutki katastrof naturalnych w Japonii w marcu br., wysokie ceny surowców oraz głęboka nierównowaga fiskalna w wielu krajach. W kierunku wyższego wzrostu gospodarczego oddziaływała stopniowa odbudowa konsumpcji prywatnej w gospodarkach rozwiniętych oraz nadal silny popyt wewnętrzny w krajach wschodzących. Istotnym czynnikiem

Wykres 1.1

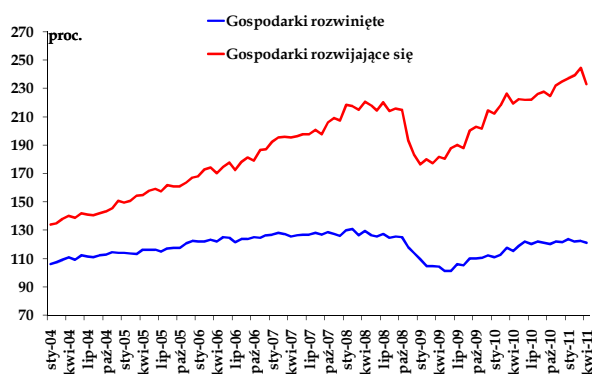
Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach rozwiniętych (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

Wykres 1.2

Wolumen importu (2000 r.=100).



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

¹ Globalny wskaźnik aktywności w przetwórstwie przemysłowym i usługach (JP Morgan Global Manufacturing & Services PMI) spadł z 59,1 w lutym br. do 51,8 w kwietniu br., tj. do najniższego poziomu od lipca 2009 r., po czym wzrósł do 52,6 w maju br.

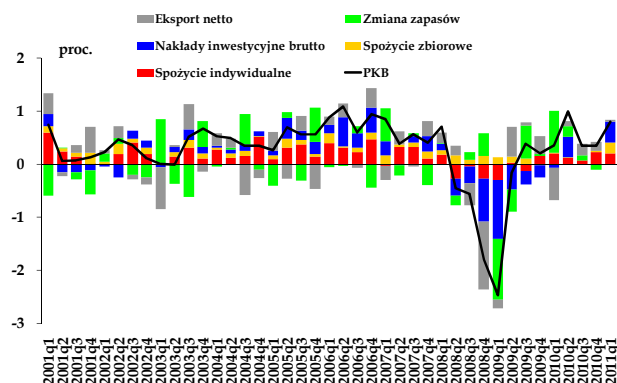
niepewności dla rozwoju sytuacji gospodarczej na świecie pozostają skutki ekspansji monetarnej, w tym niekonwencjonalnych działań podejmowanych przez główne banki centralne² (zob. Ramka 1. *Niepewność dotycząca szacunków zmiennych nieobserwowalnych na przykładzie szacunków luki popytowej*).

W I kw. 2011 r. dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych spowolniła i wyniosła 0,5% kw/kw po skorygowaniu o czynniki sezonowe (wobec 0,8% kw/kw w IV kw. ub. r.; Wykres 1.1). Na spowolnienie dynamiki PKB złożyło się pogorszenie wkładu eksportu netto do dynamiki PKB, wyhamowanie wzrostu konsumpcji oraz inwestycji prywatnych, a także pogłębienie spadku wydatków rządowych. W kierunku szybszego wzrostu gospodarczego oddziaływał wzrost dodatniego wkładu przyrostu zapasów do dynamiki PKB. Spowolnienie wzrostu konsumpcji prywatnej w I kw. 2011 r. miało miejsce pomimo ogłoszenia w grudniu ub. r. decyzji administracji prezydenta B. Obamy o przedłużeniu okresu obowiązywania wszystkich ulg podatkowych na lata 2011-2012.

Po spowolnieniu w drugiej połowie 2010 r. wzrost PKB w strefie euro wyraźnie przyspieszył w I kw. 2011 r. (do 0,8% kw/kw po skorygowaniu o czynniki sezonowe wobec 0,3% kw/kw w IV kw. ub. r.). Szczególnie wysoki wzrost gospodarczy odnotowano w Niemczech, gdzie wyniósł on 1,5% kw/kw oraz 4,8% r/r po skorygowaniu o czynniki sezonowe. Do przyspieszenia wzrostu PKB w strefie euro w I kw. 2011 r. przyczynił się wzrost wkładu inwestycji prywatnych oraz wydatków rządowych do dynamiki PKB (Wykres 1.3). Dodatni wkład do dynamiki PKB miało również spożycie prywatne, przy neutralnym wpływie eksportu netto oraz zmiany zapasów. Przyspieszenie aktywności gospodarczej w strefie euro w tym okresie dotyczyło w szczególności przemysłu przetwórczego. Napływające ostatnio dane mogą jednak świadczyć o pewnym pogorszeniu koniunktury w przemyśle przetwórczym w II kw. br. (Wykres 1.4). W ostatnim okresie sytuacja na

Wykres 1.3

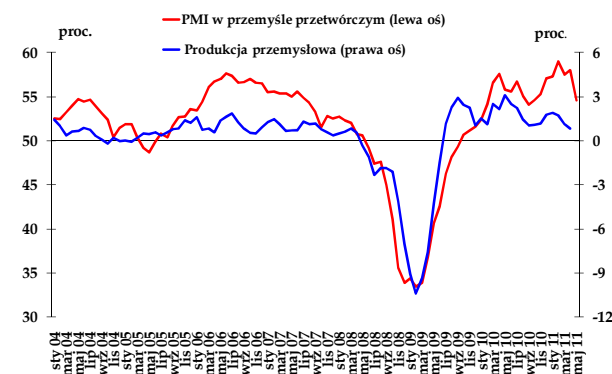
Wzrost PKB w strefie euro (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

Wykres 1.4

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

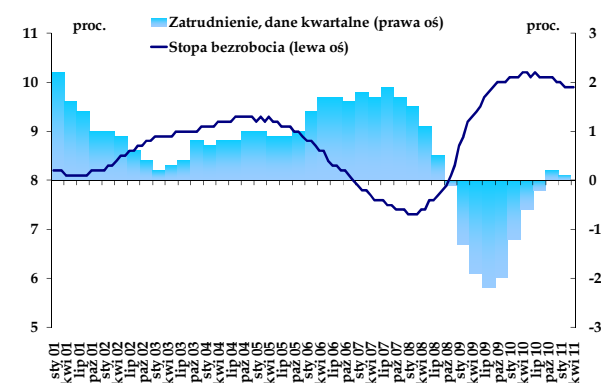


Źródło: Dane Eurostat, Markit.

* 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.

² Niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej polegają na aktywnym wykorzystywaniu bilansu banku centralnego do wywierania bezpośredniego wpływu na ceny na rynkach finansowych. Niekonwencjonalne działania podjęte w ostatnich latach przez główne banki centralne obejmowały głównie warunkowy i bezwarunkowy zakup aktywów sektora prywatnego i obligacji rządowych.

rynku pracy w strefie euro uległa niewielkiej poprawie. W szczególności w IV kw. 2010 r., po raz pierwszy od III kw. 2008 r. odnotowano wzrost zatrudnienia w ujęciu rocznym po skorygowaniu o czynniki sezonowe, a w I kw. 2011 r. nastąpił nieznaczny spadek stopy bezrobocia, która jednak nadal kształtuje się na wysokim poziomie (Wykres 1.5). W I kw. 2011 r. wciąż wyraźne było zróżnicowanie skali ożywienia gospodarczego pomiędzy głównymi gospodarkami strefy euro (Niemcy, Francja), a gospodarkami krajów najsilniej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym i fiskalnym (Grecja, Irlandia, Portugalia i Hiszpania).

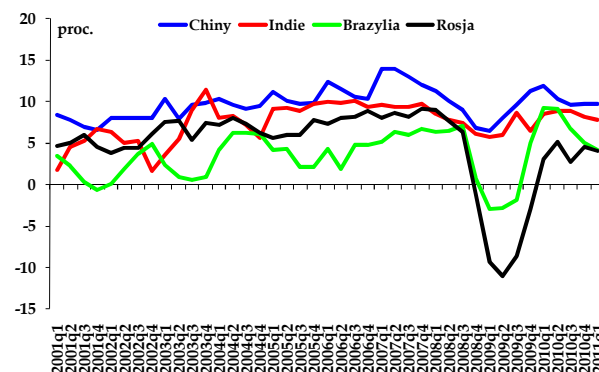
Wzrost PKB w Wielkiej Brytanii w I kw. 2011 r. wyniósł 0,5% kw/kw, po spadku o 0,5% kw/kw w IV kw. 2010 r. (dane skorygowane o czynniki sezonowe). Wzrost wspierany był przez popyt zewnętrzny oraz wydatki rządowe, spadła natomiast konsumpcja prywatna i inwestycje.

Wzrost gospodarczy w Chinach i Indiach utrzymuje się na wysokim poziomie, natomiast w Brazylii uległ on w ostatnim okresie spowolnieniu (Wykres 1.6). Wzrost PKB w Rosji od kilku kwartałów pozostaje na poziomie ok. 4% r/r, natomiast w Chinach - na stabilnym poziomie bliskim 10% r/r (Wykres 1.6).

W większości nowych krajów członkowskich UE spoza strefy euro wzrost gospodarczy przyspieszył w I kw. 2011 r., choć nadal występowało wyraźne zróżnicowanie dynamiki PKB w poszczególnych krajach³ (Wykres 1.7, Wykres 1.8). Wyraźne przyspieszenie wzrostu odnotowano na Litwie (do 3,5% kw/kw, wobec 1,8% kw/kw w IV kw. ub. r.), Wzrost gospodarczy przyspieszył również w Rumunii (do 0,7% kw/kw, wobec 0,1% kw/kw w IV kw. ub. r.) oraz w Czechach (do 0,6% kw/kw, wobec 0,3% kw/kw w IV kw. ub. r.), na Węgrzech (do 0,7% kw/kw, wobec 0,5% kw/kw w IV kw. ub. r.) i w Bułgarii (do 0,6% kw/kw, wobec 0,5% kw/kw w IV kw. ub. r.). Dynamika PKB spowolniła natomiast wyraźnie na Łotwie (do 0,2% kw/kw, wobec 0,9% kw/kw w IV kw. ub. r.). Wzrost gospodarczy w Czechach, Rumunii i na Węgrzech wspierany był głównie przez popyt zewnętrzny, natomiast w Bułgarii,

Wykres 1.6

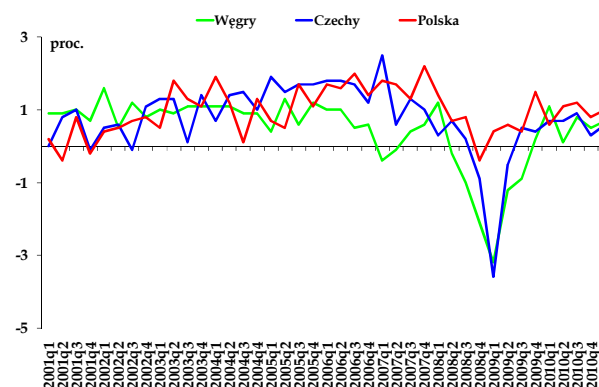
Wzrost gospodarczy w Chinach, Indiach, Brazylii i Rosji (r/r).



Źródło: Dane Reuters, OECD.

Wykres 1.7

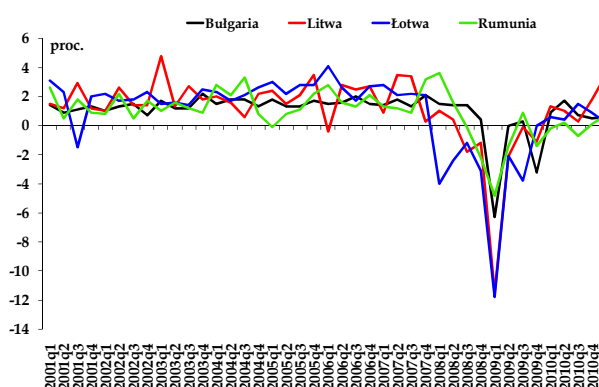
Wzrost PKB w Czechach, na Węgrzech i w Polsce (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

Wykres 1.8

Wzrost PKB w Bułgarii, Litwie, Łotwie i Rumunii (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

³ Przedstawione dane dotyczące tempa wzrostu gospodarczego w nowych krajach członkowskich UE spoza strefy euro zostały skorygowane o wpływ czynników sezonowych.

na Litwie i na Łotwie czynnikiem wzrostu gospodarczego był również popyt krajowy.

Ramka 1. Niepewność dotycząca szacunków zmiennych nieobserwowalnych na przykładzie luki popytowej

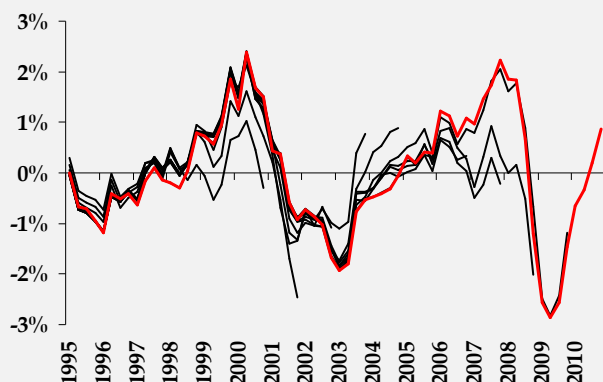
W wielu modelach makroekonomicznych wykorzystywanych w polityce pieniężnej, w tym w modelach służących do analiz i prognoz inflacji, istotną rolę odgrywają zmienne, które nie są bezpośrednio obserwowalne. Do zmiennych takich zaliczyć można w szczególności: produkt potencjalny, naturalną stopę bezrobocia, naturalną stopę procentową oraz kurs równowagi. Odchylenia (określane jako luki, na przykład luka popytowa) bezpośrednio obserwowalnych zmiennych (realnego PKB, stopy bezrobocia, stopy procentowej banku centralnego czy kursu walutowego) od zmiennych nieobserwowalnych są czynnikami determinującymi procesy inflacyjne w modelach makroekonomicznych, dostarczają informacji na temat kierunku i skali zmian stóp procentowych banku centralnego niezbędnych dla stabilizacji inflacji na poziomie celu, a także na temat rodzajów ryzyka dla stabilności makroekonomicznej gospodarki.

Wykorzystywanie zmiennych nieobserwowalnych w analizach makroekonomicznych łączy się jednak z ryzykiem związanym z niepewnością dotyczącą szacunków tych zmiennych, w szczególności ich szacunkami uzyskanymi w oparciu o aktualnie dostępne dane (ang. *real time estimates*). Niepewność ta związana jest z:

- różnicami w koncepcjach teoretycznych, na których oparte mogą być definicje zmiennych nieobserwowalnych;
- różnicami w metodach empirycznych, które mogą być wykorzystywane do szacowania zmiennych nieobserwowalnych;
- późniejszymi rewizjami danych makroekonomicznych, na których bazują bieżące szacunki zmiennych nieobserwowalnych;
- zmianami wcześniejszych oszacowań wykorzystujących daną metodę pomiaru zmiennej nieobserwowanej, związanych z wydłużaniem okresu próby, na którym bazują te oszacowania (por. Wykres R.1.1, na którym przedstawiono zmiany luki popytowej w Stanach Zjednoczonych oszacowanej z wykorzystaniem filtra Hodricka-Prescotta, związane z rozszerzaniem próby, na podstawie której szacowana jest luka popytowa, o nowe dane).

Wykres R.1.1

Szacunki luki popytowej w Stanach Zjednoczonych wykorzystujące filtr Hodricka-Prescotta*



Źródło: dane BEA, obliczenia NBP.

* Kolorem czerwonym zaznaczono szacunek oparty o całą dostępną próbę danych. Kolorem czarnym – szacunki oparte na skróconych próbach.

Spośród wielu zmiennych nieobserwowalnych w literaturze ekonomicznej najczęściej analizowana jest niepewność związana z szacunkami luki popytowej oraz konsekwencje tej niepewności dla ocen presji inflacyjnej i perspektyw inflacji, a także prowadzenia polityki pieniężnej. Szereg opracowań empirycznych wskazuje, że skala rewizji szacunków luki popytowej związanych z rozszerzaniem próby o nowe informacje oraz z rewizjami już dostępnych informacji może być wysoka (Orphanides i van Norden, 2002; Koske i Pain, 2008). Jednocześnie wysoka skala niepewności dotyczącej szacunków luki popytowej typu *real time* może wpływać niekorzystnie na jakość prognoz inflacji opartych na tych szacunkach (Orphanides i van Norden, 2005).

Błędy w oszacowaniu zmiennych nieobserwowalnych mogą mieć istotne znaczenie dla polityki pieniężnej (Beck i Wieland, 2008). Przykładowo, zdaniem części ekonomistów, błędy w oszacowaniu produktu potencjalnego lub naturalnej stopy bezrobocia, a w konsekwencji w ocenie perspektyw inflacji, przekładały się na niewłaściwe reakcje polityki pieniężnej w latach siedemdziesiątych w Stanach Zjednoczonych, co istotnie przyczyniło się do kształtowania się inflacji w tej gospodarce na wysokim poziomie (Orphanides, 2002 i 2003; Primiceri, 2005).

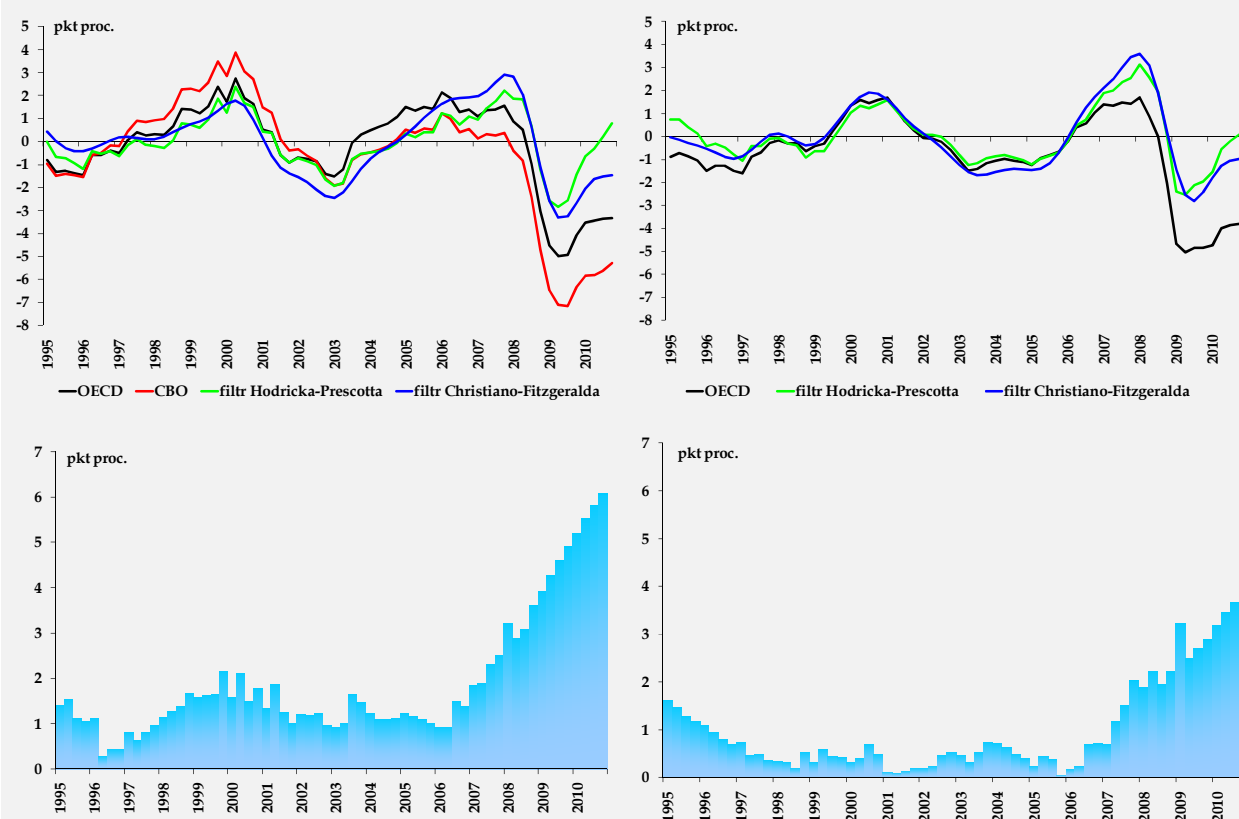
Silne zmiany strukturalne w gospodarce oraz załamania koniunktury mogą zwiększać niepewność dotyczącą szacunków zmiennych nieobserwowalnych. Koske i Pain (2008) pokazują na przykład, że rewizje szacunków produktu potencjalnego w okolicach punktów zwrotnych cyklu koniunkturalnego są silniejsze niż w pozostałych okresach. Podwyższona niepewność dotycząca zmiennych nieobserwowalnych może z kolei zwiększać błędy *ex post* aktualnych prognoz zmiennych makroekonomicznych, w tym inflacji.

Wykres R.1.2

Aktualne szacunki luki popytowej* dla Stanów Zjednoczonych i strefy euro (górny panel) i ich zróżnicowanie (dolny panel)**

Stany Zjednoczone

Strefa euro



Źródło: dane BEA, OECD, Eurostat, obliczenia NBP.

* Szacunki luki popytowej Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) oraz Biura Budżetowego Kongresu (CBO) wykorzystują do szacowania produktu potencjalnego metody oparte na neoklasycznej funkcji produkcji.

** Miarą zróżnicowania szacunków luki popytowej jest rozstęp.

Globalny kryzys finansowy skutkował wzrostem niepewności dotyczącej kształtowania się produktu potencjalnego w wielu gospodarkach (zob. Aneks 3. Wpływ kryzysu finansowego na kształtowanie się produktu

potencjalnego w *Raporcie o inflacji. Czerwiec 2010*), co w połączeniu ze standardowo podwyższoną niepewnością co do szacunków produktu potencjalnego na końcu próby skutkuje silnym zróżnicowaniem bieżących oszacowań luki popytowej. Na Wykresie R.1.2 przedstawiono szacunki luki popytowej dla Stanów Zjednoczonych i strefy euro sporządzone z wykorzystaniem różnych metod empirycznych przez różne instytucje wraz ze skalą zróżnicowania między tymi szacunkami. W przypadku obu gospodarek szczególnie wysoka jest rozbieżność między oszacowaniami luki popytowej dla lat 2008-2010. Szacunki luki popytowej w Stanach Zjednoczonych w IV kw. 2010 r. kształtują się pomiędzy -5,3% a 0,9%, co implikuje rozbieżne oceny dotyczące presji inflacyjnej w tym kraju. Z analiz prowadzonych w NBP wynika, że w oparciu o doświadczenia z poprzednich okresów wychodzenia z recesji w Stanach Zjednoczonych nie można stwierdzić, by któraś z metod pomiaru luki popytowej dostarczała systematycznie lepszych oszacowań od innych metod⁴. Doświadczenia te nie pozwalają także na rozstrzygnięcie, czy oszacowania *real time* są systematycznie zawyżone lub zaniżone w stosunku do oszacowań uwzględniających dane napływające w późniejszym okresie.

Wysoka niepewność dotycząca szacunków zmiennych nieobserwowalnych w głównych gospodarkach rozwiniętych, w szczególności szacunków luki popytowej, zwiększa niepewność co do perspektyw inflacji oraz skutków silnie ekspansywnej polityki pieniężnej w tych krajach.

Bibliografia:

- Beck, G.W., Wieland, V. (2008), „Central bank misperceptions and the role of money in interest-rate rules”, *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, Vol.55 (Supplement), s. S1-S17.
- Blanchard, O.J., Quah, D. (1989), „The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances”, *American Economic Review*, Vol. 79(4), s. 655-73.
- Christiano, L.J., Fitzgerald, T.J. (2003), „The Band Pass Filter”, *International Economic Review*, Vol. 44(2), s. 435-465.
- Hodrick, R. J., Prescott, E. C. (1997), „Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 29(1), s. 1-16.
- Koske, I., Pain, N. (2008), „The Usefulness of Output Gaps for Policy Analysis”, *OECD Economics Department Working Papers* No. 621, OECD Publishing.
- Orphanides, A. (2002), „Monetary-Policy Rules and the Great Inflation,” *American Economic Review*, American Economic Association, Vol. 92(2), s. 115-120.
- Orphanides, A. (2003), „Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 50(5), s. 983-1022.
- Orphanides, A., van Norden, S. (2002), „The Unreliability of Output-Gap Estimates in Real Time”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 84(4), s. 569-583.
- Primiceri, G.E. (2005), „Why Inflation Rose and Fell: Policymakers' Beliefs and US Postwar Stabilization Policy”, *NBER Working Papers* No. 11147, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Watson, M.W. (1986), „Univariate detrending methods with stochastic trends”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 18(1), s. 49-75.

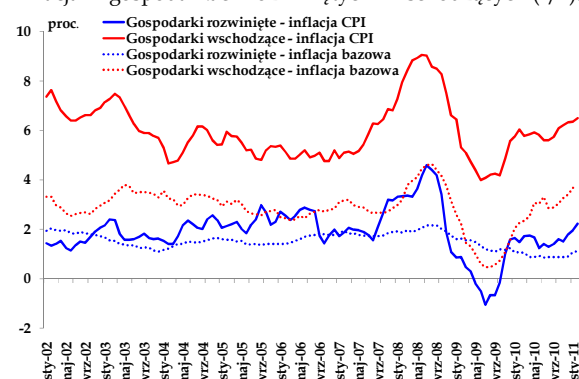
1.2. Procesy inflacyjne za granicą

Po stabilizacji w pierwszych trzech kwartałach ub.r., inflacja w gospodarce światowej wyraźnie wzrosła, do czego przyczynił się silny wzrost światowych cen surowców. Wzrost inflacji miał miejsce w większości gospodarek rozwiniętych oraz wschodzących (Wykres 1.9).

Wzrostowi inflacji bieżącej w największych gospodarkach rozwiniętych, tj. w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (Wykres 1.10), towarzyszyły wzrost inflacji bazowej oraz pogorszenie się krótkookresowych oczekiwań

Wykres 1.9

Inflacja w gospodarkach rozwiniętych i wschodzących (r/r).



Źródło: Dane MFW.

⁴ Luka popytowa została oszacowana w oparciu o filtry Hodricka-Prescotta i Christiano-Fitzgeralda, model nieobserwowalnych komponentów według specyfikacji Watsona (1986) oraz strukturalny model wektorowej autoregresji (SVAR) według specyfikacji Blancharda i Quaha (1989). Uwzględniono także szacunki Biura Budżetowego Kongresu (CBO). Analizowano rewizje luki popytowej w okresach ożywienia następujących po recesjach z lat 1981-82, 1990-91 oraz z 2001 r.

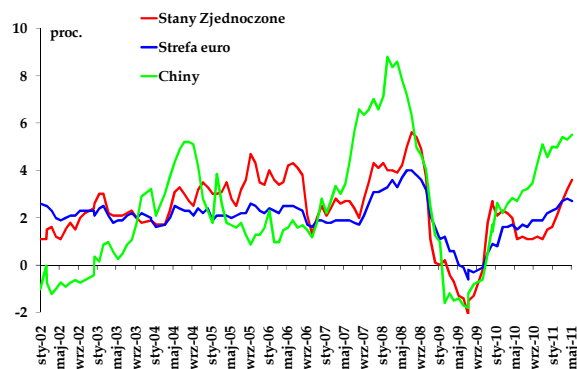
inflacyjnych. Wskaźniki inflacji bazowej w tych gospodarkach nadal kształtowały się jednak na umiarkowanym poziomie, a długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostały relatywnie stabilne. Presja inflacyjna w głównych gospodarkach rozwiniętych była ograniczana przez niepełne wykorzystanie mocy wytwórczych, w tym wysoki poziom bezrobocia.

Natomiast w wielu gospodarkach wschodzących, w tym w szczególności gospodarkach azjatyckich (Wykres 1.10) i z Ameryki Łacińskiej, do wzrostu inflacji przyczyniał się także szybki wzrost gospodarczy, skutkujący nasilaniem się presji płacowej i popytowej. W efekcie, inflacja bazowa w gospodarkach wschodzących kształtowała się na relatywnie wysokim poziomie.

Inflacja wzrosła również w Europie Środkowo-Wschodniej, jednak między poszczególnymi krajami występowało wyraźne zróżnicowanie (Wykres 1.11), w części związane z różnicami w czasie dokonywania podwyżek cen administrowanych oraz podatków pośrednich. Na początku br. w Polsce, na Łotwie i Słowacji miały miejsce podwyżki stawek podatków pośrednich (VAT, akcyza) i silniejsze niż w analogicznym okresie ub.r. podwyżki cen administrowanych, co przyczyniło się do wzrostu wskaźników inflacji w tych krajach. Podobnie, od lipca ub.r. roczny wskaźnik inflacji w Rumunii był istotnie podwyższany przez podwyżkę stawek podatku VAT w tym kraju. W większości pozostałych krajów regionu podwyżki stawek podatków pośrednich lub istotne podwyżki cen administrowanych miały miejsce we wcześniejszym okresie (w styczniu 2010 r. wzrosły stawki VAT w Czechach, w lipcu 2009 r. - na Węgrzech; w styczniu 2010 r. miały miejsce silne podwyżki cen administrowanych na Litwie oraz w Czechach); wygasanie wpływu tych podwyżek oddziaływało w kierunku spadku rocznych wskaźników inflacji w tych krajach.

Wykres 1.10

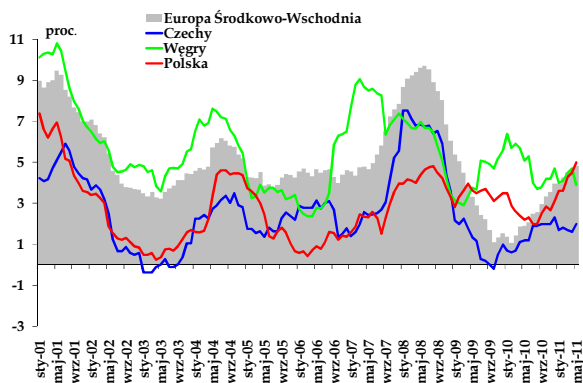
Inflacja CPI w największych gospodarkach (r/r).



Źródło: Dane OECD, Eurostatu, MFW.

Wykres 1.11

Inflacja CPI w regionie Europie Środkowo-Wschodniej* i jego największych gospodarkach (r/r).



Źródło: Dane krajowych urzędów statystycznych.

*Średnia wskaźników inflacji w Bułgarii, Czechach, Estonii, Litwie, Łotwie, Polsce, Rumunii, Słowacji oraz na Węgrzech.

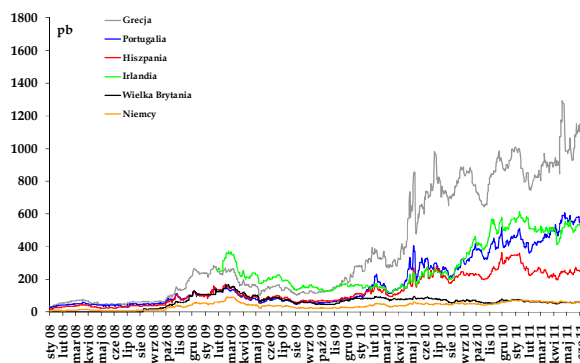
1.3. Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą

Od publikacji poprzedniego *Raportu* sytuacja na światowych rynkach finansowych pozostawała pod istotnym wpływem obaw o stabilność finansów publicznych w niektórych krajach rozwiniętych, w tym głównie w peryferyjnych krajach strefy euro. Pewien wpływ na rynki finansowe miały także obawy o potencjalne skutki dla globalnej gospodarki mających miejsce ostatnio silnych wzrostów cen surowców, trzęsienia ziemi i tsunami w Japonii, oraz kontynuacji napięć politycznych w krajach arabskich.

Wzrost obaw o sytuację finansów publicznych w niektórych krajach peryferyjnych strefy euro znalazł odzwierciedlenie w kolejnych obniżkach ratingów obligacji Grecji, Irlandii oraz Portugalii⁵. Ponadto nasilenie się problemów z zaspokojeniem na rynkach finansowych potrzeb pożyczkowych Portugalii spowodowało zwrócenie się tego kraju o pomoc finansową do Unii Europejskiej (w ramach Europejskiego Funduszu Stabilności Finansowej) oraz do Międzynarodowego Funduszu Walutowego. W ostatnim okresie nasiliły się również problemy dotyczące finansowania długu Grecji. W rezultacie powyższych wydarzeń doszło do dalszego silnego wzrostu rentowności obligacji oraz cen CDS opiewających na obligacje skarbowe krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużenia (Wykres 1.12). Wzrosły również obawy o sytuację finansów publicznych w Stanach Zjednoczonych w długim okresie, co znalazło odzwierciedlenie w obniżeniu perspektywy dla ratingu długoterminowego obligacji amerykańskich⁶.

Wykres 1.12

Stawki CDS w wybranych krajach rozwiniętych.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

⁵ Rating obligacji Grecji obniżyła agencja Moody's (7 marca br. z Ba1 do B1 oraz 1 czerwca z B1 do Caa1), agencja Standard&Poor's (9 maja br. z BB- do B oraz 14 czerwca br. z B do CCC) oraz agencja Fitch (20 maja br. z BB+ do B+). Rating obligacji Irlandii obniżyła agencja Standard&Poor's (1 kwietnia br. z poziomu A- do BBB+) oraz agencja Moody's (15 kwietnia br. z Baa3 do Baa1). Rating obligacji Portugalii został obniżony przez agencję Moody's (16 marca z A1 do A3 oraz 5 kwietnia br. z poziomu A3 do Baa1) oraz przez agencję Standard&Poor's (25 marca br. z poziomu A- do BBB).

⁶ 18 kwietnia br. agencja Standard&Poor's obniżyła ocenę perspektyw dla ratingu długoterminowego obligacji Stanów Zjednoczonych ze stabilnej do negatywnej. Był to pierwszy w historii przypadek obniżenia oceny perspektyw dla ratingu długoterminowego obligacji tego kraju. W 1996 r. agencje Moody's oraz Fitch ostrzegły przed możliwością obniżenia ratingu jedynie tych obligacji amerykańskich o płatnościach odsetkowych w kolejnych trzech miesiącach, nie kwestionując jednak perspektyw dla ratingu długoterminowego.

W ostatnim okresie sytuacja na głównych światowych giełdach cechowała się podwyższoną zmiennością. W związku z katastrofą naturalną w Japonii w marcu br. miały miejsce gwałtowne spadki cen akcji, po których nastąpiły wzrosty trwające do połowy maja br. Następnie ceny akcji na głównych światowych giełdach spadały w następstwie publikacji danych makroekonomicznych mogących świadczyć o spowolnieniu globalnego wzrostu gospodarczego oraz obaw o sytuację fiskalną w niektórych krajach rozwiniętych (Wykres 1.13).

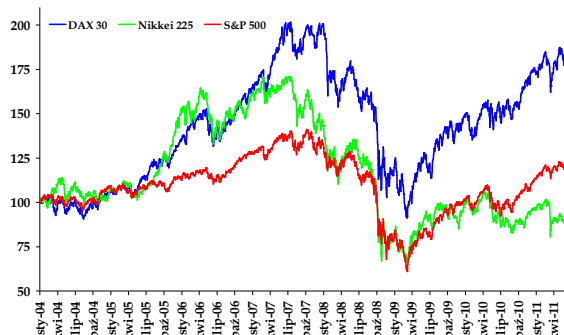
Od publikacji poprzedniego *Raportu* rentowności obligacji Stanów Zjednoczonych i Niemiec obniżyły się (Wykres 1.14). Początkowo, w okresie od połowy marca do połowy kwietnia br. rentowności rosły ze względu na wzrost cen surowców, silniejsze tendencje inflacyjne w gospodarce światowej oraz zwiększone oczekiwania na podwyżki stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny (EBC). Następnie jednak oczekiwania na podwyżki stóp przez EBC osłabiły się, natomiast nasiliły się obawy o sytuację finansów publicznych w krajach strefy euro najbardziej zagrożonych kryzysem zadłużeniowym. Czynniki te oddziaływały w kierunku spadku rentowności (uznawanych za bezpieczne) obligacji Niemiec i Stanów Zjednoczonych.

Oczekiwania, a następnie podwyżka stóp procentowych przez EBC i wzrost dysparytetu stóp procentowych pomiędzy strefą euro i Stanami Zjednoczonymi oddziaływały w kierunku aprecjacji kursu euro względem dolara amerykańskiego w marcu i kwietniu br. (Wykres 1.15). Doniesienia na temat możliwości restrukturyzacji długu Grecji oraz wzrost ryzyka niewypłacalności tego kraju przyczyniły się jednak do osłabiania się euro względem dolara w maju i czerwcu br.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* główne banki centralne nadal prowadziły ekspansywną politykę pieniężną (Wykres 1.16), choć nastąpiło jej pewne zróżnicowanie. Fed oraz Bank Anglii utrzymywały stopy procentowe na historycznie niskim poziomie, odpowiednio 0,00-0,25% oraz 0,50%. Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) również nie zmienił pasma dla 3-miesięcznej stopy LIBOR, które wynosi 0,00-0,75%, nadal

Wykres 1.13

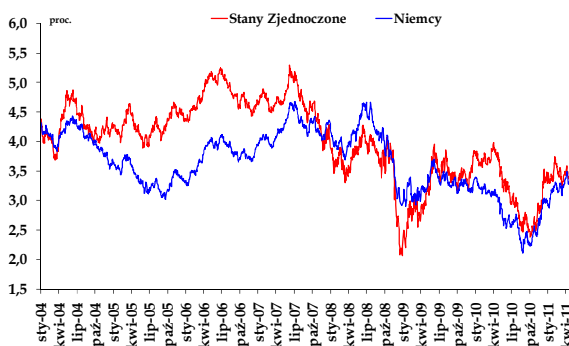
Indeksy giełdowe w Niemczech (DAX 30), Japonii (Nikkei 225) i Stanach Zjednoczonych (S&P 500), styczeń 2004 r. = 100.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 1.14

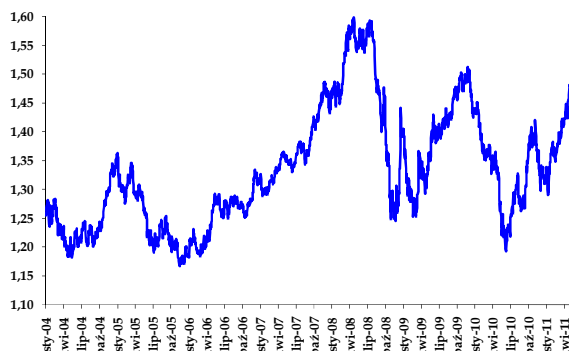
Rentowność 10-letnich obligacji w Stanach Zjednoczonych i w Niemczech.



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.15

Kurs euro względem dolara (wzrost oznacza aprecjację).



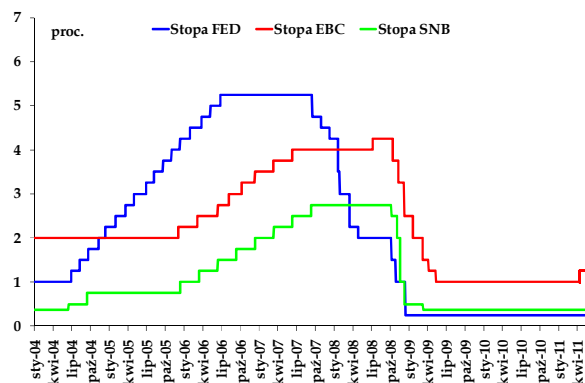
Źródło: Dane Bloomberg.

starając się utrzymywać tę stopę na poziomie zbliżonym do 0,25%, tj. w dolnej części tego przedziału. Z kolei Europejski Bank Centralny po raz pierwszy od prawie trzech lat podniósł stopy procentowe o 0,25 pkt. proc. w kwietniu br., po czym pozostawił je na niezmienionym poziomie, natomiast Bank Japonii dokonał dalszego ilościowego poluzowania polityki pieniężnej po wystąpieniu katastrofy naturalnej w tym kraju.

W warunkach szybkiego wzrostu gospodarczego i rosnącej inflacji banki centralne w większości gospodarek wschodzących (w szczególności w Brazylii, Chile, Chinach, Indiach, Korei Południowej, Peru oraz Rosji) kontynuowały zaostrzanie polityki pieniężnej. Polityka pieniężna była zacieśniana również w części małych otwartych gospodarek rozwiniętych (w szczególności w Norwegii i Szwecji).

Wykres 1.16

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



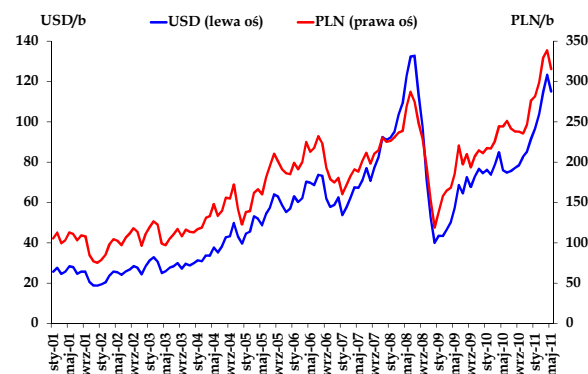
Źródło: Dane banków centralnych.

1.4. Światowe rynki surowców

Relatywnie wysoki wzrost popytu na ropę naftową zwłaszcza z krajów wschodzących, przy ograniczonym wzroście podaży sprzyja utrzymaniu wysokich cen tego surowca. Od publikacji poprzedniego *Raportu* kształtowanie się cen ropy uległo jednak znaczącej zmianie (Wykres 1.17). Do początku kwietnia ceny ropy wyraźnie rosły (ceny ropy Brent osiągnęły wówczas poziom 127 USD/b – najwyższy od sierpnia 2008 r.) i do początku maja utrzymywały się na poziomie powyżej 120 USD/b. Na kształtowanie się cen ropy w tym okresie na wysokim poziomie silnie wpływały napięcia polityczne w wielu krajach Afryki Północnej i Bliskiego Wschodu mających istotne znaczenie dla produkcji i transportu tego surowca⁷. Wzrost cen ropy był również wspierany przez dobre dane z gospodarki amerykańskiej podtrzymujące optymizm inwestorów na rynku kontraktów terminowych, a także przez deprecjację kursu dolara amerykańskiego. W maju br. nastąpiło natomiast wyraźne obniżenie cen ropy (o ok. 15 USD/b), co związane było z opublikowaniem nieco słabszych danych z gospodarki amerykańskiej oraz obawami, że wysokie ceny

Wykres 1.17

Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.



Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

⁷ Szczególnie duże znaczenie dla rynku ropy miało bardzo silne zmniejszenie wydobycia w Libii.

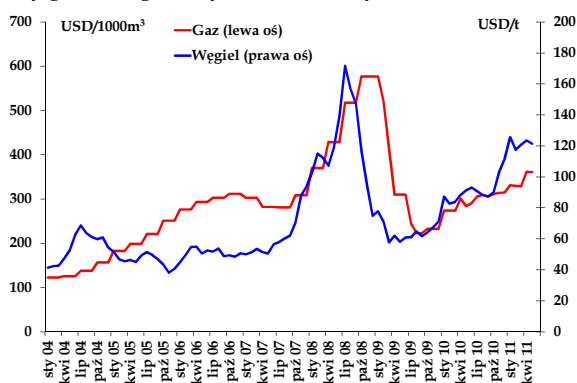
ropy mogą osłabić globalną aktywność gospodarczą. W pierwszych trzech tygodniach czerwca ceny ropy kształtowały się w przedziale ok. 110-120 USD/b, przy czym w kierunku ich wzrostu oddziaływała decyzja krajów OPEC o niezwiększaniu limitów wydobycia, natomiast w kierunku spadku – obawy o wzrost gospodarki światowej, w tym wynikające z napięć na rynkach finansowych związanych z problemami fiskalnymi Grecji.

Ceny węgla po silnym wzroście w styczniu 2011 r. (do 125 USD/t), związanym z powodzią w Australii, w okresie luty-maj ustabilizowały się na poziomie zbliżonym do 120 USD/t (Wykres 1.18)⁸. Natomiast ceny gazu ziemnego do marca 2011 r. kształtowały się na poziomie ok. 330 USD/1000 m³, a w okresie kwiecień-maj wzrosły do ok. 360 USD/1000 m³ (Wykres 1.18). Wzrost cen gazu był związany z wcześniejszym wzrostem cen ropy, które z opóźnieniem przekładają się na notowania tego surowca. Czynnikiem, który mógł sprzyjać wzrostowi cen był także zwiększony popyt na import gazu do dotkniętej skutkami katastrofy naturalnej Japonii.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* do kwietnia ceny surowców rolnych na rynkach światowych nadal rosły, a w maju ustabilizowały się na wysokim poziomie (Wykres 1.19), istotnie przekraczając poziom osiągnięty w sierpniu 2008 r. Wzrost cen surowców rolnych związany był ze zmniejszeniem ich podaży w efekcie niekorzystnych warunków agrometeorologicznych w sezonie 2010/2011 oraz ograniczeniami w eksporcie żywności z Rosji i Ukrainy. Znaczący wpływ na kształtowanie się cen surowców rolnych miała także duża podaż płynności na globalnych rynkach finansowych, która sprzyjała zwiększonemu zaangażowaniu inwestorów na rynkach terminowych. Czynnikiem o długookresowym charakterze, oddziałującym w kierunku wzrostu ceny żywności, jest rosnący popyt na żywność, głównie ze strony gospodarek wschodzących, oraz produkcja biopaliw, powodująca przeznaczenie części gruntów pod uprawę roślin energetycznych.

Wykres 1.18

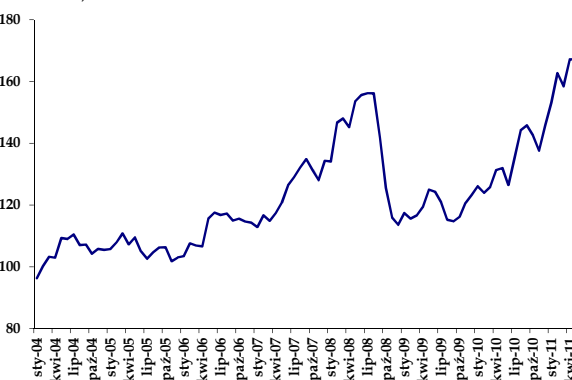
Ceny gazu i węgla na rynkach światowych.



Źródło: Dane MFW.

Wykres 1.19

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



Źródło: Dane MFW, obliczenia NBP.

W skład indeksu wchodzi pszenica, wołowina, wieprzowina, drób, ryby, cukier, banany, pomarańcze, olej rzepakowy i indeks napoje.

⁸ Wyraźny wzrost cen węgla w styczniu był związany z powodzią w Australii i wynikającym stąd ograniczeniem wydobycia węgla w tym kraju.

Kształtowanie się cen surowców na rynkach światowych wskazuje, że najważniejszymi czynnikami wpływającymi na ceny ropy są napięcia polityczne w krajach eksportujących ropę naftową, kształtowanie się koniunktury w Stanach Zjednoczonych i polityka krajów OPEC dotycząca limitów wydobycia; z kolei na ceny żywności – obok warunków agrometeorologicznych – najsilniej oddziałuje zmiana popytu ze strony gospodarek rozwijających się i rozwój rynku biopaliw.

Rozdział 2

Gospodarka krajowa

2.1. Procesy inflacyjne

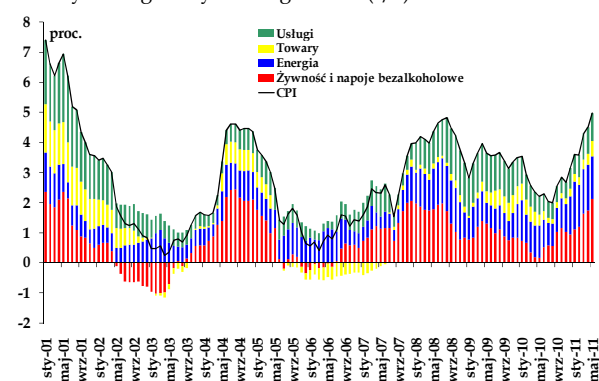
2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

Roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce w okresie styczeń - maj 2011 r. wzrosło z 3,6% do 5,0%⁹. W efekcie kształtowało się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5% (Wykres 2.1). Przyspieszenie wzrostu inflacji w analizowanym okresie dotyczyło większości kategorii towarów i usług, na co wskazuje wzrost odsetka cen o dynamice powyżej 2,5% r/r (Wykres 2.2).

Wzrost inflacji w analizowanym okresie wynikał przede wszystkim z systematycznego wzrostu dynamiki cen żywności (Wykres 2.3), spowodowanego głównie niekorzystną sytuacją podażową na krajowym rynku owoców, warzyw i zbóż oraz silnym zwyżkowym trendem cen surowców rolnych i

Wykres 2.1

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁹ Kształtowanie się inflacji w tym okresie wynikało częściowo ze zmiany sposobu notowań cen towarów sezonowych, wprowadzonej przez GUS od 1 stycznia br. Zmiany wprowadzone do obliczeń wskaźnika CPI powodują m.in., że od początku 2011 r. wagi owoców i warzyw w koszyku CPI są stałe w całym roku (w poprzednich latach wagi grup elementarnych, wchodzących w skład agregatów warzywa i owoce zmieniały się w kolejnych miesiącach, odzwierciedlając sezonową fluktuację konsumpcji tych produktów). Jednocześnie GUS zmienił sposób notowania cen nowoprowadzanych produktów sezonowych, co ma znaczenie w odniesieniu do agregatów odzież i obuwie. Według szacunków NBP w okresie styczeń-kwiecień wpływ zmiany metodyki na wysokość inflacji był niewielki. W maju natomiast wyniósł ok. 0,2 pkt. proc. Również szacunki GUS wskazują, że zmiana sposobu liczenia inflacji podwyższyła wskaźnik inflacji CPI w maju o 0,1-0,2 pkt. proc. Zgodnie z szacunkami NBP - ze względu na strukturę sezonowości - także w kolejnych dwóch miesiącach czynnik ten może istotnie podwyższać wskaźnik CPI i to prawdopodobnie w większej skali niż w maju. W następnych miesiącach wpływ zmian metodyki na inflację powinien słabnąć. Jednocześnie należy podkreślić, że posiadane dane uniemożliwiają wyodrębnienie zmian wskaźnika odzieży i obuwia wynikających ze zmiany sposobu notowań, oraz wynikających ze wzrostu kosztów (obserwowany wzrost cen surowców, m.in. bawełny i ropy naftowej, a także wzrost kosztów wytwarzania w krajach, z których importowane są te towary). Oznacza to, że wpływ zmian metodyki na wielkość inflacji może być mniejszy niż wskazują na to szacunki NBP.

energetycznych¹⁰ na rynkach światowych (por. rozdział 1.4. *Światowe rynki surowców*).

Do przyspieszenia inflacji przyczynił się też wzrost rocznej dynamiki cen większości rodzajów usług i grup towarów, związany w znacznym stopniu z podwyżką stawek VAT w styczniu br. Wpływ tej podwyżki na wzrost rocznego wskaźnika CPI jest szacowany przez NBP na 0,3-0,4 pkt. proc.

Istotnym czynnikiem powodującym utrzymywanie się inflacji na podwyższonym poziomie była także wysoka dynamika cen energii, w tym przede wszystkim paliw. Wynikała ona głównie z dalszego wzrostu cen surowców energetycznych na rynkach światowych, a także z podwyżek administrowanych cen nośników energii dla gospodarstw domowych.

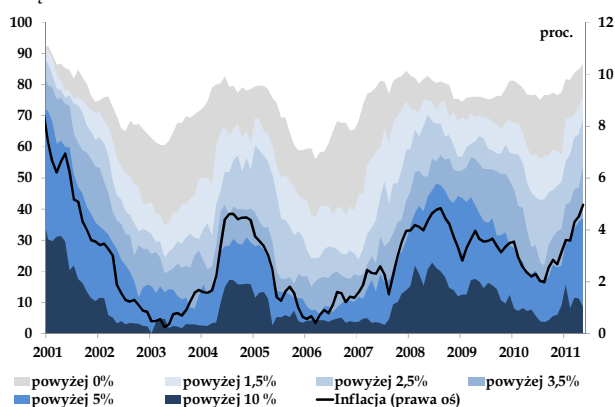
W kierunku ograniczania skali wzrostu inflacji w analizowanym okresie oddziaływał natomiast spadek cen towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Jednak począwszy od 2009 r. siła oddziaływania tego czynnika - w przeciwieństwie do sytuacji we wcześniejszych latach - systematycznie maleje i jest obecnie stosunkowo niewielka.

2.1.2. Inflacja bazowa

W okresie styczeń - maj 2011 r. wzrosły wszystkie miary inflacji bazowej (Wykres 2.5). Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii zwiększył się z 1,6% r/r do 2,4% r/r. Na wzrost wskaźnika złożył się wzrost cen w większości grup usług i towarów. W styczniu i lutym br. był on związany ze wspomnianą podwyżką stawek podatku VAT, a także z podwyżką administrowanych cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania. W kolejnych miesiącach przyspieszenie inflacji bazowej wynikało głównie ze wzrostu cen odzieży i obuwia, a także ze wzrostu cen usług w grupie restauracje i hotele (częściowo związanego ze wzrostem cen żywności) oraz cen usług transportowych (częściowo związanego ze wzrostem cen paliw), a w maju

Wykres 2.2

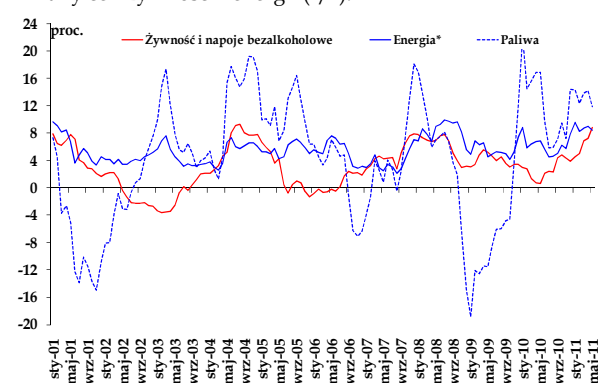
Częstości zmian cen.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.3

Zmiany cen żywności i energii (r/r).

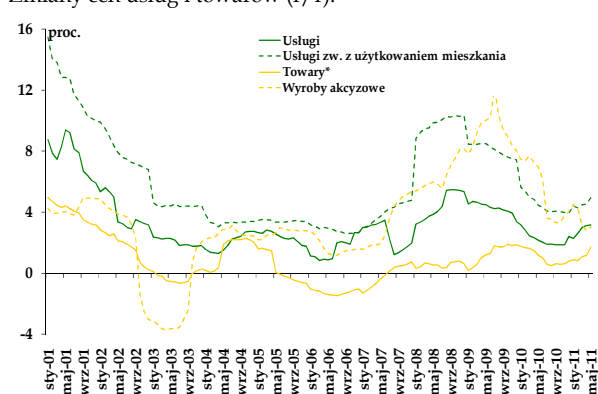


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.4

Zmiany cen usług i towarów (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

¹⁰ Wzrost cen surowców energetycznych przekłada się na wzrost cen żywności poprzez zwiększone koszty jej produkcji i transportu.

br. - także ze wzrostem cen usług medycznych. Przyspieszenie inflacji bazowej obserwowane od IV kw. 2010 r. może sygnalizować zwiększanie się presji popytowej w gospodarce.

2.1.3. Kryterium stabilności cen z Maastricht

W okresie styczeń - maj 2011 r. dwunastomiesięczna średnia inflacja HICP w Polsce, brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium stabilności cen z Maastricht, wzrosła z 2,6% do 3,0%. Jednocześnie, według szacunków NBP, wartość referencyjna dla kryterium inflacyjnego zwiększyła się z 2,6% do 3,1% (Wykres 2.6)¹¹. W rezultacie w analizowanym okresie wskaźnik dwunastomiesięcznej średniej inflacji HICP dla Polski kształtował się na poziomie równym lub zbliżonym do szacowanej wartości referencyjnej.

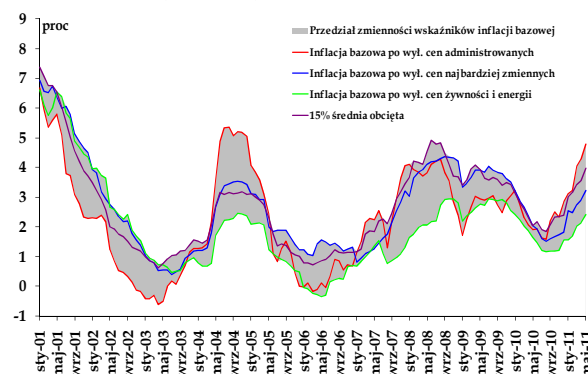
2.1.4. Ceny produkcji sprzedanej

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) wzrosły w I kw. 2011 r. o 7,7% r/r (wobec 4,9% r/r w poprzednim kwartale), co było związane przede wszystkim z przyspieszeniem wzrostu cen w przetwórstwie przemysłowym¹² (Wykres 2.7). Do wzrostu PPI w analizowanym okresie przyczynił się głównie dalszy wzrost cen surowców na rynkach światowych, który nie był neutralizowany przez zmiany kursu złotego.

Dynamika cen producenta na rynku krajowym w I kw. 2011 r. zwiększyła się do 8,4% r/r wobec 6,4% r/r w poprzednim kwartale (Wykres 2.7), a na rynku dóbr eksportowanych - do 5,3% r/r (wobec 1,3% r/r w IV kw. 2010 r.).

Wykres 2.5

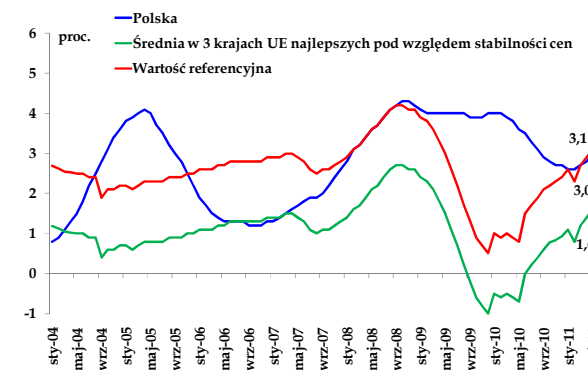
Wskaźniki inflacji bazowej (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.6

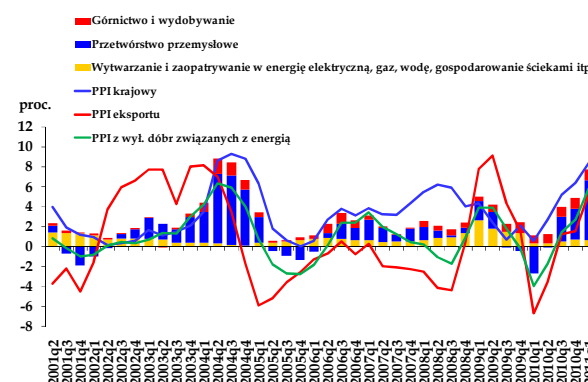
Inflacja HICP w Polsce (12-miesięczna średnia ruchoma) a kryterium z Maastricht.



Źródło: Dane Eurostat, szacunki i obliczenia NBP.

Wykres 2.7

Struktura rocznej dynamiki PPI według sekcji przemysłu, PPI krajowy i eksportu oraz z wył. dóbr związanych z energią.



Źródło: Dane GUS.

¹¹ Szacunki te są oparte na założeniu, że w styczniu br. do grupy referencyjnej dla kryterium stabilności cen zostałyby zaliczone: Słowacja, Holandia i Niemcy, w lutym br. - Łotwa, Holandia i Słowacja, w marcu br. Łotwa, Holandia i Niemcy, w kwietniu br. Łotwa, Holandia i Szwecja, a w maju br. Szwecja, Holandia i Niemcy. Formalnej oceny, czy dany kraj spełnia kryterium stabilności cen, dokonują Komisja Europejska i Europejski Bank Centralny w *Raportach o konwergencji*, ostatnio opublikowanych w maju 2010 r.

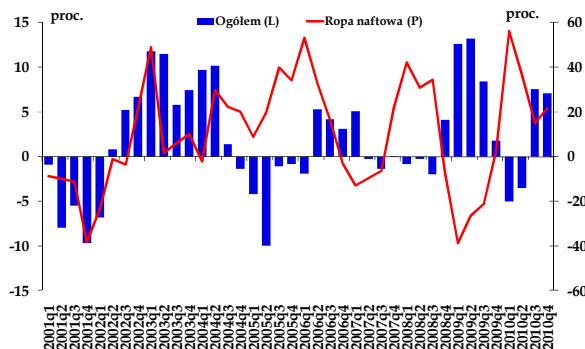
¹² W kwietniu br. PPI obniżył się do 8,8 % r/r (z 9,5% r/r w marcu br.), a w maju br. - do 6,5% r/r. wskutek słabszego wzrostu cen w przetwórstwie przemysłowym.

2.1.5. Ceny importu

W I kw. 2011 r. utrzymała się wysoka dynamika cen towarów importowanych wyrażonych w złotych: 7,2% r/r wobec 7,1% r/r w poprzednim kwartale (Wykres 2.8), czemu towarzyszyła niewielka deprecjacja nominalnego efektywnego kursu złotego. Do wzrostu tych cen przyczynił się przede wszystkim dalszy wzrost cen surowców energetycznych, w tym ropy naftowej i gazu ziemnego, rud metali oraz żywności. Natomiast dynamika cen dóbr inwestycyjnych i większości artykułów konsumpcyjnych (poza żywnością) utrzymała się na stosunkowo niskim poziomie.

Wykres 2.8

Zmiany cen importu ogółem oraz ropy naftowej wyrażonych w złotych (r/r).



Źródło: Dane GUS.

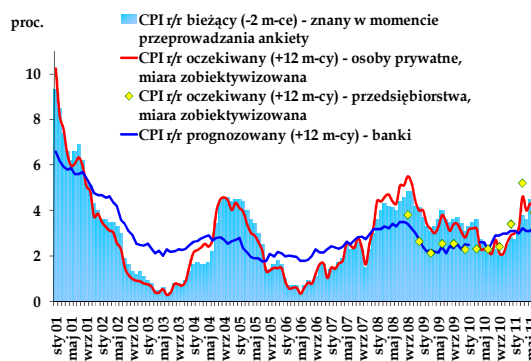
2.1.6. Oczekiwania inflacyjne

Prognozy inflacji analityków sektora finansowego w horyzoncie roku od sierpnia 2010 r. kształtują się na poziomie ok. 3,0% (w czerwcu 2011 r. oczekiwana przez analityków inflacja wyniosła 3,3%; Wykres 2.9).

Zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, ze względu na adaptacyjny charakter tych oczekiwań, kształtuje się zwykle na poziomach zbliżonych do inflacji znanej w momencie przeprowadzania ankiety. W marcu br. istotny wzrost inflacji oraz pogorszenie struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe spowodowały znaczny wzrost oczekiwań inflacyjnych tej grupy pomiotów - do poziomu przewyższającego bieżącą inflację o 0,8 pkt. proc. W kwietniu br. różnica ta zmniejszyła się do 0,4 pkt. proc., a w maju i czerwcu br. wynosiła odpowiednio -0,2 pkt. proc. i -0,3 pkt. proc., do czego przyczyniła się stopniowa poprawa struktury odpowiedzi osób ankietowanych. Nadal jednak oczekiwania inflacyjne osób prywatnych kształtują się na poziomie przekraczającym 4%. Na relatywnie wysoki poziom oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w analizowanym okresie ważny wpływ miało prawdopodobnie to, że wzrost bieżącej dynamiki cen był szczególnie silny w przypadku dóbr często kupowanych, istotnie oddziałujących na percepcję inflacji.

Wykres 2.9

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i przedsiębiorstw oraz prognozy inflacyjne analityków sektora finansowego.



Źródło: Dane Ipsos, Reuters, GUS, NBP.

Oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw w horyzoncie 12 miesięcy (miara zobiektywizowana), po znacznym wzroście w I kw. br. – do 5,2% wobec 3,4% w poprzednim kwartale, w II kw. br. obniżyły się do 3,9%. O ile wzrost oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw w I kw. br. wynikał w większym stopniu ze wzrostu bieżącej inflacji znanej podczas przeprowadzania badania niż z pogorszenia struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe, to ich spadek w II kw. br. był w całości efektem poprawy struktury odpowiedzi ankietowanych podmiotów.

Wysokie oczekiwania inflacyjne osób prywatnych stwarzają ryzyko pojawienia się znaczących żądań płacowych. Z kolei wysokie oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i uzyskiwane przez nie bardzo dobre wyniki finansowe (por. rozdział 2.2.2 *Popyt inwestycyjny*) mogą zmniejszać niechęć firm do podnoszenia płac. Dokonane w bieżącym roku znaczące zacieśnienie polityki pieniężnej powinno oddziaływać w kierunku ograniczenia oczekiwań inflacyjnych w gospodarce i zmniejszać ryzyko nasilenia się presji płacowej.

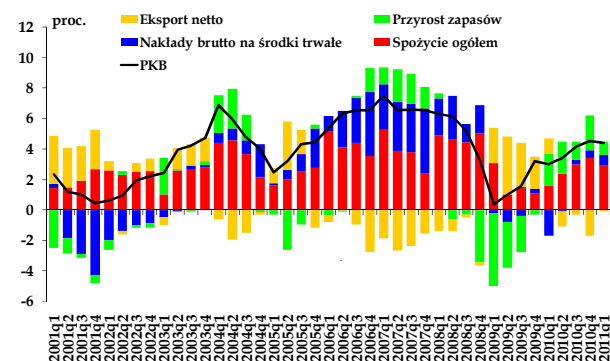
2.2. Popyt i produkcja

W I kw. 2011 r. wzrost PKB pozostał na relatywnie wysokim poziomie. Dynamika PKB wyniosła 4,4% r/r w I kw. br. wobec 4,5% r/r w IV kw. 2010 r. (Wykres 2.10). W ujęciu kwartalnym tempo wzrostu PKB nieco osłabło (do 0,9% kw/kw w I kw. 2011 r. z 1,3% kw/kw w IV kw. 2010 r. po wyeliminowaniu wahań sezonowych).

Po stronie popytowej nadal głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego był popyt krajowy, który zwiększył się o 4,5% r/r w I kw. 2011 r. (wobec 6,3% r/r w IV kw. ub.r.). Na silny popyt krajowyłożyło się przyspieszenie dynamiki inwestycji, podtrzymanie tempa wzrostu konsumpcji oraz dalszy przyrost zapasów.

Dynamika spożycia indywidualnego w I kw. 2011 r. pozostała relatywnie wysoka, nadal kształtując się na poziomie zbliżonym do wieloletniej średniej. Dynamika spożycia indywidualnego w I kw. utrzymała się na

Wykres 2.10
Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB.



Źródło: Dane GUS.

stabilnym poziomie pomimo podwyższonej inflacji, spadku kredytów konsumpcyjnych oraz przesunięcia części zakupów na koniec 2010 r. w związku ze zmianami stawek VAT od 2011 r.. Świadczy to o dużym znaczeniu poprawy sytuacji na rynku pracy dla dynamiki konsumpcji (por. rozdz. 2.3. *Rynek pracy*). Istotnie spowolniło natomiast spożycie publiczne. Jego dynamika wyniosła 1,5% r/r w I kw. 2011 r. wobec 7,6% w IV kw. 2010 r.

W I kw. 2011 r. kontynuowane było ożywienie inwestycji zapoczątkowane w III kw. 2010 r. Jednocześnie firmy dalej odbudowywały zapasy, wskutek czego wkład tej kategorii do wzrostu PKB był dodatni.

W I kw. br. miało miejsce spowolnienie wzrostu zarówno eksportu jak i importu, przy czym znacznie silniej obniżyła się dynamika importu. W efekcie zmniejszył się ujemny wkład eksportu netto do wzrostu PKB (w I kw. br. wyniósł on -0,1 pkt. proc. wobec -1,7 pkt. proc. w IV kw. 2010 r.).

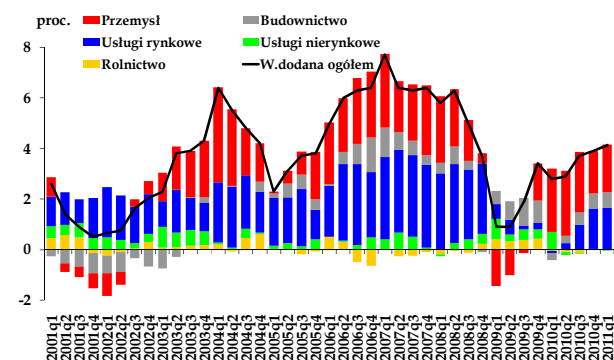
W I kw. 2011 r. odnotowano nieznaczne zwiększenie wkładów do wzrostu wartości dodanej brutto przemysłu, usług rynkowych i budownictwa. Największy udział we wzroście wartości dodanej brutto miały nadal przemysł i usługi rynkowe (Wykres 2.11). Wysoki wkład przemysłu do wzrostu wartości dodanej brutto wynikał przede wszystkim z wysokiej dynamiki produkcji przemysłowej, zaś wysoki wkład usług rynkowych - z ich dużego udziału w całkowitej wartości dodanej brutto.

2.2.1. Popyt konsumpcyjny

Po przyspieszeniu tempa wzrostu popytu konsumpcyjnego w IV kw. 2010 r., w I kw. 2011 r. utrzymała się jego relatywnie wysoka dynamika. Według szacunków GUS w I kw. 2011 r. dynamika spożycia indywidualnego wyniosła 3,9% r/r (wobec 4,0% r/r w IV kw. 2010 r. i 3,4 % r/r w III kw. ub.r.; Wykres 2.12). W ujęciu kwartalnym po wyeliminowaniu wahań sezonowych tempo wzrostu spożycia indywidualnego wyniosło w I kw. 2011 r. 0,9% wobec 1,1% w IV kw. 2010 r.

Wykres 2.11

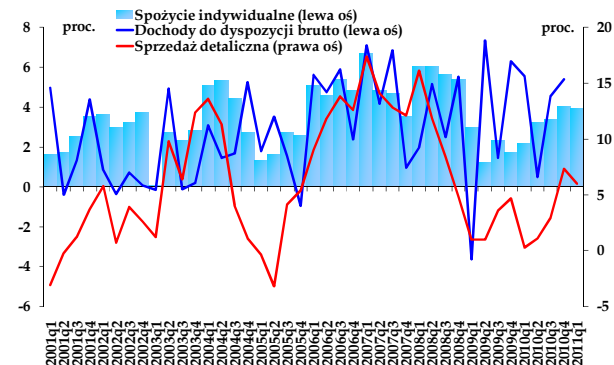
Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.12

Spożycie indywidualne, dochody do dyspozycji brutto i sprzedaż detaliczna (r/r, ceny stałe).



Źródło: Dane GUS, obliczenia i szacunki NBP.

Ożywieniu w popycie konsumpcyjnym pod koniec ubiegłego roku sprzyjało przyspieszenie wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Wysoki wzrost dochodów do dyspozycji w IV kw. 2010 r. był w dużej mierze wynikiem szybszego niż w III kw. ub.r. tempa wzrostu dochodów osób fizycznych z działalności na własny rachunek oraz, podobnie jak w poprzednim kwartale, wysokiej dynamiki dochodów z pracy najemnej¹³. W kierunku ograniczenia wzrostu dochodów do dyspozycji oddziaływało nadal relatywnie niskie tempo wzrostu świadczeń społecznych.

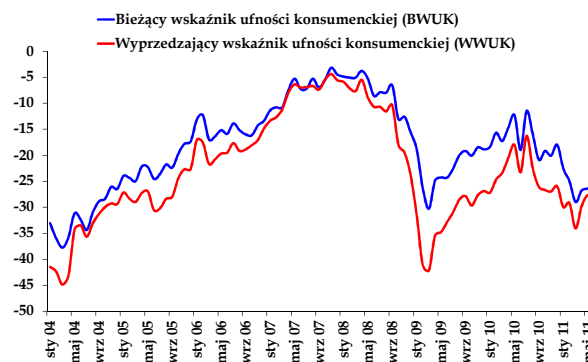
Ponownie wyższa dynamika dochodów do dyspozycji niż spożycia indywidualnego oznaczała wzrost stopy oszczędności gospodarstw domowych w IV kw. 2010 r. do 10,3% wobec 9,9% w III kw. 2010 r., a więc do poziomu wieloletniej średniej¹⁴.

W okresie styczeń-kwiecień 2011 r. miał miejsce dalszy wzrost sprzedaży detalicznej. Przez cały okres silnie rosła sprzedaż w niektórych kategoriach dóbr trwałego użytku (meble, RTV, AGD) oraz nietrwałego użytku niebędących dobrami pierwszej potrzeby, co może świadczyć o szerokiej bazie ożywienia popytu konsumenckiego.

Badania koniunktury wskazują na wciąż relatywnie słabe nastroje gospodarstw domowych w 2011 r. (Wykres 2.13). Od początku 2011 r. wszystkie (poza zmianami poziomu bezrobocia) składniki wskaźników ufności konsumenckiej GUS utrzymują się na niższym poziomie niż w poprzednim roku. W szczególności systematycznie obniżała się skłonność konsumentów do dokonywania ważnych zakupów. Relatywnie słabe nastroje nie miały jednak dotychczas na tyle dużego wpływu na zachowania konsumenckie gospodarstw domowych, by przełożyć się na spowolnienie wzrostu spożycia indywidualnego. Wydaje się on silniej

Wykres 2.13

Wskaźniki ufności konsumenckiej.



Źródło: Dane GUS, NBP.

¹³ Zgodnie z szacunkami NBP, dynamika dochodów z pracy najemnej w IV kw. była po raz kolejny wyższa niż dynamika funduszu wynagrodzeń wyznaczonego na podstawie danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w gospodarce. Dochody z pracy najemnej uwzględniają - poza wynagrodzeniem za pracę - także m.in. zasiłki chorobowe, wyrównawcze i opiekuńcze, dochody w formie niepieniężnej, transfery z Zakładowego Funduszu Świadczeń Socjalnych oraz odprawy.

¹⁴ Stopa oszczędności (tzw. wąska stopa liczona jako udział oszczędności gospodarstw domowych w dochodach do dyspozycji) po odsezonowaniu. Średnia stopa oszczędności (po odsezonowaniu) w okresie I kw. 1999 r. - IV kw. 2010 r. wyniosła 10,3%.

uzależniony od poprawy sytuacji na rynku pracy (por. rozdz. *Rynek pracy*).

2.2.2. Popyt inwestycyjny

W ostatnich trzech kwartałach następowało stopniowe ożywienie inwestycji. Tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych w gospodarce wyniosło w I kw. 2011 r. 2,0% kw/kw (wobec 0,8% kw/kw w IV kw. 2010 r. i 0,5% w III kw. ub.r.), zaś dynamika roczna wyniosła 6,0% w I kw. br. (wobec 1,6% w IV kw. 2010 r. i 1,5% w III kw. ub.r.; Wykres 2.14).

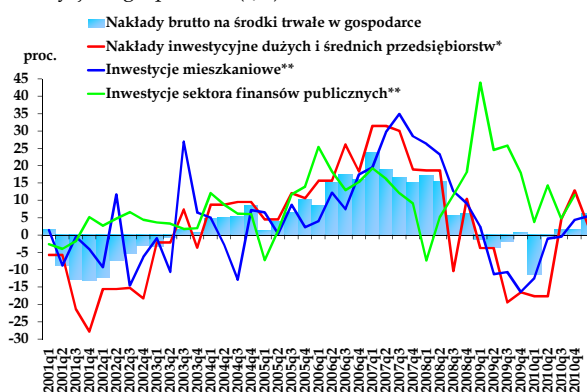
Istotne znaczenie dla wzrostu nakładów inwestycyjnych w gospodarce ma wciąż silny wzrost inwestycji publicznych. Ich dynamika w I kw. 2011 r. wyniosła 16,7% r/r, wobec 11,5% r/r w IV kw. 2010 r. i 4,8% r/r w III kw. 2010 r.

W I kw. b.r. tempo wzrostu inwestycji przedsiębiorstw, zgodnie z oczekiwaniami, uległo osłabieniu. Ich roczna dynamika spowolniła do 2,9% w ujęciu nominalnym wobec 12,3% r/r w IV kw. 2010 r. (Wykres 2.15).

W I kw. 2011 r. istotnie spadła dynamika nakładów inwestycyjnych dużych i średnich firm. Wyniosła ona 2,6% r/r wobec 12,8% r/r w IV kw. 2010 r. (Wykres 2.14). Spadek tempa wzrostu inwestycji dużych i średnich firm nastąpił pomimo dalszej stopniowej poprawy dynamiki nakładów na maszyny, urządzenia i narzędzia. W kierunku jego zmniejszenia oddziaływał na początku bieżącego roku spadek nakładów na budynki i lokale (o 9,0% r/r w ujęciu nominalnym w I kw. 2011 r. wobec wzrostu o 16,9% r/r w IV kw. ub.r.), który wiązać można z przejściowym wyhamowaniem tendencji wzrostowych w budownictwie (por. rozdz. 2.2.5 *Produkcja*). Ponadto, silne osłabienie wzrostu nakładów na środki transportu (do 26,5% r/r w ujęciu nominalnym w I kw. 2011 r. z 44,5% r/r w IV kw. 2010 r.), związane ze zwiększonym ich zakupem pod koniec 2010 r. przed zniesieniem odliczeń VAT na zakup samochodów z homologacją ciężarową ograniczało wzrost inwestycji przedsiębiorstw.

Wykres 2.14

Inwestycje w gospodarce (r/r).



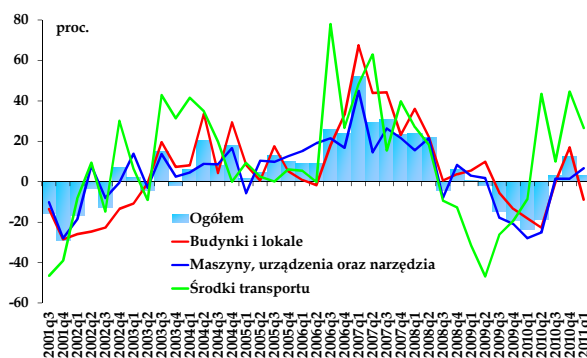
Źródło: Dane GUS i Ministerstwa Finansów, szacunki NBP.

* Ze względu na brak danych dotyczących inwestycji przedsiębiorstw w I i II kw. do 2010 r. włącznie, na wykresie pokazano dynamiki dla I poł. roku.

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

Wykres 2.15

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

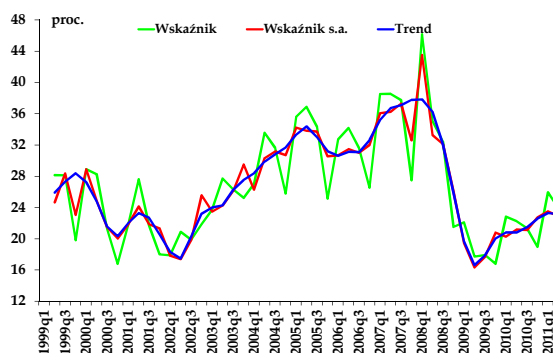
Badania koniunktury NBP wskazują na możliwe przyspieszenie wzrostu nakładów inwestycyjnych największych przedsiębiorstw w II kw. br.¹⁵ Firmy te znajdują się w najlepszej sytuacji płynnościowej i deklarują największy wzrost inwestycji.

Jednocześnie - według danych GUS - na możliwość przyspieszenia wzrostu nakładów na środki trwałe wskazuje nadal silny wzrost wartości kosztorysowej noworozpoczynanych inwestycji w IV kw. 2010 r. Poprawie dynamiki inwestycji w następnych kwartałach mogą sprzyjać utrzymujące się relatywnie korzystne oceny przyszłej sytuacji gospodarczej¹⁶. Również wysokie wskaźniki rentowności i płynności przedsiębiorstw wskazują na dobrą sytuację finansową firm (Tabela 2.1). Pozytywny wpływ wskaźnika płynności na działalność inwestycyjną firm wynika z faktu, że - jak w latach poprzednich - znaczna część przedsiębiorstw deklaruje finansowanie inwestycji ze środków własnych. Duży zasób płynnych środków powinien także ułatwić przedsiębiorstwom dostęp do finansowania zewnętrznego.

Jednakże jak wynika z badań koniunktury, wiele małych i średnich przedsiębiorstw wstrzymuje się z rozpoczęciem inwestycji oczekując na utrwalenie się ożywienia gospodarczego, co znalazło odzwierciedlenie w obniżeniu zagregowanego wskaźnika nowych inwestycji, który wciąż znajduje się na poziomie niższym od wieloletniej średniej (Wykres 2.16). Czynnikiem ograniczającym skłonność przedsiębiorstw do inwestowania w 2011 r. pozostaje także wzrost cen surowców i materiałów. Ponadto, w ostatnich kwartałach wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych przez przedsiębiorstwa, który pozostaje obecnie na poziomie zbliżonym do wieloletniej średniej, spowolnił (po uwzględnieniu czynników sezonowych; Wykres 2.17).

Wykres 2.16

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



Źródło: Badania koniunktury NBP.

Tabela 2.1

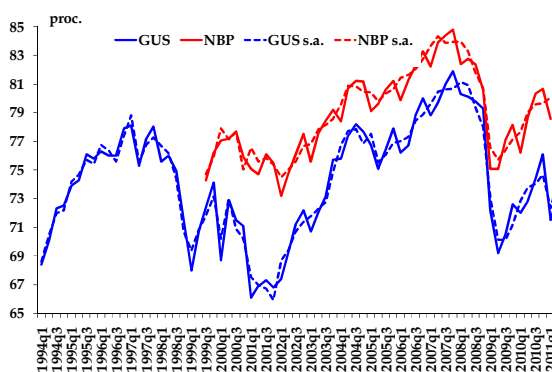
Wybrane wskaźniki efektywności finansowej w sektorze przedsiębiorstw.

proc.	2006	2007	2008	2009	2010	2010				2011
						q1	q2	q3	q4	q1
Wskaźnik rentowności sprzedaży	5,5	5,6	5,0	5,0	5,2	4,8	5,5	5,6	5,0	5,3
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,7	5,0	3,3	4,1	4,4	4,0	4,7	5,0	3,9	4,3
Wskaźnik poziomu kosztów	94,3	93,9	95,8	95,0	94,7	95,0	94,4	94,0	95,3	94,7
dane na koniec okresu										
Wskaźnik płynności I stopnia	34,9	33,7	33,6	38,5	39,7	38,7	37,5	37,7	39,7	38,9

Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.17

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.

¹⁵ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2011 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2011, NBP.

¹⁶ Na dobry stan koniunktury wskazują: ogólny wskaźnik prognozowanej sytuacji gospodarczej w przetwórstwie przemysłowym, wskaźnik koniunktury IRG - SGH, wskaźnik PMI, oraz wskaźnik wyprzedzający koniunktury BIEC.

2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych

W okresie styczeń-maj 2011 r. deficyt budżetu państwa wyniósł ok. 23,7 mld zł i był wyraźnie niższy niż w analogicznym okresie 2010 r. (32,0 mld zł)¹⁷. Dochody ogółem budżetu państwa w okresie styczeń-maj 2011 r. były wyższe o 11,4% niż w analogicznym okresie ub.r., z czego dochody podatkowe wzrosły o 11,9%. Wzrost ten wynikał zarówno z podwyżek podatków (przede wszystkim ze zmiany większości stawek VAT), jak i z poprawy sytuacji gospodarczej, przejawiającej się wysoką dynamiką sprzedaży detalicznej oraz dobrymi wynikami finansowymi przedsiębiorstw. Z kolei wydatki budżetu państwa zwiększyły się w analizowanym okresie o 2,1%. Na niską dynamikę wydatków wpłynął m.in. niski poziom dotacji do FUS. Na koniec kwietnia 2011 r. zadłużenie Skarbu Państwa wyniosło 735,1 mld zł i było o 33,2 mld zł wyższe niż na koniec 2010 r., wobec wzrostu o 32,7 mld zł w analogicznym okresie ub.r.¹⁸

W I kw. 2011 r. jednostki samorządu terytorialnego (JST) zanotowały nadwyżkę w wysokości 7,7 mld zł, wobec nadwyżki wynoszącej 6,6 mld zł w I kw. 2010 r. Dochody ogółem JST wzrosły w analizowanym okresie o 8,6%, przy czym relatywnie silnie zwiększyły się - zależne od kształtowania się koniunktury - dochody własne JST. Wydatki JST wzrosły o 7,0%, na co złożył się silny wzrost wydatków majątkowych (20,9%) i na wynagrodzenia (9,8%). Zadłużenie jednostek samorządu wyniosło na koniec I kw. 2011 r. 55,5 mld zł i było zbliżone do poziomu z końca 2010 r.

Stan zadłużenia FUS wobec budżetu państwa w okresie styczeń-maj 2011 r. nie uległ zmianie. Mniejsze niż w analogicznym okresie 2010 r. wykorzystanie kwoty dotacji z budżetu państwa wskazuje na poprawę sytuacji Funduszu. Fundusz Pracy i NFZ odnotowały w

¹⁷ Realizacja deficytu budżetu państwa w stosunku do planu wyniosła po maju br. 59,0%, wobec 71,9% całorocznego wykonania po maju 2010 r.

¹⁸ Na zmiany poziomu długu Skarbu Państwa, oprócz deficytu budżetu państwa w istotnej mierze wpływają, zwłaszcza w krótkiej perspektywie, inne przychody i rozchody. Należą do nich m.in. przychody z prywatyzacji, saldo budżetu środków europejskich, składki przekazywane do otwartych funduszy emerytalnych (OFE) oraz zmiana stanu środków budżetu państwa na rachunkach i lokatach. W okresie styczeń-kwiecień 2011 r. czynniki te łącznie oddziaływały w kierunku większego przyrostu zadłużenia, niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Natomiast uchwalona w marcu 2011 r. obniżka składek trafiających do OFE, będzie od czerwca oddziaływała w kierunku wolniejszego tempa narastania bieżącego długu publicznego.

pierwszych czterech miesiącach br. nieco większe nadwyżki niż w analogicznym okresie ub.r.

W 2011 r. spodziewane jest znaczące ograniczenie nierównowagi w finansach publicznych. Według rządowego *Programu konwergencji. Aktualizacja 2011*, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA95 ma zostać ograniczony do 5,6% PKB (z poziomu 7,9% PKB w 2010 r.)¹⁹.

2.2.4. Eksport i import²⁰

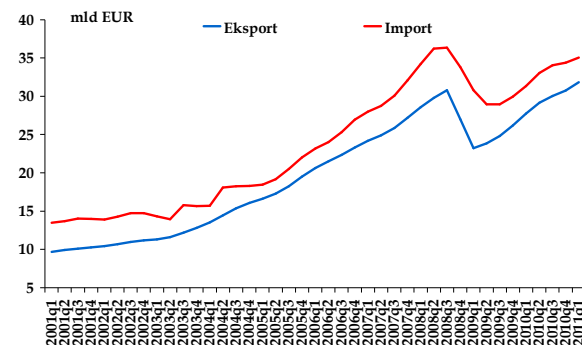
W I kw. 2011 r. wartość polskiego eksportu dóbr (Wykres 2.18) wzrosła o 3,6% kw/kw (wobec wzrostu o 2,3% kw/kw w IV kw. ub. r.) i 14,8% r/r (wobec 17,4% r/r w IV kw. ub. r.). Przyspieszenie kwartalnej dynamiki eksportu wynikało w dużym stopniu ze wzrostu (o 4,8% kw/kw) wartości eksportu dóbr pośrednich, który był wspierany przez utrzymującą się na wysokim poziomie aktywność sektora eksportowego najważniejszych partnerów handlowych Polski (zob. *Ramka 3. Synchronizacja cykli koniunkturalnych w Polsce i Niemczech*). W ujęciu sektorowym najlepsze wyniki osiągnął sektor motoryzacyjny, który obejmuje ponad 14% eksportu z Polski. Na dobre wyniki tego sektora złożył się ponowny wzrost sprzedaży samochodów osobowych oraz wysoka dynamika eksportu części motoryzacyjnych oraz pojazdów użytkowych.

W I kw. 2011 r. miało również miejsce przyspieszenie kwartalnej dynamiki importu, którego wartość wzrosła o 1,9% kw/kw oraz 11,9% r/r (wobec wzrostu odpowiednio o 1,0% kw/kw oraz 14,7% r/r w IV kw. ub. r.). W kierunku wzrostu wartości importu oddziaływał wzrost importu dóbr pośrednich, związany z popytem sektora eksportowego i dalszą odbudową zapasów, a także paliw, w tym ropy naftowej, oraz dóbr konsumpcyjnych.

W I kw. 2011 r. nastąpiła niewielka deprecjacja realnego i nominalnego efektywnego kursu złotego (Wykres 2.19), co sprzyjało utrzymaniu

Wykres 2.18

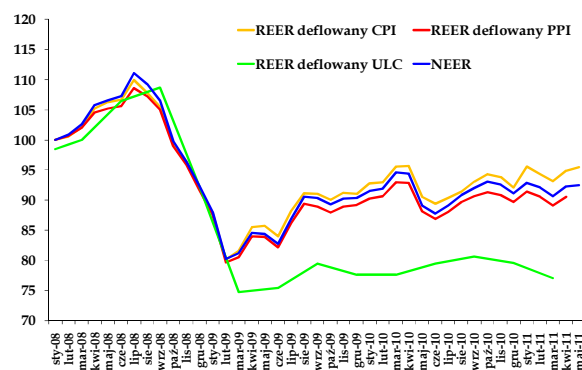
Wartość polskiego eksportu i importu dóbr (w mld EUR).



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS (wyrównanych sezonowo).

Wykres 2.19

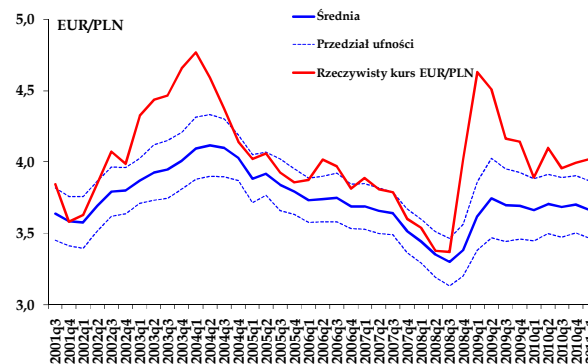
Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację; styczeń 2008=100).



Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

Wykres 2.20

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 badań koniunktury 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)?"

¹⁹ Skala zacieśnienia fiskalnego, mierzona zmianą strukturalnego deficytu pierwotnego, ma wynieść 2,3 pkt. proc. PKB, z czego ok. 0,6 pkt. proc. PKB wynikać będzie z uchwalonej obniżki składek do otwartych funduszy emerytalnych (OFE).

²⁰ Informacje o wartości polskiego eksportu i importu odnoszą się do danych GUS (w EUR) po usunięciu czynników sezonowych.

konkurencyjności cenowej polskiej produkcji. Badania koniunktury NBP wskazują, że w I kw. 2011 r. kurs złotego był nadal słabszy od deklarowanego przez przedsiębiorstwa granicznego kursu opłacalności eksportu (Wykres 2.20).

2.2.5. Produkcja

Kształtowanie się wskaźników koniunktury GUS w okresie marzec - maj 2011 r. wskazuje na brak istotnych zmian w prognozowanej sytuacji gospodarczej (Wykres 2.21). Większość wskaźników dotyczących prognoz sytuacji gospodarczej w poszczególnych sekcjach kształtuje się nieco poniżej wieloletniej średniej.

Dane dotyczące dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu oraz portfela zamówień wskazują na utrzymanie tendencji wzrostowych w tym sektorze, choć w ostatnim okresie widoczne jest pewne obniżenie tych wskaźników (Wykres 2.22). Także obserwowany w ostatnim okresie spadek wskaźnika PMI wskazuje na możliwość osłabienia ożywienia w przemyśle.

Dane dotyczące budownictwa mogą świadczyć o stabilizacji koniunktury w tym sektorze. Dynamika produkcji budowlano-montażowej silnie wzrosła w okresie luty - kwiecień br., co było w dużej mierze skutkiem statystycznego efektu bazy²¹ (Wykres 2.23). Jednocześnie na umiarkowanym poziomie kształtuje się dynamika portfela zamówień w budownictwie.

W pierwszych miesiącach 2011 r. kontynuowane były tendencje wzrostowe w sektorze usług rynkowych. Dynamika sprzedaży hurtowej (w ujęciu nominalnym) choć stopniowo malała z 22,1 % r/r w styczniu do 17,7% r/r w kwietniu br., to pozostała znacząco powyżej odnotowanej w 2010 r. (12,2% r/r). Przyspieszeniu w porównaniu z poprzednim rokiem uległo także tempo wzrostu sprzedaży usług w jednostkach transportu ogółem, które wyniosło (w ujęciu realnym) 11,0% r/r w kwietniu 2011 r. wobec - 15,9% r/r w styczniu br. oraz 5,4% r/r w 2010 r.

Wykres 2.21

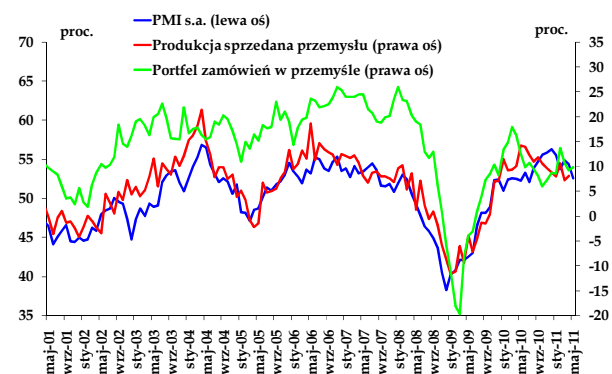
Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach w odniesieniu do wieloletniej średniej (wieloletnia średnia=100).



Źródło: Badania koniunktury GUS.

Wykres 2.22

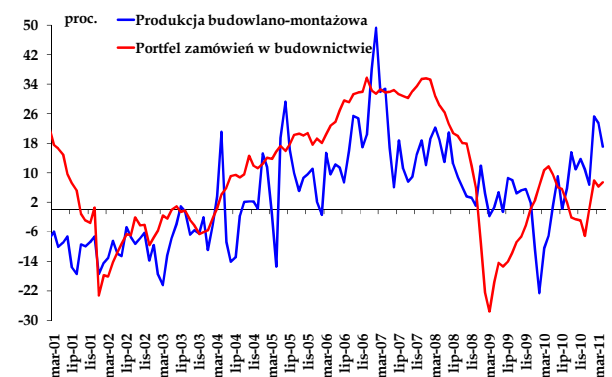
Wskaźnik PMI oraz roczne dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i portfela zamówień w przemyśle.



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).

²¹ Produkcja budowlano-montażowa silnie spadła na początku 2010 r., do czego przyczyniły się niekorzystne warunki pogodowe.

Jednocześnie kontynuowany był wzrost sprzedaży detalicznej (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt konsumpcyjny*).

Ramka 2. Synchronizacja cykli koniunkturalnych w Polsce i Niemczech

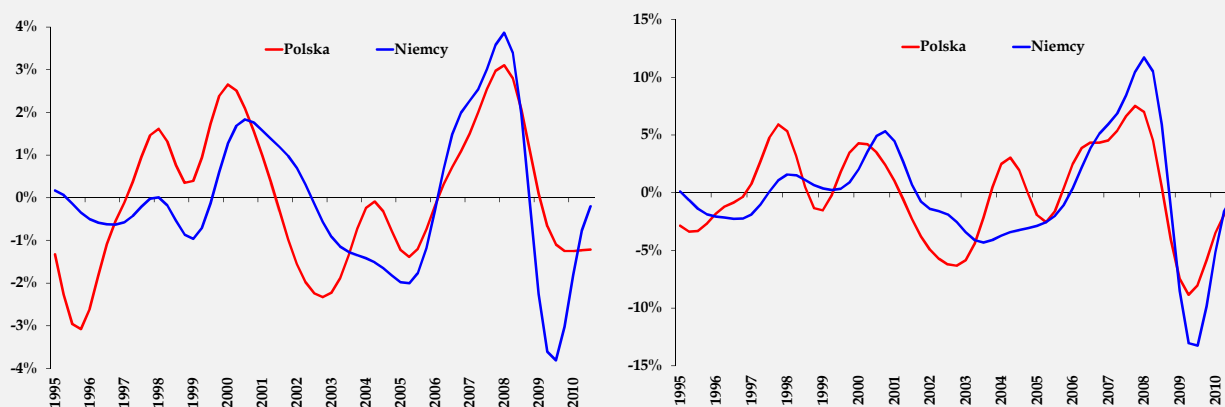
Koniunktura w Polsce jest silnie uzależniona od sytuacji makroekonomicznej za granicą, co wynika w znacznym stopniu z otwartości polskiej gospodarki²². Głównym partnerem handlowym Polski są Niemcy – w 2010 r. ich udział w polskim eksporcie wynosił 26%, a w imporcie 21,7%²³. Stąd procesy zachodzące w gospodarce niemieckiej mają szczególnie istotny wpływ na kształtowanie się aktywności gospodarczej w Polsce. Znaczenie koniunktury w Niemczech dla krajowego wzrostu gospodarczego wzmacnia także znacząca rola kapitału napływającego do Polski z Niemiec w postaci bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz – związana z tym – duża skala handlu wewnątrz korporacyjnego między oboma krajami.

Silne powiązanie sytuacji makroekonomicznej Polski i Niemiec potwierdza analiza zbieżności cykli koniunkturalnych w obu gospodarkach. Wahania koniunkturalne definiuje się jako proces powtarzających się, lecz nieregularnych, oscylacji produktu wokół jego długookresowej ścieżki wzrostu (Lucas, 1977), który prowadzi do otwierania się lub domykania dodatniej lub ujemnej luki popytowej. Konieczność odniesienia się w badaniu przebiegu cykli koniunkturalnych do nieobserwowalnych wielkości jakimi są składowe cykliczne oznacza potrzebę zastosowania metod ekonometrycznych i statystycznych (zob. *Ramka 1. Niepewność dotycząca szacunków zmiennych nieobserwowalnych na przykładzie szacunków luki popytowej w rozdziale 1. Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki*).

W niniejszej analizie (więcej na ten temat zob. Skrzypczyński 2008, 2010) jako mierniki aktywności gospodarczej w Polsce i Niemczech wykorzystano kwartalne dane dotyczące realnego PKB oraz produkcji przemysłowej w latach 1995-2010. W celu uzyskania szacunków luki popytowej (tj. składowych cyklicznych) wykorzystano filtr pasmowo-przepustowy (ang. *band-pass filter*) autorstwa Christiano i Fitzgeralda (1999)²⁴. Składowe cykliczne realnego PKB i produkcji przemysłowej w Polsce i w Niemczech przedstawiono na Wykresie R.2.1.

Wykres R.2.1

Przebieg cyklu koniunkturalnego w Polsce i Niemczech w latach 1995-2010: składowe cykliczne realnego PKB (lewy panel) i produkcji przemysłowej (prawy panel).



Źródło: dane GUS i Ecwin, obliczenia NBP.

Charakterystykami wahań koniunkturalnych w poszczególnych gospodarkach są przede wszystkim: długość cyklu, jego punkty zwrotne (ang. *turning points*) oraz amplituda wahań.

²² W 2010 r. relacja sumy eksportu i importu do PKB wynosiła 84%.

²³ Dla porównania, udział żadnego z pozostałych krajów będących ważnymi partnerami handlowymi Polski, nie przekracza w polskim eksporcie 7%, a w imporcie – 11%.

²⁴ Szeregi czasowe, które poddano filtracji metodą Christiano i Fitzgeralda zostały uprzednio poddane transformacji logarytmicznej oraz oczyszczone z wahań sezonowych za pomocą metody TRAMO/SEATS.

Wahania koniunktury mogą być kształtowane przez cykle różnej długości. Przyjmuje się, że zakres wahań, które mogą być rozumiane jako cykl koniunkturalny mieści się w przedziale od 1,5 roku do 10 lat. Analiza składowych cyklicznych ma na celu wskazanie długości cykli, które mają największy wkład w zmienność analizowanej wielkości makroekonomicznej, np. PKB.

Punkt zwrotny określa moment, w którym obserwowane jest przejście z jednej fazy cyklu do drugiej (tj. z fazy wysokiej do fazy niskiej aktywności gospodarczej lub na odwrót).

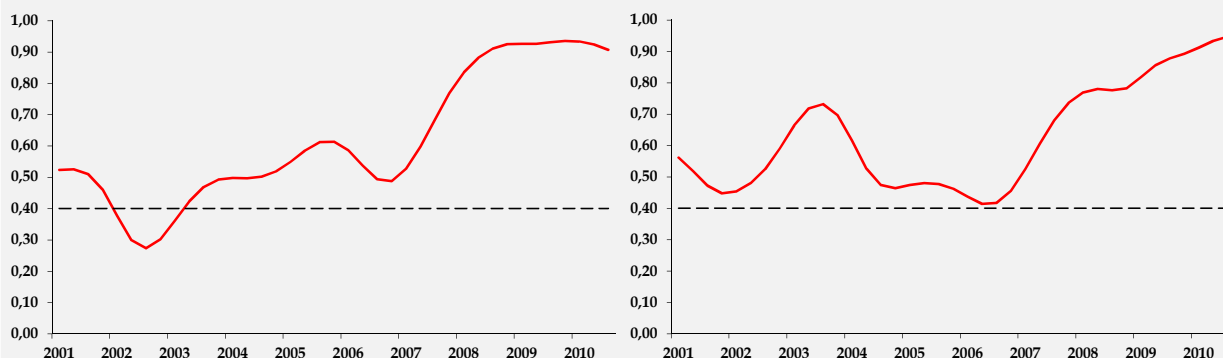
Amplituda cyklu oznacza maksymalną (co do wartości bezwzględnej) wartość odchylenia jego punktów zwrotnych od przyjętej linii odniesienia. W badaniach empirycznych do określenia amplitudy cyklu koniunkturalnego wykorzystywana jest zazwyczaj odchylenie standardowe zmiennej obrazującej wahania koniunkturalne (Kydland i Prescott, 1990).

Porównanie właściwości cykli koniunkturalnych w Polsce i Niemczech pod względem wymienionych charakterystyk prowadzi do następujących wniosków:

- Polska i Niemcy charakteryzują się zbliżoną długością cykli, które mają dominujący wpływ na wahania aktywności gospodarczej (w wahanach produkcji w Polsce i Niemczech można wyróżnić cykl sześciolastoletni, w ramach którego obserwuje się także cykl trzyletni, Wykres R.2.1.),
- w przypadku produkcji przemysłowej amplituda wahań cyklicznych jest zbliżona w Polsce i Niemczech, natomiast w przypadku PKB jest ona nieco większa w Polsce,
- stopień zbieżności wahań cyklicznych pomiędzy Polską i Niemcami wzrastał w ostatnich latach (Wykres R.2.2.), co objawiało się także silniejszą synchronizacją punktów zwrotnych wahań koniunkturalnych.

Wykres R.2.2

Rolowane współczynniki korelacji w okresach sześciolastoletnich pomiędzy składowymi cyklicznymi realnego PKB (lewy panel) i produkcji przemysłowej (prawy panel) w Polsce i Niemczech w latach 2001-2010.



Źródło: dane GUS i Ecowin, obliczenia NBP.

Linia przerywaną zaznaczono 5-procentową wartość krytyczną dla współczynników korelacji.

Znacząca synchronizacja cykli koniunkturalnych w Polsce i Niemczech oznacza, że przy ocenie perspektyw przebiegu procesów makroekonomicznych w Polsce ważne są przewidywania odnośnie do kształtowania się aktywności gospodarczej w Niemczech.

Bibliografia:

- Christiano, L.J., Fitzgerald, T.J. (2003), „The Band Pass Filter”, *International Economic Review*, Vol. 44(2), s. 435-465.
- Kydland, F. E., Prescott, E. C. (1990), „Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 14, No. 2, Spring, s. 3-18.
- Lucas, R. E. (1977), „Understanding Business Cycles”, w: Kydland, F. E. (red.) (1995), *Business Cycle Theory*, Edward Elgar Publishing Limited, Aldershot, s. 85-107.
- Skrzypczyński, P. (2010), „Metody spektralne w analizie cyklu koniunkturalnego gospodarki polskiej”, *Materiały i Studia, Zeszyt nr 252*, Narodowy Bank Polski.
- Skrzypczyński, P. (2008), „Wahania aktywności gospodarczej w Polsce i strefie euro”, *Materiały i Studia, Zeszyt nr 227*, Narodowy Bank Polski.

2.3. Rynek pracy

Umacniający się wzrost gospodarczy sprzyja zwiększaniu popytu na pracę, co przekłada się na coraz silniejszy wzrost zatrudnienia. W I kw. br. zwiększyła się dynamika (r/r oraz kw/kw po skorygowaniu o czynniki sezonowe) wszystkich wskaźników zatrudnienia (Wykres 2.24).

Tempo wzrostu liczby osób pracujących w gospodarce według BAEL zwiększyło się w I kw. br. do 1,9% r/r (wobec 1,2% r/r w poprzednim kwartale; Wykres 2.25). Tempo to było ograniczane przez wyraźne pogłębienie się spadku zatrudnienia w sektorze publicznym (w ujęciu kw/kw, po skorygowaniu o czynniki sezonowe). Przyspieszył natomiast wzrost liczby pracujących w sektorze prywatnym.

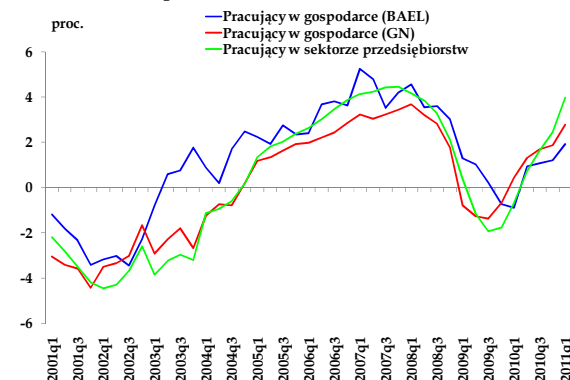
Silniej niż w poprzednich kwartałach do wzrostu liczby pracujących w gospodarce przyczyniał się rosnący popyt na pracę najemną, w tym zwiększające się zatrudnienie na czas nieokreślony, które dostosowuje się do poprawy koniunktury z pewnym opóźnieniem w stosunku do bardziej elastycznych form zatrudnienia.

Od dwóch kwartałów szybko rośnie liczba pracujących w sektorze przemysłowym²⁵; w I kw. br. roczne tempo wzrostu tej kategorii było dodatnie po raz pierwszy od IV kw. 2008 r. Jednocześnie ustabilizowała się liczba pracujących w sektorze usług i utrzymał się jej spadkowy trend w rolnictwie.

Dane z początku II kw. br. wskazują, że po skokowym przyroście w styczniu 2011 r. (spowodowanym głównie przez zmianę w próbie badanych przedsiębiorstw), zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw rośnie coraz słabiej. Jednocześnie wyniki badań koniunktury NBP sygnalizują wzrost popytu przedsiębiorstw na pracę najemną w II kw. br.: po raz pierwszy od III kw. 2008 r. więcej ankietowanych firm

Wykres 2.24

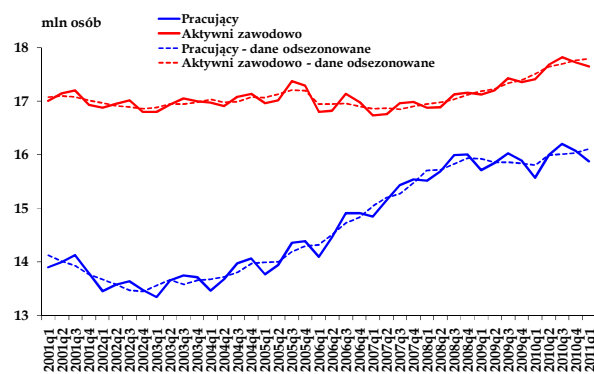
Wzrost (r/r) pracujących w gospodarce według BAEL i sprawozdawczości podmiotów powyżej 9 zatrudnionych (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.25

Pracujący oraz aktywni zawodowo w gospodarce według BAEL.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

²⁵ Sektor przemysłowy w BAEL obejmuje przetwórstwo przemysłowe, górnictwo, zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę oraz budownictwo.

deklaruje zwiększanie zatrudnienia niż jego ograniczanie²⁶.

W I kw. 2011 r. utrzymała się wzrostowa tendencja podaży pracy, przy czym tempo wzrostu liczby osób aktywnych zawodowo według BAEL zaczęło nieznacznie spowalniać począwszy od III kw. ub.r. (Wykres 2.25). Wzrost podaży pracy jest związany głównie ze wzrostem aktywności zawodowej osób w wieku przedemerytalnym, do którego przyczyniło się wprowadzenie ograniczeń dotyczących wcześniejszego opuszczania rynku pracy.

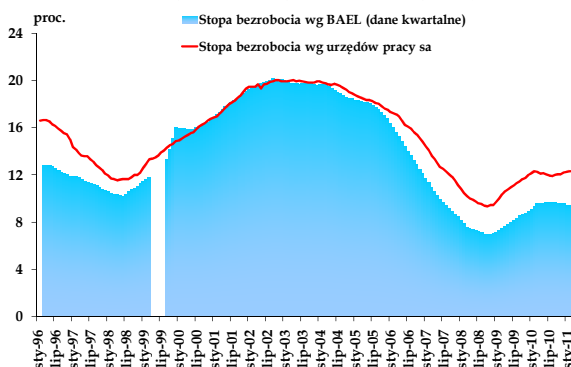
Stopa bezrobocia według BAEL obniżyła się w I kw. br. do 9,1% (po skorygowaniu o czynniki sezonowe), tj. o 0,8 pkt. proc. w porównaniu z poprzednim kwartałem (Wykres 2.26). Spadek ten był związany głównie ze wzrostem liczby osób pracujących w gospodarce (Wykres 2.27). W kierunku wzrostu stopy bezrobocia oddziaływał natomiast wzrost podaży pracy, choć w wyraźnie mniejszym stopniu niż w poprzednich kwartałach. Stopa bezrobocia rejestrowanego od początku br. pozostawała stabilna (Wykres 2.26), czemu towarzyszyła spadkowa tendencja liczby nowo zarejestrowanych bezrobotnych.

Szacunki NBP wskazują, że spadek stopy bezrobocia w I kw. br. był związany głównie ze zmniejszeniem się liczby osób, które utraciły pracę w danym kwartale²⁷. Spadek przejść z zatrudnienia do bezrobocia znalazł odzwierciedlenie w obniżeniu się prawdopodobieństwa utraty pracy przez osoby zatrudnione. Natomiast prawdopodobieństwo znalezienia pracy przez osoby bezrobotne wzrosło w tym okresie jedynie nieznacznie.

Indeks napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadających na jednego bezrobotnego) - po jednorazowym silnym spadku w styczniu br. związanym głównie ze zmniejszeniem się liczby ofert pracy

Wykres 2.26

Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL.



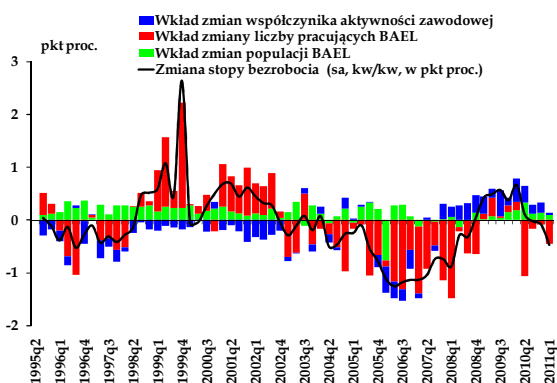
Źródło: Dane GUS (wyrównane sezonowo).

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.

Wykres 2.27

Dekompozycja zmian stopy bezrobocia (skorygowanej o czynniki sezonowe) w ujęciu kw/kw według danych BAEL*.



Źródło: Dane GUS (wyrównane sezonowo).

*Zmiany stopy bezrobocia można zdekomponować na zmiany wynikające ze: 1) zmian wielkości populacji w wieku produkcyjnym (na Wykresie: zmiany populacji BAEL), 2) zmian aktywności zawodowej osób w wieku produkcyjnym (zmiany współczynnika aktywności zawodowej), 3) zmian popytu na pracę (zmiany liczby pracujących BAEL). Zmiany populacji BAEL mogą wynikać z trendów demograficznych oraz migracji.

²⁶ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2011 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2011, NBP.

²⁷ Analiza przepływów na rynku pracy oparta jest na danych jednostkowych z badania BAEL, a w przypadku I kw. 2011 r. na ekstrapolacji danych jednostkowych z wcześniejszych kwartałów i danych zagregowanych za I kw. br. Prawdopodobieństwa przejścia z jednego stanu na rynku pracy (zatrudnienia, bezrobocia, nieaktywności zawodowej) do innego stanu wyznaczone są w oparciu o metodykę zaproponowaną w pracy R. Shimera (2007) *Reassessing the Ins and Outs of Unemployment*, NBER Working Paper No. 13421.

subsydiowanej (w szczególności tzw. miejsc aktywizacji zawodowej) - w ostatnich miesiącach wykazywał nieznaczną tendencję wzrostową.

Po wyraźnym przyspieszeniu w IV kw. 2010 r., wzrost płac nominalnych w gospodarce obniżył się w I kw. br. (Wykres 2.28). Tempo wzrostu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach pozostało w tym okresie umiarkowane. W warunkach podwyższonej inflacji, dynamika płac realnych w gospodarce i sektorze przedsiębiorstw była zbliżona do zera.

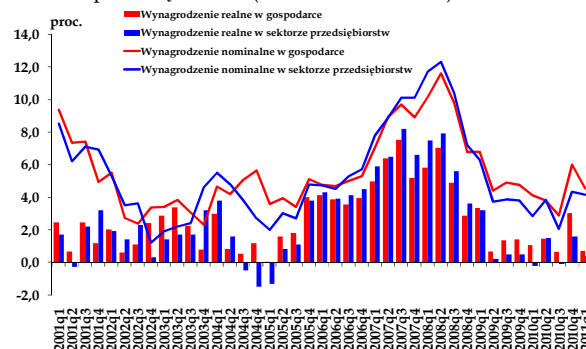
Po wyraźnym wzroście w kwietniu br., związanym głównie z przesunięciami wypłat premii w górnictwie oraz sektorze energetycznym, dynamika płac nominalnych w przedsiębiorstwach obniżyła się w maju do poziomu obserwowanego w lutym i marcu. Badania koniunktury NBP wskazują, że przedsiębiorstwa nie planują w II kw. br. silniejszych podwyżek wynagrodzeń niż obserwowano w ostatnich kwartałach²⁸.

Ze względu na szybszy wzrost liczby pracujących wydajność pracy w gospodarce rosła w I kw. 2011 r. wolniej niż w poprzednich kwartałach (Wykres 2.29). Jednoczesne obniżenie się dynamiki płac skutkowało jednak spadkiem dynamiki jednostkowych kosztów pracy w porównaniu z IV kw. ub.r. Dynamika ta była natomiast wyraźnie wyższa niż w czterech wcześniejszych kwartałach.

W kwietniu br. - po raz pierwszy od lipca 2009 r. - jednostkowe koszty pracy w przemyśle wzrosły w ujęciu r/r. Do zahamowania spadku jednostkowych kosztów pracy w przemyśle przyczyniło się głównie spowolnienie wzrostu wydajności pracy w ostatnich miesiącach (Wykres 2.30) oraz wyraźnie szybszy wzrost wynagrodzeń w kwietniu br.

Wykres 2.28

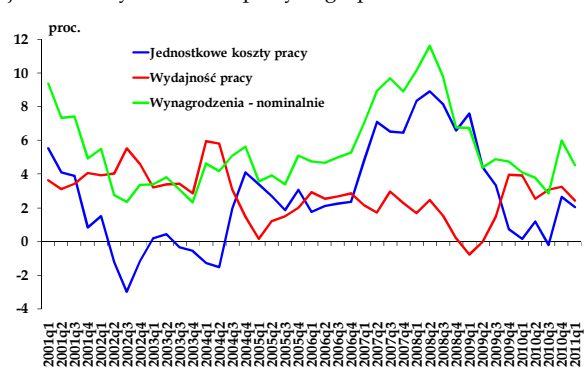
Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.29

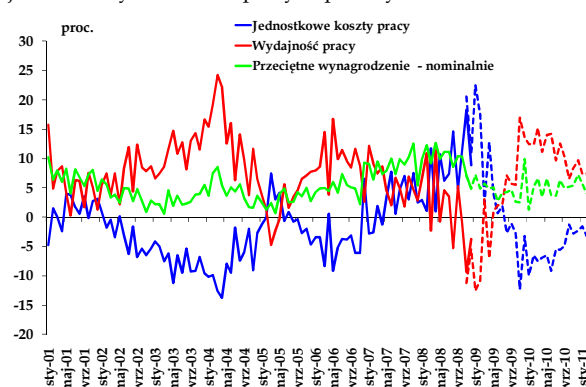
Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.30

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Od stycznia 2009 r. w statystyce używana jest nowa klasyfikacja PKD (PKD 2007), co powoduje, że dynamiki wynagrodzeń i zatrudnienia w przemyśle w okresie od listopada 2008 r. (na wykresie zaznaczone linią przerywaną) nie są w pełni porównywalne z dynamikami notowanymi we wcześniejszym okresie.

²⁸ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2011 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2011, NBP.

2.4. Rynki finansowe

2.4.1. Ceny aktywów finansowych i stopy procentowe

Od publikacji poprzedniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej trzykrotnie podwyższyła stopy procentowe NBP, łącznie o 0,75 pkt. proc., w tym stopę referencyjną do poziomu 4,50% (Wykres 2.31). Podwyżki stóp procentowych, każda o 0,25 pkt. proc., miały miejsce na posiedzeniach w kwietniu, maju i czerwcu br.

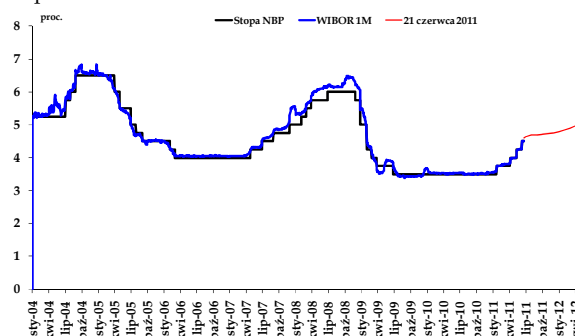
Podwyżki stóp procentowych NBP przełożyły się na odpowiedni wzrost stawek rynku międzybankowego. Jednocześnie utrzymywała się tendencja do obniżania się spreadu między oprocentowaniem depozytów na rynku międzybankowym a stawką OIS (Wykres 2.32). Mimo spadku spreadu rynek międzybankowy wciąż nie działał w pełni efektywnie, a banki wykorzystywały przede wszystkim operacje międzybankowe o najkrótszych terminach zapadalności.

Kontrakty FRA odzwierciedlają oczekiwania, że stopa WIBOR 1M będzie się kształtować pod koniec br. na poziomie 4,75-5,00%.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* nastąpił spadek rentowności polskich obligacji (Wykres 2.33), na co wpływ miało osłabienie się oczekiwań inwestorów na kolejne podwyżki stóp procentowych NBP. W kierunku spadku rentowności obligacji pięcio- i dziesięcioletnich oddziaływały ponadto zapowiedzi stopniowego ograniczania podaży długu, w tym wstrzymania do drugiej połowy br. emisji obligacji dziesięcioletnich w związku z mniejszymi potrzebami pożyczkowymi państwa²⁹. W kierunku obniżenia rentowności obligacji o dłuższym terminie zapadalności oddziaływał również dalszy napływ nierezydentów na rynek polskich papierów skarbowych (Wykres 2.34) oraz towarzyszące

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

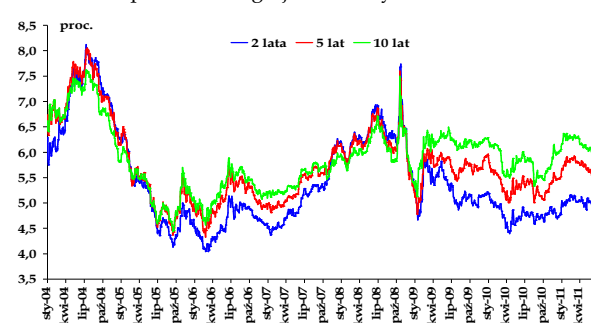
Różnica między oprocentowaniem 3-miesięcznego depozytu na rynku międzybankowym a stawką OIS w Polsce.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 2.33

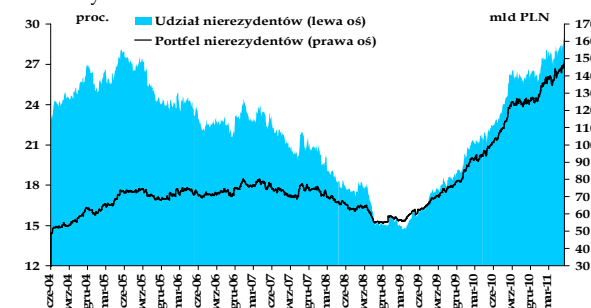
Rentowność polskich obligacji skarbowych.



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 2.34

Zaangażowanie nierezydentów na rynku polskich papierów skarbowych.



Źródło: Dane KDPW.

²⁹ Ostatnia emisja obligacji dziesięcioletnich odbyła się w styczniu 2011 r.

mu kształtowanie się stawek CDS na polskie obligacje na wyraźnie niższym poziomie niż dla obligacji krajów peryferyjnych strefy euro (Wykres 2.35).

W maju 2011 r. rentowność polskich obligacji długoterminowych w ujęciu średniorocznym, wykorzystywana do oceny spełnienia kryterium zbieżności długoterminowych stóp procentowych z Maastricht, wyniosła 5,9%, kształtując się powyżej szacowanej wartości referencyjnej dla tego kryterium (4,9%).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* indeks WIG wzrósł, mimo pewnych wahań, przy niewielkim wzroście zaangażowania nierezydentów na rynku akcji (Wykres 2.36, Wykres 2.37).

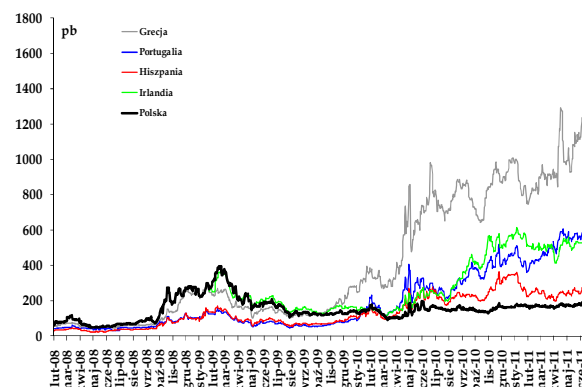
2.4.2. Ceny mieszkań

W I kw. 2011 r. sytuacja na rynku mieszkaniowym w największych miastach Polski nie uległa istotnej zmianie³⁰. Podobnie jak w IV kw. 2010 r. ofertowe ceny mieszkań na rynku pierwotnym i wtórnym nieco spadły. Tendencję do niewielkich spadków w IV kw. ub. r. oraz w I kw. br. wykazywały również ceny transakcyjne na rynku pierwotnym, natomiast ceny transakcyjne na rynku wtórnym były stabilne w tym okresie (Wykres 2.38).

W I kw. 2011 r. oddano do użytkowania o ok. 18% mniej mieszkań niż w analogicznym okresie 2010 r. Marże w sektorze budownictwa mieszkaniowego nadal są jednak wysokie, co zachęca deweloperów do rozpoczynania nowych inwestycji. W I kw. 2011 r. liczba rozpoczętych budów była o ok. 14% wyższa niż w I kw. 2010 r., co powinno przełożyć się na wzrost liczby mieszkań oddanych do użytku w nadchodzących kwartałach (Wykres 2.39).

Wykres 2.35

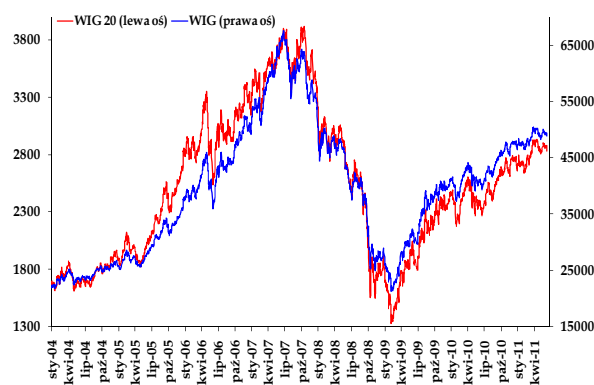
Stawki CDS dla obligacji polskich na tle krajów peryferyjnych strefy euro.



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 2.36

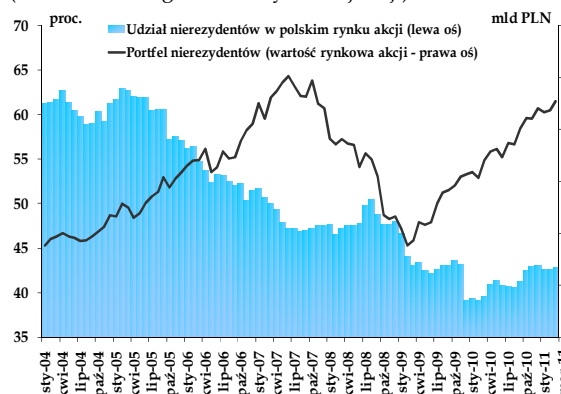
Wartości indeksów WIG i WIG 20.



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 2.37

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



Źródło: Dane NBP.

³⁰ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacji NBP pt. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w pierwszym kwartale 2011 r.*, dostępnej na stronie internetowej NBP (www.nbp.pl).

2.4.3. Kurs walutowy

Od publikacji poprzedniego *Raportu* nominalny kurs złotego umocnił się wobec euro oraz dolara amerykańskiego o odpowiednio 0,4% oraz 3,0%, natomiast wobec franka szwajcarskiego osłabił się o 6,9% (Wykres 2.40). Frank szwajcarski, uznawany za bezpieczną i stabilną walutę, umocnił się również wobec dolara amerykańskiego oraz euro.

Po przejściowej deprecjacji w połowie marca br., związanej ze wzrostem niepewności na rynkach finansowych wskutek katastrof naturalnych w Japonii, złoty stopniowo się umacniał. W kierunku aprecjacji złotego oddziaływały podwyżki stóp procentowych NBP oraz rozpoczęcie przez Ministerstwo Finansów wymiany części transferów z Unii Europejskiej na rynku walutowym. W drugiej połowie maja oraz w czerwcu br. złoty osłabił się ze względu na wzrost obaw inwestorów dotyczących sytuacji fiskalnej w niektórych krajach strefy euro oraz związaną z tym wyprzedaż walut postrzeganych jako bardziej ryzykowne, w tym złotego.

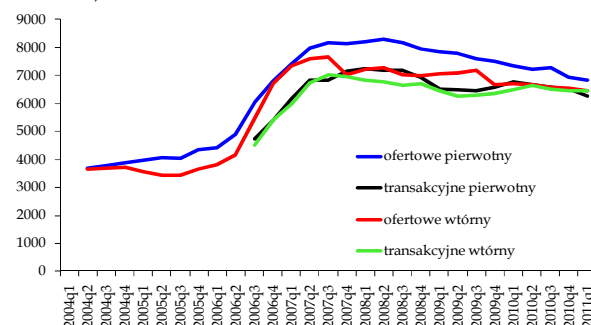
2.5. Kredyt i pieniądź³¹

2.5.1. Kredyty

W okresie luty - maj 2011 r. nastąpiło ożywienie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw. W tym czasie firmy zwiększały swoje zadłużenie w bankach krajowych średnio o 2,6 mld zł miesięcznie w porównaniu ze zmniejszaniem zadłużenia o 0,3 mld zł w okresie listopad 2010 r. - styczeń 2011 r. (Wykres 2.41). Roczna dynamika kredytów ogółem dla przedsiębiorstw w marcu 2011 r. po raz pierwszy od prawie półtora roku była dodatnia i w maju br. wyniosła 6,2%. Dane wskazują na silniejszy wzrost zadłużenia małych i średnich firm niż dużych przedsiębiorstw, które są mniej

Wykres 2.38

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

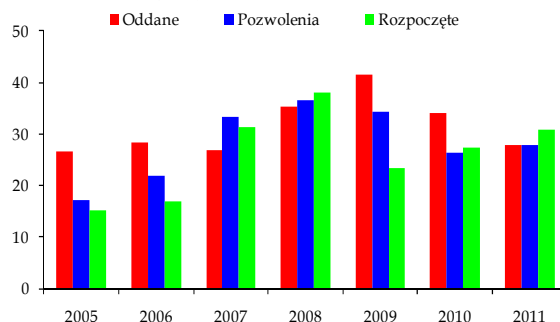


Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych transakcyjnych z badania NBP oraz z bazy cen ofertowych PONT Info Nieruchomości.

* 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 hedonicznego).

Wykres 2.39

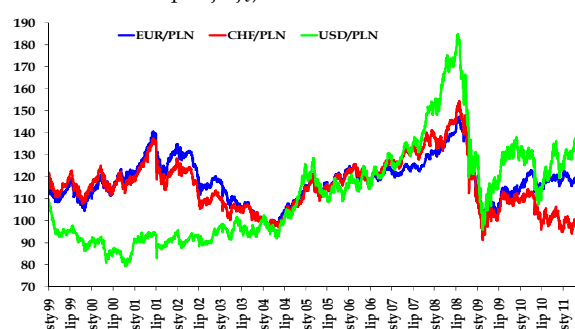
Liczba mieszkań oddanych do użytkowania, wydanych pozwoleń na budowę oraz rozpoczętych budów (pierwszy kwartał w poszczególnych latach).



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.40

Nominalny kurs złotego względem euro, dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego (styczeń 2004 = 100, wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane EcoWin.

³¹ Prezentowane w tym rozdziale dane odnoszą się do wielkości oczyszczonych z wpływu wahań kursu złotego w stosunku do głównych walut.

uzależnione od zewnętrznych źródeł finansowania.

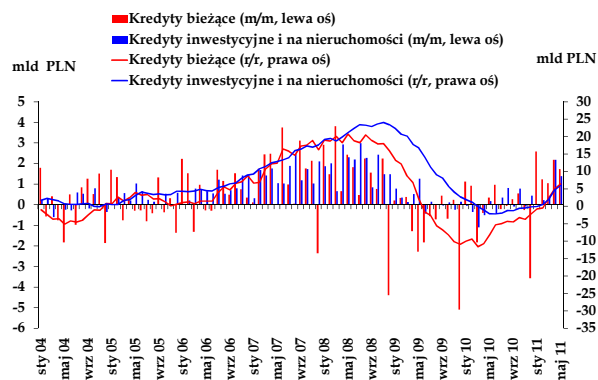
Na wzrost akcji kredytowej złożył się przede wszystkim znaczący wzrost stanu kredytów o charakterze bieżącym (tj. kredytów w rachunku bieżącym i operacyjnych), udzielanych przedsiębiorstwom na finansowanie bieżących zobowiązań związanych z podstawową działalnością gospodarczą. Ponadto, do zwiększenia skali zadłużenia firm przyczynił się systematyczny wzrost kredytów inwestycyjnych widoczny już od lipca 2010 r., co można wiązać z poprawą perspektyw działalności inwestycyjnej (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt inwestycyjny*).

Ankieta do przewodniczących komitetów kredytowych banków wskazuje, że do wzrostu akcji kredytowej dla przedsiębiorstw mogły się przyczynić zarówno czynniki popytowe, jak i podażowe³². W IV kw. 2010 r. i I kw. 2011 r. banki deklarowały złagodzenie kryteriów i większości warunków przyznawania kredytu dla firm. Ponadto, wyniki badań ankietowych przedsiębiorstw świadczą o utrzymaniu wzrostu odsetka zaakceptowanych wniosków kredytowych (dane wyrównane sezonowo; Wykres 2.42)³³. Jednocześnie w okresie grudzień 2010 r. - kwiecień 2011 r. nastąpił wzrost oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw (Wykres 2.43; Wykres 2.44), co było w części wynikiem wzrostu stopy na rynku międzybankowym (na skutek podwyżek stóp przez NBP), a także wynikiem wzrostu marż.

Uzupełnieniem krajowych źródeł finansowania przedsiębiorstw było zadłużenie zagraniczne, które w IV kw. 2010 r. rosło szybciej niż kredyt krajowy dla przedsiębiorstw³⁴. Stan kredytów zagranicznych wyniósł w IV kw. ub.r. 93,7 mld EUR, przy rocznej dynamice na poziomie 11,9%³⁵.

Wykres 2.41

Kredyty dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.42

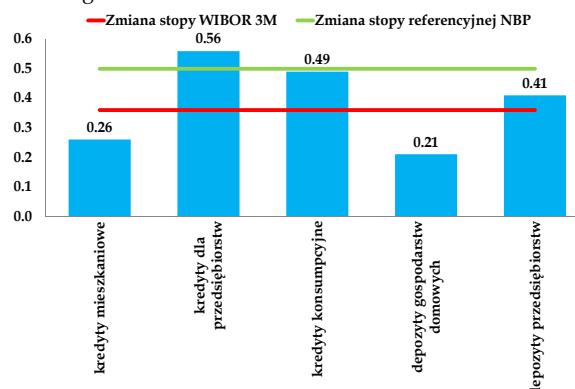
Udział przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt oraz odsetek pozytywnie rozpatrzonych wniosków kredytowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.43

Zmiana średniego oprocentowania kredytów i depozytów na tle zmian stawki WIBOR 3M i zmian stopy referencyjnej NBP w okresie grudzień 2010 r. - kwiecień 2011r..



Źródło: Dane NBP.

³² Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych II kw. 2011 r., NBP.

³³ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2011 r. oraz prognoz koniunktury na II kw. 2011 r., NBP.

³⁴ Porównanie dotyczy stóp wzrostu zadłużenia zagranicznego wyrażonego w EUR i krajowego wyrażonego w PLN.

³⁵ Dla porównania całkowita wielkość zadłużenia polskich przedsiębiorstw w bankach krajowych wyniosła w grudniu 2010 r. 204 mld zł.

Nadal relatywnie szybko rosną kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych, których stan w okresie luty - maj 2011 r. zwiększał się średniomiesięcznie o 2,2 mld zł (Wykres 2.45). Skutkiem tego było utrzymanie dużego udziału tych kredytów w kredytach ogółem sektora niefinansowego (Wykres 2.47). Roczna dynamika kredytów mieszkaniowych znajduje się od roku w przedziale 13%-14% (w przypadku kredytów przyznawanych w złotych jest to poziom zbliżony do 30%, a walutowych - ok. 4-6%), co oddziałuje w kierunku ograniczenia spadku cen na rynku nieruchomości (por. rozdz. 2.4.2 *Ceny mieszkań*).

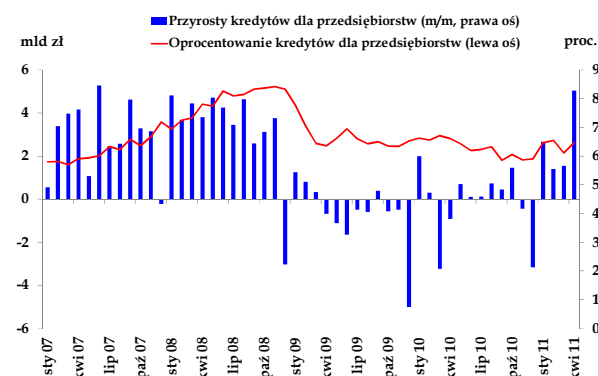
W ostatnim okresie większość nowych kredytów mieszkaniowych udzielana była w złotych (77,6% w kwietniu 2011 r.), co przekładało się na systematyczny wzrost udziału kredytów złotych w kredytach mieszkaniowych ogółem (Wykres 2.46) i oddziaływało w kierunku wzrostu efektywności mechanizmu transmisji polityki pieniężnej.

Jak wynika z badań ankietowych banków, wzrostowi na rynku kredytów mieszkaniowych towarzyszyło w I kw. 2011 r. nieznaczne zaostrzenie kryteriów przydzielania tych kredytów. Jednocześnie banki deklarują łagodzenie warunków udzielania kredytu, w szczególności w zakresie marż i - w mniejszym stopniu - wymaganego udziału własnego kredytobiorcy w inwestycji oraz pozaodsetkowych kosztów kredytu. Znalazło to odzwierciedlenie w spadku średniej wartości marż dla nowych złotych kredytów mieszkaniowych o 0,1 pkt. proc. pomiędzy kwietniem 2011 r. a grudniem 2010 r. Natomiast średnie całkowite oprocentowanie nowych kredytów mieszkaniowych wzrosło w tym czasie o 0,3 pkt. proc., na co wpłynął wzrost stawek WIBOR 3M w I kw. 2011 r. (Wykres 2.48; por. rozdz. 2.4.1 *Ceny aktywów finansowych i stopy procentowe*).

W okresie luty - maj 2011 r. nadal obniżał się stan zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych (średnio o 0,4 mld zł miesięcznie przy rocznej dynamice ujemnej od lutego 2011 r. i wynoszącej w maju br. -2,0%; Wykres 2.45). Przyczynił się do tego

Wykres 2.44

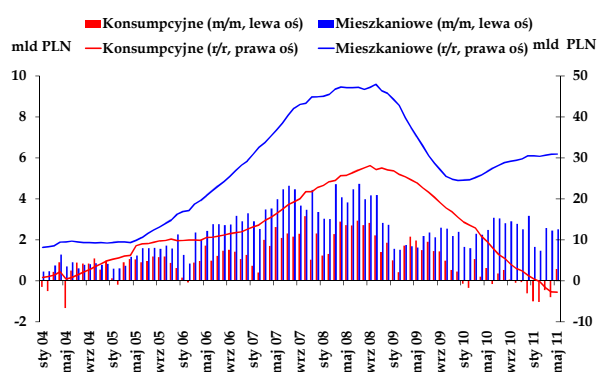
Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.45

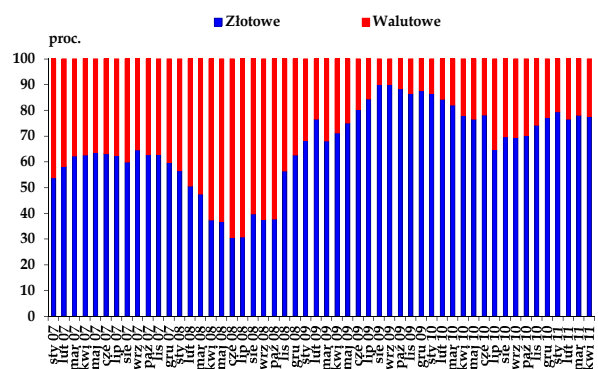
Kredyty dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.46

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%.

proces zaostrzania kryteriów kredytowych w tym segmencie w 2010 r. związany z wprowadzeniem przez banki zaleceń Rekomendacji T oraz z relatywnie dużym udziałem kredytów zagrożonych w portfelach kredytowych banków. W zakresie warunków, w pierwszych czterech miesiącach br. wzrosły marże pobierane przez banki i oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych (średnio odpowiednio o 0,1 pkt. proc. i 0,5 pkt. proc.). Jak wynika z ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych banków, popyt na ten rodzaj kredytu wciąż słabnie, pomimo deklarowanego przez banki słabszego zaostrzania polityki kredytowej (Wykres 2.49).

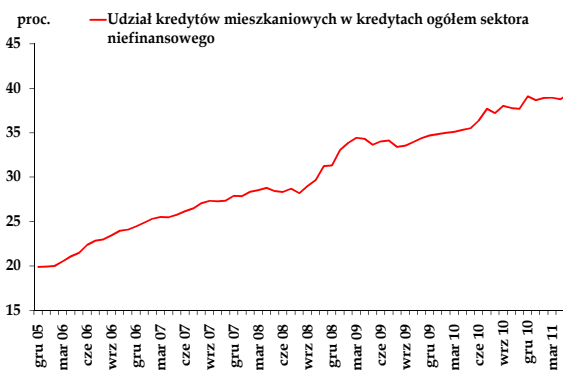
2.5.2. Depozyty i agregaty monetarne

Po przejściowym przyspieszeniu wzrostu agregatów monetarnych w marcu 2011 r., który był związany w dużej mierze z czynnikiem o charakterze jednorazowym, ich dynamiki wróciły do umiarkowanych poziomów w maju 2011 r. (Wykres 2.50)³⁶. Jednocześnie tempo wzrostu szerokiego pieniądza wciąż pozostawało zbliżone do dynamiki nominalnego PKB. W maju br. roczne tempo wzrostu agregatu M3 kształtowało się na poziomie 8,3%, tj. o 0,1 pkt. proc. niższym niż w styczniu br. Nieco szybciej od szerokiego pieniądza rosły jego płynne składniki zaliczane do agregatu M1, którego roczna dynamika ukształtowała się w maju br. na poziomie 9,9%. Roczna dynamika agregatu M0, po przyspieszeniu w okresie luty - kwiecień br., co było związane z silnym spadkiem tej kategorii w analogicznym okresie ub.r., spowolniła w maju do poziomu 4,4% r/r.

W okresie luty - maj 2011 r. przyrost depozytów przedsiębiorstw (średniomiesięcznie o 1,8 mld zł) był wyższy niż w okresie listopad 2010 r. - styczeń 2011 r. (0,5 mld zł) (Wykres 2.51). Jednocześnie ich roczna dynamika w maju br. wyniosła 9,1%. Niższa niż w poprzednim okresie dynamika depozytów przedsiębiorstw wynikać może ze wzrostu aktywności inwestycyjnej firm.

Wykres 2.47

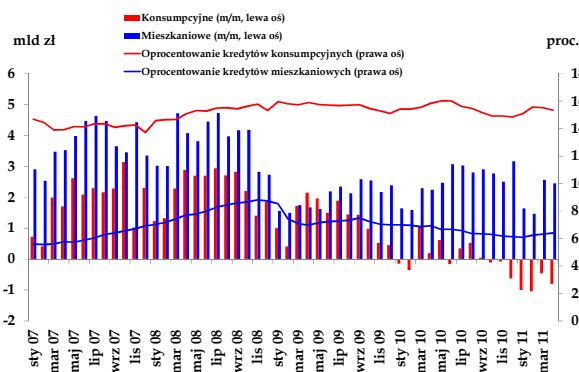
Udział kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych w kredytach dla sektora niefinansowego.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.48

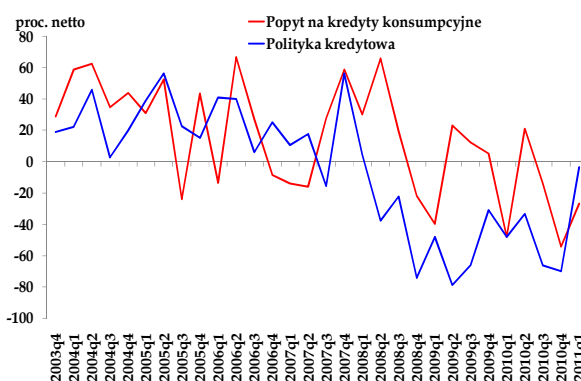
Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.49

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.

³⁶ Wysoki przyrost agregatów monetarnych w marcu br. był w dużej mierze wynikiem napływu z zagranicy środków przeznaczonych na realizację jednorazowej transakcji właścicielskiej w sektorze bankowym.

Tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych przyspieszyło w okresie luty - maj 2011 r. Ich stan zwiększał się w tym okresie średniomiesięcznie o 2,3 mld zł, a roczna dynamika wyniosła w maju br. 10,5% wobec 9,6% w styczniu (Wykres 2.51). Przyspieszeniu tempa wzrostu depozytów gospodarstw domowych w okresie luty - kwiecień 2011 r. sprzyjał wzrost oprocentowania nowych depozytów złotych (w kwietniu 2011 r. było ono o 0,2 pkt. proc. wyższe niż w grudniu br.).

Na początku 2011 r. nadal rosła wartość pozostałych aktywów finansowych ludności, co było przede wszystkim wynikiem dobrej koniunktury na rynku akcji. W okresie styczeń - kwiecień 2011 r. wartość aktywów funduszy inwestycyjnych wzrosła o 1,8 mld zł, przy czym wpłaty netto nowych środków były ujemne i wyniosły 0,3 mld zł. Łączna wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych zwiększyła się w tym okresie o 19,9 mld zł (wzrost o 10,7% r/r)³⁷.

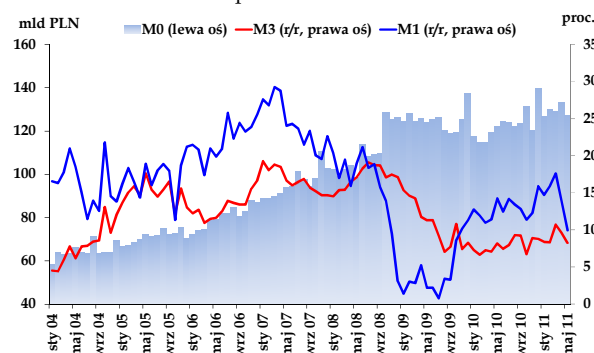
2.6. Bilans płatniczy

Wraz z kontynuacją ożywienia gospodarczego rośnie deficyt obrotów bieżących (Wykres 2.52), do czego w największym stopniu przyczynia się wzrost deficytu w handlu towarami. Obserwowany wzrost deficytu w handlu zagranicznym jest związany nie tylko ze wzrostem popytu na dobra importowane w warunkach rosnącej aktywności gospodarczej w kraju, ale częściowo wynika również z pogorszenia się *terms-of-trade* (w następstwie rosnących cen importu surowców). Dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw przekładają się z kolei na wzrost dochodów zagranicznych właścicieli firm, co powiększa deficyt dochodów w rachunku obrotów bieżących.

Deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego w IV kw. 2010 r. wzrósł do 5,7 mld EUR (wobec 4,5 mld EUR w IV kw. 2009 r.), a w I kw. 2011 r. wyniósł 3,4 mld EUR (wobec 2,2 mld EUR w I kw. 2010 r.)³⁸.

Wykres 2.50

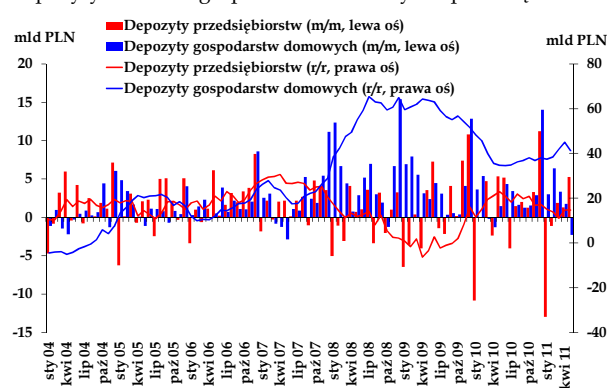
Stan M0 oraz roczna stopa wzrostu M1 i M3.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.51

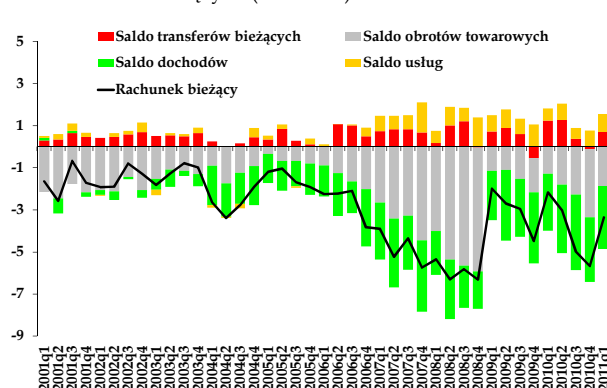
Depozyty bankowe gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.52

Saldo obrotów bieżących (mld EUR).



Źródło: Dane i szacunki NBP.

³⁷ Podana suma aktywów finansowych uwzględnia zarówno depozyty poniżej 2 lat, jak i depozyty powyżej 2 lat niezaliczane do agregatu M3.

³⁸ W I kw. 2011 r. do pogłębienia się deficytu obrotów bieżących (w porównaniu do I kw. 2010 r.) przyczyniło się zwiększenie deficytu w obrotach towarowych i obniżenie nadwyżki w transferach bieżących.

Równocześnie, zwiększenie wykorzystania środków z UE na finansowanie projektów inwestycyjnych znajduje odzwierciedlenie w silnym napływie środków na rachunek kapitałowy. Nadwyżka na tym rachunku wyniosła w IV kw. 2010 r. 2,9 mld EUR (wobec 1,7 mld EUR w IV kw. 2009 r.), a w I kw. 2011 r. na rachunek kapitałowy napłynęło 1,6 mld EUR (wobec 1,3 mld EUR w I kw. 2010 r.).

Zgodnie z danymi z rachunku finansowego, w IV kw. 2010 r. w napływie netto kapitału do Polski dominowały inwestycje portfelowe. Znaczącą pozycją był napływ kapitału zagranicznego w udziałowe papiery wartościowe³⁹. Natomiast w I kw. 2011 r. kapitał netto w przeważającej części napływał do przedsiębiorstw w postaci tzw. pozostałych inwestycji⁴⁰.

Dane za IV kw. 2010 r. i I kw. 2011 r. wskazują na wysoki napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich do Polski⁴¹. Jednocześnie jednak obserwuje się wzrost polskich inwestycji bezpośrednich za granicą.

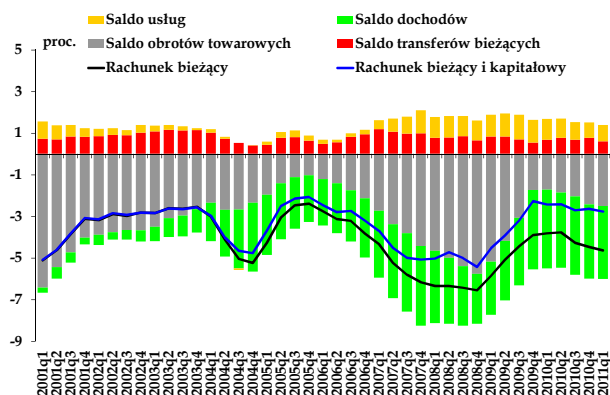
W efekcie powyższych zmian w IV kw. 2010 r. nadwyżka na rachunku finansowym wyniosła 1,9 mld EUR (wobec 6,9 mld EUR w IV kw. 2009 r.), a w I kw. 2011 r. na rachunek finansowy bilansu płatniczego napłynęło 11,9 mld EUR (wobec 9,4 mld EUR w I kw. 2010 r.).

Deficyt na rachunku obrotów bieżących (w ujęciu czterech kolejnych kwartałów) wzrósł do 4,5% PKB na koniec IV kw. 2010 r. (wobec 4,3% na koniec III kw. 2010 r.), natomiast na rachunku bieżącym i kapitałowym wyniósł 2,6% PKB (wobec 2,7% na koniec III kw. 2010 r.; Wykres 2.53). W I kw. 2011 r. deficyty te wzrosły odpowiednio do 4,6% i 2,8% PKB.

W IV kw. 2010 r. zmniejszyło się pokrycie deficytu obrotów bieżących i kapitałowych napływem kapitału netto w postaci inwestycji bezpośrednich (Tabela 2.2). W ujęciu czterech

Wykres 2.53

Saldo obrotów bieżących i kapitałowych w relacji do PKB (4 kwartały krocząco).



Źródło: Dane NBP.

Tabela 2.2

Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej.

	2006	2007	2008	2009	2010	2010				2011
						q1	q2	q3	q4	q1
Saldo obrotów bieżących/PKB (w %)	-3,8	-6,2	-6,6	-3,9	-4,5	-3,8	-3,8	-4,3	-4,5	-4,6
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB (w %)	-3,2	-5,1	-5,4	-2,3	-2,6	-2,4	-2,4	-2,7	-2,6	-2,8
Saldo obrotów towarowych/PKB (w %)	-2,1	-4,4	-5,8	-1,7	-2,4	-1,7	-1,9	-2,0	-2,4	-2,5
Inwestycje bezpośrednie/deficyt obrotów bieżących (w %)	82,5	68,7	29,6	49,4	15,4	63,0	59,8	30,4	15,4	5,9
Inwestycje bezpośrednie/deficyt obrotów bieżących i kapitałowych (w %)	98,2	83,5	35,8	85,0	26,1	98,8	92,9	47,9	26,1	9,8
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	3,8	3,9	3,3	5,3	5,5	5,9	6,1	6,0	5,6	5,7
Zadłużenie zagraniczne/PKB (w %)	47,4	50,9	47,9	62,5	66,4	64,3	62,2	67,0	66,4	66,3
Zadłużenie zagraniczne krótkoterminowe/oficjalne aktywa rezerwowe (w %)	71,3	92,6	107,8	88,0	81,4	77,0	76,2	78,2	81,4	87,3
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (w %)	-46,4	-52,6	-47,5	-61,9	-63,5	-59,2	-53,9	-62,0	-63,5	-62,1

Źródło: Dane NBP.

³⁹ Na wielkość napływu inwestycji bezpośrednich i portfelowych do Polski w IV kw. 2010 r. istotny wpływ miała jednorazowa transakcja polegająca na sprzedaży udziałów przez zagranicznego inwestora bezpośredniego zagranicznym inwestorom portfelowym, przeprowadzona w listopadzie tego roku.

⁴⁰ Inwestycje pozostałe obejmują inwestycje, które nie są ujęte w inwestycjach bezpośrednich i inwestycjach portfelowych, a w szczególności: kredyty handlowe, pozostałe kredyty i pożyczki sektora przedsiębiorstw, kredyty i pożyczki sektora bankowego i rządowego.

⁴¹ Silny odpływ kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich w listopadzie 2010 r. był spowodowany jednostkową transakcją polegającą na sprzedaży udziałów przez zagranicznego inwestora bezpośredniego zagranicznym inwestorom portfelowym.

kwartałów wyniosło ono 26%, podczas gdy w pierwszej połowie 2010 r. deficyt był prawie w całości pokrywany napływem inwestycji bezpośrednich, a w III kw. w prawie połowie. W I kw. 2011 r. tylko 10% deficytu było sfinansowane napływem inwestycji bezpośrednich.

Zadłużenie zagraniczne Polski wyrażone w EUR wzrosło w IV kw. 2010 r. o 5,4 mld EUR (do 235,4 mld EUR wobec 230,1 mld EUR na koniec III kw. 2010 r.), głównie ze względu na wzrost zadłużenia sektora bankowego i przedsiębiorstw (Wykres 2.54). W I kw. 2011 r. nastąpił dalszy wzrost zadłużenia zagranicznego - o 8,0 mld EUR do 243,5 mld EUR. Nowe transakcje bilansu płatniczego zwiększyły to zadłużenie o 13,7 mld EUR, natomiast ujemne różnice kursowe i inne zmiany spowodowały obniżenie przyrostu zadłużenia o 5,7 mld EUR.

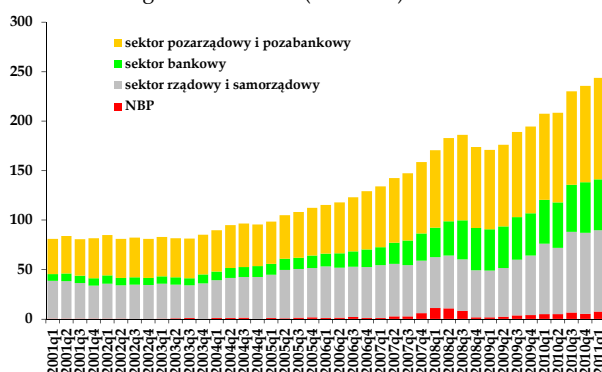
Wzrost krajowej aktywności gospodarczej sprzyjał pogłębieniu nierównowagi zewnętrznej Polski, a w szczególności wzrostowi deficytu obrotów bieżących i zwiększeniu zadłużenia zagranicznego, co widoczne jest w pogorszeniu podstawowych wskaźników obrazujących tę nierównowagę w 2010 r. i w I kw. 2011 r. (Tabela 2.2). Jednocześnie na stosunkowo wysokim poziomie utrzymuje się relacja aktywów rezerwowych do importu.

Stan oficjalnych aktywów rezerwowych na koniec I kw. 2011 r. wyniósł 75 mld EUR, przy czym transakcje zrealizowane w tym okresie przez NBP zwiększyły go o 7,5 mld EUR, a różnice kursowe i zmiany wyceny obniżyły o 2,4 mld EUR.

Znaczna skala napływu kapitału zagranicznego do Polski przekłada się na ujemną pozycję inwestycyjną Polski. Jednocześnie zwiększenie w ostatnim okresie skali odpływu polskiego kapitału za granicę spowodowało wyhamowanie pogłębiania się ujemnej pozycji inwestycyjnej Polski, która w I kw. 2011 r. wyniosła ok. 62% PKB (Wykres 2.55).

Wykres 2.54

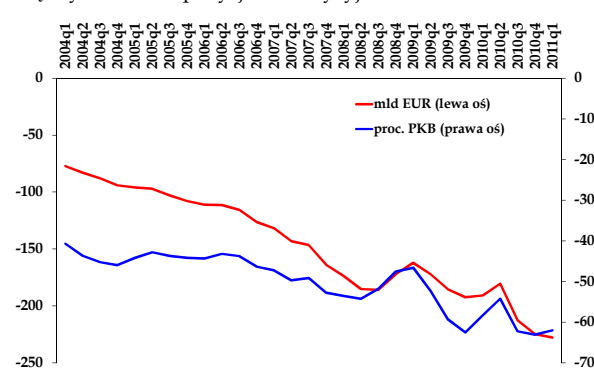
Zadłużenie zagraniczne Polski (mld EUR).



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.55

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski.



Źródło: Dane NBP.

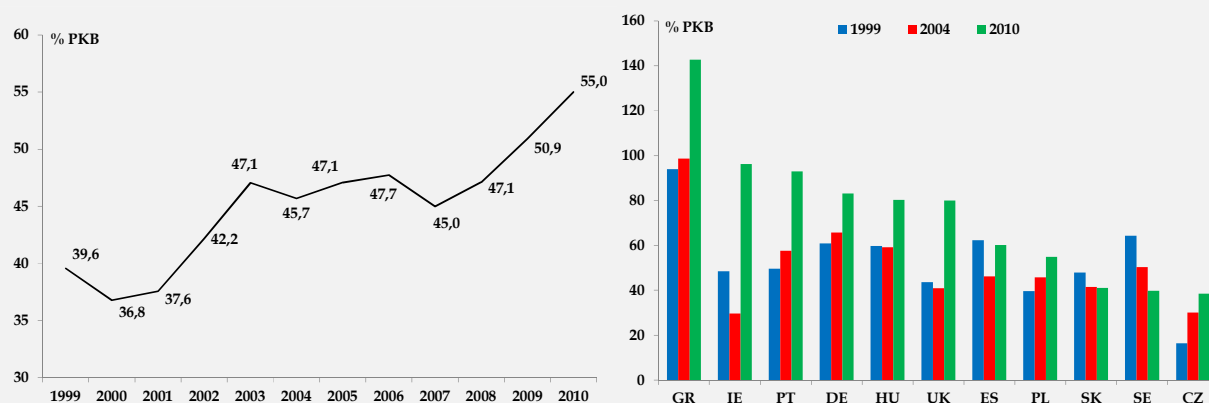
Od I kw. 2010 r. dostosowano metodologię liczenia międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski do nowych standardów międzynarodowych przyjętych przez MFW, co spowodowało wzrost wartości polskich inwestycji bezpośrednich za granicą oraz spadek wartości kapitałów własnych w zagranicznych inwestycjach bezpośrednich.

Ramka 3. Zadłużenie sektora publicznego i prywatnego w Polsce

Od początku kryzysu na rynkach finansowych w 2007 r. dług publiczny w wielu gospodarkach, zwłaszcza rozwiniętych, wyraźnie wzrósł (Wykres R.3.1). Negatywne konsekwencje obaw inwestorów o terminową spłatę zobowiązań stały się szczególnie widoczne w niektórych krajach strefy euro – Grecji, Irlandii i Portugalii – istotnie wpływając na kondycję tych gospodarek. W tym samym okresie, choć o wiele wolniej, rosło też zadłużenie publiczne Polski (Wykres R.3.1). W 2010 r. dług publiczny Polski w ujęciu ESA95, zgodnie z notyfikacją fiskalną GUS z kwietnia 2011 r., ukształtował się na poziomie 55% PKB wobec poziomu ok. 80% PKB notowanego dla całej Unii Europejskiej.

Wykres R.3.1

Dług publiczny w Polsce (lewy panel) i w krajach Unii Europejskiej wg. ESA95 (prawy panel).



Źródło: dane Eurostat i notyfikacja fiskalna GUS z kwietnia 2011 r.

Oznaczenia: IE - Irlandia, UK - Wielka Brytania, SE - Szwecja, PT - Portugalia, ES - Hiszpania, DE - Niemcy, GR - Grecja, HU - Węgry, CZ - Czechy, SK - Słowacja, PL - Polska.

Szczególnym uwarunkowaniem polityki fiskalnej w Polsce są trzy progi ostrożnościowe dla relacji długu publicznego w ujęciu krajowym do PKB - 50%, 55% oraz 60%. Ustawa o finansach publicznych określa działania, jakie muszą zostać podjęte w przypadku przekroczenia przez zadłużenie kolejnych progów. Takie rozwiązanie zmniejsza ryzyko niestabilności finansów publicznych i zwiększa wiarygodność kraju na międzynarodowych rynkach finansowych.

W 2010 r. dług publiczny w ujęciu krajowym ukształtował się na poziomie 52,8% PKB, tj. przekroczył pierwszy próg ostrożnościowy⁴². W konsekwencji, w projekcie ustawy budżetowej na 2012 r. relacja deficytu budżetu państwa do dochodów nie będzie mogła przewyższać analogicznej relacji przyjętej w *Ustawie budżetowej na rok 2011*⁴³. Po przekroczeniu przez dług publiczny progu 55% PKB, skala wymaganego dostosowania byłaby znacznie większa. Rada Ministrów zobowiązana jest wówczas m.in. do opracowania projektu ustawy budżetowej na kolejny rok, nieprzewidującego deficytu budżetu państwa lub zakładającego saldo budżetu państwa, które zapewni zmniejszenie się relacji długu Skarbu Państwa do PKB na koniec roku budżetowego. Według rządowych prognoz przedstawionych w *Wieloletnim Planie Finansowym Państwa 2011-*

⁴² Wielkość długu publicznego w ujęciu krajowym różni się od prezentowanej wcześniej wielkości w ujęciu ESA95, co wynika przede wszystkim z różnic w zakresie sektora finansów publicznych pomiędzy tymi metodologiami. Zakres sektora finansów publicznych w ujęciu krajowym określony jest w ustawie o finansach publicznych, a zatem o przyporządkowaniu danej jednostki do sektora decyduje kryterium prawne. Natomiast w ujęciu ESA95, o przyporządkowaniu jednostek do poszczególnych sektorów instytucjonalnych, w tym sektora instytucji rządowych i samorządowych, decydują kryteria ekonomiczne, określone w rozporządzeniu Rady UE o Europejskim Systemie Rachunków Narodowych. Katalog jednostek spełniających te kryteria przedstawiony jest w opracowaniu Głównego Urzędu Statystycznego *Statystyka sektora instytucji rządowych i samorządowych*. Obejmuje on między innymi fundusze umiejscowione w Banku Gospodarstwa Krajowego - Krajowy Fundusz Drogowy oraz Fundusz Kolejowy - które nie należą do sektora finansów publicznych w ujęciu krajowym. Zgodnie ze *Sprawozdaniem z wykonania ustawy budżetowej za rok 2010*, inne ujęcie tych funduszy (wliczając zobowiązania Krajowego Funduszu Drogowego z tytułu partnerstwa publiczno-prywatnego) wyjaśniało 33,0 mld zł (tj. 2,3% PKB) różnicy w wielkości długu publicznego pomiędzy ujęciem krajowym a ESA95.

⁴³ Zasada ta będzie również obowiązywać w kolejnych latach, aż do momentu obniżenia państwowego długu publicznego poniżej 50% PKB.

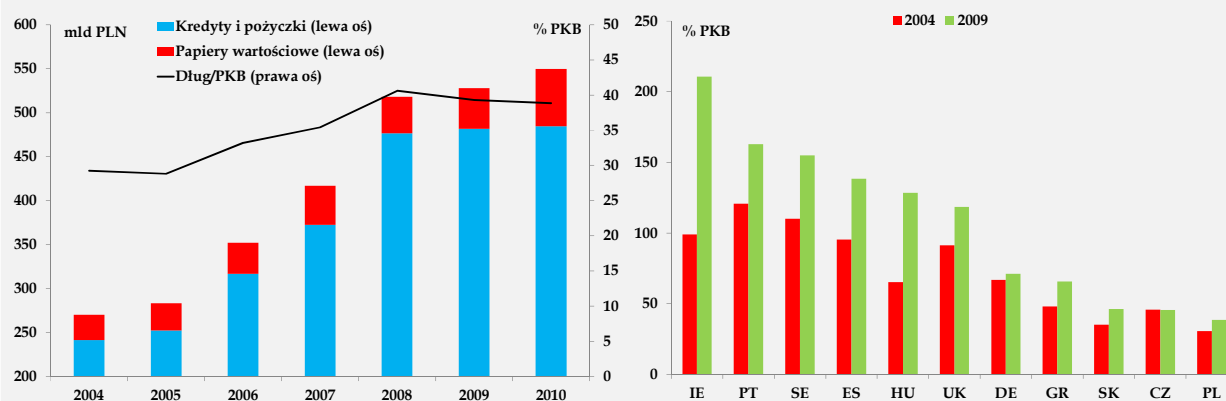
2014, dług publiczny w relacji do PKB w ujęciu krajowym w najbliższych latach ma stopniowo maleć, osiągając w 2014 r. poziom 49,7% PKB.

Polska, podobnie jak inne kraje regionu Europy Środkowo-Wschodniej, ma także relatywnie niski wskaźnik średniej zapadalności długu – na poziomie ok. 5 lat. Jest on wyraźnie niższy niż w większości krajów OECD, gdzie kształtuje się on w przedziale 6-7 lat, dochodząc do niemal 14 lat w Wielkiej Brytanii. Ze względu na pozytywny związek pomiędzy wrażliwością realnej wartości długu na inflację i jego zapadalnością, niska średnia zapadalność długu zwiększa wiarygodność celu inflacyjnego (Missale i Blanchard 1994)⁴⁴. Należy jednak pamiętać, że obniżenie zapadalności długu może być także wyrazem braku zaufania inwestorów (np. obaw o wypłacalność czy monetyzację długu) i powodować wzrost ryzyka związanego z jego rolowaniem.

W przypadku polskich firm poziom zadłużenia jest mały na tle innych krajów (Wykres R.3.2). Dodatkowo, w przeciwieństwie do sektora publicznego, którego zadłużenie wyraźnie wzrosło w trakcie kryzysu, zadłużenie krajowych przedsiębiorstw niefinansowych pozostało na poziomie ok. 40% PKB (Wykres R.3.2).

Wykres R.3.2

Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce (lewy panel) i w krajach Unii Europejskiej (prawy panel).



Źródło: dane NBP, GUS i Eurostat.

Oznaczenia jak wyżej.

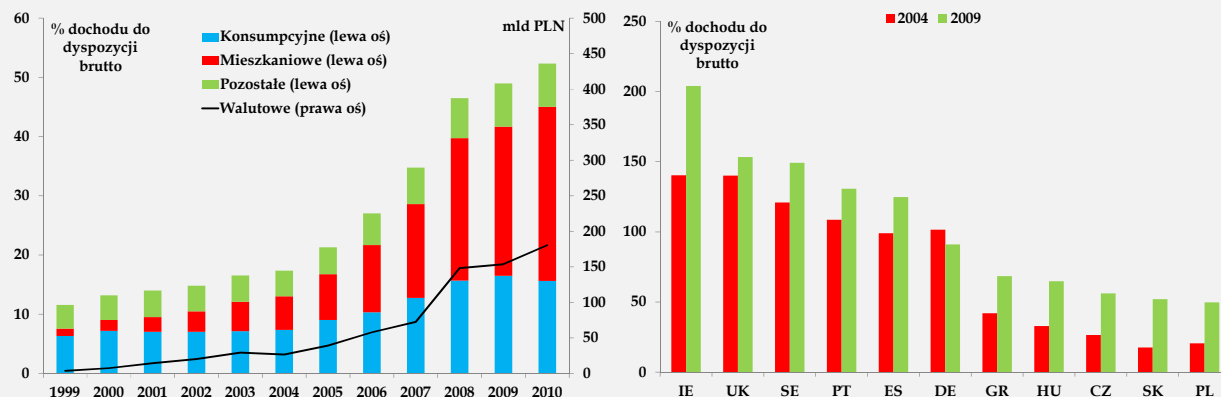
Względnie bezpiecznie kształtuje się struktura terminowa zadłużenia przedsiębiorstw – udział zadłużenia krótkoterminowego w całkowitym zadłużeniu wyniósł na koniec 2010 r. niespełna 24% i był niski w porównaniu z innymi krajami. Dominującą pozycję w finansowaniu przedsiębiorstw w Polsce nadal stanowią zaciągnięte kredyty i pożyczki (ok. 88% całości). W innych krajach europejskich kredyty i pożyczki mają mniejszy udział w zadłużeniu ogółem, a relatywnie większe znaczenia ma pozyskiwanie finansowania w drodze emisji dłużnych papierów wartościowych. W Wielkiej Brytanii, gdzie emisja dłużnych papierów wartościowych jest najbardziej rozpowszechniona, w latach 2004-2009 zadłużenie z tego tytułu stanowiło ok. 25% całości. W ostatnich latach widoczny był wzrost zainteresowania papierami dłużnymi także w Grecji i Portugalii.

Zadłużenie gospodarstw domowych wykazuje wiele podobieństw do zadłużenia przedsiębiorstw. Po okresie dynamicznego wzrostu zadłużenia przed kryzysem - z poziomu ok. 17% dochodów do dyspozycji w 2004 r. do 46% w 2008 r., jego tempo wzrostu wyraźnie spowolniło (Wykres R.3.3). Obniżeniu uległa także dynamika kredytów walutowych, które w ponad 90% przeznaczone były na cele mieszkaniowe.

⁴⁴ Im wyższa jest zapadalność długu, tym silniejszy jest wpływ nieoczekiwanej inflacji na jego realną wartość. Wysoka zapadalność długu może zatem rodzić pokusę ograniczenia realnej wartości długu poprzez wyższą inflację, stanowiąc tym samym ryzyko dla wiarygodności celów inflacyjnych. Niska zapadalność długu, zmniejszająca to ryzyko, nie jest jednak warunkiem koniecznym wiarygodności polityki pieniężnej.

Wykres R.3.3

Zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów w Polsce (lewy panel) i w krajach Unii Europejskiej (prawy panel).



Źródło: dane NBP, GUS i Eurostat.

Oznaczenia jak wyżej.

Przy zadłużeniu na poziomie 50% rocznych dochodów do dyspozycji polskie gospodarstwa domowe pozostają jednymi z najmniej zadłużonych w Unii Europejskiej (Wykres R.3.3). Zadłużenie krótkoterminowe (z terminem zapadalności do 1 roku) stanowiło w 2010 r. ok. 12% całości zadłużenia i było zbliżone do wielkości obserwowanych w krajach regionu. Wyższe wskaźniki zadłużenia krótkoterminowego, na poziomie ok. 15% w 2010 r. odnotowano m.in. w Grecji i Wielkiej Brytanii.

Bibliografia:

Missale A., Blanchard O. (1994), „The Debt Burden and Debt Maturity”, *American Economic Review*, vol. 84(1), s. 309-19, March.
 Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2009), „This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly”, Princeton University Press, Princeton.

Rozdział 3

Polityka pieniężna w okresie marzec - lipiec 2011 r.

Na posiedzeniu w marcu Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 3,75%. Natomiast na posiedzeniu w kwietniu, maju oraz czerwcu Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe NBP, każdorazowo o 0,25 pkt. proc., łącznie do poziomu: stopa referencyjna 4,5%; stopa lombardowa 6,0%; stopa depozytowa 3,0%; stopa redyskonta weksli 4,75%. W lipcu br. Rada pozostawiła stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 2 marca 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała o perspektywach wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, sytuacji na krajowym rynku pracy oraz w otoczeniu polskiej gospodarki.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, wskazywano, że wzrost PKB w br. utrzyma się najprawdopodobniej na poziomie zbliżonym do ub.r. Część członków Rady zwracała uwagę na brak wyraźnego ożywienia inwestycji przedsiębiorstw. Podkreślali oni, że przy obecnym tempie wzrostu gospodarczego ryzyko pojawienia się silnych nierównowag makroekonomicznych jest ograniczone. Członkowie ci zwracali także uwagę, że dane napływające w ostatnim okresie z gospodarki zwiększają niepewność dotyczącą krótkookresowych perspektyw wzrostu PKB. Wskazywali oni w szczególności na dalszy wzrost stopy bezrobocia (po skorygowaniu o czynniki sezonowe), relatywnie niską dynamikę produkcji budowlano-montażowej, osłabienie tempa wzrostu sprzedaży detalicznej w styczniu br., pogorszenie się niektórych wskaźników koniunktury, a także wyraźnie niższy niż w analogicznych okresach lat ubiegłych przyrost kredytu.

Jednocześnie wskazywano jednak, że na kształtowanie się wielu danych w grudniu ub.r. i styczniu br. mogły znacząco wpływać czynniki jednorazowe (ekonomiczne i statystyczne), co utrudnia ich ocenę. W tym kontekście część członków Rady oceniała, że niska dynamika produkcji budowlano-montażowej była związana przede wszystkim z niekorzystnymi warunkami atmosferycznymi i nie stanowi negatywnego sygnału dla ożywienia inwestycji przedsiębiorstw. Podobnie, zdaniem tych członków Rady, osłabienie dynamiki sprzedaży detalicznej nie wskazuje na ryzyko silnego spowolnienia wzrostu spożycia indywidualnego,

gdyż było ono związane głównie ze spadkiem sprzedaży samochodów, do którego przyczyniło się zniesienie odliczeń VAT na zakup samochodów z homologacji ciężarowej od 2011 r. Wskazywali oni jednocześnie, że przesunięcie zakupów samochodów z 2011 r. na 2010 r. zwiększyło dynamikę popytu krajowego, ale jednocześnie pogorszyło wkład eksportu netto do PKB.

Odnosząc się do wzrostu PKB w latach 2012-2013, wskazywano, że w marcowej projekcji NBP jest oczekiwane jego spowolnienie, a dynamika spożycia indywidualnego i nakładów brutto na środki trwałe są niższe niż w poprzedniej projekcji. Zwracano uwagę, że wolniejszy wzrost inwestycji wynika z oczekiwanego przesunięcia absorpcji części środków z UE z 2012 r. na kolejne lata, a także niekorzystnego oddziaływania wzrostu cen surowców na aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw. Część członków Rady wskazywała jednak na dużą niepewność dotyczącą kształtowania się inwestycji współfinansowanych ze środków UE. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że korzystniejsze niż w projekcji kształtowanie się sytuacji na rynku pracy będzie zapobiegać obniżeniu się dynamiki spożycia indywidualnego. Zdaniem tych członków Rady szybciej niż w projekcji rosnać mogą także inwestycje przedsiębiorstw. Ich ożywieniu będzie sprzyjać rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw, umożliwiającą im finansowanie inwestycji ze środków własnych i ułatwiającą dostęp do finansowania zewnętrznego.

Dyskutując na temat presji inflacyjnej w gospodarce, podkreślano, że wyraźny wzrost inflacji CPI jest związany głównie ze wzrostem cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych oraz podwyżkami stawek VAT i cen administrowanych, tj. przede wszystkim z czynnikami niezależnymi od krajowej polityki pieniężnej. Wskazywano, że wzrost bieżącej inflacji przekłada się na wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, a także oczekiwań implikowanych z rentowności długoterminowych papierów skarbowych. Jednocześnie podkreślano, że dostępne prognozy, wskazują, że inflacja CPI może jeszcze wzrosnąć w najbliższych miesiącach, ale w II poł. br. wpływ czynników podwyższających ją obecnie będzie stopniowo wygasał i – zdaniem części członków Rady – inflacja obniży się. Wskazywano jednak, że prawie w całym horyzoncie marcowej projekcji, przy założeniu braku zmian stóp procentowych NBP, inflacja CPI utrzymuje się powyżej celu inflacyjnego. W ocenie niektórych członków Rady ryzyko, że inflacja będzie wyższa od centralnej ścieżki projekcji jest wyższe niż prawdopodobieństwo, że będzie ona niższa.

Dyskutując na temat presji płacowej w gospodarce, część członków Rady podkreślała, że obecna sytuacja na rynku pracy nie wskazuje na jej nasilenie się. Zwracali oni uwagę, że wyraźne przyspieszenie dynamiki płac w gospodarce w IV kw. ub.r. było najprawdopodobniej przejściowe, gdyż przyczynił się do niego silny wzrost wynagrodzeń w administracji poprzedzający ich zamrożenie w br. Członkowie ci wskazywali, że tempo wzrostu płac w przedsiębiorstwach jest nadal umiarkowane, w szczególności w porównaniu z dynamiką wydajności pracy, i jest ono spójne ze stabilizacją inflacji na poziomie celu inflacyjnego. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że przyspieszenie wzrostu płac w przedsiębiorstwach na przełomie 2010 i 2011 r. wskazuje na niepewność dotyczącą utrzymania się umiarkowanego wzrostu płac i może sygnalizować ryzyko nadmiernego nasilenia się presji płacowej w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Oceniali oni także, że relacja między tempem wzrostu płac i wydajności pracy będzie się stopniowo pogarszać, silniej niż wskazuje marcowa projekcja inflacji i PKB.

Wśród czynników wskazujących na ograniczone ryzyko nasilenia się presji płacowej, w tym ograniczone ryzyko przełożenia się podwyższonej inflacji i oczekiwań inflacyjnych na wzrost płac, część członków Rady wymieniała wzrost stopy bezrobocia oraz spadek ofert pracy i związany z tym wyraźny spadek indeksu napięć na rynku pracy. Członkowie ci zwracali uwagę, że spadek popytu na pracę, mimo że wynika głównie z obniżenia się liczby ofert pracy

subsydiowanej, powinien łagodzić presję na wzrost wynagrodzeń. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że mimo obniżenia się liczby ofert pracy subsydiowanej, badania ankietowe wskazują na wzrost aspiracji płacowych osób bezrobotnych. Zmniejsza to prawdopodobieństwo, że wzrost bezrobocia będzie znacząco łagodził presję płacową. Członkowie ci zwracali także uwagę, że zgodnie z marcową projekcją można oczekiwać, że stopa bezrobocia będzie się powoli obniżać i od II poł. br. będzie kształtować się poniżej stopniowo rosnącej stopy bezrobocia NAWRU. Zdaniem tych członków Rady na możliwość szybkiego nasilenia się presji płacowej wskazuje również dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, wskazywano na kontynuację umiarkowanego wzrostu PKB w głównych gospodarkach rozwiniętych oraz towarzyszący mu wzrost bieżącej inflacji związany ze wzrostem cen surowców na rynkach światowych. Część członków Rady podkreślała, że główne banki centralne, mimo pewnych sygnałów wskazujących na możliwość zacieśnienia polityki pieniężnej przez niektóre z nich, utrzymują stopy procentowe na niskim poziomie. Członkowie ci wskazywali ponadto, że szybko rosnący dług publiczny w gospodarkach rozwiniętych pozostaje istotnym czynnikiem niepewności dla wzrostu gospodarczego, w tym dla sytuacji na światowych rynkach finansowych. Jednocześnie zwracano uwagę na utrzymywanie się dobrej koniunktury w Niemczech, wskazując przy tym na silną zbieżność cykliczną między gospodarką niemiecką i polską. Część członków Rady oceniała, że zacieśnienie polityki pieniężnej w Chinach może wpłynąć niekorzystnie na perspektywy niemieckiego, a w konsekwencji także polskiego eksportu. Ich zdaniem w kierunku osłabienia polskiego eksportu może oddziaływać także konsolidacja fiskalna w krajach Unii Europejskiej oraz prawdopodobne zacieśnienie polityki pieniężnej w części tych gospodarek.

Dyskutując na temat szybkiego wzrostu cen surowców, część członków Rady oceniała, że wstrząsy cenowe na rynkach surowców mają najprawdopodobniej charakter przejściowych szoków podaży. Zwracano jednak również uwagę, że duża płynność na światowych rynkach finansowych w połączeniu z niską krótkookresową elastycznością podaży surowców może spowodować, że ich ceny będą rosły silniej niż się obecnie oczekuje. Ponadto inni członkowie Rady wskazywali, że do wzrostu cen surowców może przyczyniać się także szybki wzrost popytu na surowce ze strony gospodarek wschodzących i w związku z tym wzrost ten może mieć bardziej trwały charakter. Zdaniem tych członków Rady wzrost cen surowców może być także wyrazem wzrostu obaw inflacyjnych wśród uczestników rynków finansowych. Jednocześnie zwracano uwagę, że wzrost cen surowców na rynkach światowych może oddziaływać w kierunku osłabienia aktywności gospodarczej na świecie.

Analizując kształtowanie się agregatów kredytowych, część członków Rady zwracała uwagę na utrzymujący się spadek kredytów konsumpcyjnych oraz wyhamowanie przyrostu kredytów mieszkaniowych na początku br. Jednocześnie inni członkowie Rady podkreślali, że tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych nadal kształtuje się na wysokim poziomie w porównaniu z dynamiką dochodów do dyspozycji osiągalną w warunkach niskiej inflacji. Część członków Rady oceniała, że niski przyrost kredytów dla przedsiębiorstw może ograniczać wzrost inwestycji. Wskazywali oni także, że wzrost liczby podmiotów bez zdolności kredytowej w IV kw. ub. r. jest niekorzystnym sygnałem dla perspektyw ożywienia akcji kredytowej. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że wzrostowi temu towarzyszył spadek udziału należności podmiotów bez zdolności kredytowej w całości należności wobec sektora bankowego.

Odnosząc się do popytu sektora finansów publicznych, część członków Rady oceniała, że istotne zacieśnienie fiskalne w latach 2011-2012 jest mało prawdopodobne, biorąc pod uwagę termin wyborów parlamentarnych. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że konieczność spełnienia wymogów dotyczących deficytu sektora finansów publicznych, wynikających z procedury nadmiernego deficytu, przełoży się na zwiększenie skali zacieśnienia w 2012 r. W tym kontekście wskazywano także na decyzję Komisji Europejskiej dotyczącą utrzymania obecnego sposobu

uwzględniania kosztów reformy emerytalnej przy określaniu deficytu i długu sektora. Jednocześnie jednak członkowie ci oceniali, że skala zacieśnienia fiskalnego nie będzie wystarczająca, by ograniczyć narastanie presji popytowej w gospodarce. Wskazywano, że pełniejsza ocena perspektyw kształtowania się popytu sektora finansów publicznych będzie możliwa po przedstawieniu przez rząd działań ograniczających deficyt sektora w ramach aktualizacji Programu Konwergencji.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, podkreślano, że ich podwyższenie w styczniu br. rozpoczęło proces stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej, którego skala i tempo będą warunkowane napływającymi danymi dotyczącymi przebiegu procesów makroekonomicznych. Zdaniem części członków Rady ponowne podwyższenie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu byłoby uzasadnione ze względu na utrzymujące się ryzyko nasilenia się presji płacowej i inflacyjnej w średnim okresie. Ograniczałoby ono także ryzyko utrwalenia się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych. Członkowie ci argumentowali również, że szybkie podwyżki stóp procentowych zmniejszyłyby łączną skalę podwyżek stóp niezbędną dla stabilizacji inflacji na poziomie celu inflacyjnego w średnim okresie. W opinii tych członków Rady za szybkimi podwyżkami stóp przemawia także zmniejszona wrażliwość kursu złotego na dysparytet stóp procentowych.

Większość członków Rady uznała, że ostatnie dane zwiększają niepewność dotyczącą tempa wzrostu aktywności gospodarczej, w tym ożywienia inwestycji i trwałości przyspieszenia konsumpcji, i tym samym uzasadniają pozostawienie stóp procentowych na niezmiennym poziomie na bieżącym posiedzeniu. Za taką decyzją – zdaniem tych członków Rady – przemawiają także utrzymujący się wzrost stopy bezrobocia oraz umiarkowana presja płacowa w sektorze przedsiębiorstw, zmniejszające ryzyko utrwalenia się wzrostu bieżącej inflacji, który jak dotąd wynika głównie z czynników pozostających poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Ponadto zdaniem niektórych członków Rady decyzje dotyczące stóp procentowych NBP powinny uwzględniać politykę pieniężną głównych banków centralnych, w szczególności Europejskiego Banku Centralnego.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 3,75%, stopa lombardowa 5,25%, stopa depozytowa 2,25%, stopa redyskonta weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 kwietnia 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała o sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, perspektywach wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce oraz sytuacji na krajowym rynku pracy, w tym ryzyku efektów drugiej rundy.

Oceniając sytuację w otoczeniu Polski, zwracano uwagę na stabilny wzrost aktywności w gospodarce światowej. Podkreślano jednak, że niepewność dotycząca jego perspektyw utrzymuje się na wysokim poziomie, a w ostatnim okresie jest dodatkowo zwiększana przez wydarzenia w Japonii oraz w Afryce Północnej i na Bliskim Wschodzie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że ożywienie w wielu gospodarkach rozwiniętych jest nadal powolne, a wzrost aktywności w Stanach Zjednoczonych może nie utrzymać się na obecnym, relatywnie wysokim poziomie, gdyż jest oparty na znaczącej stymulacji monetarnej. Jednocześnie zwracano uwagę na szybki wzrost PKB w gospodarkach wschodzących oraz w Niemczech, podkreślając przy tym silną zbieżność cykliczną między gospodarką polską i niemiecką.

Część członków Rady wskazywała również, że utrzymywaniu się podwyższonej inflacji w gospodarkach wschodzących towarzyszą sygnały narastania presji inflacyjnej w gospodarkach rozwiniętych. Członkowie ci zwracali uwagę, że banki centralne w wielu gospodarkach wschodzących, a także w niektórych małych otwartych gospodarkach rozwiniętych, znacząco podwyższyły stopy procentowe, a Europejski Bank Centralny prawdopodobnie rozpocznie zacieśnianie polityki w najbliższym okresie. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że nawet po podwyżce, stopy procentowe EBC, podobnie jak stopy procentowe innych głównych banków centralnych, nadal będą kształtować się na niskim poziomie. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady oceniali, że prawdopodobna kontynuacja ekspansywnej polityki pieniężnej w części największych gospodarek rozwiniętych będzie sprzyjała utrzymaniu się wysokiej globalnej płynności, a w konsekwencji podwyższonej presji inflacyjnej na świecie.

Dyskutując na temat cen surowców na rynkach światowych, oceniano, że do ich wzrostu przyczynia się wysokie zaangażowanie inwestorów krótkoterminowych na tych rynkach. Zdaniem części członków Rady wskazuje to, że wzrost tych cen ma charakter przejściowy i w dalszej części roku można oczekiwać ich spadku. Za taką oceną, w ich opinii, przemawiają także prognozy wskazujące na poprawę warunków podażyowych na rynkach surowców rolnych w bieżącym roku. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że do wzrostu cen surowców istotnie przyczynia się również rosnący popyt ze strony gospodarek wschodzących, co wskazuje, że – mimo możliwych przejściowych wahań tych cen związanych ze zmianami zaangażowania krótkoterminowych inwestorów na rynkach surowców – utrzyma się ich wzrostowa tendencja.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, część członków Rady wskazywała, że dynamika PKB w br. i kolejnych latach będzie najprawdopodobniej zbliżona lub nieznacznie wyższa niż w 2010 r. Oceniano, że do wzrostu PKB będzie przyczyniać się rosnący popyt zewnętrzny, a wzrost popytu krajowego będzie oparty głównie na wzroście konsumpcji gospodarstw domowych, wspieranym przez rosnące zatrudnienie. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że przy braku ożywienia inwestycji przedsiębiorstw oraz w świetle prawdopodobnego osłabienia inwestycji infrastrukturalnych, współfinansowanych ze środków Unii Europejskiej, a także wobec przewidywanego zacieśnienia polityki fiskalnej, można oczekiwać spowolnienia wzrostu gospodarczego w kolejnych latach. Wskazywano również, że w kierunku niższego wzrostu inwestycji i konsumpcji może oddziaływać wzrost cen surowców na rynkach światowych.

W odniesieniu do perspektyw ożywienia inwestycji, część członków Rady oceniała, że wzrost inwestycji przedsiębiorstw może być szybszy niż się obecnie oczekuje. Wskazują na to: wzrost nakładów brutto na środki trwałe w dużych przedsiębiorstwach w IV kw. ub.r., bardzo dobra sytuacja finansowa, w tym płynnościowa, przedsiębiorstw oraz systematycznie rosnące, przekraczające obecnie wieloletnią średnią, wykorzystanie mocy produkcyjnych. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w Polsce jest nadal umiarkowany w porównaniu z innymi krajami Unii Europejskiej. Zwracano także uwagę na utrzymywanie się spadkowego trendu produkcji budowlano-montażowej na początku br. oraz na obniżenie się wskaźnika nowych inwestycji w badaniach ankietowych przedsiębiorstw. Wskazywano, że czynnikiem zmniejszającym skłonność przedsiębiorstw do inwestycji jest utrzymująca się niepewność dotycząca przyszłej sytuacji gospodarczej.

Odnosząc się do kształtowania się spożycia indywidualnego, część członków Rady oceniała, że jej przyspieszenie pod koniec ub.r. nie było związane wyłącznie z przesunięciem zakupów części dóbr w reakcji na oczekiwane zmiany podatkowe od stycznia 2011 r. Zdaniem tych członków Rady wskazują na to dane o sprzedaży detalicznej z początku br. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że miesięczne dane dotyczące sprzedaży detalicznej charakteryzują się dużą zmiennością, a jej wysoka dynamika w lutym br. wynikała częściowo z efektu bazy.

Dyskutując na temat sytuacji na rynku pracy, część członków Rady oceniała, że dane, które napływały w ostatnim okresie, osłabiają ryzyko szybkiego nasilenia się presji płacowej i inflacyjnej. Członkowie ci wskazywali w szczególności na wyhamowanie dynamiki płac w przedsiębiorstwach na początku br. oraz na utrzymywanie się wysokiego poziomu bezrobocia w efekcie relatywnie szybkiego wzrostu liczby osób aktywnych zawodowo. Jednocześnie wskazywano jednak na niepewność dotyczącą wpływu otwarcia rynku pracy w Niemczech na kształtowanie się podaży pracy w Polsce. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, że przy jednoczesnym spadku liczby ofert pracy, wskaźnik napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadających na jednego bezrobotnego) kształtuje się obecnie na najniższym poziomie od pięciu lat. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że spadek liczby ofert pracy jest związany głównie ze spadkiem ofert pracy subsydiowanej, która nie odzwierciedla dobrze kształtowania się popytu na pracę w gospodarce. Członkowie ci wskazywali również na utrzymujące się relatywnie wysokie tempo wzrostu zatrudnienia w przedsiębiorstwach.

Dyskutując na temat kształtowania się inflacji CPI i jej perspektyw, podkreślano, że jej podwyższony poziom jest związany głównie ze wzrostem cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych, który nie jest neutralizowany przez zmiany kursu złotego, oraz – w wyrażnie mniejszym stopniu – ze wzrostem stawek podatku VAT. Część członków Rady zwracała uwagę na ryzyko utrzymywania się inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP w br. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że po przejściowym wzroście inflacja obniży się wyrażnie w II połowie br. Jednocześnie, zdaniem większości członków Rady, ryzyko znaczącego nasilenia się presji inflacyjnej związanej ze zbyt szybkim wzrostem popytu jest obecnie ograniczone. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na niepewność dotyczącą szacunków produktu potencjalnego i wskazywali na ryzyko, że dodatnia luka popytowa będzie wyższa niż wskazuje marcową projekcja inflacji i PKB.

Część członków Rady podkreślała, że w kierunku wzrostu inflacji może oddziaływać również ewentualny wzrost presji płacowej wywołany podwyższonymi oczekiwaniami inflacyjnymi. Zdaniem tych członków Rady wyraźny wzrost oczekiwań inflacyjnych zarówno osób prywatnych, jak i przedsiębiorców w ostatnim okresie wskazuje na wzrost ryzyka nasilenia się żądań płacowych i jego przełożenia się na wzrost wynagrodzeń, zwłaszcza przy bardzo dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Zwracali oni uwagę, że odsetek przedsiębiorstw planujących podwyżki płac w II kw. br. jest najwyższy od dziesięciu kwartałów. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady podkreślali, że w warunkach podwyższonych oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorcy mogą mieć większą skłonność do przenoszenia wyższych kosztów na ceny produktów. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę na niepewność dotyczącą ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy w warunkach wysokiego bezrobocia. Podkreślali oni, że ryzyko to jest także zmniejszane przez ograniczoną rolę związków zawodowych w polskiej gospodarce.

W odniesieniu do kształtowania się agregatów kredytowych, część członków Rady oceniała, że przyrost kredytów dla sektora prywatnego jest umiarkowany i nie stanowi czynnika zwiększającego presję popytową w gospodarce. Członkowie ci zwracali w szczególności uwagę na osłabienie przyrostu kredytów mieszkaniowych na początku br. oraz na niską dynamikę kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw. Wskazywano również na spadek kredytów konsumpcyjnych, choć podkreślano przy tym, że jest on związany z zaostrzeniem polityki kredytowej przez banki w reakcji na pogorszenie się jakości tych kredytów oraz zmianami regulacyjnymi. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że dynamika kredytów mieszkaniowych jest wysoka w porównaniu ze wzrostem dochodów do dyspozycji osiągalnym w warunkach stabilności cen. Podkreślali oni także, że niska dynamika kredytów dla przedsiębiorstw jest związana z ich dobrą sytuacją płynnościową oraz niskim poziomem aktywności inwestycyjnej.

Dyskutując na temat sytuacji w sektorze finansów publicznych, część członków Rady podkreślała, że w bieżącym roku polityka fiskalna pozostanie luźna, co ich zdaniem wymaga prowadzenia bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że wobec oczekiwanego zacieśnienia polityki fiskalnej w bieżącym roku nie stanowi ona czynnika uzasadniającego podwyższanie stóp procentowych. Jednocześnie zwracano uwagę na niepewność dotyczącą skali i struktury zacieśnienia fiskalnego w kolejnych latach.

Odnosząc się do kształtowania się kursu złotego, część członków Rady oceniała, że wzrost dysparytetu stóp procentowych sprzyjałby aprecjacji złotego. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że wpływ zwiększonego dysparytetu na kurs walutowy może być ograniczany przez ryzyko rewizji szacunków deficytu obrotów bieżących, niepewność związaną z wyborami parlamentarnymi oraz utrzymujące się ryzyko fiskalne w części krajów strefy euro.

Rada przeprowadziła dyskusję na temat skali i tempa zacieśnienia polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że szybkie podwyższenie stóp procentowych byłoby skuteczniejszym sposobem ograniczania oczekiwań inflacyjnych niż stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej. Podkreślali oni również, że szybsze zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych zmniejszałoby niepewność na rynkach finansowych i mogłoby sprzyjać aprecjacji kursu złotego. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że w warunkach utrzymującej się podwyższonej niepewności dotyczącej perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie i w kraju uzasadnione jest kontynuowanie stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej.

Rozważając decyzję dotyczącą zmiany stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu, niektórzy członkowie Rady byli zdania, że utrzymująca się niepewność dotycząca perspektyw wzrostu aktywności w polskiej gospodarce i jej otoczeniu uzasadnia pozostawienie stóp procentowych na niezmienionym poziomie. Większość członków Rady uznała jednak, że wyraźny wzrost oczekiwań inflacyjnych wraz z silnym wzrostem cen surowców na rynkach światowych rodzą – w warunkach postępującego ożywienia gospodarczego – ryzyko utrwalenia się podwyższonego poziomu inflacji. W celu ograniczenia ryzyka kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w średnim okresie uzasadnione jest więc kontynuowanie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej i podwyższenie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu Rady. Część członków Rady wskazywała także, że za podwyżką stóp procentowych przemawia niski poziom realnych stóp procentowych związany z kształtowaniem się inflacji i w efekcie oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,00%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, a stopa redyskonta weksli 4,25%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 11 maja 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej omawiała perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji, w tym ryzyko utrwalenia się jej podwyższonego poziomu, a także dyskutowała na temat tempa i możliwej łącznej skali podwyżek stóp procentowych.

Dyskutując na temat perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego, część członków Rady zwracała uwagę, że roczne tempo wzrostu gospodarczego – po osiągnięciu wysokiego poziomu w I kw. br. – będzie się prawdopodobnie stopniowo obniżać w kolejnych kwartałach, co powinno ograniczać łączną skalę podwyżek stóp procentowych niezbędną dla stabilizowania inflacji na poziomie celu inflacyjnego w średnim okresie. Wskazywano, że tempo wzrostu PKB będzie ograniczane przez nieco wolniejszy niż w pierwszej fazie ożywienia wzrost popytu zewnętrznego, niekorzystne oddziaływanie podwyższonej inflacji na dynamikę spożycia

indywidualnego i inwestycji przedsiębiorstw, a także przez zacieśnienie krajowej polityki fiskalnej. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę na utrzymujące się ryzyko dla wzrostu PKB wynikające z kształtowania się sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym na niepewność dotyczącą trwałości ożywienia gospodarczego w głównych gospodarkach rozwiniętych związaną z podwyższonym poziomem bezrobocia oraz ograniczaniem wysokiej nierównowagi fiskalnej.

Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że wzrost gospodarczy w Polsce może być szybszy niż wskazują aktualne prognozy. Na taką możliwość wskazują – ich zdaniem – korzystne perspektywy wzrostu polskiego eksportu związane z utrzymującym się szybkim wzrostem eksportu w Niemczech oraz sygnały ożywienia inwestycji przedsiębiorstw. Członkowie ci zwracali uwagę, że w sytuacji poprawiających się oczekiwań przedsiębiorstw dotyczących popytu i przyszłej sytuacji gospodarczej, utrzymującego się wzrostu wykorzystania mocy produkcyjnych oraz dobrej sytuacji płynnościowej, inwestycje przedsiębiorstw mogą rosnąć szybciej niż się obecnie oczekuje, mimo podwyżek stóp procentowych NBP. Zdaniem tych członków Rady, przyspieszeniu inwestycji towarzyszyłby prawdopodobnie dalszy szybki wzrost zatrudnienia, co wspierałoby wzrost spożycia indywidualnego. Głównego zagrożenia dla wzrostu inwestycji upatrywali oni we wzroście cen surowców i materiałów, który zaczął być wskazywany przez przedsiębiorstwa jako główna bariera dla ich rozwoju. Jednocześnie – w ocenie tych członków Rady – dobra sytuacja płynnościowa przedsiębiorstw ogranicza ryzyko, że ewentualne podwyższenie stóp procentowych zahamuje wzrost inwestycji.

Omawiając ryzyko nasilenia się presji płacowej, w tym wystąpienia efektów drugiej rundy, część członków Rady oceniała, że obecnie jest ono ograniczone. Zwracali oni uwagę na utrzymywanie się umiarkowanego wzrostu płac w przedsiębiorstwach oraz argumentowali, że ryzyko pojawienia się efektów drugiej rundy jest zmniejszane przez podwyższony poziom bezrobocia, zamrożenie funduszu płac w sektorze finansów publicznych w br. oraz ograniczoną rolę związków zawodowych w kształtowaniu płac w polskiej gospodarce. Członkowie ci wskazywali również, że jak dotąd nie ma sygnałów, by otwarcie rynku pracy w Niemczech i Austrii skutkowało zwiększoną skalą migracji do tych krajów. Inni członkowie Rady podkreślali, że na rosnące ryzyko nasilenia się presji płacowej wskazuje utrzymywanie się szybkiego wzrostu zatrudnienia w przedsiębiorstwach. Zwracali oni również uwagę, że w ostatnim okresie nasiliły się żądania płacowe w branżach charakteryzujących się wysokim stopniem uzwiązkowienia, podkreślając, że wzrost wynagrodzeń w przedsiębiorstwach z tych branż może wzmacniać żądania wzrostu płac w pozostałych przedsiębiorstwach. Członkowie ci zwracali uwagę, że ryzyko przyspieszenia wzrostu płac jest podwyższane przez wysokie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorców. Podkreślali oni także, że od 2012 r. dynamika płac w gospodarce będzie zwiększana przez podwyższenie płacy minimalnej.

Odnosząc się do sytuacji na rynku kredytowym, część członków Rady podkreślała, że dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw kształtują się nadal na relatywnie niskim poziomie. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że następuje pewne ożywienie akcji kredytowej w odniesieniu do sektora przedsiębiorstw. W szczególności zwracali oni uwagę na sygnały ożywienia popytu na kredyt przedsiębiorstw, który był istotnym czynnikiem ograniczającym wzrost kredytów bankowych dla tego sektora. Wskazywali oni także na zapowiedzi łagodzenia polityki kredytowej wobec przedsiębiorstw w II kw. br.

Dyskutując na temat polityki stóp procentowych NBP, członkowie Rady byli zgodni, że aktualna ocena perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji uzasadnia kontynuowanie zacieśniania polityki pieniężnej w zakładanej dotychczas skali. Przedmiotem dyskusji było natomiast rozłożenie w czasie dalszego zacieśnienia tej polityki.

Część członków Rady była zdania, że uzasadnione jest kontynuowanie zacieśniania polityki pieniężnej zakładającego podwyższanie stóp procentowych w kilkumiesięcznych odstępach. Zwracali oni uwagę, że dane, które napłynęły w ostatnim okresie, nie zmieniły zasadniczo oceny perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji oraz podkreślali, że większość uczestników rynków finansowych oczekuje kontynuacji dotychczasowego tempa zacieśniania polityki pieniężnej. Za takim tempem zacieśnienia polityki pieniężnej – w opinii części uczestników posiedzenia – przemawiają w szczególności: podażowy charakter wzrostu inflacji odzwierciedlony w kształtowaniu się inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii wyraźnie poniżej wskaźnika CPI, brak sygnałów o pojawianiu się efektów drugiej rundy, a także prognozy wskazujące na osłabienie rocznego tempa wzrostu gospodarczego w dalszej części 2011 r., wyhamowanie wzrostu cen surowców na rynkach światowych i związany z tym prognozowany spadek inflacji w okolice celu inflacyjnego w przyszłym roku. Uczestnicy ci oceniali także, że przyspieszenie podwyżek stóp procentowych może nie ograniczyć oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, które mają silnie adaptacyjny charakter.

Ponadto niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na decyzję Ministerstwa Finansów o wymianie części środków z Unii Europejskiej na rynku walutowym. Podkreślali oni, że pełniejsza ocena skutków tej decyzji dla uwarunkowań polityki pieniężnej będzie możliwa w kolejnych miesiącach, co przemawia – ich zdaniem – za utrzymaniem stóp procentowych na niezmiennym poziomie na bieżącym posiedzeniu.

Większość członków Rady uznała, że przyspieszenie podwyżek stóp procentowych byłoby skuteczniejszym sposobem ograniczania ryzyka utrwalenia się podwyższonej inflacji niż ich podnoszenie w dotychczasowym tempie. Zdaniem tych członków Rady za szybszymi podwyżkami stóp procentowych przemawia potrzeba wyprzedzającego reagowania na rosnące ryzyko przełożenia się wzrostu kosztów przedsiębiorstw oraz podwyższonych oczekiwań inflacyjnych na ceny i płace. W tym kontekście członkowie ci zwracali uwagę na dane dotyczące inflacji CPI w marcu br., wskazujące, że przyspieszenie wzrostu cen dotyczy już nie tylko żywności i energii, ale także większości pozostałych kategorii towarów i usług konsumpcyjnych. Członkowie ci podkreślali również, że w warunkach silnych wstrząsów na rynkach surowców żywnościowych i energetycznych, inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii może nie odzwierciedlać właściwie trwałych zmian presji inflacyjnej. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, że prognozowane obniżenie się inflacji w okolice celu inflacyjnego na początku 2012 r. jest związane z efektami bazy oraz zakłada zahamowanie szybkich wzrostów cen surowców na rynkach światowych. Wskazywano, że założenie to jest obciążone niepewnością ze względu utrzymujące się ryzyko polityczne w części krajów eksportujących ropę naftową oraz rosnący popyt na surowce ze strony gospodarek wschodzących. Niektórzy członkowie Rady argumentowali również, że w sytuacji prawdopodobnego utrzymywania się inflacji i oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie w kolejnych miesiącach, za przyspieszeniem podwyżek stóp procentowych NBP przemawia także ryzyko kształtowania się realnych stóp procentowych na bardzo niskim poziomie. Podkreślano ponadto, że przyspieszenie podwyżek stóp procentowych ograniczyłoby potrzebę ewentualnych silnych dostosowań stóp procentowych w przyszłości.

Argumentując za przyspieszeniem podwyżek stóp procentowych, niektórzy członkowie Rady uzasadniali to niepewnością co do kształtowania się kursu złotego.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,25%, stopa lombardowa 5,75%, stopa depozytowa 2,75%, a stopa redyskonta weksli 4,50%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 czerwca 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej omawiała bieżące i oczekiwane kształtowanie się wzrostu gospodarczego i inflacji, w tym perspektywy powrotu inflacji do celu inflacyjnego, a także dyskutowała na temat przyszłych decyzji dotyczących stóp procentowych NBP.

Odnosząc się do uwarunkowań zewnętrznych wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce część członków Rady zwracała uwagę, że choć gospodarka światowa znajduje się w fazie ożywienia, to pojawiły się sygnały świadczące o możliwości osłabienia koniunktury za granicą w kolejnych kwartałach. W szczególności wskazywano na negatywne skutki dużej skali nierównowagi fiskalnej w części krajów strefy euro, w tym na pogorszenie się nastrojów konsumenckich w peryferyjnych krajach strefy euro oraz na ryzyko nasilenia się napięć na rynkach finansowych w związku z problemami fiskalnymi Grecji. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na ograniczony wpływ tzw. poluzowania ilościowego polityki pieniężnej na aktywność gospodarczą w Stanach Zjednoczonych. Podkreślali oni przy tym, że biorąc pod uwagę ryzyko ponownego osłabienia koniunktury w gospodarce amerykańskiej, możliwe jest podjęcie przez Fed dodatkowych działań wspierających wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych, mimo rosnącej tam inflacji.

Inni członkowie Rady argumentowali, że z punktu widzenia koniunktury w Polsce szczególnie istotna jest sytuacja gospodarcza w Niemczech, gdzie perspektywy pozostają dobre, na co wskazuje m.in. korzystna struktura wzrostu PKB. Rosnąca rola popytu krajowego, w tym inwestycji i konsumpcji prywatnej, we wzroście gospodarczym Niemiec oznacza mniejszą wrażliwość tej gospodarki na wahania popytu zewnętrznego. Ponadto, część członków Rady podkreślała, że aktywność gospodarcza w Polsce może rosnąć w relatywnie wysokim tempie, nawet w przypadku, umiarkowanego wzrostu PKB za granicą.

Odnosząc się do sytuacji na rynkach surowcowych wskazywano, że pogorszenie się nastrojów inwestorów związane z obawami o wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych przełożyło się na wyhamowanie wzrostów cen surowców na rynkach światowych. Członkowie Rady podkreślali jednak, że – biorąc pod uwagę perspektywy wzrostu popytu na surowce, przy ograniczonym zwiększeniu się ich podaży – obserwowane wyhamowanie cen może być przejściowe. Ponadto część członków Rady wskazywała, że niekorzystne warunki agrometeorologiczne w niektórych regionach ważnych w punktu widzenia światowej podaży żywności (np. przedłużająca się susza w Chinach) mogą przyczynić się do dalszego wzrostu cen surowców rolnych. Jednocześnie zaznaczali oni, że oczekiwane dobre zbiory w Rosji będą ograniczały wzrost cen żywności.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce część członków Rady argumentowała, że w kolejnych kwartałach dynamika PKB może obniżyć się w stosunku do I kw. 2011 r., na co wskazuje m.in. pewne wyhamowanie tendencji wzrostowych w przemyśle i budownictwie. Zdaniem tych członków Rady czynnikami ograniczającymi wzrost będą: osłabienie dynamiki inwestycji publicznych, któremu prawdopodobnie nie będzie towarzyszyło odpowiednio silne przyspieszanie dynamiki inwestycji przedsiębiorstw, oraz spowolnienie wzrostu spożycia indywidualnego. W ich ocenie, wyhamowanie dynamiki spożycia indywidualnego związane będzie ze słabym – w sytuacji podwyższonej inflacji – wzrostem realnych dochodów do dyspozycji. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę, że przyspieszenie rocznej dynamiki sprzedaży detalicznej w kwietniu wynikało głównie z oddziaływania statystycznego efektu bazy.

Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że tempo wzrostu gospodarczego może utrzymać się na relatywnie wysokim poziomie ze względu na korzystne perspektywy wzrostu zarówno popytu zewnętrznego, jak i krajowego. Zdaniem tych członków Rady wzrost eksportu wspierany jest przez dobrą koniunkturę w gospodarce niemieckiej, wzrostowi inwestycji sprzyjają dobre

wyniki finansowe przedsiębiorstw oraz rosnący stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, a wzrost konsumpcji związany jest z rosnącym zatrudnieniem, które może być kontynuowany w efekcie ożywienia inwestycji. Odnosząc się do czynników mogących osłabiać wzrost konsumpcji, członkowie ci zwracali uwagę, że utrzymanie się dynamiki spożycia indywidualnego w I kw. 2011 r. na poziomie zbliżonym do IV kw. 2010 r. – mimo podwyższonej już wówczas inflacji, jednoczesnego spadku kredytów konsumpcyjnych i przesunięcia na koniec 2010 r. zakupów w związku ze zmianami stawek VAT od 2011 r. – może świadczyć o tym, że siła oddziaływania tych czynników jest ograniczona, a kluczowe znaczenie dla perspektyw konsumpcji ma poprawa sytuacji na rynku pracy.

Odnosząc się do oceny wpływu rosnącej aktywności gospodarczej na inflację, członkowie Rady byli zdania, że dokonywane zacieśnienie polityki fiskalnej wraz ze wzrostem restrykcyjności polityki pieniężnej będzie ograniczało ryzyko zbyt szybkiego wzrostu łącznego popytu i nasilania się presji inflacyjnej. Ponadto, ożywienie inwestycji przedsiębiorstw powinno zwiększać tempo wzrostu produktu potencjalnego, co jest czynnikiem wspierającym powrót inflacji do celu w średnim okresie. Jednocześnie część członków Rady podkreślała, że – ich zdaniem – potencjalne tempo wzrostu jest obecnie niższe niż przed kryzysem finansowym, co należy uwzględnić w analizie luki popytowej i presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady oceniali, że wpływ globalnego kryzysu finansowego na dynamikę produktu potencjalnego w Polsce nie był znaczący.

Oceniając kształtowanie się wzrostu płac podkreślano, że przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu mogło w znacznym stopniu wynikać z przesunięcia wypłat premii i nagród w górnictwie i energetyce, a więc trudno ocenić jego trwałość. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że czynnikami oddziałującymi w kierunku wzrostu presji płacowej mogą być: wzrost bieżącej inflacji, podwyższone oczekiwania inflacyjne, słabszy niż w poprzednich latach wzrost liczby aktywnych zawodowo, dobra sytuacja finansowa firm, w szczególności w branżach charakteryzujących się wysokim stopniem uzwiązkowienia, gdzie w ostatnim okresie nasiliły się żądania płacowe, oraz wzrost płacy minimalnej. Członkowie ci podkreślali również, że choć dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce w I kw. 2011 r. obniżyła się, to w usługach – mających największy udział w wartości dodanej w gospodarce – wzrost wydajności pracy jest istotnie niższy od wzrostu wynagrodzeń. Zwracali także uwagę na opóźnienia występujące między negocjacjami płacowymi a faktycznym wzrostem wynagrodzeń. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że nadal podwyższony poziom stopy bezrobocia ogranicza ryzyko nasilenia się presji płacowej. Ryzyko to – zdaniem członków Rady – ogranicza również dokonane znaczące zacieśnienie polityki pieniężnej NBP.

Analizując rozwój akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw część członków Rady wskazywała, że dotychczasowe zacieśnienie polityki pieniężnej, choć przełożyło się na wzrost kosztu kredytu, nie zahamowało przyrostu kredytów dla firm, co może świadczyć o korzystnych perspektywach akcji kredytowej dla tego sektora. Inni członkowie Rady oceniali, że rosnący koszt kredytu może być czynnikiem ograniczającym przyrost kredytów dla przedsiębiorstw.

Odnosząc się do kształtowania się inflacji wskazywano, że przyspieszenie wzrostu cen dotyczy większości kategorii towarów i usług, a przez to także inflacji bazowej. Podkreślano ponadto, że istotną zmianą w stosunku do lat ubiegłych jest słabnący antyinflacyjny wpływ spadku cen towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że wyhamowywanie spadku cen tych towarów może być zjawiskiem trwałym, związanym ze zmianami na rynku pracy w największych gospodarkach wschodzących. Zwracano również uwagę, że szybkiemu wzrostowi cen towarzyszy podwyższony poziom oczekiwań inflacyjnych.

Oceniając perspektywy powrotu inflacji do celu inflacyjnego, część członków Rady zwracała uwagę, że do końca bieżącego roku inflacja pozostanie prawdopodobnie powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego, na co wskazują prognozy krótkoterminowe przygotowywane w NBP. Jednocześnie argumentowano, że zgodnie z tymi prognozami inflacja niedługo zacznie się stopniowo obniżać i w 2012 r. zbliży się do celu inflacyjnego, tj. 2,5%.

Dyskutując na temat stóp procentowych NBP większość członków Rady była zgodna, że szybki wzrost cen w większości grup towarów i usług oraz wysoki poziom oczekiwań inflacyjnych w połączeniu z ryzykiem nasilenia się żądań płacowych uzasadniają ponowne podwyższenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Za podwyższeniem stóp przemawiał – ich zdaniem – także niski poziom realnej stopy procentowej.

Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że podwyższenie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu nie jest konieczne, w szczególności biorąc pod uwagę oczekiwane utrzymanie w czerwcu br. stóp procentowych EBC na niezmiennym poziomie, a także zewnętrzny charakter szoków podwyższających obecnie inflację w Polsce.

Jednocześnie większość członków Rady wskazywała, że dokonane od początku 2011 r. istotne zacieśnienie polityki pieniężnej powinno umożliwić powrót inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie, a dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej byłoby uzasadnione w przypadku pogorszenia się perspektyw powrotu inflacji do celu. Ocena tych perspektyw będzie możliwa po analizie danych napływających w kolejnych okresach. Część członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach bardziej prawdopodobne jest dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej niż jej łagodzenie. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że z punktu widzenia stabilizowania inflacji na poziomie celu, obecny poziom stóp procentowych NBP może okazać się właściwy w dłuższej perspektywie.

Na posiedzeniu odnoszono się także do kwestii kształtowania się stawki POLONIA poniżej stopy referencyjnej NBP. Zdaniem niektórych członków Rady, uzasadnione byłoby symetryczne zawężenie korytarza między stopą depozytową a stopą lombardową NBP, co przyczyniłoby się do zmniejszenia odchylenia stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,50%, stopa lombardowa 6,00%, stopa depozytowa 3,00%, a stopa redyskonta weksli 4,75%.

Na posiedzeniu złożono także wniosek o symetryczne zawężenie korytarza między stopą depozytową a stopą lombardową NBP łącznie o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 5-6 lipca 2011 r.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,50% w skali rocznej; stopa lombardowa 6,00% w skali rocznej; stopa depozytowa 3,00% w skali rocznej; stopa redyskonta weksli 4,75% w skali rocznej.

Napływające dane sygnalizują utrzymywanie się umiarkowanego tempa wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Jednocześnie w strefie euro dynamika PKB w II kw. prawdopodobnie obniżyła się, po wyjątkowo silnym wzroście w I kw. Inflacja w większości krajów nadal kształtuje się na podwyższonym poziomie, co w dużej mierze jest związane z wysokimi cenami surowców. W ostatnich dwóch miesiącach wyhamował jednak wzrost cen surowców na rynkach światowych. Ponadto, utrzymywały się obawy o destabilizację sytuacji gospodarczej w Grecji, co

przyczyniało się do podwyższenia awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych.

W Polsce, w pierwszych miesiącach II kw. br. wzrost aktywności gospodarczej był zbliżony do obserwowanego w poprzednich kwartałach. Pewnemu spowolnieniu wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu towarzyszyła wyższa dynamika produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej. Zatrudnienie w przedsiębiorstwach pozostawało stabilne, a dynamika wynagrodzeń, po przejściowym przyspieszeniu w kwietniu, obniżyła się do umiarkowanego poziomu. Jednocześnie trwało ożywienie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw, w tym w zakresie kredytów inwestycyjnych. Utrzymał się też relatywnie szybki wzrost kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych oraz ujemna dynamika kredytów konsumpcyjnych.

W maju roczna inflacja CPI wzrosła do 5,0%, pozostając wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Przyspieszenie wzrostu cen było związane głównie ze wzrostem cen żywności oraz odzieży i obuwia, do czego przyczyniła się także zmiana metodyki notowań cen towarów sezonowych wprowadzona na początku br. W maju wzrosła też inflacja bazowa. Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych pozostały na podwyższonym poziomie. Obniżyła się natomiast dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu.

W najbliższych miesiącach roczny wskaźnik CPI będzie nadal kształtować się na podwyższonym poziomie, co jest związane głównie z poprzedzającym przyspieszenie inflacji silnym wzrostem cen surowców na rynkach światowych.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny NBP projekcją inflacji i PKB, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje dotyczące stóp procentowych NBP. Zgodnie z lipcową projekcją – przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,7-4,4% w 2011 r. (wobec 2,8-3,7% w projekcji marcowej), 2,1-3,4% w 2012 r. (wobec 2,2-3,4%) oraz 1,8-3,4% w 2013 r. (wobec 2,1-3,7%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,0-4,9% w 2011 r. (wobec 3,3-5,1% w marcowej projekcji), 1,9-4,5% w 2012 r. (wobec 2,3-4,8%) oraz 1,5-4,3% w 2013 r. (wobec 1,7-4,4%).

W ocenie Rady, dokonane od początku br. istotne zacieśnienie polityki pieniężnej powinno umożliwić powrót inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie. Taką ocenę wspiera też lipcowa projekcja inflacji i PKB. W średnim okresie inflacja będzie ograniczana przez prawdopodobne obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego, w warunkach zacieśnienia polityki fiskalnej, w tym obniżenia inwestycji publicznych, oraz dokonanego podwyższenia stóp procentowych.

Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu.

Ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej jest sytuacja finansów publicznych. Podjęcie zdecydowanych działań mających na celu trwałe zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych i zahamowanie narastania długu publicznego jest niezbędne dla stabilności makroekonomicznej oraz umożliwi spełnienie kryteriów niezbędnych dla przyjęcia euro.

Choć udział kredytów walutowych dla gospodarstw domowych w nowo udzielanych kredytach hipotecznych dla tych podmiotów zmniejszył się, to według Rady dla stabilności makroekonomicznej ważne jest podejmowanie działań, które zapobiegają szybkiemu wzrostowi kredytów walutowych dla gospodarstw domowych. Działania te mogą przyczynić się do zwiększenia efektywności mechanizmu transmisji monetarnej. Dlatego też Rada oczekuje

przyjęcia rozwiązań zmierzających do ograniczenia podaży nowych kredytów walutowych dla gospodarstw domowych.

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 – Lipiec 2011*.

Rozdział 4

Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Instytucie Ekonomicznym (IE) Narodowego Banku Polskiego i przedstawia prognozowany rozwój sytuacji w gospodarce przy założeniu stałych stóp procentowych NBP. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Zbigniew Hockuba, członek Zarządu NBP. Prace koordynowane były przez Biuro Prognoz i Projekcji IE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD⁴⁵. 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 stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

Projekcja lipcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od II kw. 2011 r. do IV kw. 2013 r. Punktem startowym projekcji jest I kw. 2011 r. Datą zamknięcia bazy danych dla projekcji jest 25 maja 2011 r. (za wyjątkiem przyjętej w projekcji stopy procentowej, której poziom uwzględniał decyzję RPP z 8 czerwca br.).

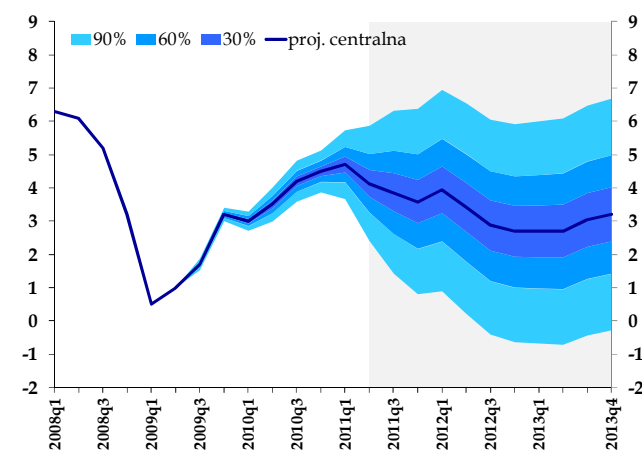
⁴⁵ Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP.

Synteza

Pozytywny wpływ głównych czynników, które w latach 2009-2010 utrzymywały wzrost PKB w Polsce na stosunkowo wysokim poziomie (osłabienie kursu walutowego, wzrost absorpcji transferów z UE, obniżenie stóp procentowych, odłożenie w czasie zacieśnienia polityki fiskalnej) będzie w horyzoncie projekcji stopniowo wygasać. W scenariuszu centralnym projekcji kurs walutowy będzie w najbliższych latach względnie stabilny, od 2012 r. obniży się poziom transferów z UE, uwidocznią się skutki podniesienia stopy referencyjnej NBP o 100 pkt. bazowych od początku roku oraz wzrosną obciążenia podatkowe i obniży się dynamika niektórych kategorii wydatków sektora finansów publicznych. Ze względu na brak istotnych pozytywnych sygnałów płynących z zagranicy (w horyzoncie projekcji zakłada się umiarkowany wzrost PKB w strefie euro oraz utrzymanie wysokich cen surowców energetycznych na rynkach światowych), prognozowana dynamika PKB obniży się z około 4% w latach 2010-2011 r. do około 3% w latach 2012-2013 (Wykres 4.1). Ożywienie w polskiej gospodarce w okresie po światowym kryzysie finansowym będzie więc słabsze niż po poprzednim spowolnieniu, gdy przez dwa lata (2006-2007) roczne tempo wzrostu PKB przewyższało 6%, dynamika konsumpcji była zbliżona do 5%, a inwestycje rosły w tempie dwucyfrowym.

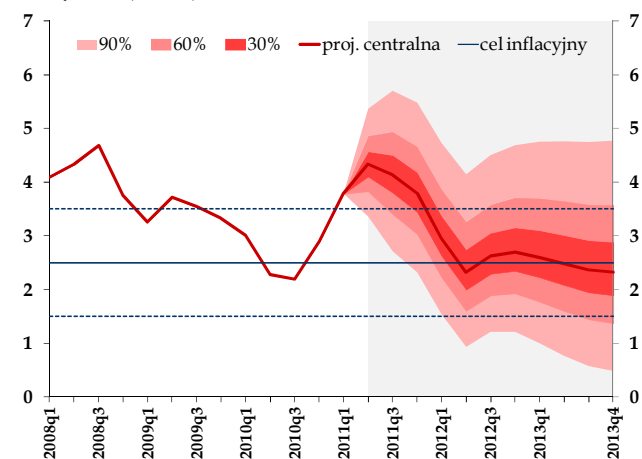
Inflacja CPI w krótkim horyzoncie projekcji utrzymywać się będzie na wysokim poziomie (4,0% w 2011 r., Wykres 4.2), co jest skutkiem niekorzystnych uwarunkowań podażowych, utrzymujących wysoki wzrost krajowych cen żywności i energii oraz zmiany stawek VAT od początku stycznia br. W latach 2012-2013 czynniki te już tylko w ograniczonym stopniu będą zwiększać inflację w ujęciu r/r: wyższa efektywna stawka VAT zostanie już uwzględniona w cenach w 2011 r., a ceny surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych ustabilizują się od połowy 2011 r. na wysokich poziomach. Dodatkowym czynnikiem obniżającym stopę inflacji w okolice celu inflacyjnego (2,5% r/r) w latach 2012-2013 będzie wolniejsze tempo wzrostu PKB, zbliżone do potencjalnego.

Wykres 4.1
PKB (r/r, %).



Źródło: NBP (o ile nie zaznaczono inaczej uwaga ta dotyczy wszystkich wykresów i tabel w poniższym rozdziale).

Wykres 4.2
Inflacja CPI (r/r, %).



Otoczenie zewnętrzne

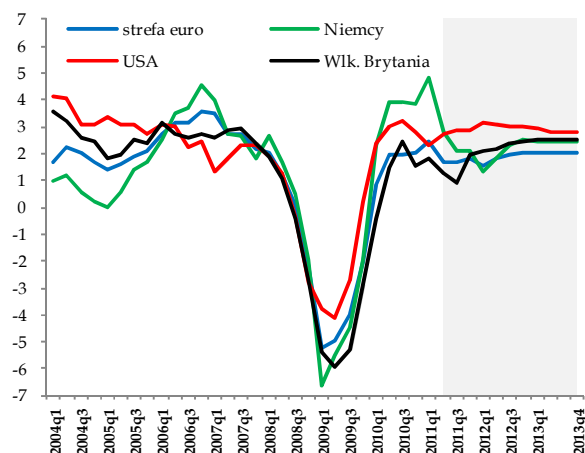
Dane za I kw. br. wskazują, że wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii był wolniejszy niż założono w projekcji marcowej, wzrost w strefie euro ukształtował się natomiast na poziomie zbliżonym do prognozowanego. W strefie euro szczególnie wysoką dynamikę PKB odnotowano w Niemczech (4,8% r/r), będących głównym partnerem handlowym Polski. Wzrost gospodarczy w Niemczech wspierany był przez rosnący popyt ze strony krajów rozwijających się, w tym zwłaszcza Chin. W horyzoncie projekcji zakłada się, że ożywienie w strefie euro, Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii będzie słabsze niż po wcześniejszych recesjach (Wykres 4.3). Co najmniej do końca 2012 r. PKB w tych gospodarkach utrzymywać się będzie poniżej poziomu potencjalnego, na co wpłynię także wygasanie efektów poluzowania polityki fiskalnej i monetarnej oraz wysokie ceny surowców energetycznych na rynkach światowych.

W związku z rosnącą inflacją w krajach strefy euro, oczekuje się, że w najbliższych kwartałach EBC będzie kontynuował cykl podwyżek stóp procentowych (Wykres 4.4). Niekorzystna sytuacja na rynku pracy, a także obawy o trwałość ożywienia gospodarczego w USA, sprawiają, że rozpoczęcie cyklu podwyżek przez Fed oczekiwane jest dopiero na początek 2013 roku.

Notowania cen ropy naftowej i gazu ziemnego na rynkach światowych w I kw. 2011 r. przewyższyły poziom założony w poprzedniej projekcji, głównie ze względu na destabilizację sytuacji politycznej w Afryce Północnej. Także ceny surowców rolnych były w I kw. 2011 r. wyższe niż przyjęto w projekcji marcowej, głównie ze względu na, związane z rosnącymi cenami ropy naftowej, rosnące koszty produkcji oraz wzrost cen biopaliw. W średnim i długim horyzoncie projekcji ceny surowców energetycznych i rolnych ustabilizują się na poziomie wyższym niż przyjęto w poprzedniej projekcji (Wykres 4.5). Wysokie ceny surowców będą podtrzymywane przez rosnący popyt,

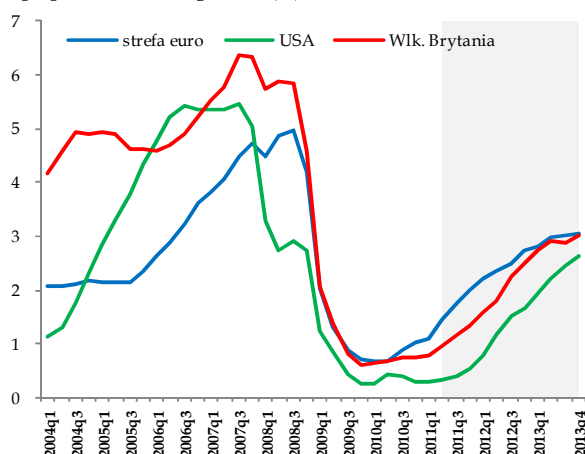
Wykres 4.3

PKB za granicą (r/r, %).



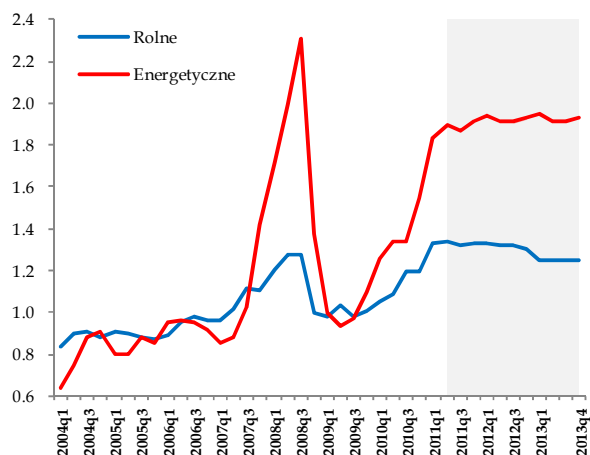
Wykres 4.4

Stopa procentowa za granicą (%).



Wykres 4.5

Indeksy cen surowców na rynkach światowych (USD, 2009=1).



w szczególności ze strony krajów rozwijających się, oraz bariery po stronie podaży (bliskie maksymalnemu wykorzystanie mocy produkcyjnych przy wydobywaniu ropy naftowej w większości krajów OPEC, rosnące koszty produkcji rolnej etc.).

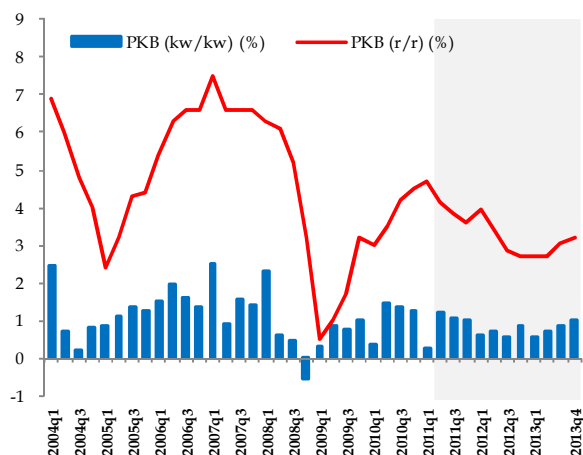
Gospodarka polska w latach 2011-2013

Popyt zagregowany

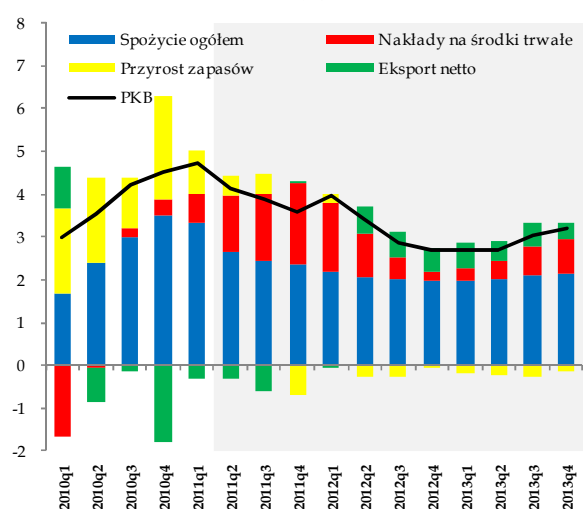
Stosunkowo szybka odbudowa popytu krajowego, będąca głównym źródłem wzrostu w 2010 r., kontynuowana będzie także w roku bieżącym. W latach 2012-2013, w wyniku działań obniżających deficyt SFP, zmniejszonej absorpcji transferów z UE, ograniczenia tempa wzrostu konsumpcji oraz zakończenia procesu odbudowy zapasów, dynamika popytu krajowego istotnie się obniży do poziomu poniżej 3% r/r. Ze względu na powiązane z wolniejszym wzrostem popytu krajowego ograniczenie dynamiki importu, w mniejszym stopniu obniżeniu ulegnie tempo wzrostu PKB: z 4,0% w 2011 r., do około 3% w latach 2011-2012 (Wykres 4.6, Wykres 4.7).

W 2011 roku, pomimo względnie wysokiego wzrostu nominalnego funduszu płac, dynamika realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych pozostanie na niskim, bliskim zera, poziomie, co wynikać będzie z wysokiej inflacji CPI oraz obniżenia tempa wzrostu transferów socjalnych w tym okresie (wynikającego m.in. z niższego niż w 2010 r. wskaźnika waloryzacji rent i emerytur oraz ze zmian systemowych obniżających te wydatki). Wzrost spożycia indywidualnego w bieżącym roku (3,7%, Wykres 4.8) będzie więc finansowany w dużym stopniu spadkiem stopy oszczędności. W latach 2012-2013, pomimo obniżenia tempa wzrostu konsumpcji, pozostanie ona istotnym czynnikiem wzrostu PKB. Barierą dla szybszego wzrostu konsumpcji w tym okresie będzie umiarkowany wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, w tym funduszu płac (efekt ograniczonej poprawy sytuacji na rynku pracy) oraz dochodów z działalności na własny

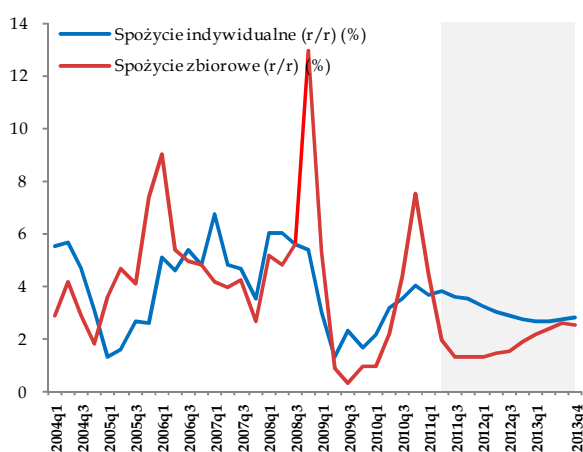
Wykres 4.6
Wzrost gospodarczy.



Wykres 4.7
Wzrost PKB (r/r, %) - dekompozycja.



Wykres 4.8
Popyt konsumpcyjny.



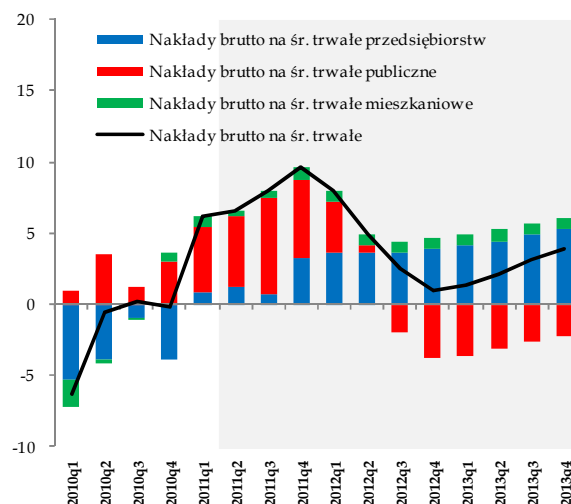
rachunek (efekt obniżenia aktywności gospodarczej w długim horyzoncie projekcji).

Po obniżeniu w 2010 r., stopa inwestycji nieznacznie wzrosła w latach 2011-2013, przy średniej dynamice nakładów brutto na środki trwałe w tym okresie 4,7% r/r (Wykres 4.9). W krótkim horyzoncie projekcji na wzrost inwestycji ogółem nadal składać się będzie przede wszystkim wysoka dynamika nakładów w sektorze publicznym, finansowanych w istotnej części napływem funduszy strukturalnych UE (Wykres 4.10). W latach 2012-2013 absorpcja funduszy UE oraz wydatki sektora finansów publicznych na jej współfinansowanie prawdopodobnie zmniejszą się, co przełoży się na istotne obniżenie dynamiki inwestycji publicznych. Argumentem przemawiającym za tym scenariuszem są plany rządowe przedstawione w *Wieloletnim Planie Finansowym Państwa 2011-2014* oraz *Programie Budowy Dróg Krajowych na lata 2011-2015*, a także możliwe ograniczenie nakładów inwestycyjnych przez jednostki samorządu terytorialnego, ze względu na wzrost ich zadłużenia oraz obowiązujące reguły fiskalne. Wzrost nakładów brutto na środki trwałe będzie wspierany, początkowo umiarkowanie, natomiast w dłuższym horyzoncie projekcji istotnie, przez rosnący popyt inwestycyjny przedsiębiorstw. Do stopniowego wzrostu inwestycji przedsiębiorstw przyczyni się rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych, oraz względnie niski koszt użytkowania kapitału (wynikający z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP). Oprócz poziomu stóp procentowych, także niska stopa bezrobocia będzie w horyzoncie projekcji sprzyjać wzrostowi inwestycji mieszkaniowych, których dynamika będzie nieco przewyższać tempo wzrostu konsumpcji.

Po wysokim wzroście obrotów handlowych w 2010 r., związanym z odbudową relacji handlowych po światowym kryzysie finansowym, w latach 2011-2013 oczekuje się obniżenia dynamiki eksportu i importu – ich poziomy wciąż jednak będą przewyższać tempo wzrostu PKB (Wykres 4.11). O ile w krótkim horyzoncie projekcji wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostanie ujemny, w latach 2012-2013, ze względu na obniżenie dynamiki popytu krajowego (przy względnie

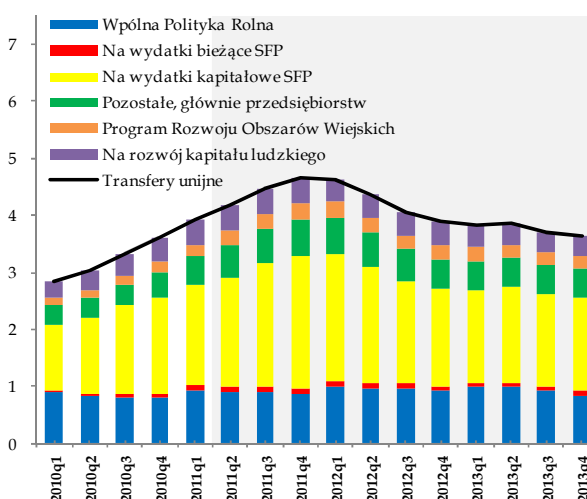
Wykres 4.9

Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %) - dekompozycja.



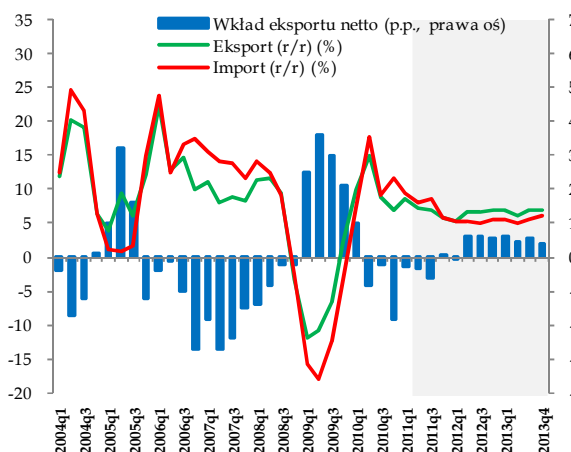
Wykres 4.10

Transfery unijne (mld euro) - dekompozycja.



Wykres 4.11

Handel zagraniczny.



stabilnym poziomie efektywnego kursu walutowego oraz wzroście w strefie euro utrzymującym się na poziomie zbliżonym do 2% r/r), wzrośnie on do około 0,5 pkt. proc.

Równowaga makroekonomiczna

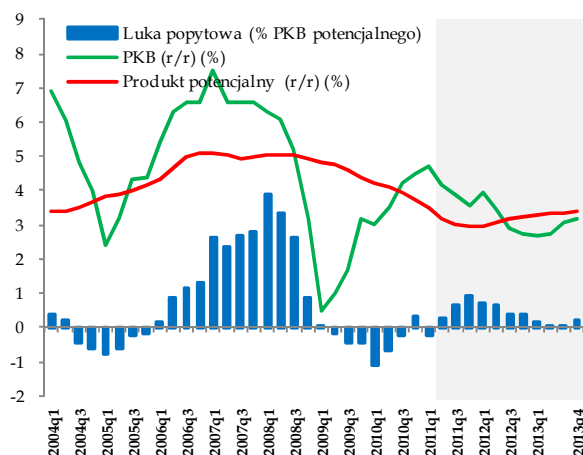
Stosunkowo szybki wzrost PKB w krótkim horyzoncie projekcji oraz obniżona po okresie spowolnienia dynamika produktu potencjalnego spowodują domknięcie w II kw. 2011 r. ujemnej luki popytowej i jej niewielkie rozszerzenie w kolejnych kwartałach (Wykres 4.12). W latach 2012-2013 dynamika potencjalnego PKB będzie stopniowo przyspieszać, co przy wolniejszym wzroście gospodarczym przełoży się na stabilizację luki popytowej na poziomie nieznacznie wyższym od zera.

Oprócz wolniejszego tempa akumulacji kapitału prywatnego (związanego z, oddziałującym z opóźnieniem, zmniejszeniem inwestycji przedsiębiorstw w latach 2009-2010), czynnikiem obniżającym dynamikę produktu potencjalnego w krótkim horyzoncie projekcji (Wykres 4.13) jest wyhamowanie wzrostu stopy aktywności zawodowej (ze względu na rosnący udział osób w wieku poprodukcyjnym) oraz liczby ludności (związany z odwróceniem obserwowanych w latach 2009-2010 tendencji, tj. ograniczeniem migracji powrotnych oraz wzrostem emigracji, w tym do Niemiec i Austrii). W dłuższym horyzoncie projekcji na wzrost dynamiki produktu potencjalnego wpłynie szybsza akumulacja kapitału, odzwierciedlająca wzrost inwestycji przedsiębiorstw, oraz stopniowy powrót tempa wzrostu wydajności czynników produkcji (TFP) do poziomu sprzed światowego kryzysu finansowego.

W krótkim horyzoncie projekcji systematycznie poprawia się sytuacja na rynku pracy – rośnie zatrudnienie i dynamika wynagrodzeń (Wykres 4.14, Wykres 4.15, Wykres 4.16). W dłuższym horyzoncie, wraz z oczekiwanym spowolnieniem tempa wzrostu gospodarczego, tendencje te ulegają wyhamowaniu. Stopa bezrobocia obniża się w całym horyzoncie projekcji, łącznie o 1,1 pkt. proc., przy względnie stabilnej stopie bezrobocia

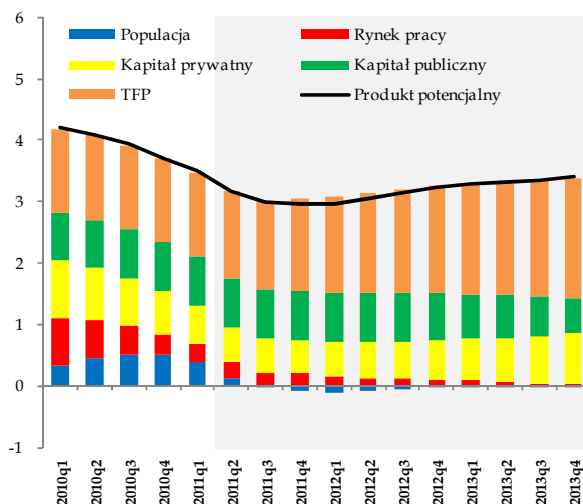
Wykres 4.12

Luka popytowa.



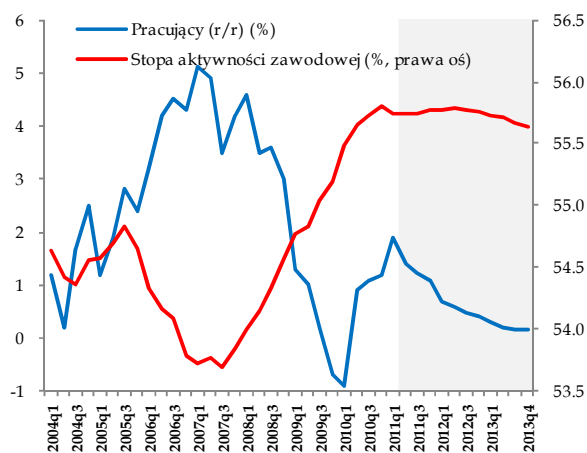
Wykres 4.13

Produkt potencjalny (r/r, %) - dekompozycja.



Wykres 4.14

Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy.



równowagi (NAWRU). Zwiększenie luki na bezrobociu ograniczy przełożenie się spowolnienia gospodarczego na płace i w latach 2012-2013 dynamika płac realnych nieznacznie przewyższy tempo wzrostu wydajności pracy, a dynamika jednostkowych kosztów pracy wzrośnie do ponad 3% r/r.

Utrzymujący się w horyzoncie projekcji deficyt dochodów oraz obrotów handlowych w dużym stopniu kompensowany będzie napływem funduszy unijnych. Nierównowaga zewnętrzna, mierzona stosunkiem deficytu obrotów bieżących i kapitałowych do PKB, obniża się z 2,9% w br. do 1,6%-2,0% w latach 2012-2013 ze względu na poprawę bilansu handlowego.

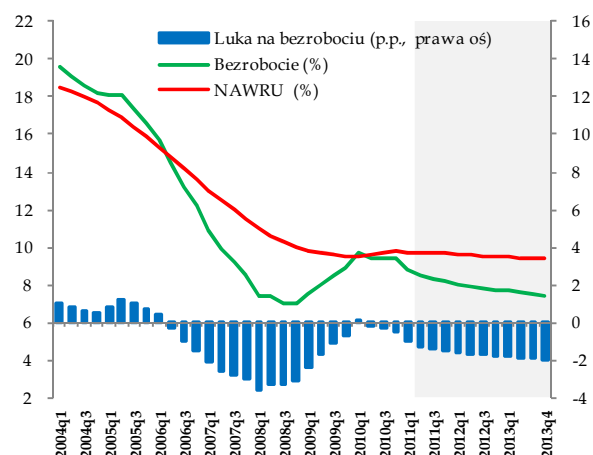
Kurs walutowy i inflacja

W całym horyzoncie projekcji czynniki wzmacniające oraz osłabiające kurs walutowy będą się równoważyć i w efekcie będzie się on kształtował na stosunkowo stabilnym poziomie. W kierunku aprecjacji kursu oddziaływać będzie systematycznie umacniający się kurs równowagi. Proces ten będzie skutkiem dodatniego salda transferów bieżących i kapitałowych z UE oraz szybszego niż w strefie euro wzrostu produktu potencjalnego w Polsce. Czynnikiem osłabiającym kurs złotego będzie natomiast zmniejszający się dysparytet stóp procentowych, wynikający z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP.

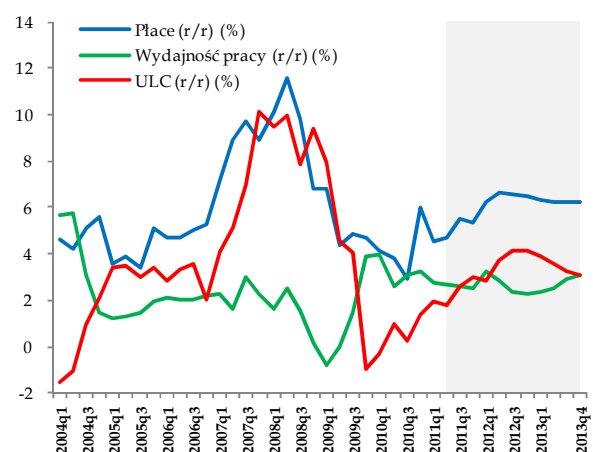
Wzrost inflacji bazowej w I kw. br. był w dużym stopniu efektem podwyżki efektywnej stawki podatku VAT. W krótkim horyzoncie projekcji dodatkowym czynnikiem zwiększającym inflację bazową są, oddziałujące z opóźnieniem i rosnące od III kw. 2010 r., ceny importu (Wykres 4.17, Wykres 4.18). W dłuższym horyzoncie projekcji dynamika cen importu obniża się, a stopniowy wzrost inflacji bazowej będzie podtrzymywany przez rosnące jednostkowe koszty pracy.

W krótkim horyzoncie projekcji silne wzrosty cen surowców rolnych na rynkach światowych, przy utrzymującym się względnie stabilnym kursie złotego względem dolara i niskiej

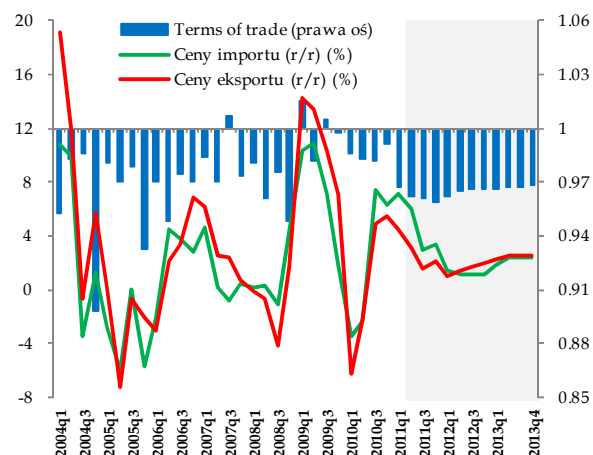
Wykres 4.15
Bezrobocie.



Wykres 4.16
Jednostkowe koszty pracy.



Wykres 4.17
Terms-of-trade.



podażą zbóż na rynku krajowym, przełożą się na utrzymanie wysokiego tempa wzrostu cen żywności (Wykres 4.19). W średnim i długim horyzoncie projekcji można natomiast oczekiwać istotnego obniżenia dynamiki tych cen ze względu na oczekiwaną poprawę podaży na rynku krajowym oraz istotne zmniejszenie dynamiki cen surowców rolnych na rynkach światowych (Wykres 4.5).

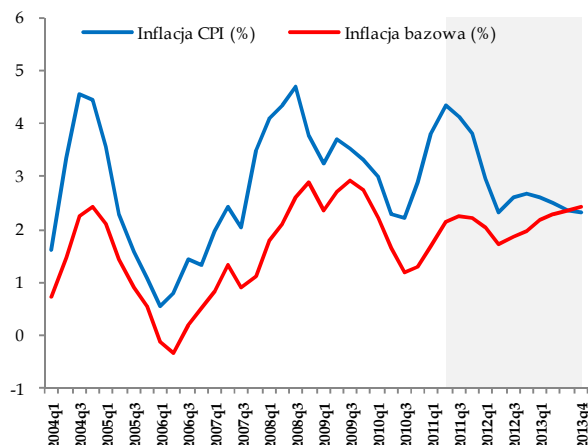
Inflacja cen energii w krótkim horyzoncie projekcji utrzyma się na wysokim poziomie (8,8% w 2011 r.) ze względu na rosnące ceny surowców energetycznych na rynkach światowych, wzrost od początku 2011 r. stawki podatku VAT oraz zatwierdzenie przez URE podwyżek cen administrowanych nośników energii. W średnim i długim horyzoncie projekcji ceny surowców energetycznych na rynkach światowych ustabilizują się na stosunkowo wysokim poziomie. W konsekwencji dynamika cen energii obniży się, jednakowoż pozostanie wyższa niż inflacja ogółem.

Dynamika CPI w 2011 r. będzie istotnie wyższa niż w roku ubiegłym (Wykres 4.20). Przyczyną wzrostu inflacji są czynniki podażowe, wpływające na wysoki wzrost cen żywności i energii oraz zmiana stawek VAT od początku stycznia 2011 r. Od II kw. 2012 r. inflacja obniży się do poziomu zbliżonego do wysokości celu inflacyjnego. Stopę inflacji w średnim i długim horyzoncie projekcji zwiększać będą rosnące koszty pracy, natomiast ograniczony popyt wewnętrzny oraz obniżająca się dynamika cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych będą czynnikami zmniejszającymi wzrost cen konsumenta. Przy założeniu braku zmian stopy referencyjnej NBP w całym horyzoncie projekcji, prawdopodobieństwo ukształtowania się średniorocznej inflacji w przedziale (1,5%-3,5%) rośnie z 17% w 2011 r. do 69% w 2012 r., a następnie obniża się do 60% w ostatnim roku projekcji.

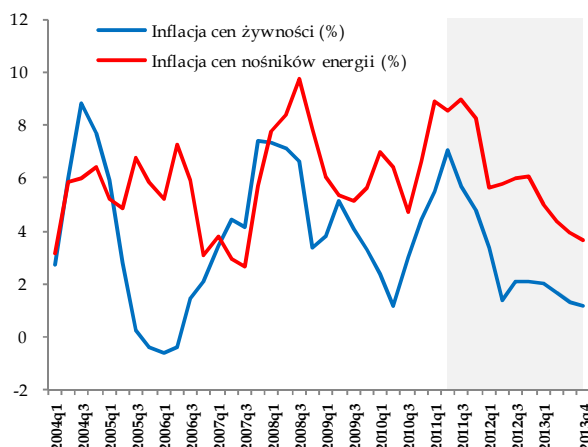
Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Głównymi czynnikami zmieniającymi ścieżkę inflacji i PKB pomiędzy marcową a lipcową rundą prognostyczną są: wzrost prognoz cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach

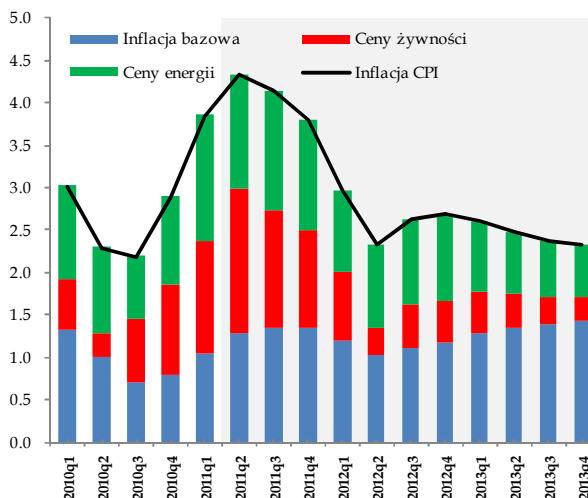
Wykres 4.18
Inflacja CPI i bazowa.



Wykres 4.19
Inflacja cen żywności i nośników energii.



Wykres 4.20
Inflacja CPI (r/r, %) - dekompozycja.



światowych, uwzględnienie dodatkowych działań redukujących deficyt sektora finansów publicznych, wyższa ścieżka stóp procentowych oraz dane o PKB, inflacji i inwestycjach publicznych, które ukazały się od zamknięcia poprzedniej projekcji. W efekcie tych zmian prognozowana roczna dynamika cen konsumenta w krótkim horyzoncie projekcji kształtuje się istotnie powyżej, natomiast w dłuższym – poniżej ścieżki inflacji CPI z poprzedniej rundy progностycznej, projekcja wzrostu gospodarczego obniżyła się natomiast w całym horyzoncie projekcji (średnio o 0,3 pkt. proc., Tabela 4.1). Szczegółowo przyczyny różnic pomiędzy projekcją marcową a lipcową omówiono poniżej.

PKB

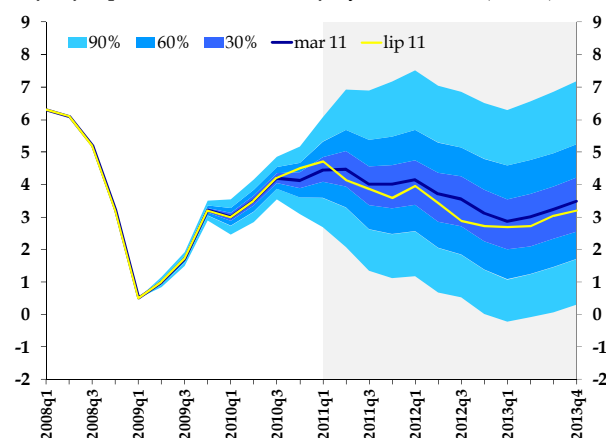
W 2011 r. na obniżenie prognozowanej dynamiki PKB złożył się mniejszy wkład zapasów do wzrostu, przy wyższym wkładzie spożycia indywidualnego (Wykres 4.21, Wykres 4.22). Zmiana pomiędzy projekcjami wynika przede wszystkim z wpływu danych, które ukazały się po zamknięciu projekcji marcowej. Wstępny szacunek GUS dla IV kw. ub.r. (oraz jego późniejsze rewizje) wskazują na bardzo wysoki wkład zmian zapasów do wzrostu w tym kwartale (2,3 pkt. proc.), co może oznaczać, że proces odbudowy zapasów zakończy się szybciej niż oczekiwano w poprzedniej rundzie progностycznej. Od projekcji marcowej napłynęły też dane wskazujące na prawdopodobny wyższy od oczekiwań wzrost popytu konsumpcyjnego w 2011 r. (korzystne dane w I kw. br. dla spożycia indywidualnego i funduszu płac). Wyższa w porównaniu do oczekiwań z projekcji marcowej dynamika inwestycji publicznych w 2011 r. (efekt założenia o wyższej absorpcji środków unijnych w 2011 r., przy jednoczesnej rewizji w dół szacunków za 2010 r.) zostanie prawdopodobnie w istotny sposób skompensowana niższym poziomem inwestycji przedsiębiorstw.

W 2012 i 2013 r. na korektę w dół dynamiki PKB składa się obniżenie prognozy nakładów brutto na środki trwałe (w tym zwłaszcza przedsiębiorstw i publicznych) oraz spożycia zbiorowego. Rewizja w dół prognozy dynamiki

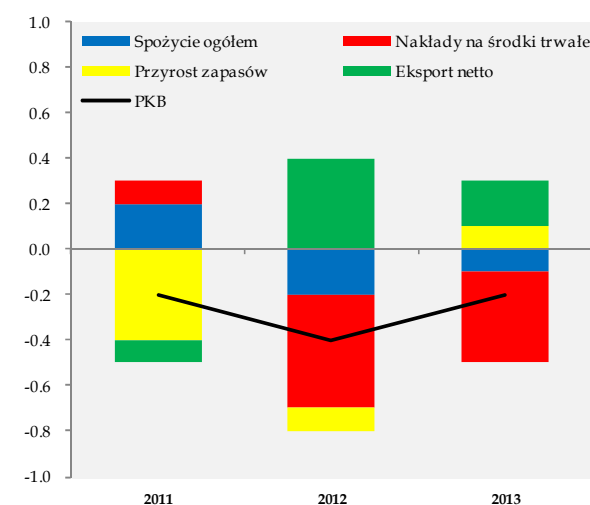
Tabela 4.1
Projekcja lipcowa na tle marcowej.

	2010	2011	2012	2013
Inflacja CPI (r/r, %)				
VII 2011	2,6	4,0	2,7	2,4
III 2011	2,6	3,2	2,8	2,9
PKB (r/r, %)				
VII 2011	3,8	4,0	3,2	2,9
III 2011	3,8	4,2	3,6	3,1

Wykres 4.21
Projekcja lipcowa na tle marcowej: dynamika PKB (r/r, %).



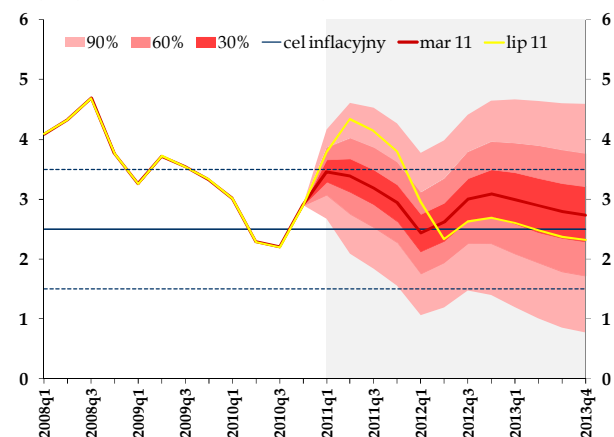
Wykres 4.22
Dekompozycja zmiany projekcji tempa wzrostu PKB między rundą lipcową a marcową (p.p.).



inwestycji przedsiębiorstw jest efektem wyższych cen surowców energetycznych na rynkach światowych, wzrostu krajowych stóp procentowych oraz niższego tempa wzrostu PKB. Zmniejszenie dynamiki inwestycji publicznych w 2012 r. wynika natomiast z efektu bazy – wyższej przyjętej absorpcji funduszy unijnych w 2011 r. Obniżenie dynamiki spożycia zbiorowego w 2012 r. związane jest głównie z planowanym przez rząd zamrożeniem płac w sferze budżetowej oraz oszczędnościami jednostek samorządu terytorialnego wynikającymi z ich szybko narastającego zadłużenia. Ograniczony w bieżącej rundzie progностycznej import, wynikający z niższego popytu krajowego, przekłada się na wyższy wkład eksportu netto do wzrostu w 2012 i 2013 r.

Wykres 4.23

Projekcja lipcowa na tle marcowej: inflacja CPI (r/r, %).

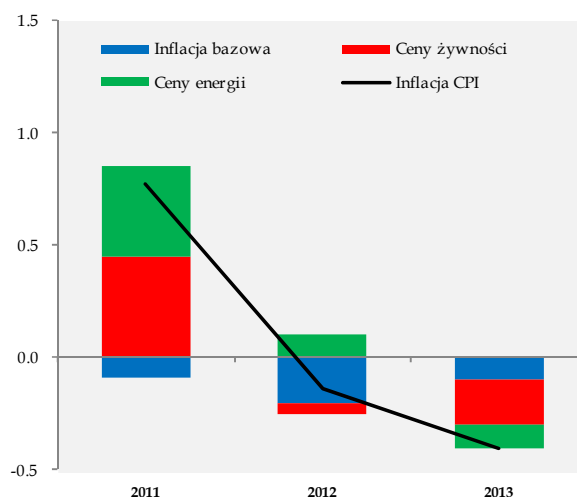


Inflacja

W krótkim horyzoncie projekcji ceny konsumenta rosną szybciej niż w projekcji marcowej, na co składa się istotnie silniejszy wzrost krajowych cen żywności i cen energii (Wykres 4.23, Wykres 4.24), będący w dużym stopniu efektem wyższych, niż zakładano w poprzedniej projekcji, cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych. W latach 2012-2013, pomimo stabilizacji cen surowców na wyższym poziomie niż prognozowano w marcu, silniejszy ujemny efekt bazy powoduje, że inflacja krajowych cen energii i żywności kształtuje się poniżej wartości z poprzedniej projekcji. Ponadto wzrost cen konsumenta (w tym także inflację bazową) ogranicza słabszy popyt wewnętrzny oraz, obniżający ceny importu, mocniejszy kurs złotego, związany z wyższą ścieżką stóp procentowych. Czynnikiem zwiększającym stopę inflacji pomiędzy marcową a lipcową rundą progностyczną jest natomiast wyższa dynamika jednostkowych kosztów pracy, będąca efektem niższej prognozy aktywności zawodowej ludności (a zatem i niższej stopy bezrobocia).

Wykres 4.24

Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą lipcową a marcową (p.p.).



Źródła niepewności projekcji

Ocenia się, że w horyzoncie projekcji bilans różnorodnych czynników ryzyka jest

zrównoważony dla wzrostu PKB, natomiast bardziej prawdopodobne jest ukształtowanie się stopy inflacji powyżej ścieżki centralnej projekcji (Tabela 4.2). Najważniejsze źródła niepewności projekcji wymieniono poniżej.

Otoczenie zewnętrzne

Otoczenie zewnętrzne pozostaje najważniejszym źródłem niepewności projekcji inflacji i PKB. W dalszym ciągu dużą zmiennością cechują się prognozy wzrostu gospodarczego dla krajów rozwiniętych, w tym zwłaszcza krajów członkowskich UE. Trudna do przewidzenia pozostaje reakcja gospodarek tych krajów na wycofywanie się ich rządów i banków centralnych z polityki silnej stymulacji fiskalnej i monetarnej. Wzmagają się obawy związane z rosnącym zadłużeniem niektórych krajów strefy euro, czego skutkiem może być osłabienie kursu euro względem dolara amerykańskiego oraz obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w strefie. Istotnym źródłem niepewności pozostaje rozwój sytuacji na rynkach surowców rolnych i energetycznych, ze względu na trudne do oszacowania przełożenie rosnącego popytu krajów rozwijających się, przy ograniczonych możliwościach zwiększenia podaży tych surowców.

Ocenia się, że wymienione powyżej źródła niepewności związane z otoczeniem zewnętrznym polskiej gospodarki zwiększają prawdopodobieństwo ukształtowania się ścieżki inflacji powyżej, a dynamiki PKB – poniżej ścieżki centralnej.

Kurs walutowy

Nieuniknionym źródłem niepewności projekcji inflacji i PKB jest przyszłe kształtowanie się kursu złotego. Z jednej strony, wciąż wysoki deficyt finansów publicznych oraz możliwość ewentualnego przekroczenia przez dług publiczny kolejnych progów ostrożnościowych stwarza ryzyko zwiększenia premii za ryzyko i 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

Tabela 4.2

Prawdopodobieństwo że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5%; 3,5%)
11q2	0,00	0,00	0,08	0,49	0,08
11q3	0,00	0,03	0,22	0,48	0,22
11q4	0,00	0,07	0,34	0,47	0,34
12q1	0,04	0,26	0,66	0,45	0,62
12q2	0,14	0,50	0,84	0,43	0,69
12q3	0,08	0,38	0,75	0,43	0,67
12q4	0,08	0,35	0,71	0,42	0,63
13q1	0,11	0,39	0,72	0,43	0,61
13q2	0,15	0,44	0,74	0,43	0,59
13q3	0,18	0,47	0,75	0,43	0,57
13q4	0,20	0,48	0,75	0,43	0,56

w Polsce może – w warunkach utrzymującej się nadpłynności na światowych rynkach finansowych – przyciągać napływ inwestycji bezpośrednich i portfelowych z zagranicy, sprzyjając aprecjacji waluty krajowej.

Popyt wewnętrzny

W W związku z oczekiwanym zacieśnieniem fiskalnym w horyzoncie projekcji, w tym obniżeniem dynamiki inwestycji publicznych związanych z przygotowaniem do organizacji mistrzostw Europy w piłce nożnej (EURO 2012), istotnym źródłem niepewności dla projekcji jest reakcja popytu gospodarstw domowych i sektora przedsiębiorstw, w tym w szczególności konsumpcji i inwestycji przedsiębiorstw. Z jednej strony historycznie stabilny wzrost spożycia indywidualnego, rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych w gospodarce oraz wysoka płynność finansowa przedsiębiorstw pozwalają oczekiwać względnie wysokiego wzrostu konsumpcji i inwestycji przedsiębiorstw w przyszłości. Z drugiej strony, negatywnymi sygnałami dla wzrostu w horyzoncie projekcji tych kategorii popytu krajowego są bieżące dane o bliskiej zera dynamice inwestycji sektora przedsiębiorstw oraz dochodów realnych gospodarstw domowych.

Polityka fiskalna

Polityka fiskalna pozostaje ważnym czynnikiem niepewności dla przyszłej inflacji i PKB, zwłaszcza w długim horyzoncie projekcji. Konsekwencją procedury nadmiernego deficytu, która obliguje Polskę do redukcji deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% do 2012 r., mogą być dalsze dostosowania zwiększające wpływy i ograniczające wydatki tego sektora w latach 2012-2013. W konsekwencji rośnie prawdopodobieństwo ukształtowania się PKB poniżej ścieżki centralnej, natomiast wpływ zmian polityki fiskalnej na inflację CPI obciążony jest dużą niepewnością, gdyż w zależności od przyjętych rozwiązań może być czynnikiem oddziaływującym w kierunku wyższych bądź niższych cen konsumenta. Dodatkowym źródłem niepewności dla prognozy PKB jest

kształtowanie się inwestycji sektora finansów publicznych, łączące się ze stopniem wykorzystania środków UE.

Ceny żywności i energii w Polsce

W związku z istotnym wpływem polityki regulacyjnej na kształtowanie się cen energii i żywności, podobnie jak w poprzednich rundach prognostycznych pozostaje ona istotnym źródłem niepewności projekcji inflacji. Znacząca niepewność związana jest z przyszłą polityką Unii Europejskiej w zakresie ochrony środowiska (w tym stosowania wymogów dotyczących emisji dwutlenku węgla), działaniami regulacyjnymi na rynku żywności oraz przyszłą polityką taryfową URE.

Omówienie danych, które napłynęły po 25 maja 2011 r.

Dane, które napłynęły po 25 maja br. wskazują na możliwe ukształtowanie się indeksów cen surowców energetycznych i rolnych powyżej poziomu prognozowanego w projekcji. Informacje te, wraz z wyższym od oczekiwań odczytem inflacji CPI w maju br., zwiększają prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej ścieżki centralnej w krótkim horyzoncie projekcji, nie zmieniają natomiast istotnie bilansu czynników ryzyka dla projekcji w jej dłuższym horyzoncie.

Wraz z publikacją 29 czerwca br. danych o bilansie płatniczym za I kw. 2011 r., zweryfikowane zostały także dane za okres od 2004 r. Dane te nie zmieniają znacząco oceny odnośnie kształtowania się inflacji i PKB w horyzoncie projekcji.

Tabela 4.3

Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB.

	2009	2010	2011	2012	2013
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	3,5	2,6	4,0	2,7	2,4
Ceny żywności (% r/r)	4,1	2,7	5,7	2,2	1,5
Ceny energii (% r/r)	5,5	6,2	8,8	5,9	4,2
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	2,7	1,6	2,1	1,9	2,3
PKB (% r/r)	1,6	3,8	4,0	3,2	2,9
Popyt krajowy (% r/r)	-1,1	4,4	4,3	2,8	2,4
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,1	3,2	3,7	3,0	2,7
Spożycie zbiorowe (% r/r)	1,9	3,8	1,9	1,6	2,4
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	-1,2	-1,0	7,6	4,0	2,6
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	2,7	-0,6	-0,4	0,4	0,5
Eksport (% r/r)	-6,8	10,1	7,5	6,3	6,7
Import (% r/r)	-12,4	11,5	8,4	5,3	5,6
Place brutto (% r/r)	5,4	4,0	5,0	6,5	6,2
Liczba pracujących (% r/r)	0,4	0,6	1,4	0,5	0,2
Stopa bezrobocia (%)	8,2	9,6	8,4	7,9	7,6
NAWRU (%)	9,7	9,7	9,7	9,6	9,4
Stopa aktywności zawodowej (%)	54,9	55,8	55,7	55,8	55,7
Wydajność pracy (% r/r)	1,3	3,2	2,6	2,7	2,7
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	4,2	0,7	2,4	3,7	3,4
Produkt potencjalny (% r/r)	4,6	4,0	3,1	3,1	3,3
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-0,3	-0,4	0,4	0,5	0,1
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2009=1,00)	1,00	1,13	1,33	1,32	1,25
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2009=1,00)	1,00	1,37	1,88	1,92	1,93
Poziom cen za granicą (% r/r)	1,5	0,7	1,3	1,8	2,0
PKB za granicą (% r/r)	-4,2	2,2	2,2	2,0	2,2
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	-0,5	-1,6	-2,9	-1,6	-2,0
WIBOR 3M (%)	4,32	3,89	4,52	4,75	4,75

Źródło: Dla danych o liczbie pracujących, aktywności zawodowej i stopie bezrobocia źródłem 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.

Ramka 4. Zmiany w metodologii wyznaczania wykresów wachlarzowych

W bieżącej rundzie progностycznej zmodyfikowany został sposób wyznaczenia wykresów wachlarzowych, ilustrujących niepewność ścieżek inflacji i PKB. Celem zmiany było dalsze uspoźnienie asymetrii i wariacji wokół ścieżki centralnej z wyszczególnionymi głównymi źródłami niepewności projekcji. Do wyznaczania asymetrii rozkładów wykresów wachlarzowych zastosowano procedurę zbliżoną do stosowanej w Banku Anglii (Britton E., Fisher P., Whiley J., *The Inflation Report projections: understanding the fan chart*, Bank of England Quarterly Bulletin, February 1998). Nie zmieniła się natomiast znacząco metoda wyznaczania wariacji (por. opis w Raporcie o Inflacji, Październik 2008, s. 72).

W pierwszym kroku procedury, eksperci dokonują oceny głównych obszarów niepewności projekcji, na podstawie których tworzy się, w oparciu o model NECMOD, kilka scenariuszy przedstawiających inny, niż w projekcji centralnej, rozwój sytuacji makroekonomicznej. Każdemu ze scenariuszy przypisywane jest prawdopodobieństwo realizacji (przy czym scenariuszowi centralnemu przypisywane jest najwyższe prawdopodobieństwo). Następnie na podstawie uzyskanych w scenariuszach ścieżek PKB i inflacji oraz przypisanych im prawdopodobieństw, wyznacza się, dla każdego horyzontu oddzielnie, miarę skośności rozkładu (różnica pomiędzy wartością oczekiwaną a dominantą). Miara skośności oraz wariancja rozkładu (wyznaczana na podstawie dotychczasowej metodologii), wraz z wartością centralną, jednoznacznie określają rozkład niepewności z rodziny rozkładów TPN (ang. two piece normal, rodzina rozkładów o trzech parametrach, której szczególnym przypadkiem jest rozkład normalny). Podobnie jak w przypadku procedury stosowanej przez Bank Anglii, centralną ścieżką projekcji jest dominanta, a przedziały wykresów wachlarzowych budowane są wokół ścieżki centralnej, w taki sposób by minimalizować ich szerokość.

Rozdział 5

Wyniki głosowań RPP w okresie styczeń - maj 2011 r.

- **Data:** 19 stycznia 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/2011 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Decyzja RPP:

Podwyższono stopy procentowe NBP o 25 punktów bazowych.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka
A. Bratkowski
E. Chojna-Duch
Z. Gilowska
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw:

- **Data:** 15 lutego 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/2011 w sprawie regulaminu Rady Polityki Pieniężnej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka
A. Bratkowski
E. Chojna-Duch
Z. Gilowska
A. Glapiński
J. Hausner

Przeciw: J. Winiecki

A. Kaźmierczak
A. Rzońca
A. Zielińska-Głębocka

- **Data:** 2 marca 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
J. Hausner
A. Rzońca

Przeciw: M. Belka
E. Chojna-Duch
Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Kaźmierczak
A. Zielińska-Głębocka

J. Winiecki był nieobecny na posiedzeniu.

- **Data:** 4 kwietnia 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/2011 w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2010 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka
A. Bratkowski
E. Chojna-Duch
Z. Gilowska
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw:

- **Data:** 5 kwietnia 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 4/2011 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Decyzja RPP:

Podwyższono stopy procentowe NBP o 25 punktów bazowych.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	M. Belka	Przeciw:	E. Chojna-Duch
	A. Bratkowski		
	Z. Gilowska		
	A. Glapiński		
	J. Hausner		
	A. Kaźmierczak		
	A. Rzońca		
	J. Winiecki		
	A. Zielińska-Głębocka		

- **Data:** 10 maja 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 5/2011 w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2010.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	M. Belka	Przeciw:	
	A. Bratkowski		
	E. Chojna-Duch		
	Z. Gilowska		
	A. Glapiński		
	J. Hausner		
	A. Kaźmierczak		
	A. Rzońca		
	J. Winiecki		
	A. Zielińska-Głębocka		

- **Data:** 10 maja 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 6/2011 w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2010.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	M. Belka	Przeciw:	A. Bratkowski
	E. Chojna-Duch		
	Z. Gilowska		
	A. Glapiński		
	J. Hausner		
	A. Kaźmierczak		
	A. Rzońca		
	J. Winiecki		
	A. Zielińska-Głębocka		

- **Data:** 11 maja 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 7/2011 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Decyzja RPP:

Podwyższono stopy procentowe NBP o 25 punktów bazowych.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka
A. Bratkowski
Z. Gilowska
J. Hausner
A. Kaźmierczak
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: E. Chojna-Duch
A. Glapiński

- **Data:** 17 maja 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 8/2011 w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2010 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka
A. Bratkowski
E. Chojna-Duch
Z. Gilowska
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak
A. Rzońca
J. Winiecki

Przeciw:

A. Zielińska-Głębocka była nieobecna na posiedzeniu.