

Raport o inflacji

lipiec 2012 r.

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, lipiec 2012 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. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Andrzej Sławiński, Dyrektor Generalny Instytutu Ekonomicznego. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD. 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 20 czerwca 2012 r.

SPIS TREŚCI

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki.....	9
1.1. Aktywność gospodarcza na świecie	9
1.2. Procesy inflacyjne za granicą	12
1.3. Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą	13
Ramka 1. Wprowadzenie celów inflacyjnych w Stanach Zjednoczonych i Japonii	16
1.4. Światowe rynki surowców	20
2. Gospodarka krajowa.....	23
2.1. Procesy inflacyjne	23
2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych.....	23
2.1.2. Inflacja bazowa	24
Ramka 2. Rola cen administrowanych w kształtowaniu się inflacji	25
2.1.3. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu	28
2.1.4. Ceny importu.....	29
2.1.5. Oczekiwania inflacyjne.....	29
2.2. Popyt i produkcja	31
2.2.1. Popyt konsumpcyjny	32
2.2.2. Popyt inwestycyjny	33
2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych.....	34
Ramka 3. Dług publiczny po światowym kryzysie gospodarczym.....	36
2.2.4. Eksport i import.....	39
2.2.5. Produkcja	40
2.3. Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw	42
2.4. Rynek pracy	43
2.4.1. Zatrudnienie i bezrobocie	43
2.4.2. Płace i wydajność	45
2.5. Rynki aktywów	46
2.5.1. Ceny aktywów finansowych i stopy procentowe.....	46
2.5.2. Ceny mieszkań.....	47
2.5.3. Kurs walutowy.....	48
2.6. Kredyt i pieniądz.....	48
2.6.1. Kredyty	48
2.6.2. Depozyty i agregaty monetarne.....	51
2.7. Bilans płatniczy.....	52

3. Polityka pieniężna w okresie marzec - lipiec 2012 r.	55
4. Projekcja inflacji i PKB.....	69
4.1. Synteza.....	70
4.2. Otoczenie zewnętrzne	72
4.3. Gospodarka polska w latach 2012-2014	74
4.4. Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	82
4.5. Źródła niepewności projekcji	84
5. Wyniki głosowań RPP w okresie luty - maj 2012 r.	89

SYNTEZA

W I kw. 2012 r. aktywność w gospodarce światowej ustabilizowała się na niskim poziomie. Stagnacji w strefie euro towarzyszył umiarkowany wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych. Równocześnie wzrost gospodarczy w największych gospodarkach wschodzących nieznacznie się osłabił, choć pozostał wyraźnie wyższy niż w krajach rozwiniętych. W części gospodarek rozwiniętych negatywnie na wzrost PKB oddziałuje trwający proces dostosowań w bilansach sektora finansowego i niefinansowego, niekorzystna sytuacja na rynkach pracy i nieruchomości oraz napięcia w finansach publicznych. Czynnikiem hamującym wzrost gospodarczy na świecie są wysokie ceny paliw, choć w ostatnim okresie nastąpiło ich istotne obniżenie.

W ostatnich miesiącach inflacja w gospodarkach rozwiniętych zmniejszyła się. W gospodarkach wschodzących, po okresie znacznego spadku na przełomie 2011 i 2012 r., w kolejnych miesiącach inflacja się ustabilizowała. W kierunku obniżenia inflacji na świecie oddziaływała przede wszystkim spowalniająca dynamika cen energii, a w niektórych gospodarkach – również cen żywności.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* ponownie zwiększyła się zmienność na międzynarodowych rynkach finansowych. Do końca maja br. nastroje na rynkach finansowych systematycznie się pogarszały. Wpłynęły na to gorsze od oczekiwań dane z gospodarki światowej, a także niepewność co do rozwoju kryzysu w niektórych krajach strefy euro, w szczególności w Hiszpanii i Grecji. Na skutek nasilenia się awersji do ryzyka do końca maja rentowności aktywów uznawanych przez inwestorów za bezpieczne (obligacji amerykańskich i niemieckich) zmniejszyły się, osiągając historycznie niskie poziomy. Z kolei w czerwcu br. niepewność nieco się obniżyła na skutek przyznania wsparcia finansowego dla hiszpańskiego sektora bankowego i rozstrzygnięcia wyników wyborów parlamentarnych w Grecji, co przełożyło się na pewną poprawę sentymentu na rynkach finansowych. Pomimo tej poprawy, awersja do ryzyka pozostawała podwyższona.

Główne banki centralne nadal prowadziły silnie ekspansywną politykę pieniężną, pozostawiając stopy procentowe na historycznie niskich poziomach, a także utrzymując lub rozszerzając ogłoszone wcześniej programy luzowania ilościowego. Jednocześnie banki centralne gospodarek wschodzących oraz małych gospodarek rozwiniętych prowadziły zróżnicowaną politykę pieniężną. Wiele z nich kontynuowało luzowanie polityki pieniężnej lub nie zmieniło stóp procentowych, a niektóre podniosły stopy procentowe. Banki centralne niektórych krajów wschodzących, których waluty osłabiały się, interweniowały na rynku walutowym.

W Polsce roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych, po wzroście pod koniec 2011 r. do poziomu 4,6%, obniżyła się do 3,6% w maju 2012 r., tj. nieznacznie powyżej górnej granicy odchyłeń od celu inflacyjnego. Obniżenie się inflacji w okresie grudzień ub.r. – maj br. było wynikiem spadku dynamiki wszystkich głównych kategorii cen towarów i usług, który w największym stopniu dotyczył cen żywności. Czynnikiem ograniczającym inflację w kolejnych miesiącach analizowanego okresu była aprecjacja kursu złotego w styczniu i lutym br. (w ujęciu miesięcznym). Aprecjacja złotego osłabiała wpływ wysokich cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych na ceny krajowe, co znajdowało odzwierciedlenie w obniżaniu się dynamiki cen żywności, a także w stabilizacji dynamiki cen energii w I kw. br. W kierunku spadku inflacji od początku br. oddziaływało też wygaśnięcie wpływu

ubiegłorocznej podwyżki stawek VAT na roczną dynamikę cen. Z kolei na utrzymywanie się inflacji w analizowanym okresie na podwyższonym poziomie wpływała stosunkowo wysoka dynamika cen administrowanych – zarówno cen nośników energii, jak i usług. Wpływ czynników popytowych na utrzymywanie się inflacji w analizowanym okresie na podwyższonym poziomie był ograniczony, na co wskazuje osłabienie się dynamiki spożycia ogółem w I kw. 2012 r.

Obniżeniu się inflacji CPI w okresie grudzień 2011 r. – maj 2012 r. towarzyszył spadek wszystkich miar inflacji bazowej, do czego – podobnie jak w przypadku wskaźnika CPI – przyczyniły się głównie wygaśnięcie wpływu podwyżek stawek VAT w 2011 r. oraz aprecjacja kursu złotego. Spadek inflacji bazowej w analizowanym okresie był natomiast ograniczany przez wzrost cen wyrobów akcyzowych, w tym głównie tytoniowych. Tempo wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu obniżyło się w I kw. 2012 r., na co wpłynęły aprecjacja złotego (w ujęciu miesięcznym) oraz jednocześnie obniżenie się rocznej dynamiki cen ropy. Prognozy analityków sektora finansowego dotyczące inflacji w horyzoncie 12 miesięcy nieznacznie się obniżyły od początku br. – do 2,7% w czerwcu br. z 2,9% w styczniu. Jednocześnie – do poziomu zbliżonego do górnej granicy pasma wahań – obniżyły się też oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw oraz osób prywatnych.

W I kw. 2012 tempo wzrostu PKB obniżyło się. Według wstępnych szacunków GUS dynamika PKB wyniosła 3,5% r/r w I kw. br. wobec 4,3% r/r w IV kw. 2011 r. ub.r. Do spadku rocznej dynamiki PKB przyczyniło się zarówno spowolnienie wzrostu popytu krajowego, jak i zmniejszenie wkładu eksportu netto. Spowolnienie wzrostu popytu krajowego wynikało z obniżenia się dynamiki inwestycji i spożycia publicznego przy utrzymującej się umiarkowanej dynamice konsumpcji prywatnej. W I kw. 2012 r. sytuacja finansowa przedsiębiorstw pozostała dobra, choć nieco pogorszyła się w stosunku do IV kw. 2011 r.

W I kw. 2012 r. roczna dynamika liczby pracujących w gospodarce oraz w sektorze przedsiębiorstw obniżała się, choć pozostała dodatnia. Równocześnie, w dalszym ciągu rosła liczba aktywnych zawodowo, a stopa bezrobocia była wyższa niż rok wcześniej. Napływające dane wskazują, że zarówno nominalna dynamika wynagrodzeń w gospodarce, jak i nominalna dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostały umiarkowane.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej podniosła stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc., podwyższając stopę referencyjną do poziomu 4,75%. W podobnej skali wzrosły stawki rynku pieniężnego, choć spread WIBOR-OIS 3M przybliżający poziom premii za ryzyko kredytowe na rynku międzybankowym nieznacznie się obniżył, zgodnie z tendencjami globalnymi. Od publikacji poprzedniego *Raportu* krzywa dochodowości wypłaszczyła się. Podwyższenie stopy procentowej NBP w maju br. przełożyło się na wzrost rentowności obligacji skarbowych o dwuletnim terminie zapadalności. Rentowności obligacji skarbowych o dłuższym terminie zapadalności były kształtowane głównie przez nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych. Ceny akcji na GPW w Warszawie zmieniały się pod wpływem nastrojów globalnych, obniżając się silnie w okresie od połowy marca do końca maja br., a następnie odrabiając część strat. W I kw. 2012 r. zarówno ceny transakcyjne mieszkań, jak i ofertowe na rynkach pierwotnym i wtórnym, pozostawały w lekkim trendzie spadkowym.

Podobnie jak inne waluty rynków wschodzących, od publikacji poprzedniego *Raportu* do końca maja br. złoty osłabiał się na skutek pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, przy

czym w pierwszej połowie maja br. skala deprecjacji była relatywnie wysoka. W czerwcu br. złoty się umocnił.

Od poprzedniego *Raportu* spowolnił wzrost akcji kredytowej. Obniżyła się dynamika kredytów dla przedsiębiorstw, do czego mógł przyczynić się niższy popyt na kredyt zgłaszany przez firmy. Pozostała ona jednak wysoka. W okresie luty-maj 2012 r. malały także miesięczne przyrosty kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych, przy czym większość nowych kredytów mieszkaniowych udzielana była w złotych. Do spowolnienia wzrostu kredytów mieszkaniowych przyczyniło się istotne zmniejszenie limitów cenowych w programie „Rodzina na swoim”, a także deklarowane przez banki dalsze zaostrenie kryteriów i warunków udzielania kredytów związane w szczególności z wprowadzaniem zapisów Rekomendacji S. W ostatnim okresie nadal obniżało się zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych, choć zmniejszyła się skala jego spadków. Tempo wzrostu szerokiego pieniądza nieco spowolniło, ale wciąż było wyższe od dynamiki nominalnego PKB. Zmalały depozyty przedsiębiorstw. Łączna wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych zwiększyła się, na co złożył się przede wszystkim wzrost depozytów gospodarstw domowych oraz zwiększenie wartości akcji i funduszy inwestycyjnych posiadanych przez gospodarstwa domowe.

W I kw. 2012 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących nieznacznie pogłębił się wobec I kw. 2011 r. W kierunku zwiększenia nierównowagi na rachunku obrotów bieżących oddziaływał wzrost deficytu w obrotach towarowych oraz deficytu na rachunku dochodów. Spowolnieniu wzrostu eksportu, do którego przyczyniało się osłabienie popytu ze strony krajów strefy euro, towarzyszyło zwiększenie dynamiki importu, na które wpływał wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych na początku roku. Jednocześnie pogłębił się deficyt salda dochodów, do czego mogły przyczyniać się dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw skutkujące znacznymi dochodami bezpośrednich inwestorów zagranicznych z tytułu ich zaangażowania kapitałowego w Polsce. W I kw. 2012 r. nadwyżka na rachunku kapitałowym zmniejszyła się, na co wpłynęło obniżenie napływu transferów z UE na ten rachunek, które mogło wynikać z terminów przekazywania środków finansowych z Unii Europejskiej. W I kw. 2012 r. deficyt na rachunku bieżącym i kapitałowym był finansowany głównie przez dodatnie saldo inwestycji portfelowych, które wynikało przede wszystkim ze wzrostu zakupu dłużnych papierów wartościowych przez nierezydentów. W IV kw. 2011 r. poprawiła się większość wskaźników nierównowagi zewnętrznej.

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 okresie marzec - czerwiec wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu br. umieszczone są w Rozdziale 3. *Opis dyskusji* na lipcowym posiedzeniu zostanie opublikowany 23 sierpnia br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań RPP w okresie luty-maj 2012 r. znajdują się w Rozdziale 5. Ponadto w Rozdziale 1 i 2 niniejszego *Raportu* zamieszczono trzy ramki: „Wprowadzenie celów inflacyjnych w Stanach Zjednoczonych i Japonii”, „Rola cen administrowanych w kształtowaniu się inflacji”, „Dług publiczny po światowym kryzysie gospodarczym”.

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 z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp

procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 15 czerwca 2012 r. (cut-off date projekcji) – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,6-4,2% w 2012 r. (wobec 3,6-4,5% w projekcji marcowej), 2,0-3,4% w 2013 r. (wobec 2,2-3,6%) oraz 1,0-2,7% w 2014 r. (wobec 1,2-3,0%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,3-3,6% w 2012 r. (wobec 2,2-3,8% w projekcji marcowej), 1,0-3,2% w 2013 r. (wobec 1,1-3,5%) oraz 1,7-4,2% w 2014 r. (wobec 1,9-4,4%).

Rozdział 1

OTOCZENIE POLSKIEJ GOSPODARKI

1.1. Aktywność gospodarcza na świecie

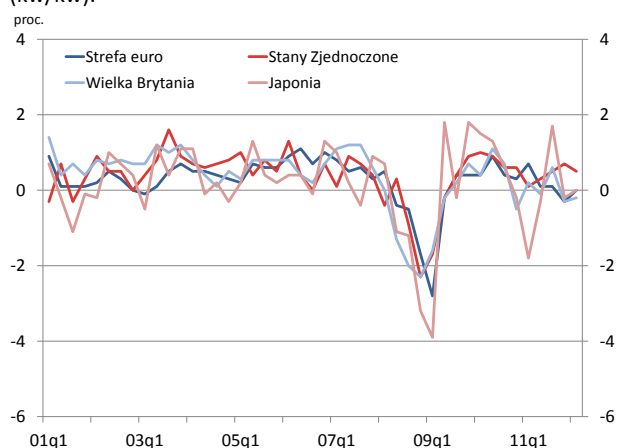
W I kw. 2012 r. aktywność w gospodarce światowej ustabilizowała się na niskim poziomie. Stagnacji w strefie euro towarzyszył umiarkowany wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych (Wykres 1.1)¹. Równocześnie wzrost gospodarczy w największych gospodarkach wschodzących nieznacznie się osłabił, choć pozostał wyraźnie wyższy niż w krajach rozwiniętych (Wykres 1.6). Wskaźniki globalnej koniunktury wskazują na pewne pogorszenie się nastrojów w gospodarce światowej w II kw. br. (Wykres 1.2).

W części gospodarek rozwiniętych negatywnie na wzrost PKB oddziałuje trwający proces dostosowań w bilansach sektora finansowego i niefinansowego oraz niekorzystna sytuacja na rynkach pracy i nieruchomości. Równocześnie czynnikiem hamującym wzrost gospodarczy na świecie są wysokie ceny paliw, choć w ostatnim okresie nastąpiło ich istotne obniżenie.

W I kw. 2012 r. tempo wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych nieznacznie się obniżyło w porównaniu z poprzednim kwartałem i wyniosło 0,5% kw/kw (wobec 0,7% kw/kw w IV kw. 2011 r.; Wykres 1.1). W okresie tym przyspieszyło tempo wzrostu konsumpcji prywatnej, co było związane

Wykres 1.1

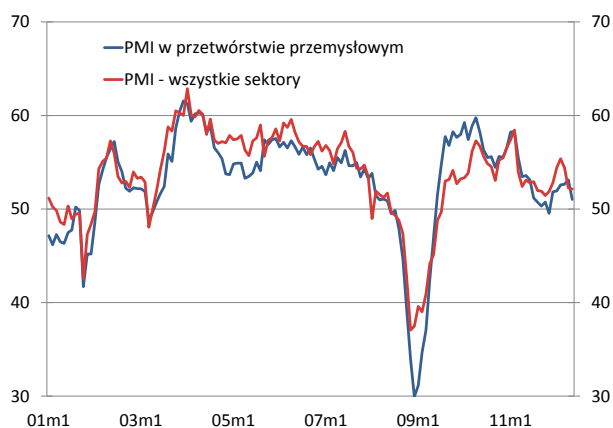
Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach rozwiniętych (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.2

Indeks PMI w gospodarce światowej.



Źródło: Dane Markit.

¹ Prezentowane w tym rozdziale kwartalne tempa wzrostu są oczyszczone z wpływu zmian o charakterze sezonowym.

ze spadkiem stopy oszczędności gospodarstw domowych. Równocześnie dynamika inwestycji spowolniła w stosunku do poprzedniego kwartału. W dalszym ciągu spadały wydatki publiczne. Wkład zapasów do wzrostu PKB istotnie się obniżył, choć pozostał dodatni. Z kolei wpływ eksportu netto na wzrost PKB był zbliżony do zera.

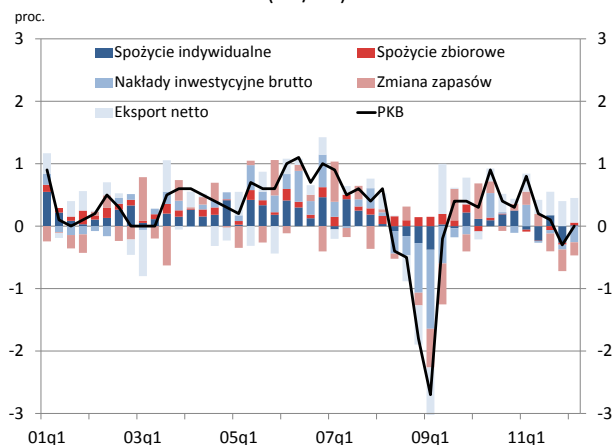
Napływające w ostatnich miesiącach dane, w tym o koniunkturze wśród przedsiębiorstw oraz o produkcji przemysłowej, wskazywały na utrzymywanie się umiarkowanej aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych w II kw. br. Równocześnie sprzedaż detaliczna, po wyraźnym przyspieszeniu na początku br., w kwietniu i w maju obniżyła się. Dane z rynku pracy pokazywały spowolnienie wzrostu zatrudnienia przy jednoczesnym wyhamowaniu obserwowanego w II połowie 2011 r. i na początku 2012 r. spadku stopy bezrobocia. Na rynku nieruchomości w ostatnim okresie pojawiły się pewne sygnały poprawy, choć skutek wysokiej podaży i ograniczonego popytu, ceny nieruchomości wciąż pozostawały niskie w porównaniu z poprzednimi latami.

W strefie euro tempo wzrostu PKB w I kw. 2012 r. wyniosło 0,0% (wobec spadku w IV kw. 2011 r. o 0,3% kw/kw; Wykres 1.3). Negatywnie na wzrost gospodarczy wpływał spadek inwestycji oraz zapasów. Konsumpcja, zarówno prywatna jak i publiczna, pozostawała w stagnacji. Równocześnie, wraz ze wzrostem eksportu oraz zbliżoną do zera dynamiką importu, wpływ eksportu netto na wzrost gospodarczy pozostał dodatni.

Stagnacja wzrostu gospodarczego w strefie euro jest rezultatem przede wszystkim wysokiego poziomu zadłużenia i związanego z nim procesu dostosowań w bilansach sektora finansowego i niefinansowego w niektórych krajach strefy euro. Konsekwencją tych zjawisk jest wysoka

Wykres 1.3

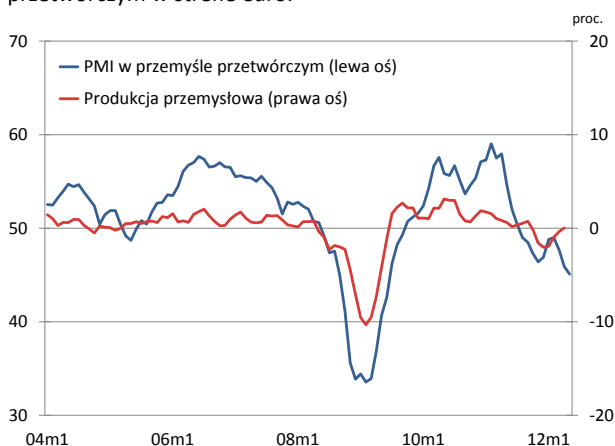
Wzrost PKB w strefie euro (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.4

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

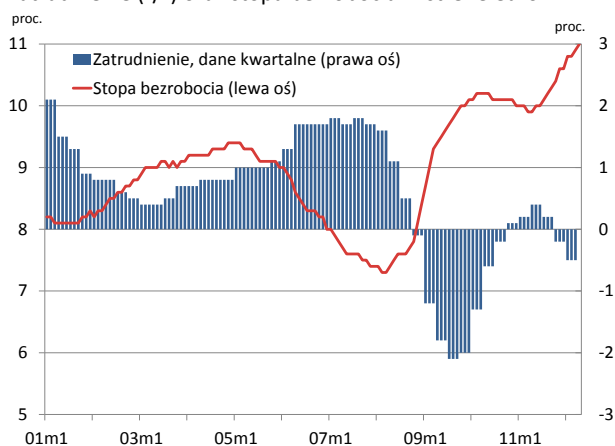


Źródło: Dane Eurostat, Markit.

* 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.

niepewność i ograniczony popyt gospodarstw domowych.

Napływające dane dotyczące strefy euro wskazują na wciąż niekorzystną sytuację w przemyśle. Dynamika produkcji w tym sektorze, pomimo pewnej poprawy w lutym, w kolejnych miesiącach pozostawała ujemna, zaś wskaźnik PMI w ostatnim okresie ponownie się obniżył (Wykres 1.4). Stagnacja sprzedaży detalicznej wskazuje, że popyt konsumpcyjny pozostaje słaby. Czynnikiem negatywnie oddziałującym na popyt gospodarstw domowych w wielu krajach, w tym przede wszystkim Europy Południowej, jest pogarszająca się sytuacja na rynku pracy, w tym silny wzrost stopy bezrobocia (Wykres 1.5).

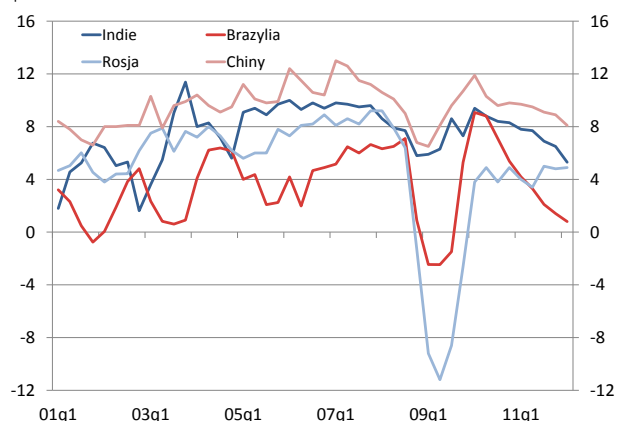
Stan koniunktury wciąż różnił się znacznie pomiędzy poszczególnymi krajami strefy euro. W Niemczech wzrost gospodarczy – wspierany przez popyt spoza strefy euro oraz konsumpcję gospodarstw domowych – był relatywnie wysoki i wyniósł 0,5% kw/kw. Z kolei w krajach najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym – mimo wysokiego dodatniego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB wynikającego z osłabiania się importu – trwała recesja, co było związane ze spadkiem zarówno inwestycji, jak i konsumpcji.

W Wielkiej Brytanii wzrost PKB w I kw. 2012 r. był ujemny i wyniósł -0,3% kw/kw (wobec -0,3% kw/kw w IV kw. 2011 r.). Niska aktywność gospodarcza wynikała przede wszystkim ze znacznego ograniczenia inwestycji oraz ze spadku popytu zewnętrznego, w tym zwłaszcza ze strefy euro (Wykres 1.1).

Obniżający się popyt ze strony części gospodarek rozwiniętych oraz spadek zapasów przyczyniły się do spowolnienia wzrostu gospodarczego w Chinach, który w I kw. 2012 r. wyniósł 8,1% r/r (wobec 8,9% r/r w IV kw. 2011 r.; Wykres 1.6). Równocześnie dynamika konsumpcji gospodarstw domowych,

Wykres 1.6

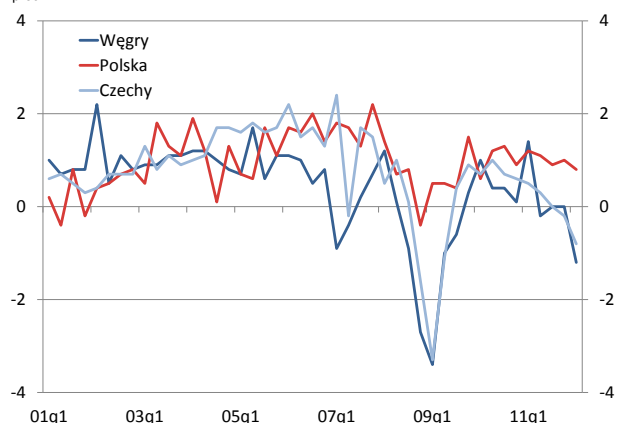
Wzrost gospodarczy w Chinach, Indiach, Brazylii i Rosji (r/r).
proc.



Źródło: Dane Reuters, OECD.

Wykres 1.7

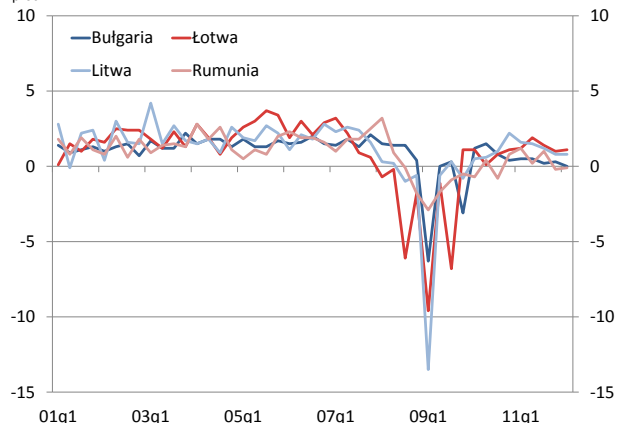
Wzrost PKB w Czechach, na Węgrzech i w Polsce (kw/kw).
proc.



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.8

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



Źródło: Dane Eurostat.

wspierana przez obniżającą się inflację oraz wzrost dochodów, nadal była wysoka.

W nowych krajach członkowskich UE spoza strefy euro wzrost PKB w I kw. 2012 r. był zróżnicowany. W części krajów, przede wszystkim na Łotwie oraz Litwie tempo wzrostu PKB pozostało relatywnie wysokie (Wykres 1.7 i Wykres 1.8). Z kolei w niektórych krajach, w tym w Czechach oraz na Węgrzech, w warunkach niskiego popytu wewnętrznego, tempo wzrostu PKB obniżyło się wyraźnie poniżej zera.

1.2. Procesy inflacyjne za granicą

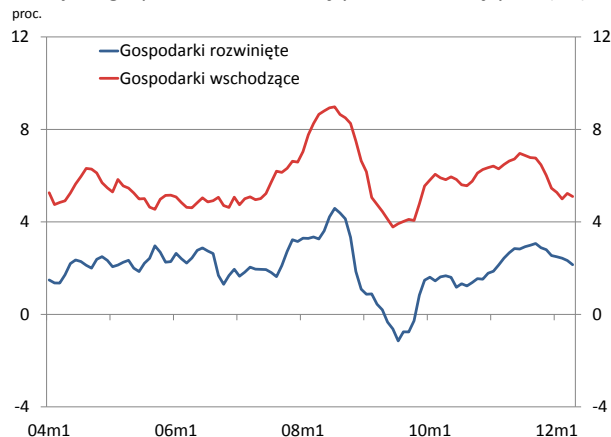
W ostatnich miesiącach inflacja w gospodarkach rozwiniętych obniżała się. Równocześnie w gospodarkach wschodzących, po okresie znacznego spadku na przełomie 2011 i 2012 r., w kolejnych miesiącach inflacja ustabilizowała się (Wykres 1.9). W kierunku obniżenia inflacji na świecie oddziaływała przede wszystkim spowalniająca dynamika cen energii, a w niektórych gospodarkach – również cen żywności.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* inflacja w Stanach Zjednoczonych istotnie się obniżyła (do 1,7% w maju), co wynikało przede wszystkim ze spowolnienia rocznej dynamiki cen żywności i energii (Wykres 1.10). Równocześnie inflacja bazowa utrzymywała się na poziomie wyższym od wieloletniej średniej.

Z kolei w strefie euro inflacja obniżyła się w mniejszym stopniu niż w Stanach Zjednoczonych, do 2,4% w maju. W ostatnich miesiącach czynnikiem podwyższającym inflację pozostała wysoka dynamika cen energii, wspierana przez deprecjację euro oraz podwyżki podatków akcyzowych w niektórych krajach. Mimo niskiej aktywności gospodarczej w strefie euro, w tym pogarszającej się w wielu gospodarkach sytuacji na rynku pracy, inflacja bazowa pozostała na poziomie zbliżonym do wieloletniej średniej.

Wykres 1.9

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

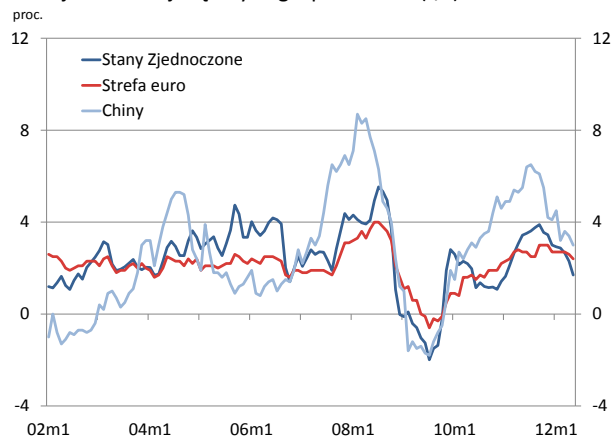


Źródło: Dane MFW, OECD, Ecowin, obliczenia NBP.

*Średnia ważona inflacja dla gospodarek rozwiniętych i największych gospodarek wschodzących (stanowiących 80% PKB w tej grupie krajów w 2010 r.). Grupy krajów przyjęte zgodnie z podziałem przyjmowanym przez MFW. Wagi dla poszczególnych krajów przyjęto zgodnie z ich PKB.

Wykres 1.10

Inflacja CPI w największych gospodarkach (r/r).



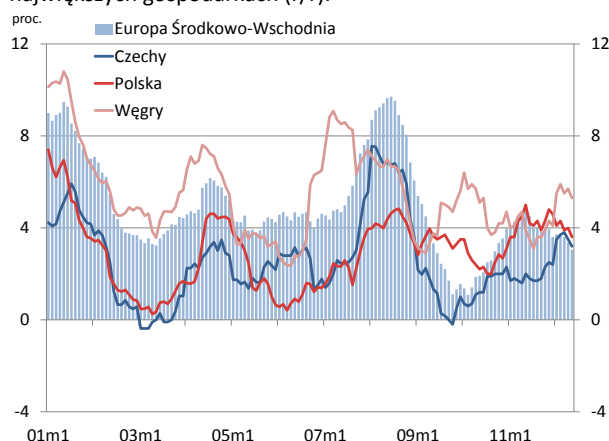
Źródło: Dane OECD, Eurostat.

W ostatnim okresie inflacja w Chinach istotnie obniżyła się, do czego przyczyniało się obniżenie się dynamiki cen żywności. Jednocześnie w wielu gospodarkach wschodzących inflacja wciąż pozostawała wysoka, co w niektórych z nich wiązało się w szczególności z deprecjacją walut (Indie), w innych zaś z szybkim wzrostem akcji kredytowej (niektóre kraje Ameryki Południowej).

W ostatnich miesiącach inflacja w krajach Europy Środkowo-Wschodniej stopniowo się obniżała, czemu sprzyjało pewne spowolnienie dynamiki cen żywności oraz energii (Wykres 1.11). Spadek rocznego wskaźnika inflacji dotyczył przede wszystkim krajów o stałych kursach walutowych. W krajach o płynnym kursie walutowym (w Polsce, Czechach i na Węgrzech) w kierunku podwyższania inflacji oddziaływały opóźnione efekty wcześniejszej deprecjacji kursów walutowych, choć efekt ten został częściowo zniwelowany przez aprecjację kursów tych walut na początku 2012 r. Równocześnie czynnikiem podwyższającym inflację w niektórych gospodarkach regionu był wzrost stawek podatku VAT (w Czechach oraz na Węgrzech).

Wykres 1.11

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



Źródło: Dane krajowych urzędów statystycznych.

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

1.3. Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą

Od publikacji poprzedniego *Raportu* ponownie zwiększyła się zmienność na międzynarodowych rynkach finansowych. Do końca maja br. nastroje na rynkach finansowych systematycznie się pogarszały. Wpłynęły na to gorsze od oczekiwań dane z gospodarki światowej, a także niepewność co do rozwoju kryzysu sektora finansów publicznych w niektórych krajach strefy euro, w szczególności w Hiszpanii i Grecji. Z kolei w czerwcu br. niepewność nieco się obniżyła na skutek przyznania wsparcia finansowego dla hiszpańskiego sektora bankowego i rozstrzygnięcia wyborów parlamentarnych w Grecji, co przełożyło się na pewną poprawę

sentymencie na rynkach finansowych. Czynnikiem dodatkowo wspierającym poprawę nastrojów w ostatnich tygodniach były oczekiwania uczestników rynków finansowych co do zwiększenia skali luzowania ilościowego przez Fed. Pomimo pewnej poprawy sentymentu rynkowego, awersja do ryzyka pozostawała podwyższona.

Tendencje te znalazły odzwierciedlenie w wyhamowaniu obserwowanych od połowy marca br. spadków cen akcji na giełdach światowych, szczególnie na rynkach europejskich i azjatyckich. Natomiast stosunkowo dobra, pomimo pewnego pogorszenia w ostatnim okresie, sytuacja gospodarcza w Stanach Zjednoczonych (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza na świecie*) przełożyła się na relatywnie niską zmienność cen akcji na rynku amerykańskim (Wykres 1.12).

W okresie od publikacji poprzedniego *Raportu* do końca maja br. nasilały się obawy o możliwość finansowania potrzeb pożyczkowych krajów strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem sektora finansów publicznych, które przekładały się na wzrost cen CDS dla obligacji skarbowych tych krajów. Wraz z poprawą nastrojów w czerwcu br., ceny CDS dla obligacji skarbowych większości tych krajów obniżyły się, jednak pozostały wysokie (Wykres 1.13).

Na skutek nasilenia się awersji do ryzyka w okresie od połowy marca br. do końca maja br., rentowności aktywów uznawanych przez inwestorów za bezpieczne (obligacji amerykańskich i niemieckich) obniżały się, osiągając historycznie niskie poziomy. Pomimo pewnego wzrostu w czerwcu br., rentowności te kształtują się nadal na bardzo niskim poziomie (Wykres 1.14).

Odływ inwestorów do bezpiecznych aktywów w okresie od połowy marca br. do końca maja br. znalazł również odzwierciedlenie w ponownej aprecjacji dolara amerykańskiego i utrzymywaniu się kursu franka szwajcarskiego wobec euro

Wykres 1.12

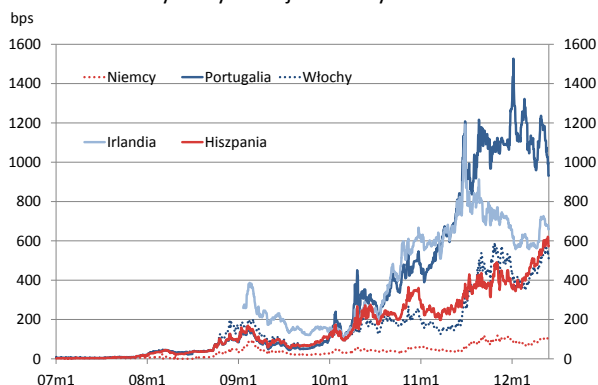
Indeksy giełdowe w Niemczech (DAX 30), Japonii (Nikkei 225) i Stanach Zjednoczonych (S&P 500), styczeń 2004 r. = 100.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 1.13

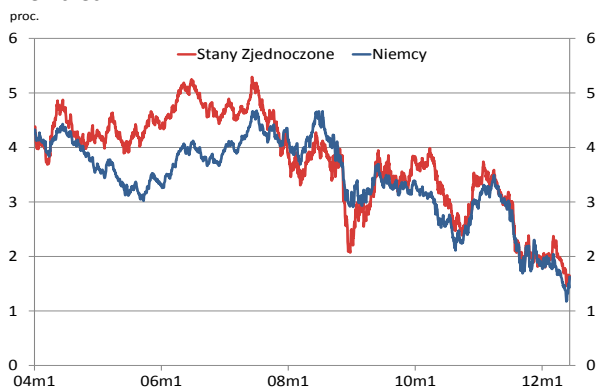
Stawki CDS w wybranych krajach strefy euro.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 1.14

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



Źródło: Dane Bloomberg.

blisko deklarowanej przez Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) dolnej granicy 1,20 EUR/CHF (Wykres 1.15). Równocześnie, kursy wielu walut wschodzących osłabiały się (Wykres 1.16). Późniejsza poprawa sentymentu na rynkach finansowych przełożyła się z kolei na pewną aprecjację euro i walut wschodzących. Na skutek nadal podwyższonej awersji do ryzyka kurs franka szwajcarskiego względem euro nie zmienił się znacząco.

Główne banki centralne nadal prowadziły silnie ekspansywną politykę pieniężną, pozostawiając stopy procentowe na historycznie niskich poziomach, a także utrzymując lub rozszerzając ogłoszone wcześniej programy luzowania ilościowego (Wykres 1.17).

Fed pozostawił krótkoterminowe stopy procentowe na poziomie bliskim zera (0,00-0,25%) i podtrzymał opinię, że powinny one pozostać niezmienione co najmniej do końca 2014 r., zgodnie z zapoczątkowaną w styczniu br. polityką celu inflacyjnego (por. Ramka 1 *Wprowadzenie celów inflacyjnych w Stanach Zjednoczonych i Japonii*). Ponadto, amerykański bank centralny realizował program wydłużenia terminu zapadalności posiadanych obligacji skarbowych. 20 czerwca br. podjął decyzję o jego przedłużeniu do końca 2012 r., zwiększając skalę programu o 267 mld USD do łącznie 667 mld USD.

Bank Anglii nie zmienił krótkoterminowych stóp procentowych, utrzymując je na poziomie 0,50%. Ponadto, kontynuował program łagodzenia ilościowego do maja br., kiedy został osiągnięty poziom docelowych zakupów aktywów (325 mld GBP).

Bank Japonii utrzymywał krótkoterminowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie (0,00-0,10%), zwiększając równocześnie program zakupu aktywów o 5 bln JPY (do 70 bln JPY).

Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) utrzymał pasmo wahań dla 3-miesięcznej stopy LIBOR w

Wykres 1.15

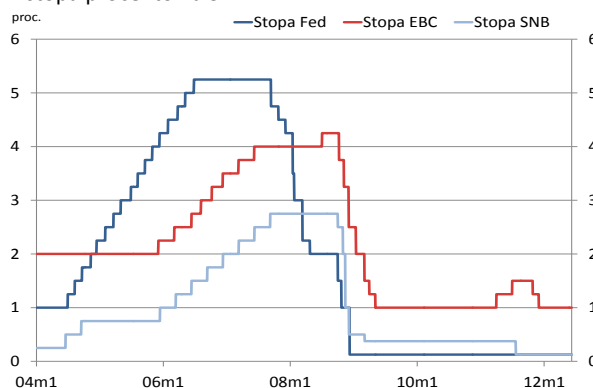
Kurs euro względem dolara i franka szwajcarskiego (wzrost oznacza aprecjację walut kwotowanych).



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.16

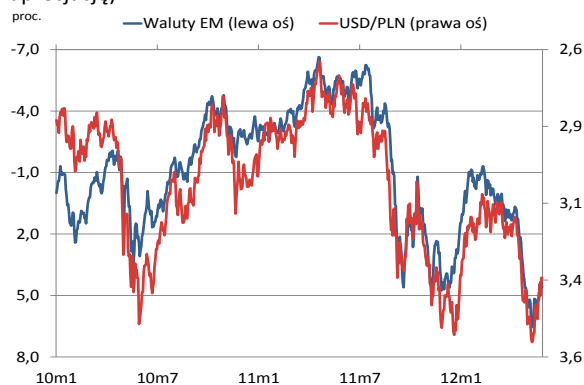
Stopa funduszy federalnych Fed, stopa refinansowa EBC i stopa procentowa SNB.



Źródło: Dane banków centralnych.

Wykres 1.17

Skumulowane zmiany indeksu kursów walut gospodarek wschodzących (EM) na tle kursu USD/PLN (wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Uwagi: Indeks walut gospodarek wschodzących obejmuje waluty następujących krajów: Argentyna, Brazylia, Chile, Kolumbia, Meksyk, Peru, Korea, Tajlandia, Indonezja, Filipiny, RPA, Rosja, Izrael, Turcja.

przedziale 0,00-0,25%. Ponadto, SNB interweniował w celu przeciwdziałania aprecjacji franka poniżej poziomu 1,20 EUR/CHF, podtrzymując gotowość do dalszych nieograniczonych interwencji walutowych w celu obrony dolnej granicy kursu walutowego.

Europejski Bank Centralny (EBC) nie zmienił stóp procentowych, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 1,00%. W omawianym okresie EBC nie dokonywał zakupu na rynku wtórnym obligacji rządowych krajów najbardziej dotkniętych kryzysem sektora finansów publicznych, jednak przeprowadzał dodatkowe operacje zasilające w płynność instytucje finansowe w niektórych krajach strefy euro i zapowiedział, że Nielimitowane dłuższe operacje refinansujące będą przeprowadzane do końca 2012 r.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* banki centralne gospodarek wschodzących oraz małych gospodarek rozwiniętych prowadziły zróżnicowaną politykę pieniężną. Wiele z nich kontynuowało luzowanie polityki pieniężnej lub nie zmieniło stóp procentowych, a niektóre podniosły stopy procentowe². Banki centralne niektórych krajów wschodzących, których waluty osłabiały się, interweniowały na rynku walutowym.

Ramka 1. Wprowadzenie celów inflacyjnych w Stanach Zjednoczonych i Japonii

Na początku 2012 r. dwa z głównych banków centralnych – Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) oraz Bank Japonii (BoJ) – wprowadziły modyfikacje swoich strategii polityki pieniężnej.

- W Stanach Zjednoczonych, w styczniu 2012 r. Federalny Komitet Otwartego Rynku (ang. FOMC) wprowadził długookresowy cel inflacyjny (ang. *longer run goal for inflation*) na poziomie 2%³. Cel ten odnosi się do deflatora wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych (ang. *PCE deflator*). Równocześnie rozpoczęto publikację ocen indywidualnych członków FOMC co do przyszłej stopy Fed funds, a także długoterminowej nominalnej stopy równowagi.
- W Japonii, w lutym 2012 r. Rada Polityki wprowadziła cel dla stabilności cen (ang. *price stability goal*) obowiązujący w średnim i długim okresie, definiowany jako inflacja mierzona wskaźnikiem CPI nieprzekraczająca 2%⁴. Rada Polityki zaznaczyła także, że tymczasowo cel będzie wynosić 1%⁵.

² Od publikacji poprzedniego *Raportu* Narodowy Bank Polski (por. rozdział 2.5 *Rynek aktywów*) i Bank Centralny Islandii (*Sedlabanki*) podwyższyły stopy procentowe. Bank Centralny Islandii dokonał podwyżek trzykrotnie, łącznie o 100 pb.

³ PCE jest deflatorem wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych (*Personal Consumption Expenditures*).

⁴ W okresie 2006-2011, raz w roku w minutes z posiedzenia Rady Polityki publikowane było „rozumienie stabilności cen”, definiowane jako poziom inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI, który zdaniem poszczególnych członków Rady Polityki był zgodny ze stabilnością cen w średnim i

Określenie ilościowego celu dla inflacji ma w ocenie tych banków zwiększyć stopień przejrzystości ich polityki pieniężnej.

Wprowadzenie ani Fed, ani BoJ modyfikując strategię polityki pieniężnej nie nazwały jej explicite strategią celu inflacyjnego, to jednak wprowadzone zmiany zbliżyły strategię tych banków do strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI), która jest współcześnie realizowana przez znaczną część banków centralnych, w tym Narodowy Bank Polski. Można więc ocenić poszczególne elementy strategii i komunikacji tych banków i porównać je do strategii innych banków centralnych.

Poniżej przedstawiono podstawowe elementy uwarunkowań i strategii polityki pieniężnej obu w/w banków na tle banków stosujących BCI oraz NBP (Tabela R.1.1).

Tabela R.1.1

Podstawowe elementy strategii Fed, BoJ, NBP oraz banków centralnych realizujących strategię BCI.

Cecha	Fed	BoJ	NBP	Banki realizujące strategię BCI
Mandat	Cele polityki Fed obejmują pełne zatrudnienie, stabilny poziom cen i umiarkowane długoterminowe stopy procentowe. "The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates." ⁶	Podstawowym celem działalności BoJ jest utrzymanie stabilności cen: "Currency and monetary control by the Bank of Japan shall be aimed at achieving price stability, thereby contributing to the sound development of the national economy." ⁷	„Podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP” ⁸ .	Spółród 27 banków centralnych realizujących strategię BCI, 25 posiada ustawowo zdefiniowany cel w postaci utrzymania stabilności cen. W przypadku Australii oraz Kanady mandat banku centralnego jest wielocelowy, jednak stabilność cen jest wskazywana jako cel nadrzędny.
Cel inflacyjny	2% ⁹	Inflacja nieprzekraczająca 2%; tymczasowo 1%	2,5% +/- 1 pkt proc.	Banki określają cel inflacyjny w postaci punktowej bez przedziału wahań (5 banków), z przedziałem dopuszczalnych odchyłań (16 banków), bądź w postaci przedziału (6 banków)
Wskaźnik inflacji użyty w definicji celu inflacyjnego	Deflator PCE	CPI	CPI	Wszystkie banki stosujące strategię BCI posługują się wskaźnikiem CPI
Horyzont osiągnięcia celu	Dłuższy okres	Średni do długiego okresu; cel inflacyjny weryfikowany w odstępach rocznych	Średni okres	Zdecydowana większość banków centralnych definiuje horyzont w jakim dąży do osiągnięcia celu jako średni okres. 11 banków centralnych konkretyzuje horyzont poprzez określenie jego długości w latach bądź kwartałach.
Projekcje	Przedziały wyznaczone przez prognozy punktowe członków FOMC dot. inflacji (deflatora PCE), PKB i stopy bezrobocia (dane roczne, horyzont: trzy kolejne lata i w tzw. dłuższym okresie)	Punktowe przewidywania członków Rady Polityki dot. inflacji oraz PKB, a także rozkłady prawdopodobieństwa (dane roczne, horyzont: aktualny oraz kolejny rok fiskalny)	Projekcje inflacji oraz PKB w oparciu o model ekonometryczny	Wszystkie banki centralne publikują prognozę inflacji dokonaną w oparciu o modele. Niektóre banki publikują ponadto projekcje PKB, stóp procentowych, kursów walutowych.

długim okresie. Podczas gdy „rozumienie stabilności cen” w ocenie analityków pełniło głównie funkcje informacyjne, wskazany cel dla inflacji jest postrzegany jako poziom, do osiągnięcia którego BoJ będzie dążył.

⁵ Jednocześnie – na lutym posiedzeniu – Rada Polityki podjęła decyzję o kontynuacji prowadzenia ekspansywnej polityki monetarnej do momentu kiedy bliskie (*in sight*) będzie osiągnięcie 1% celu inflacyjnego i o zwiększeniu maksymalnej wartości Programu Skupu Aktywów do poziomu 65 bln jenów. Na posiedzeniu w kwietniu 2012 r. BoJ ponownie zwiększył maksymalną wartość Programu Skupu Aktywów (do poziomu 70 bln jenów).

⁶ Federal Reserve Act.

⁷ The Bank of Japan Act.

⁸ Ustawa o Narodowym Banku Polskim.

⁹ Fed przedstawił swój cel inflacyjny jako cel punktowy nie informując o przedziałach dopuszczalnych wahań lub niesymetrycznym traktowaniu celu.

Przejrzystość polityki pieniężnej i rozliczanie banku centralnego z realizacji celu				
Wystąpienia w parlamencie	Tak	Tak	Tak	W przypadku 19 z 27 banków centralnych stosowane są przesłuchania parlamentarne.
Komunikaty i konferencje prasowe po decyzji	Tak – obydwie formy	Tak – obydwie formy	Tak – obydwie formy	Wszystkie banki centralne stosują przynajmniej jedną z wymienionych form komunikacji (10 z nich stosuje tylko 1 z form).
Publikacja <i>minutes</i>	Tak	Tak	Tak	9 spośród 27 banków centralnych nie publikuje <i>minutes</i>
Imienne wyniki głosowania	Tak – w <i>minutes</i>	Tak – w <i>minutes</i>	Tak – na stronie NBP, a potem w Raporcie o inflacji	Jedynie 6 spośród 27 banków podaje imienne wyniki głosowań. Dalsze 3 banki podają liczbę głosów „za” oraz „przeciw”.
Raport o inflacji	Tak – 2 razy w roku	Tak – 2 razy w roku ¹⁰	Tak – 3 razy w roku	Wszystkie banki realizujące strategię BCI publikują Raporty o inflacji.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Hammond (2012), oraz informacji ze stron internetowych BoJ oraz Fed.

W literaturze nie funkcjonuje jedna, powszechnie stosowana definicja strategii BCI, jednak zwykle wyróżnia się następujące warunki, których spełnienie oznacza, że bank realizuje tę strategię:

- wyraźne uznanie stabilności cen za główny cel polityki pieniężnej;
- publiczne ogłoszenie ilościowego celu dla inflacji;
- wykorzystywanie szerokiego zakresu informacji, w tym prognoz inflacji, w prowadzeniu polityki pieniężnej;
- przejrzystość;
- możliwość rozliczania banku centralnego z realizacji celów (ang. *accountability*).

W przypadku Banku Japonii stabilność cen uznana jest za podstawowy cel polityki pieniężnej, natomiast mandat Fed daje mu cel dualny, który obejmuje – na równi – pełne zatrudnienie i stabilny poziom cen.¹¹

Podstawową zmianą wprowadzoną przez oba banki centralne do ich strategii polityki pieniężnej było ogłoszenie ilościowego celu dla inflacji. W przypadku Fed cel ten został ustalony na poziomie 2%, zaś w przypadku Banku Japonii docelowo inflacja ma nie przekraczać 2%, a tymczasowo cel będzie wynosić 1%.

Omawiane banki centralne różni jednak miara inflacji użyta do zdefiniowania celu. Bank Japonii – podobnie jak wszystkie banki centralne stosujące strategię BCI – określił cel inflacyjny przy pomocy wskaźnika CPI. Z kolei Fed przyjął deflator PCE, który różni się od wskaźnika CPI w szczególności uwzględnianiem w nim substytucji dóbr w odpowiedzi na zmiany cen relatywnych oraz zakresem artykułów i wydatków uwzględnianych w mierniku¹². Zdaniem Fed szczególnie pierwsza z wymienionych różnic jest istotna i przemawia za większą adekwatnością delatora PCE do oceny zmian cen konsumenta¹³.

Aspektem, który nieco odróżnia rozwiązania przyjęte przez oba banki centralne od strategii BCI praktykowanej przez większość banków ją realizujących jest deklaracja, że rozumieją one stabilność cen długookresowo (w przypadku Banku Japonii mowa jest o horyzoncie średnim do długiego). Tymczasem, najczęściej banki realizujące strategię BCI dążą do zapewnienia stabilności cen w średnim okresie. Przyjęcie dłuższej perspektywy przez Fed tłumaczone jest argumentem, iż to w dłuższym okresie poziom cen jest zależny od działań banku centralnego. Z kolei Bank Japonii wskazuje, że określenie horyzontu polityki pieniężnej jako średni do długiego okresu służy

¹⁰ Za odpowiednik Raportu o Inflacji uznano publikację *Outlook of Economic Activity and Prices* zawierającą opis bieżących uwarunkowań makroekonomicznych w Japonii i na świecie oraz przewidywań dotyczących kształtowania się zmiennych realnych i finansowych (uzupełnione o prognozę inflacji i PKB), a także zarys polityki monetarnej w przyszłości.

¹¹ Mandat Fed obok dwóch wyżej wymienionych celów uwzględnia jeszcze umiarkowane długoterminowe stopy procentowe.

¹² Wskaźnik CPI liczony jest przy pomocy formuły Laspeyresa, podczas gdy wskaźnik PCE – Fishera-Ideal. W przypadku zakresu uwzględnianych artykułów różnica występuje przykładowo w uwzględnianiu usług medycznych – wskaźnik CPI obejmuje tylko prywatne wydatki konsumentów, zaś wskaźnik PCE uwzględnia również ubezpieczenia zdrowotne opłacane przez pracodawcę. Miara CPI uwzględnia z kolei umowne czynsze, których nie ma w mierniku PCE. Por. *Focus on prices and Spending, Consumer Price Index: First Quarter 2011*, U.S. Bureau of Labor Statistics Volume 2, nr 3, maj 2011.

¹³ W praktyce oba wskaźniki mierzące inflację w Stanach Zjednoczonych (tj. CPI i PCE) są silnie skorelowane, przy czym średni poziom deflatora PCE w okresie styczeń 1981-luty 2012 był niższy od średniego wskaźnika CPI w tym samym okresie o 0,4 pkt proc., zaś zmienność deflatora PCE była mniejsza niż wskaźnika CPI.

podkreśleniu, że celem BoJ nie będzie osiągnięcie za wszelką cenę celu w krótkim okresie. Jednocześnie Bank Japonii dopuszcza możliwość zmiany poziomu swojego celu inflacyjnego. Już w momencie wprowadzania zmian do strategii BoJ wyznaczył tymczasowy cel inflacyjny na poziomie 1% i zadeklarował coroczną możliwość rewizji celu.

Istotną różnicą pomiędzy rozwiązaniami stosowanymi w ramach strategii BCI a przyjętymi przez omawiane banki centralne jest sposób publikacji oczekiwanych ścieżek kluczowych dla banku centralnego zmiennych makroekonomicznych: PKB, inflacji i stóp procentowych. W przypadku PKB i inflacji banki stosujące strategię BCI publikują prognozy w oparciu o modele ekonometryczne. Prognozy te są najczęściej przedstawiane w formie wykresów wachlarzowych danej zmiennej w kolejnych latach¹⁴. Natomiast Fed oraz Bank Japonii komunikują prognozy przedziałowe oparte na punktowych przewidywaniach członków – odpowiednio – FOMC oraz Rady Polityki co do poziomu PKB i inflacji (w Fed dodatkowo także stopy bezrobocia) w kolejnych latach. Również w odniesieniu do oczekiwanej ścieżki stóp procentowych widoczne są różnice. Ograniczona grupa banków stosujących BCI (np. Szwecja, Norwegia, Nowa Zelandia i Czechy) publikuje ścieżkę przyszłych stóp procentowych, najczęściej w formie wykresu wachlarzowego. Fed rozpoczął podawanie do wiadomości publicznej punktowych prognoz stóp procentowych formułowanych przez indywidualnych członków FOMC (bez atrybucji imiennej). Ponadto, członkowie FOMC rozpoczęli publikację ocen długoterminowej stopy procentowej równowagi, czego nie czynią inne banki centralne. Forma i zakres publikowanych przez Fed informacji o przyszłych stopach procentowych odróżnia zatem Fed od wąskiej grupy banków centralnych realizujących strategię BCI, która publikuje prognozy stóp procentowych. Bank Japonii nie zdecydował się na publikację oczekiwanych stóp procentowych.

Podsumowując, zmiany dokonane w strategiach Fed oraz Banku Japonii przybliżają kluczowe elementy ich strategii do strategii BCI. Można przy tym przypuszczać, że wprowadzenie celu numerycznego dla inflacji przez Fed oraz BoJ – charakterystyczne dla strategii BCI – ma przede wszystkim sprzyjać silniejszemu oddziaływaniu omawianych banków centralnych na oczekiwania inflacyjne oraz zwiększeniu ich przejrzystości i lepszej komunikacji z otoczeniem.

Bibliografia

- Bernanke B., *Semiannual Monetary Policy Report to the Congress Testimony by Mr Ben S. Bernanke, Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System, before the Committee on Financial Services, US House of Representatives*, 29 lutego 2012.
- Cobham D., Eitrheim R., Gerlach S., Qvigstad J. F., *Twenty years of inflation targeting. Lessons Learned and Future Prospects*, Cambridge University Press, Cambridge, 2010.
- Focus on prices and Spending, Consumer Price Index: First Quarter 2011*, U.S. Bureau of Labor Statistics Volume 2, nr 3, maj 2011.
- FOMC Press Release*, January 25, 2012, www.federalreserve.gov.
- Hammond, G. (2012), *State of art of inflation targeting*, CCBS Handbook Nr 29, Bank of England.
- Minutes of the Monetary Policy Meeting z 14 lutego 2012 r.*, Bank Japonii.
- Roger S., *Inflation Targeting Turns 20*, Finance & Development marzec 2010.
- The Price Stability Goal in the Medium to Long Term*, Bank of Japan, 14 lutego 2012.

¹⁴ W przypadku Fed oraz BoJ publikowane są jedynie prognozy roczne, a nie na poszczególne kwartały.

1.4. Światowe rynki surowców

Ceny surowców, w tym przede wszystkim surowców energetycznych, w okresie styczeń – marzec 2012 r. wzrosły, co było związane ze stabilizacją nastrojów na światowych rynkach finansowych w tym okresie oraz zakłóceniami w podaży części surowców. Od kwietnia 2012 r., wraz z pogarszającymi się nastrojami na światowych rynkach finansowych (por. rozdz. 1.3. *Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą*), ceny surowców obniżyły się. Spadkowi cen niektórych surowców sprzyjała również poprawa perspektyw ich podaży.

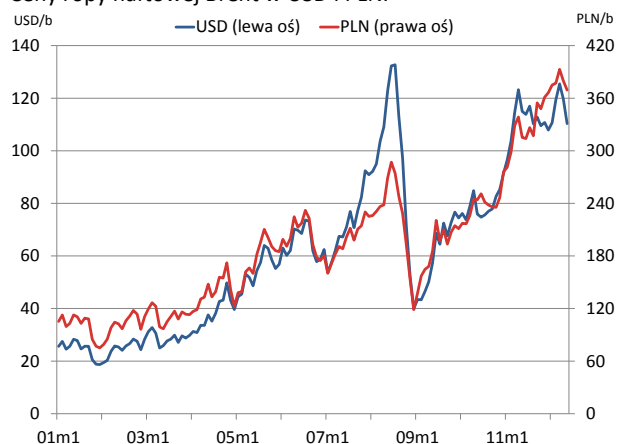
Po wzrostach w okresie styczeń – marzec 2012 r., związanych w szczególności z zakłóceniami w produkcji w krajach nienależących do OPEC, a także ogłoszonymi przez UE i Stany Zjednoczone sankcjami wobec Iranu, od kwietnia br. ceny ropy obniżały się. Obniżenie się cen ropy nastąpiło w warunkach pogorszenia się nastrojów na rynkach finansowych, obniżenia prognoz popytu na ropę naftową (zwłaszcza w krajach rozwiniętych), a także poprawy perspektyw podaży z krajów OPEC (w szczególności z Arabii Saudyjskiej i Libii). Mimo obniżenia, ceny ropy pozostają jednak wysokie w porównaniu do wieloletniej średniej (Wykres 1.18).

Od początku 2012 r. ceny węgla systematycznie się obniżały (Wykres 1.19). Jednocześnie, ceny gazu ziemnego rosły, co wynikało przede wszystkim z wcześniejszego wzrostu cen ropy naftowej, które z opóźnieniem przekładają się na ceny gazu.

Po silnym spadku pod koniec 2011 r., w okresie styczeń – maj 2012 r. indeks światowych cen surowców rolnych (w USD) zmienił się nieznacznie. Na początku 2012 r. indeks ten nieco wzrósł, co wynikało z obaw o niską podaż w nadchodzącym sezonie gospodarczym. Następnie od kwietnia, kiedy ukazały się korzystne prognozy dotyczące podaży zbóż i roślin oleistych, indeks

Wykres 1.18

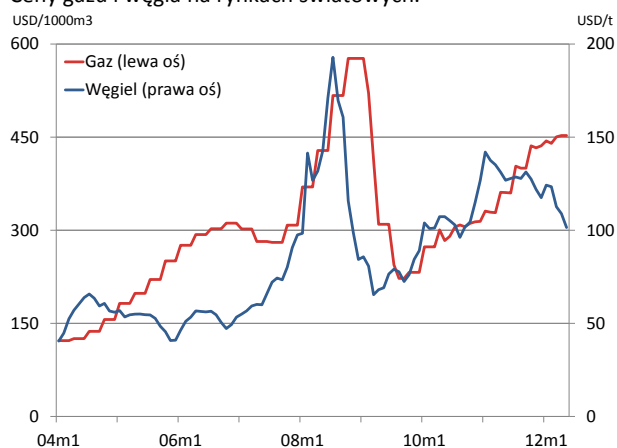
Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.



Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

Wykres 1.19

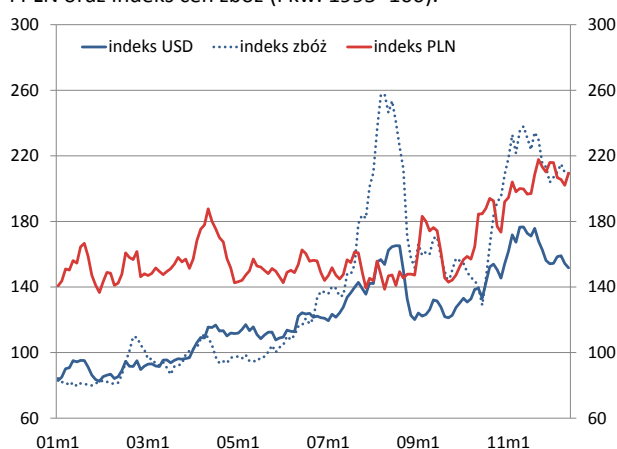
Ceny gazu i węgla na rynkach światowych.



Źródło: Dane MFW.

Wykres 1.20

Indeks cen surowców rolnych na rynkach światowych w USD i PLN oraz indeks cen zbóż (I kw. 1995=100).



Źródło: Dane MFW, obliczenia NBP.

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

W skład indeksu cen zbóż wchodzi: pszenica, jęczmień, ryż, kukurydza.

światowych cen surowców rolnych zaczął się obniżać (Wykres 1.20). Nadal jednak ceny surowców rolnych na światowych rynkach, podobnie jak ceny ropy, utrzymują się na wysokim poziomie w porównaniu do wieloletniej średniej.

Rozdział 2

GOSPODARKA KRAJOWA

2.1. Procesy inflacyjne

2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

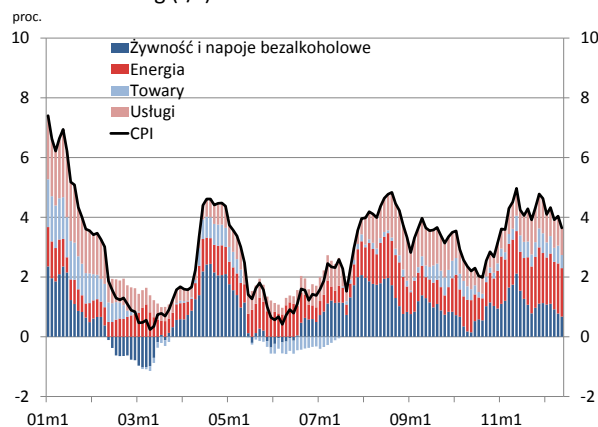
Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce, po wzroście pod koniec 2011 r. do poziomu 4,6%, obniżyła się do 3,6% w maju 2012 r., tj. nieznacznie powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego, która wynosi 3,5%. (Wykres 2.1, Tabela 2.1).

Obniżenie się inflacji w okresie grudzień ub.r. – maj br. było wynikiem spadku dynamiki wszystkich głównych kategorii cen towarów i usług, który w największym stopniu dotyczył cen żywności.

Czynnikiem ograniczającym inflację w kolejnych miesiącach analizowanego okresu była aprecjacja kursu złotego w styczniu i lutym br. (w ujęciu miesięcznym). Aprecjacja złotego osłabiła wpływ wysokich cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych na ceny krajowe. Znajdowało to odzwierciedlenie w obniżaniu się dynamiki cen żywności, a także w stabilizacji dynamiki cen energii w I kw. br.¹⁵.

Wykres 2.1

Dynamika cen konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii towarów i usług (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 2.1

Dynamika cen konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii towarów i usług (r/r).

	2008	2009	2010	2011	2012				
					sty	lut	mar	kwi	maj
CPI (%)	4,2	3,5	2,6	4,3	4,1	4,3	3,9	4,0	3,6
Żywność i napoje (pkt proc.)	1,6	1,0	0,7	1,3	1,1	1,1	0,9	0,8	0,7
Energia (pkt proc.)	1,3	0,8	1,0	1,5	1,6	1,7	1,6	1,7	1,6
Towary (pkt proc.)	0,2	0,4	0,3	0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	0,4
Usługi (pkt proc.)	1,2	1,2	0,6	1,0	0,9	1,0	0,9	1,0	0,9

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Ze względu na zaokrąglenia wkłady zmian cen poszczególnych kategorii towarów i usług do wskaźnika CPI mogą się nie sumować do całkowitej dynamiki cen konsumpcyjnych.

¹⁵ W kwietniu i maju br. w kierunku spowolnienia wzrostu krajowych cen żywności zaczął natomiast oddziaływać spadek cen surowców rolnych na rynkach światowych (Wykres 1.20). Dodatkowo do spadku dynamiki cen żywności w całym analizowanym okresie przyczynił się też statystyczny efekt bazy związany ze znacznym wzrostem rok wcześniej cen w grupach *cukier, dżem, miód, czekolada* oraz *pieczywo i produkty zbożowe*. Ponadto obniżyła się dynamika cen mięsa (wskutek importu tańszej niż krajowa wieprzowiny z UE), a w kwietniu i maju br.

W kierunku spadku inflacji od początku br. oddziaływało też wygaśnięcie wpływu ubiegłorocznej podwyżki stawek VAT na roczną dynamikę cen. Przyczyniło się ono do obniżenia dynamiki cen wielu towarów i usług w ujęciu rocznym (por. rozdz. 2.1.2 *Inflacja bazowa*).

Z kolei na utrzymywanie się inflacji w analizowanym okresie na podwyższonym poziomie wpływała stosunkowo wysoka dynamika cen administrowanych – zarówno cen nośników energii, jak i usług (por. Ramka 2 *Rola cen administrowanych w kształtowaniu się inflacji*). Wysoka dynamika administrowanych cen nośników energii wynikała z podwyżek taryf na energię elektryczną, ciepłą i gaz ziemny wprowadzonych w 2011 i 2012 r., a administrowanych cen usług – z podwyżek opłat ustalanych przez samorządy (np. za usługi związane z użytkowaniem mieszkania i komunikację miejską).

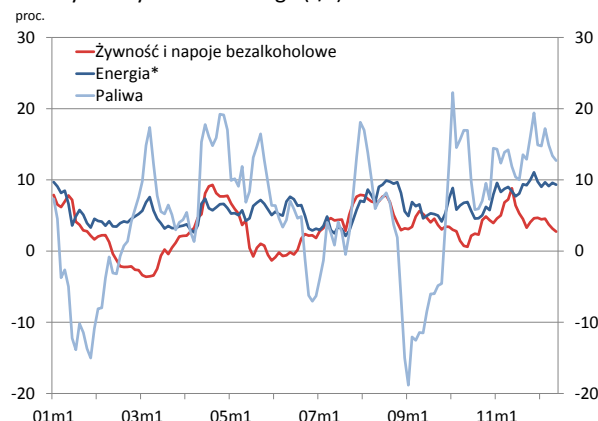
Wpływ czynników popytowych na utrzymywanie się inflacji w analizowanym okresie na podwyższonym poziomie był ograniczony, na co wskazuje osłabienie się dynamiki spożycia ogółem w I kw. 2012 r. Osłabienie się dynamiki spożycia było związane z nadal niekorzystną sytuacją na rynku pracy (spowalniające tempo wzrostu zatrudnienia, podwyższona stopa bezrobocia, niska realna dynamika wynagrodzeń), niskimi wskaźnikami koniunktury konsumenckiej, a także z dalszym obniżaniem się kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych.

2.1.2. Inflacja bazowa

Obniżeniu się inflacji CPI w okresie grudzień 2011 r. – maj 2012 r. towarzyszył spadek wszystkich miar inflacji bazowej (Wykres 2.4). Wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii, który w 2011 r. wykazywał wyraźną

Wykres 2.2

Zmiany cen żywności i energii (r/r).

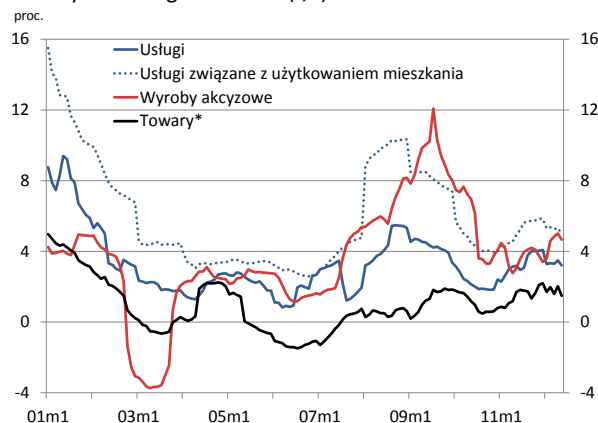


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.3

Zmiany cen usług i towarów (r/r).

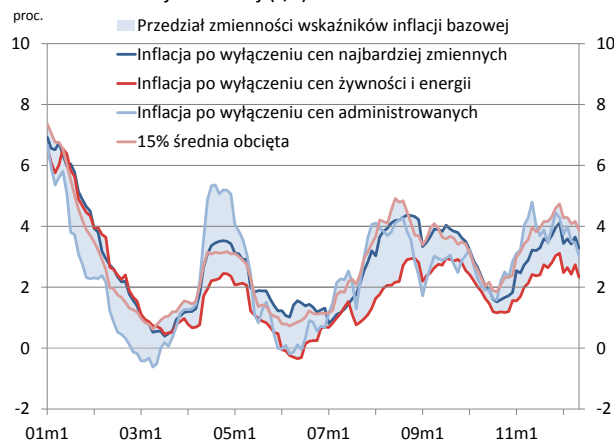


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.4

Wskaźniki inflacji bazowej (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

dotatkowo cen warzyw (efekt pojawienia się na rynku tańszych niż w ub.r. warzyw z nowych zbiorów). Z kolei czynnikiem ograniczającym spadek dynamiki cen żywności w okresie marzec-kwiecień br. był wzrost dynamiki cen jaj, związany z wejściem w życie unijnych regulacji dotyczących chowu klatkowego.

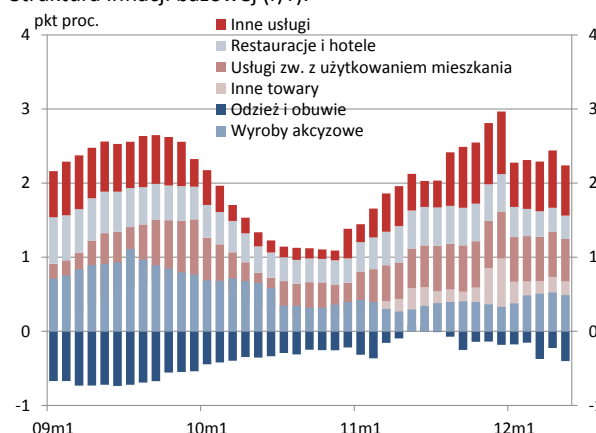
tendencję wzrostową, osiągając w grudniu ub.r. 3,1%, od początku br. wyraźnie się obniżył i w maju br. wyniósł 2,3%.

Do obniżenia inflacji bazowej w br. – podobnie jak w przypadku wskaźnika CPI – przyczyniły się głównie wygaśnięcie wpływu podwyżek stawek VAT w 2011 r. oraz aprecjacja kursu złotego w styczniu i lutym br. (w ujęciu miesięcznym). Ujemny efekt bazy związany z ubiegłoroczną zmianą stawek VAT spowodował spadek dynamiki cen wielu grup towarów i usług, np. towarów związanych z wyposażeniem mieszkania. Z kolei wskutek aprecjacji złotego obniżyła się dynamika cen towarów pochodzących z importu. Do obniżenia inflacji bazowej przyczyniły się też wprowadzone na początku br. nowe zasady refundacji leków, których efektem było obniżenie dynamiki ich cen¹⁶.

Spadek inflacji bazowej w analizowanym okresie był natomiast ograniczany przez wzrost cen wyrobów akcyzowych, w tym głównie tytoniowych (efekt podwyżki w br. stawki podatku akcyzowego).

Wykres 2.5

Struktura inflacji bazowej (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Ramka 2. Rola cen administrowanych w kształtowaniu się inflacji

Ceny administrowane to – zgodnie z definicją Eurostat – ceny, które ustalane są przez jednostki administracji państwowej. Oznacza to, że zmiany cen administrowanych nie wynikają bezpośrednio z działania mechanizmów rynkowych, a w szczególności mogą być niewrażliwe na wahania popytu i podaży. Proces kształtowania się cen administrowanych wyróżnia je zatem pod tym względem spośród pozostałych cen uwzględnianych we wskaźniku inflacji. Ceny administrowane do pewnego stopnia mogą pozostawać pod wpływem czynników kosztowych, determinujących koszt usług świadczonych przez jednostki budżetowe lub wpływających na decyzje cenowe firm prywatnych, które następnie poddane są regulacjom. Jednak kształtowanie się tych cen wynika także z innych czynników, związanych np. z sytuacją finansową samorządów terytorialnych. Znaczący udział cen administrowanych w koszyku CPI może ograniczać siłę oddziaływania polityki pieniężnej na ogólny wskaźnik inflacji.

Ze względu na szczególny charakter cen administrowanych i ich wpływ na efektywność polityki pieniężnej, NBP monitoruje dynamikę tych cen oraz ich udział we wskaźniku cen towarów i usług konsumpcyjnych publikowanym przez GUS. W tym celu konstruowany jest wskaźnik cen administrowanych oraz wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen administrowanych (jeden z publikowanych przez NBP mierników inflacji bazowej).

¹⁶ Ustawa z dnia 12 maja 2011 r. o refundacji leków, środków spożywczych specjalnego przeznaczenia żywieniowego oraz wyrobów medycznych (Dz. U. z dnia 13 czerwca 2011 r.) wraz z późniejszymi zmianami oraz rozporządzenia Ministra Zdrowia wprowadzające zmiany na liście leków refundowanych.

Tabela R.2.1

Skład wskaźnika cen administrowanych w 2012 r.

Grupa	Waga w CPI w %	Regulator
Energia:	9,41	
Energia elektryczna	4,45	Urząd Regulacji Energetyki: ceny energii elektrycznej dla gospodarstw domowych oraz opłaty za przesył
Gaz	2,56	Urząd Regulacji Energetyki: ceny gazu dla gospodarstw domowych oraz opłaty za przesył
Energia ciepła	2,40	Urząd Regulacji Energetyki
Usługi:	4,59	
Usługi związane z użytkowaniem mieszkania lub domu	3,89	
Czynsze mieszkaniowe (pierwszy dom)		Samorządy terytorialne
Czynsze mieszkaniowe (drugi i następne domy)		Samorządy terytorialne
Zaopatrywanie w wodę		Spółki należące do samorządów terytorialnych
Wywóz nieczystości		Samorządy terytorialne
Usługi kanalizacyjne		Spółki należące do samorządów terytorialnych
Usługi transportowe	0,39	
Pasażerski transport szynowy		Samorządy terytorialne (właściciel części linii regionalnych)
Transport pasażerski mieszany		Samorządy terytorialne
Łączność	0,03	
Usługi pocztowe		Urząd Komunikacji Elektronicznej
Inne usługi	0,27	
Opieka społeczna		Samorządy terytorialne
Pozostałe usługi, gdzie indziej niesklasyfikowane		Rozporządzenia Rady Ministrów, ustawy, decyzje samorządów terytorialnych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Do grupy cen administrowanych są zaliczane te towary i usługi konsumpcyjne, na których ceny w pełni (ang. *fully*) lub w znacznym stopniu (ang. *mainly*) mają wpływ jednostki rządowe (centralne, regionalne, lokalne) lub regulatorzy (Tabela R.2.1)¹⁷. Regulacja może dotyczyć zarówno poziomu cen (np. ceny energii), jak i dopuszczalnego zakresu ich zmiany (np. dopuszczalny wzrost czynszów). W praktyce do wskaźnika cen administrowanych włączane są te grupy cen towarów i usług (na poziomie czterocyfrowej klasyfikacji COICOP), w których udział cen spełniających powyższe kryterium przewyższa 50%¹⁸. Wskaźnik ten nie obejmuje więc wszystkich cen, które są poddane regulacjom, a jedynie te, których waga w danej grupie COICOP jest wystarczająco wysoka. W związku z tym do wskaźnika nie są włączone np. ceny leków refundowanych, opłaty lotniskowe i portowe, abonament radiowy i telewizyjny, czy czesne za przedszkola. Wskaźnik cen administrowanych nie obejmuje również tych cen, które wahają się pod wpływem zmian podatków pośrednich, np. akcyzy (napoje alkoholowe, tytoń, paliwa).

Analizując zmiany cen administrowanych należy w szczególności uwzględnić charakter regulacji. Kształtowanie się pewnych kategorii cen jest bowiem regulowane w celu zmniejszenia skali lub tempa ich możliwych wzrostów. Celem regulatora może być również dążenie do utrzymywania tych cen poniżej cen rynkowych. W Polsce dotyczy to w szczególności cen energii dla gospodarstw domowych.

Ważnym czynnikiem mogącym istotnie wpływać na ceny administrowane jest kształt polityki fiskalnej. Część regulowanych cen i opłat ma bezpośredni wpływ na dochody jednostek administracji państwowej, co oznacza, że w sytuacji zacieśniania polityki fiskalnej prawdopodobne jest pojawienie się presji na wzrost tej kategorii cen. Dynamika cen zależnych od jednostek samorządu terytorialnego (obejmujących w szczególności ceny usług związanych z użytkowaniem mieszkania, transportu miejskiego i kolei regionalnych) średnio w okresie 2010-2012 wyniosła 5,8%, podczas gdy w przypadku pozostałych cen dynamika kształtowała się na poziomie 3,3%.

¹⁷ Szczegóły związane z klasyfikacją cen administrowanych – zob. „Metodologia obliczania miar inflacji bazowej publikowanych przez Narodowy Bank Polski”, <http://nbp.pl/statystyka/bazowa/metodologia.pdf>

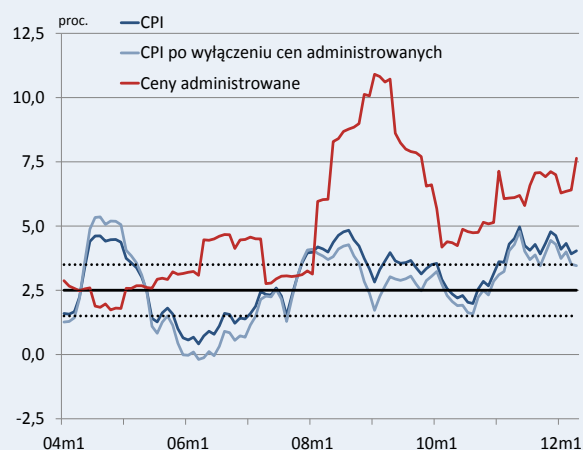
¹⁸ COICOP – Klasyfikacja Spożycia Indywidualnego wg Celu (z ang. *Classification of Individual Consumption according to Purpose*), opracowana przez Wydział Statystyki ONZ na potrzeby badania budżetów gospodarstw domowych przez instytucje statystyczne.

Z punktu widzenia tendencji długookresowych istotne znaczenie dla kształtowania się cen administrowanych ma stopień monopolizacji gospodarki. Im silniejsza monopolizacja, tym bardziej prawdopodobna jest tendencja do wzrostu cen ustalanych przez monopole, przy czym w Polsce, podobnie jak w wielu tzw. nowych krajach członkowskich UE, następuje stopniowy proces deregulacji. Są jednak obszary, gdzie występowanie monopolu jest zjawiskiem trudnym do uniknięcia. Jest tak w szczególności w przypadku transportu miejskiego, czy przesyłu energii elektrycznej. Choć rola tego czynnika w Polsce maleje, to jednak – m.in. ze względu na uwarunkowania historyczne – jest większa niż w krajach, które nie przechodziły procesu transformacji.

Elementem stosunkowo nowym, który może znacząco wpłynąć na ceny administrowane, jest internalizacja kosztów ochrony środowiska związana z wprowadzaniem regulacji przyjętych w UE. Od 2013 r. wejdzie w życie kolejny etap Pakietu Energetyczno-Klimatycznego UE, którego podstawową zasadą będzie aukcyjny system sprzedaży uprawnień do emisji gazów cieplarnianych. Dla Polski oznacza to w szczególności znaczący wzrost kosztów produkcji energii. Przepisy UE nakładają również na Polskę obowiązek dostosowania się do wymogów w zakresie ochrony środowiska, co oznacza konieczność m.in. modernizacji infrastruktury kanalizacyjnej oraz budowy oczyszczalni ścieków. Znaczące koszty tego dostosowania mogą być przenoszone na ceny dla odbiorców końcowych.

Wykres R.2.1

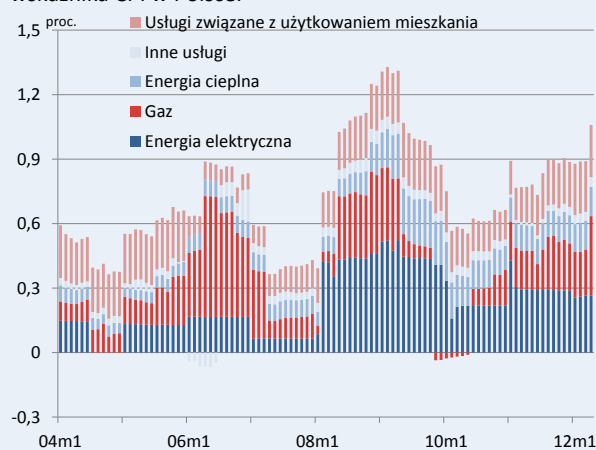
Wskaźnik CPI i jego komponenty w Polsce.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres R.2.2

Wkład poszczególnych kategorii cen administrowanych do wskaźnika CPI w Polsce.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

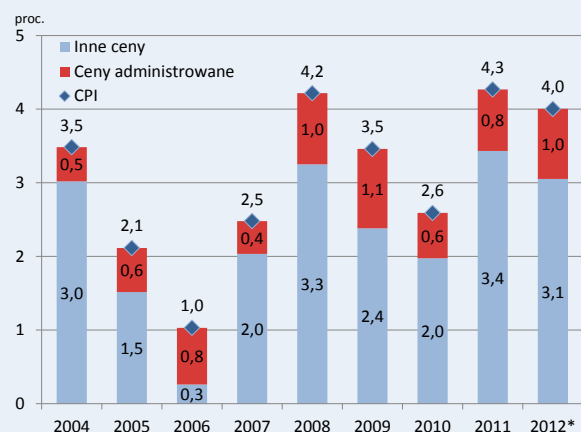
Dynamika cen administrowanych w Polsce jest wysoka. W okresie od stycznia 2004 r. – tj. od momentu, kiedy obowiązuje ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% +/- 1 pkt proc. – do kwietnia 2012 r. wynosiła ona średnio 5,1%, podczas gdy średnia dynamika pozostałych cen kształtowała się na poziomie 2,7% (średni poziom wskaźnika CPI w tym samym okresie to 3,0%). Oznacza to, że przez większość analizowanego okresu tempo wzrostu cen administrowanych kształtowało się na wyższym poziomie niż tempo wzrostu pozostałych cen towarów i usług konsumpcyjnych (Wykres R.2.1, Wykres R.2.2)¹⁹. Biorąc pod uwagę strukturę wskaźnika CPI w latach 2004-2012, wkład cen administrowanych do inflacji ogółem był zawsze dodatni i wahał się w granicach 0,4-1,1 pkt proc. (Wykres R.2.3).

¹⁹ Wyjątek stanowi okres od maja 2004 r. do kwietnia 2005 r., gdy dynamika wielu cen nieregulowanych, zwłaszcza cen żywności oraz cen towarów i usług związanych z mieszkaniem, wzrosła skokowo po przystąpieniu Polski do UE, oraz przełom 2007 i 2008 r., gdy silny wzrost cen surowców na rynkach światowych w 2007 r. najpierw przełożył się na ceny nieadministrowane (zwłaszcza ceny żywności), a dopiero później na ceny administrowane (zwłaszcza ceny energii).

Szczególnie silny wzrost cen administrowanych nastąpił w okresie od I kw. 2008 r. do I kw. 2009 r. Wynikał on przede wszystkim ze wzrostu cen energii (głównie energii elektrycznej i gazu), jak również wzrostu cen niektórych usług (opłat sądowych i adwokackich, usług związanych z użytkowaniem mieszkania oraz usług pocztowych). W 2009 r. dynamika cen administrowanych przejściowo się obniżyła, jednak od początku 2010 r. ceny administrowane ponownie zaczęły silnie wzrastać i przez cały 2011 r. ich dynamika utrzymywała się na relatywnie wysokim poziomie. Również w 2012 r. – ze względu na zrealizowane i oczekiwane podwyżki cen energii elektrycznej, gazu, transportu publicznego, wywozu nieczystości, usług kanalizacyjnych i związanych z zaopatrywaniem w wodę – można oczekiwać, że ceny administrowane będą nadal istotnie podwyższały krajową inflację.

Wykres R.2.3

Struktura wskaźnika CPI w Polsce.

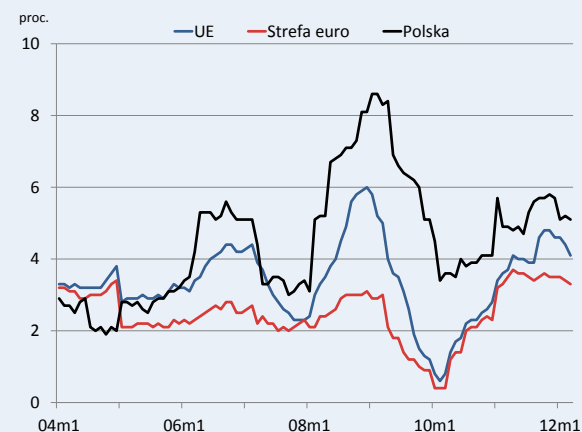


Źródło: Dane Eurostat.

* Dane za okres styczeń – maj 2012 r.

Wykres R.2.4

Dynamika cen administrowanych HICP w Polsce, krajach UE i strefie euro.



Źródło: Dane Eurostat.

Polska nie jest jedynym krajem w Unii Europejskiej, w którym dynamika cen administrowanych utrzymuje się na wysokim poziomie. Wyraźny wzrost cen administrowanych obserwuje się w większości krajów UE, w których regulacji poddane są ceny energii (elektryczności i gazu), choć w przypadku Polski tempo wzrostu tych cen kształtuje się powyżej zarówno średniej dla Unii Europejskiej jak i strefy euro (Wykres R.2.4). Do grupy krajów o relatywnie wysokiej dynamice cen administrowanych zalicza się, z jednej strony, większość krajów Europy Środkowo-Wschodniej, które przystąpiły do UE w 2004 i 2007 r., z drugiej natomiast – część krajów strefy euro (Hiszpanię, Włochy, Francję, Malte), ale także Wielką Brytanię. W części krajów dynamika cen administrowanych mogła być dodatkowo podwyższana w związku z koniecznością istotnego zacieśnienia polityki fiskalnej w ostatnim okresie.

2.1.3. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu

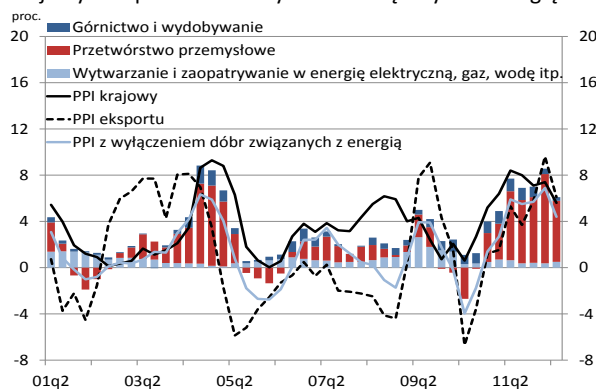
Ceny produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) wzrosły w I kw. 2012 r. o 6,1% wobec wzrostu o 8,6% w poprzednim kwartale²⁰. Spadek rocznej dynamiki PPI wynikał głównie ze spadku dynamiki cen w przetwórstwie przemysłowym.

Na spadek rocznej dynamiki cen w przetwórstwie przemysłowym w I kw. br. wpłynęły aprecjacja złotego oraz jednocześnie obniżenie się dynamiki cen ropy (w ujęciu rocznym) na rynkach światowych.

W I kw. br. dynamika cen producenta na rynku krajowym spadła do 5,6% (z 7,4% w poprzednim kwartale), a na rynku dóbr eksportowanych do

Wykres 2.6

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



Źródło: Dane GUS.

²⁰ W kwietniu br. PPI utrzymał się na poziomie z poprzedniego miesiąca, tj. 4,4% r/r, a w maju br. wyniósł 5,0% r/r.

6,2% (z 9,6% w poprzednim kwartale; Wykres 2.6). Wyższa dynamika cen w bardziej importochłonnym sektorze eksportowym wiąże się z wpływem wcześniejszej deprecjacji kursu złotego na ceny importowanych dóbr pośrednich.

2.1.4. Ceny importu

W IV kw. 2011 r. roczna dynamika cen towarów importowanych wyrażonych w złotych silnie wzrosła (do 14,6% wobec 6,7% w poprzednim kwartale), osiągając najwyższy poziom od 1997 r. Do wzrostu cen importu przyczyniła się przede wszystkim znacząca deprecjacja kursu złotego w IV kw. ub.r. (o 11,0% r/r wobec 0,3% r/r w III kw. 2011 r.)²¹. Wzrosły też ceny towarów importowanych wyrażone w euro (Wykres 2.7), choć tempo ich wzrostu było wyraźnie słabsze niż w poprzednim kwartale.

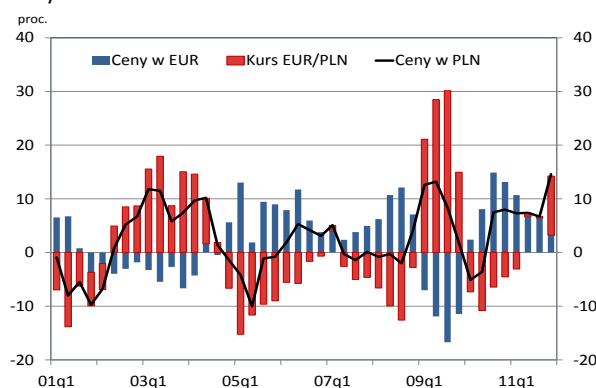
2.1.5. Oczekiwania inflacyjne

Prognozy analityków sektora finansowego dotyczące inflacji w horyzoncie 12 miesięcy nieznacznie obniżyły się od początku br. – z 2,9% w styczniu do 2,7% w czerwcu br. (Wykres 2.8). W tym samym okresie prognozy inflacji średniorocznej w 2012 r. wzrosły z 3,5% do 3,9%, a prognozy na następne lata nie zmieniły się znacząco (na 2013 r. wzrosły odpowiednio z 2,8% do 2,9%, zaś na 2014 r. – z 2,7% w lutym br. do 2,8%).²²

Na podobne oczekiwania dotyczące inflacji średniorocznej w latach 2012-2014 wskazują też wyniki *Ankiety Makroekonomicznej NBP* z marca br.²³ Mediana punktowych prognoz centralnych ankietowanych ekspertów wynosi na 2012 r. 3,7%,

Wykres 2.7

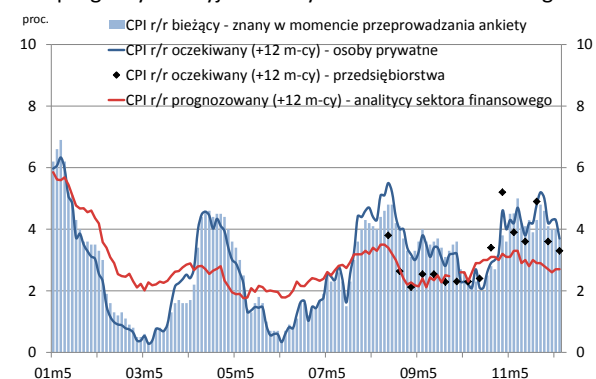
Struktura rocznej dynamiki cen importu wyrażonych w złotych.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.8

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



Źródło: Dane Ipsos, Reuters, GUS, NBP.

Dla osób prywatnych i przedsiębiorstw – miara zobiektywizowana.

²¹ Obliczenia na podstawie danych GUS o wartości importu wyrażonej w PLN i EUR.

²² Inflację średnioroczną w 2014 r. analitycy ankietowani przez firmę Reuters prognozują od lutego br.

²³ *Ankieta Makroekonomiczna NBP* jest przeprowadzana z częstotliwością kwartalną. Uczestniczą w niej eksperci nominowani przez instytucje finansowe, ośrodki badawcze oraz organizacje pracodawców i pracobiorców. Ich prognozy są formułowane w kategoriach probabilistycznych, co pozwala uwzględnić różne scenariusze rozwoju sytuacji gospodarczej i ocenić stopień zgodności prognoz (por. Ramka 3 w poprzedniej edycji *Raportu*). Szczegółowe omówienie wyników ankiety – por. <http://amakro.nbp.pl>

na 2013 r. 2,8% (wobec odpowiednio 3,4% i 2,8% w poprzedniej rundzie ankiety przeprowadzonej w grudniu ub.r.), a na 2014 r. 2,6%. Z kolei z probabilistycznej prognozy zagregowanej (powstałej w wyniku agregacji indywidualnych prognoz przedziałowych) wynika, że o ile w 2012 r. prawdopodobieństwo ukształtowania się średniorocznej inflacji w przedziale odchylenia od celu inflacyjnego, tj. 1,5%-3,5%, wynosi ok. 40%, to w 2013 r. i 2014 r. wzrasta ono do ok. 70% (Tabela 2.2).

Oczekiwanie inflacyjne przedsiębiorstw w horyzoncie 12 miesięcy (miara zobiektywizowana), po wzroście w IV kw. 2011 r. do 4,9%, w I kw. br. obniżyły się do 3,6%, a w II kw. br. do 3,3%. Spadek oczekiwań, podobnie jak ich wcześniejszy wzrost, wynikał w większym stopniu ze zmian struktury odpowiedzi przedsiębiorstw na pytanie ankietowe niż ze zmian bieżącej inflacji²⁴.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* również oczekiwania inflacyjne osób prywatnych obniżyły się, pozostając jednak na stosunkowo wysokim poziomie. Zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, która na przełomie 2011 i 2012 r. wzrosła do ok. 5,0%, w okresie marzec-czerwiec br. spadła do 3,7%. Spadek ten wynikał głównie z wyraźnego obniżenia się bieżącej inflacji znanej osobom ankietowanym podczas przeprowadzania badania. Mimo spadku oczekiwań inflacyjne osób prywatnych były nadal stosunkowo wysokie. Takie kształtowanie się oczekiwań tej grupy podmiotów gospodarczych wynikało prawdopodobnie z tego, że stosunkowo duży wpływ na nie miał równoczesny istotny wzrost cen niektórych kategorii towarów i usług często kupowanych (żywność, paliwa, energia), na które osoby prywatne zwracają stosunkowo dużą uwagę.

Tabela 2.2

Prognozy inflacji CPI otrzymane w wyniku agregacji indywidualnych prognoz przedziałowych (%).

Horyzont	Mediana rozkładu	Przedział 50%	Przedział 90%	Prawdopodobieństwo przedziału 1,5-3,5%
2012	3,7	3,3-4,1	2,7-4,7	37%
2013	2,9	2,4-3,5	1,4-4,5	70%
2014	2,6	2,0-3,3	1,0-4,9	69%

Źródło: Ankieta Makroekonomiczna NBP z marca 2012 r.

²⁴ Pytanie ankietowe adresowane do przedsiębiorstw jest formułowane w odniesieniu do bieżącej inflacji. W ostatnim badaniu brzmiało ono następująco: „W styczniu br. wskaźnik CPI (inflacja) wyniósł 4,1% w relacji rocznej. Zdaniem przedsiębiorstwa w ciągu najbliższych 12 miesięcy ceny: (1) będą rosły szybciej niż dotychczas, (2) będą rosły w tym samym tempie, (3) będą rosły wolniej, (4) pozostaną bez zmian, (5) spadną, (6) nie wiem”.

2.2. Popyt i produkcja

W I kw. 2012 tempo wzrostu PKB obniżyło się. Według wstępnych szacunków GUS dynamika PKB wyniosła 3,5% r/r w I kw. br. wobec 4,3% r/r w IV kw. 2011 r. ub.r. (Wykres 2.9, Tabela 2.3). Zgodnie z szacunkami NBP, w ujęciu kwartalnym tempo wzrostu PKB w I kw. 2012 r. również się obniżyło i wyniosło 0,5% kw/kw w wobec 1,0% kw/kw w IV kw. 2011 r. (po wyeliminowaniu wahań sezonowych).

Do spadku rocznej dynamiki PKB przyczyniło się zarówno spowolnienie wzrostu popytu krajowego (do 2,7% r/r w I kw. 2012 r. wobec 3,2% r/r w IV kw. ub.r.), jak i obniżenie wkładu eksportu netto. Spowolnienie wzrostu popytu krajowego wynikało z obniżenia się dynamiki inwestycji i spożycia publicznego przy utrzymującej się umiarkowanej dynamice konsumpcji prywatnej.

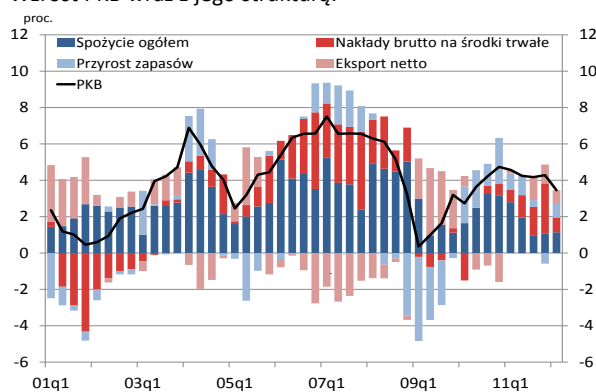
Tempo wzrostu spożycia indywidualnego w I kw. 2012 r. nie zmieniło się w porównaniu z poprzednim kwartałem, natomiast pogłębił się spadek dynamiki spożycia publicznego (do -1,3% r/r w I kw. 2012 r. wobec -0,3% r/r w IV kw. ub.r.). W efekcie dynamika spożycia ogółem obniżyła się do 1,3% r/r w I kw. 2012 r. (wobec 1,5% w IV kw. 2011 r.).

W I kw. 2012 r. spowolnił wzrost inwestycji, co wynikało z obniżenia się dynamiki inwestycji publicznych. Jednocześnie wzrosła dynamika zapasów, wskutek czego wkład tej kategorii do wzrostu PKB był dodatni i wyniósł 0,8 pkt proc. w I kw. br. wobec -0,4% w IV kw. ub.r.

W I kw. 2012 r. dalej obniżała się zarówno dynamika eksportu (do 4,8% r/r wobec 7,9% r/r w IV kw. 2011 r.), jak i tempo wzrostu importu (do 3,2% r/r w I kw. br. wobec 5,0% r/r w IV kw. 2011 r.)²⁵. Silniejszy spadek dynamiki eksportu niż importu przyczynił się do zmniejszenia wkładu

Wykres 2.9

Wzrost PKB wraz z jego strukturą.



Źródło: Dane GUS.

Tabela 2.3

Tempo wzrostu PKB (r/r).

	2008	2009	2010	2011	2011				2012
					q1	q2	q3	q4	q1
PKB (%)	5,1	1,6	3,9	4,3	4,6	4,2	4,2	4,3	3,5
Spożycie ogółem (%)	6,1	2,0	3,4	2,1	3,2	2,4	1,2	1,5	1,3
Nakłady brutto na środki trwałe (%)	9,6	-1,2	-0,4	8,1	5,4	6,8	8,1	9,7	6,7
Przyrost zapasów (pkt proc.)	-1,1	-2,4	2,0	0,4	0,9	1,1	0,4	-0,6	0,8
Eksport netto (pkt proc.)	-0,6	2,7	-0,7	0,7	0,2	0,0	1,3	1,0	0,7

Źródło: Dane GUS.

²⁵ Przedstawione dynamiki pochodzą z rachunków narodowych GUS i mogą się różnić od prezentowanych w rozdziale 2.2.4 *Eksport i import*, gdzie uwzględnione są dane wyrównane sezonowo.

eksportu netto do wzrostu PKB (do 0,7 pkt proc. w I kw. br. wobec 1,0 pkt proc. w IV kw. ub.r.).

2.2.1. Popyt konsumpcyjny

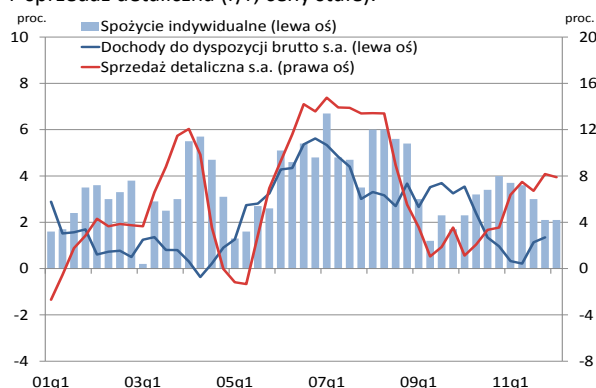
W I kw. br. tempo wzrostu popytu konsumpcyjnego pozostało umiarkowane. Dynamika spożycia indywidualnego nie zmieniła się w I kw. 2012 r. wobec IV kw. 2011 r. i wyniosła 2,1% r/r (Wykres 2.10). Według szacunków NBP w ujęciu kwartalnym tempo wzrostu spożycia indywidualnego nieco wzrosło do 0,5% r/r w I kw. 2012 r. (wobec 0,4% r/r w IV kw. 2011 r.; po wyeliminowaniu wahań sezonowych).

Umiarkowany wzrost popytu konsumpcyjnego związany był z nadal niskim tempem wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w IV kw. ub.r.²⁶ Utrzymanie w tym okresie na niskim poziomie realnej dynamiki dochodów do dyspozycji wynikało z niskiego wzrostu dochodów z pracy najemnej, który był związany z niską dynamiką funduszu płac oraz podwyższonej inflacji²⁷. W kierunku wyższego wzrostu dochodów do dyspozycji oddziaływał zaś relatywnie silny wzrost nadwyżki operacyjnej brutto, który może wskazywać na pewną poprawę sytuacji finansowej w grupie osób fizycznych prowadzących działalność na własny rachunek. Jednocześnie stopa oszczędzania nieco wzrosła w IV kw. ub.r., choć nadal pozostała znacząco niższa od stopy inwestowania (Wykres 2.11)²⁸.

Wzrost konsumpcji w I kw. br. był również ograniczany przez umiarkowaną dynamikę płac i niską dynamikę zatrudnienia (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*), obniżającą się akcją kredytową dla gospodarstw domowych (por. rozdz. 2.6 *Kredyt i pieniądze*) oraz niekorzystne nastroje gospodarstw domowych dotyczące sytuacji gospodarczej

Wykres 2.10

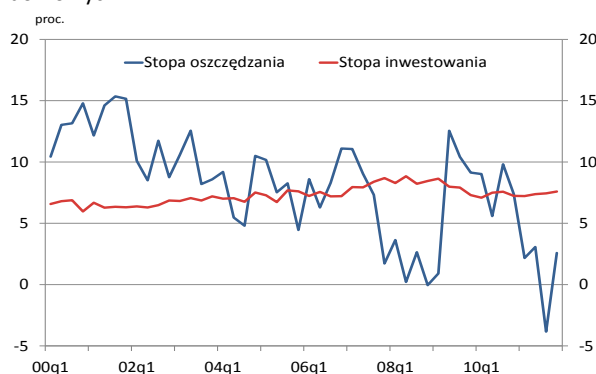
Spożycie indywidualne, dochody do dyspozycji brutto i sprzedaż detaliczna (r/r, ceny stałe).



Źródło: Dane GUS, obliczenia i szacunki NBP.

Wykres 2.11

Stopa oszczędzania i inwestowania w sektorze gospodarstw domowych.



Źródło: Dane GUS, obliczenia i szacunki NBP.

²⁶ Dynamiki dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz ich składowe są oczyszczone z wpływu czynników o charakterze sezonowym.

²⁷ 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.

²⁸ Stopa oszczędzania stanowi relację oszczędności brutto do dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, zaś stopa inwestowania – relację nakładów na środki trwałe brutto do dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych.

widoczne w niskich poziomach wskaźników koniunktury konsumenckiej (Wykres 2.12).

Utrzymaniu umiarkowanego tempa wzrostu spożycia indywidualnego w I kw. 2012 r. towarzyszyła wciąż relatywnie wysoka, choć obniżająca się w kolejnych miesiącach dynamika sprzedaży detalicznej w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 9 osób ²⁹.

2.2.2. Popyt inwestycyjny

W I kw. 2012 r. był kontynuowany wzrost inwestycji, choć roczna dynamika nakładów brutto na środki trwałe obniżyła się (do 6,7% r/r wobec 9,7% r/r w IV kw. 2011 r.).

Spadek dynamiki nakładów inwestycyjnych w gospodarce był efektem obniżenia dynamiki inwestycji publicznych (do 7,5% r/r wobec 10,6% r/r w IV kw. 2011 r.). Jednocześnie nastąpiło przyspieszenie dynamiki inwestycji w sektorze dużych i średnich przedsiębiorstw oraz w sektorze gospodarstw domowych (odpowiednio do 12,3% r/r wobec 8,8% r/r w IV kw. 2011 r. i 11,0% r/r wobec 6,8% r/r w IV kw. 2011 r.; Wykres 2.13).

Po prawie dwóch latach wzrostu, w I kw. 2012 r. dynamika inwestycji przedsiębiorstw w maszyny, urządzenia oraz narzędzia spowolniła i wyniosła 16,6% r/r (wobec 20,9% r/r w IV kw. 2011 r.; Wykres 2.14). Z kolei, tempo wzrostu nakładów na środki transportu w I kw. 2012 r. przyspieszyło do 25,2% r/r (z 10,1% r/r w IV kw. 2011 r.). W I kw. 2012 r. przedsiębiorstwa zwiększały również nakłady inwestycyjne na budynki i lokale (wzrost o 12,9 % r/r wobec 4,3 % w IV kw. 2011 r.).

Wykres 2.12

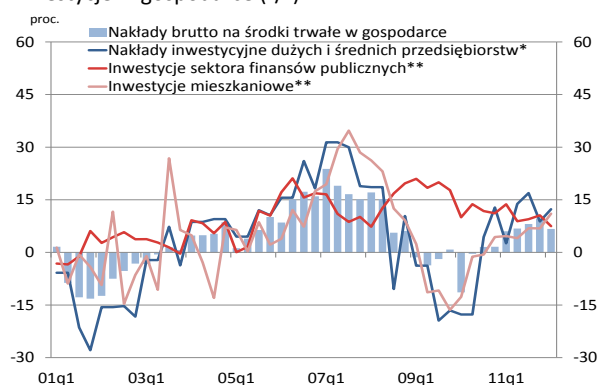
Wskaźniki ufności konsumenckiej.



Źródło: Dane GUS, NBP.

Wykres 2.13

Inwestycje w gospodarce (r/r).



Źródło: Dane GUS i Ministerstwa Finansów, szacunki NBP.

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

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

²⁹ Ukazujące się co miesiąc dane o sprzedaży detalicznej odnoszą się do sprzedaży w przedsiębiorstwach o liczbie pracujących powyżej 9 osób. Natomiast dane o sprzedaży detalicznej ogółem (obejmującej także przedsiębiorstwa zatrudniające 9 osób i mniej) są publikowane tylko dla okresów rocznych. W ostatnich latach tempo wzrostu sprzedaży detalicznej ogółem było istotnie niższe od dynamiki sprzedaży w punktach zatrudniających powyżej 9 osób, co może być związane z przesunięciem się sprzedaży z mniejszych punktów sprzedaży do sklepów wielkopowierzchniowych. W 2011 r. sprzedaż detaliczna ogółem wzrosła o 1,3% r/r, sprzedaż w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 9 osób o 7,3% r/r, zaś dynamika spożycia indywidualnego wyniosła 3,1% r/r.

Z częstotliwością miesięczną dostępne są także dane o obrotach w handlu detalicznym, obejmującym pełną zbiorowość przedsiębiorstw. Dane te są jednak słabiej związane z wielkością konsumpcji niż dane o sprzedaży detalicznej. Stąd w *Raporcie* omawiane są dane o sprzedaży detalicznej.

Według badań koniunktury NBP, w I kw. 2012 r. udział przedsiębiorstw planujących w perspektywie kwartału rozpoczęcie nowych inwestycji wzrósł w stosunku do poprzedniego kwartału (do 23,9% wobec 20,9% w IV kw. 2011 r.; po wyrównaniu sezonowym). Wzrost odsetka firm planujących nowe inwestycje w II kw. 2012 r. można wiązać ze wzrostem stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych w I kw. br. (Wykres 2.16), korzystną sytuacją finansową przedsiębiorstw, a także polepszeniem w części przedsiębiorstw ocen dotyczących popytu (por. rozdz. 2.3 *Sytuacja finansowa przedsiębiorstw*). Wyższy odsetek firm planujących nowe inwestycje – podobnie jak w poprzednich kwartałach – odnotowano przede wszystkim wśród dużych przedsiębiorstw, które jednocześnie informują o planowanym zwiększeniu wartości nowych projektów inwestycyjnych, co powinno ograniczać spadek dynamiki inwestycji w II kw. 2012 r.

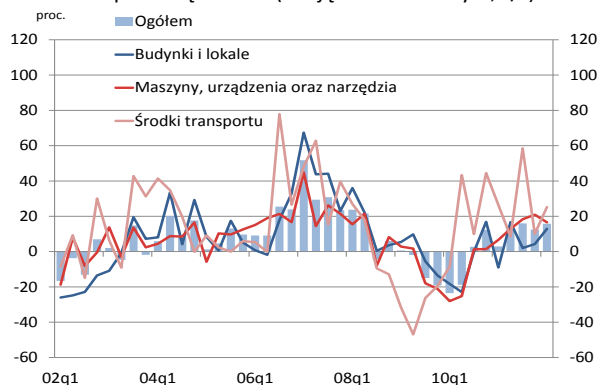
Równocześnie, pomimo podwyższenia wskaźnika nowych inwestycji, utrzymał się on poniżej wieloletniej średniej. Wiele przedsiębiorstw wciąż wstrzymywało się z podejmowaniem inwestycji. Wstrzymywanie się znacznej części firm z podjęciem aktywności inwestycyjnej związane było w szczególności z wysoką niepewnością dotyczącą przyszłej sytuacji gospodarczej³⁰.

2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych

W okresie styczeń-maj 2012 r. deficyt budżetu państwa wyniósł ok. 27,0 mld zł i był wyższy niż w analogicznym okresie ub.r. (23,7 mld zł)³¹. Dochody ogółem budżetu państwa wzrosły w okresie styczeń-maj br. o 5,2% r/r. Dochody podatkowe wzrosły przy tym słabiej (o 4,9% r/r), a ich dynamika ukształtowała się wyraźnie poniżej poziomu zakładanego w *Ustawie budżetowej*. Relatywnie niski stopień realizacji dochodów

Wykres 2.14

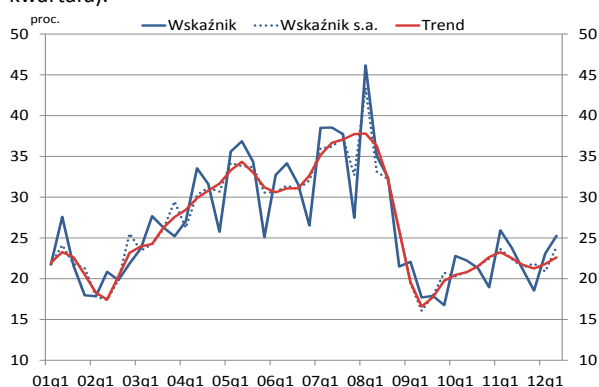
Nakłady brutto na środki trwałe w sektorze dużych i średnich przedsiębiorstw (w ujęciu nominalnym, r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.15

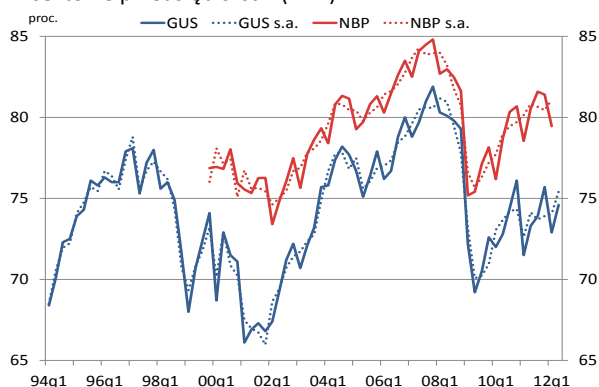
Wskaźnik nowych inwestycji (odsetek przedsiębiorstw planujących rozpocząć nowe inwestycje w perspektywie kwartału).



Źródło: Badania koniunktury NBP.

Wykres 2.16

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



Źródło: Dane GUS, badania koniunktury NBP.

Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych na podstawie badań koniunktury GUS jest wyraźnie niższy od tego, który wynika z badań ankietowych NBP, jednak zmiany tego wskaźnika są podobne w obu badaniach. Różnica poziomu jest spowodowana uwzględnianiem w obu badaniach różnych prób przedsiębiorstw. Różnica może również wynikać z faktu nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP, podczas gdy próba GUS jest reprezentatywna co do wielkości przedsiębiorstw.

³⁰ Por. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2012, NBP.

³¹ Realizacja deficytu budżetu państwa w stosunku do planu wyniosła 77% kwoty założonej na 2012 r., wobec 94% całorocznego wykonania po maju 2011 r.

podatkowych wynikał przede wszystkim z niskiej dynamiki wpływów z VAT, do czego przyczyniać się mogła obniżająca się dynamika produkcji przemysłowej. Wydatki budżetu państwa zwiększyły się w analizowanym okresie o 6,7% r/r. W kierunku zwiększenia wydatków oddziaływało zwiększenie kosztów obsługi długu oraz wzrost składki do budżetu UE, związany z innym niż w 2011 r. harmonogramem płatności z tego tytułu. Po pierwszym kwartale 2012 r. państwowy dług publiczny wynosił 824,3 mld zł i był o 9,0 mld zł wyższy, niż na koniec 2011 r.

W I kw. 2012 r. jednostki samorządu terytorialnego (JST) zanotowały nadwyżkę w wysokości 6,2 mld zł, tj. o 1,7 mld zł niższą niż w I kw. 2011 r. Zmniejszenie nadwyżki wynikało głównie z niskiego poziomu dochodów z tytułu podatku dochodowego od osób prawnych, co związane było z późniejszym terminem rozliczenia tego podatku w br. (początek kwietnia wobec końca marca w ub.r.). Wzrost wydatków ogółem samorządów wynikał natomiast przede wszystkim ze zwiększenia kosztów wynagrodzeń i ich pochodnych³². Zadłużenie jednostek samorządu wyniosło na koniec I kw. 2012 r. 64,5 mld zł i było nieco niższe niż na koniec 2011 r. (65,8 mld zł).

Sytuacja finansowa Funduszu Ubezpieczeń Społecznych była w pierwszych miesiącach br. korzystna, do czego przyczyniała się wysoka dynamika składek na ubezpieczenie społeczne, związana z podwyżką składki rentowej od lutego br. W efekcie możliwa była spłata całości zadłużenia ZUS wobec banków komercyjnych. W I kw. 2012 r. poprawiła się także sytuacja finansowa Funduszu Pracy oraz NFZ, których nadwyżki finansowe były nieco większe niż w analogicznym okresie 2011 r.

W ramach rozpoczętego w 2011 r. procesu zacieśnienia fiskalnego, w 2012 r. oczekiwane jest dalsze znaczące ograniczenie nierównowagi w finansach publicznych. Według *Programu*

³² Wzrost pochodnych od wynagrodzeń związany był w znacznej mierze z podwyżką składki rentowej.

konwergencji. Aktualizacja 2012, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA95 ma zostać ograniczony w 2012 r. do 2,9% PKB (wobec 5,1% w 2011 r.). Do realizacji tego celu przyczyniać się ma działanie reguły wydatkowej w budżecie państwa ograniczającej tempo wzrostu wydatków elastycznych oraz reguł fiskalnych na szczeblu samorządowym, a także przyjęte w 2011 r. oraz 2012 r. zmiany legislacyjne zwiększające dochody sektora instytucji rządowych i samorządowych (przede wszystkim przesunięcie części składek z OFE do FUS, wprowadzenie podatku od kopalin, podwyżka składki rentowej).

Ramka 3. Dług publiczny po światowym kryzysie gospodarczym

W czasie globalnego kryzysu gospodarczego, dług publiczny wyraźnie wzrósł w niemal wszystkich państwach UE, w tym również w Polsce. Recesja odnotowana w większości państw rozwiniętych bezpośrednio przyczyniła się do wzrostu relacji długu do PKB poprzez spadek mianownika tej relacji i gwałtowny wzrost deficytów finansów publicznych w efekcie obniżenia dochodów podatkowych. Szereg krajów dodatkowo podejmowało dyskrejoną ekspansję fiskalną mającą na celu pobudzenie łącznego popytu. Ponadto, w części krajów UE dług publiczny wzrósł także na skutek kosztów rządowego wsparcia dla sektora finansowego – np. w Irlandii koszty te wyniosły ponad 20% PKB. W następstwie tych zjawisk, niektóre kraje peryferyjne strefy euro stoją obecnie przed wyzwaniem fiskalnymi o bezprecedensowej skali, stawiając pod znakiem zapytania możliwość powrotu finansów publicznych na stabilną ścieżkę. Niepewność dotycząca przyszłości finansów publicznych wywołała wzmożoną awersję rynków finansowych wobec ryzyk fiskalnych i uczyniła przywrócenie stabilności polityki fiskalnej oraz obniżenie długu publicznego do bezpiecznych poziomów, pierwszoplanowym wyzwaniem dla polityki gospodarczej.

Jak wskazuje teoria ekonomii oraz doświadczenia historyczne, wysoki poziom długu publicznego może negatywnie wpływać na gospodarkę na wiele sposobów, w szczególności:

- powodując wzrost stóp procentowych w gospodarce, co ogranicza możliwości finansowania inwestycji prywatnych (Laubach, 2009);
- zwiększając podatność finansów publicznych na szoki makroekonomiczne – wyższy poziom długu oznacza silniejsze przełożenie wzrostu stóp procentowych lub spowolnienia wzrostu PKB na wzrost deficytu finansów publicznych;
- przy wyższym poziomie długu publicznego, zahamowanie jego dalszego narastania wymaga osiągnięcia wyższej nadwyżki pierwotnej w finansach publicznych³³ (saldo budżetowe bez kosztów obsługi długu), co wymaga nałożenia przez państwo większych obciążeń podatkowych na gospodarkę przy niższym poziomie zapewnianych usług publicznych;
- wysoki poziom długu publicznego do zrefinansowania w danym roku zwiększa ryzyko, że w sytuacji turbulencji na rynkach lub wystąpienia efektu zarażania, nawet krótkotrwałe zaburzenie w dostępie do finansowania rynkowego poważnie utrudni finansowanie potrzeb pożyczkowych (Das i in., 2010).

W ostatnich latach opublikowano szereg badań empirycznych wskazujących na negatywny wpływ długu publicznego na wzrost gospodarczy powyżej określonego krytycznego poziomu długu, wynoszącego ok. 70%-90% PKB, w zależności od badania (np. Reinhart i Rogoff, 2010 oraz Kumar i Woo, 2010). W innych opracowaniach (np. Daniel i in., 2004) próbowano określić bezpieczny poziom długu publicznego badając przypadki

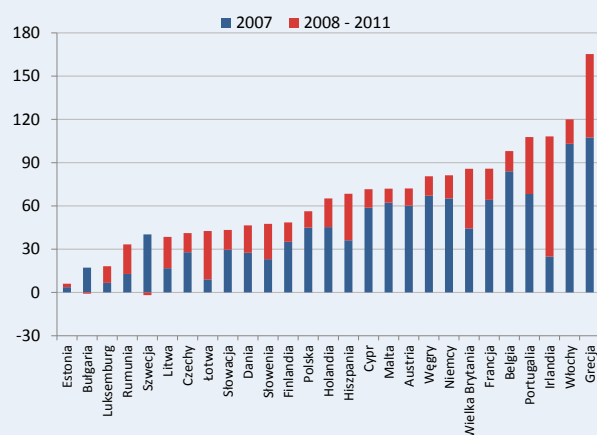
³³ Przy założeniu, że stopa oprocentowania długu przewyższa tempo wzrostu PKB.

niewypłacalności rządów, przy czym tego rodzaju kryzysy miały miejsce praktycznie wyłącznie w krajach rynków wschodzących oraz rozwijających się. Natomiast w krajach rozwiniętych po II wojnie światowej nie było takich przypadków³⁴, co utrudnia wnioskowanie na temat bezpiecznego poziomu długu publicznego w obecnych warunkach. Międzynarodowy Fundusz Walutowy (IMF, 2011) stwierdza, że analizy stabilności długu publicznego powinny w większym niż dotychczas stopniu zwracać uwagę na jego poziom, a nie tylko dynamikę. Jednocześnie jednak, autorzy ci uznają, że duża rozbieżność wyników badań empirycznych nie pozwala na jednoznaczne określenie progowych wartości długu w tego typu analizie. W związku z tym, proponują przyjąć próg 60% PKB jako poziom powyżej którego niezbędna jest bardziej wnikliwa analiza ryzyka dla stabilności finansów publicznych, choć jego przekroczenie nie powinno być interpretowane jako automatycznie grożące niewypłacalnością.

W Polsce w okresie światowego kryzysu gospodarczego również nastąpił wyraźny wzrost deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych, który w 2010 r. osiągnął poziom 7,8% PKB. Przyczyniło się to do narastania długu publicznego, który w 2011 r. osiągnął poziom 858,9 mld zł, tj. 56,3% PKB (w ujęciu ESA95). Skala przyrostu długu publicznego w czasie kryzysu była jednak wyraźnie niższa niż w większości państw UE, do czego głównie przyczyniło się utrzymanie przez Polskę przez cały okres kryzysu dodatniej dynamiki PKB. Przyrost długu w relacji do PKB w okresie 2008-2011 wyniósł w Polsce 11,3 pkt proc. (Wykres R.3.1, Wykres R.3.2), podczas gdy średnio w UE było to 24,0 pkt proc., zaś w strefie euro 21,6 pkt proc.

Wykres R.3.1

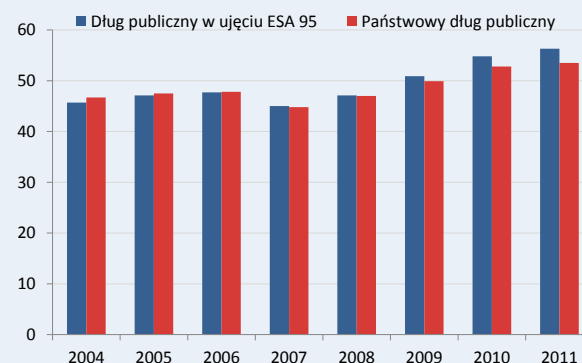
Dług publiczny w krajach UE przed kryzysem i obecnie (ESA95, %PKB).



Źródło: Komisja Europejska (AMECO).

Wykres R.3.2

Dług publiczny w Polsce wg metodologii krajowej oraz ESA95 (%PKB).



Źródło: Ministerstwo Finansów.

Polska należy do nielicznych państw, w których istnieją instytucjonalne mechanizmy zapobiegania narastaniu długu publicznego. Takim mechanizmem jest zapisany w Konstytucji RP limit długu publicznego wynoszący 60% PKB. Towarzyszą mu wyznaczone w *Ustawie o finansach publicznych* tzw. progi ostrożnościowe, wymuszające podjęcie działań zaradczych w przypadku przekroczenia przez dług poziomu 50% PKB oraz 55% PKB. Do 2007 r. Polska była jedynym obok Niemiec³⁵ krajem w UE posiadającym zapisaną w konstytucji regułę fiskalną obejmującą cały sektor finansów publicznych lub przynajmniej jego podsektor centralny (European Commission, 2010). W

³⁴ W przypadku Austrii, Grecji, Japonii, Niemiec i Włoch w latach powojennych podpisywano umowy restrukturyzacyjne, które dotyczyły epizodów niewypłacalności rozpoczętych jeszcze przed wojną lub w jej trakcie (Borensztein i Panizza, 2008).

³⁵ Od 1969 r. w niemieckiej konstytucji zapisana była tzw. „złota reguła” finansów publicznych (zadłużanie się możliwe jedynie w celu sfinansowania inwestycji). W połowie 2009 r. uchwalone zostały przepisy, na mocy których zostanie ona zastąpiona tzw. „hamulcem długu” (*Schuldenbremse*). Reguła przewiduje, że deficyt strukturalny szczebla federalnego nie może przekroczyć 0,35% PKB, zaś w przypadku krajów związkowych wynik w ujęciu nominalnym powinien być co najmniej zrównoważony.

2007 r. w Szwecji wprowadzono konstytucyjną regułę strukturalnej nadwyżki budżetowej wynoszącej 1% PKB. W 2011 r. uchwalone zostały przepisy wpisujące do konstytucji reguły fiskalne limitujące poziom długu na Węgrzech, Słowacji, w Bułgarii oraz Hiszpanii³⁶.

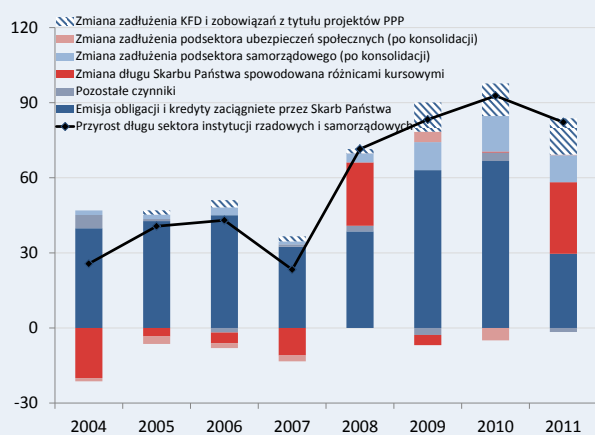
Konstytucyjna reguła długu oraz progi ostrożnościowe *Ustawy o finansach publicznych* odnoszą się do państwowego długu publicznego, który jest kategorią zdefiniowaną w *Ustawie o finansach publicznych*. Wielkość ta jest obliczana według nieco innej metodologii niż dług sektora instytucji rządowych i samorządowych obliczany zgodnie z metodologią europejskiego systemu rachunków narodowych ESA95. Pomiędzy tymi podejściami występują następujące różnice:

- Zakres instytucjonalny sektora finansów publicznych. W przypadku państwowego długu publicznego, o zakresie sektora decyduje kryterium prawne – *Ustawa o finansach publicznych* tworzy zamknięty katalog jednostek należących do sektora. Natomiast przyporządkowanie poszczególnych jednostek do sektorów instytucjonalnych w ramach systemu rachunków narodowych ESA95 dokonywane jest w oparciu o realizowane przez nie funkcje. W praktyce oznacza to, że pewne jednostki, niezaliczone do sektora finansów publicznych według definicji krajowej, ale realizujące funkcje rządu, uznawane są za podmioty sektora instytucji rządowych i samorządowych. Przykładem takiego podmiotu jest Krajowy Fundusz Drogowy (KFD), którego zadłużenie na koniec 2011 r. wyniosło 36,4 mld zł i było najistotniejszym źródłem różnicy pomiędzy wysokością państwowego długu publicznego a długiem publicznym w ujęciu ESA95.
- Inne ujęcie zobowiązań wymagalnych. Zgodnie z *Ustawą o finansach publicznych*, zaciągane przez jednostki sektora finansów publicznych zobowiązania wymagalne, stanowią część państwowego długu publicznego. Natomiast w ujęciu ESA95, zobowiązania wymagalne nie są włączane do długu publicznego.

W ostatnich latach różnica pomiędzy państwowym długiem publicznym a długiem w ujęciu ESA95 uległa zwiększeniu (Wykres R.3.2). Było to głównie efektem wzrostu zadłużenia KFD, na rzecz którego Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK) emitował obligacje infrastrukturalne oraz zaciągał kredyty w Europejskim Banku Inwestycyjnym.

Wykres R.3.3

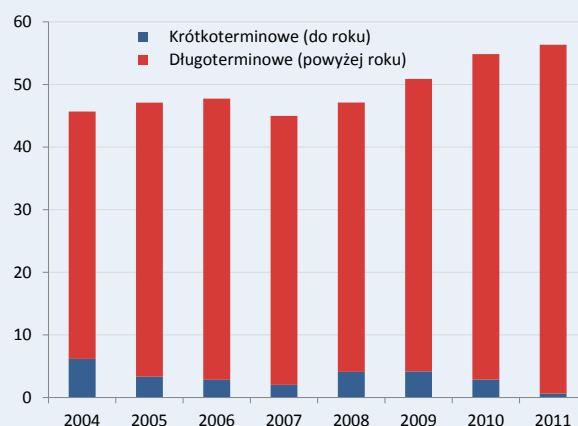
Źródła zmian długu publicznego w ujęciu ESA95 (mld zł).



Źródło: Ministerstwo Finansów.

Wykres R.3.4

Struktura terminowa długu publicznego w ujęciu ESA95 wg pierwotnego terminu zapadalności (%PKB).



Źródło: Ministerstwo Finansów.

³⁶ Debata nad wprowadzaniem nowych reguł fiskalnych toczy się także w innych krajach UE, a w szczególności w państwach strefy euro. Zgodnie z przyjętym w marcu 2012 r. Traktatem o Stabilności, Koordynacji i Zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej (powszechnie nazywanym „paktem fiskalnym”), państwa strefy euro zobowiązane będą (po ratyfikacji Traktatu) do zapisania w ustawodawstwie krajowym, w miarę możliwości rangi konstytucyjnej, wyznaczonych w Traktacie reguł dyscyplinujących finanse publiczne. Zgodnie z tymi regułami, saldo sektora finansów publicznych musi być zbliżone do zrównoważonego, dług publiczny przekraczający 60% PKB musi być ograniczany w stosownym tempie, zaś w przypadku odchylenia od tych zasad powinien zostać automatycznie uruchomiony mechanizm korygujący. Państwa, które przystąpiły do Traktatu, ale nie należą do strefy euro, w tym Polska, będą zobowiązane do stosowania zasad dyscyplinujących Traktatu dopiero w momencie przystąpienia do strefy euro, natomiast mogą je wdrożyć w życie wcześniej na zasadzie dobrowolności.

Na przyrost długu publicznego w ujęciu ESA95 w 2011 r. istotnie wpłynęła deprecjacja kursu złotego oraz wzrost zadłużenia KFD i zobowiązań z tytułu projektów realizowanych w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego. Wzrosło także zadłużenie podsektora samorządowego, choć w mniejszym stopniu niż w latach 2009-2010, kiedy samorządy terytorialne realizowały na rekordową skalę projekty inwestycyjne. Natomiast kwota wyemitowanych obligacji oraz zaciągniętych kredytów przez Skarb Państwa była wyjątkowo niska na tle poprzednich lat (Wykres R.3.3). Przyczyniło się do tego jednorazowe obniżenie potrzeb pożyczkowych o 24,5 mld zł w efekcie wprowadzenia instrumentu zarządzania płynnością sektora publicznego. W 2011 r. nastąpił także spadek udziału zadłużenia krótkoterminowego w długu publicznym, sprzyjający wydłużaniu średniej zapadalności długu i jego bezpiecznemu refinansowaniu w przyszłości (Wykres R.3.4).

Bibliografia

Borensztein E., Panizza U., *The Costs of Sovereign Default*, IMF Working Paper 08/238, 2008
 Daniel J.A., Callen T., Terrones M., Debrun X., Allard C., (2004) *Public debt in emerging markets: is it too high?*, Banca d'Italia Public Finance Workshop proceedings.
 Das U. S., Papaioannou M., Pedras G., Ahmed F., and Surti J., *Managing Public Debt and its Financial Stability Implications*, IMF Working Paper 10/280, 2010.
 European Commission database on numerical fiscal rules
http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/fiscal_governance/documents/fiscal_rules_2010_en.xls, 2010
 International Monetary Fund, (2011) *Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis*, Policy Paper.
 Kumar M., Woo J., *Public Debt and Growth*, IMF Working Paper 10/174, 2010.
 Laubach, T. *New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt*, Journal of the European Economic Association, 7: 858–885, 2009.
 Reinhart C., Rogoff K. *Growth In a Time of Debt*, NBER Working Paper 16539, 2010.

2.2.4. Eksport i import

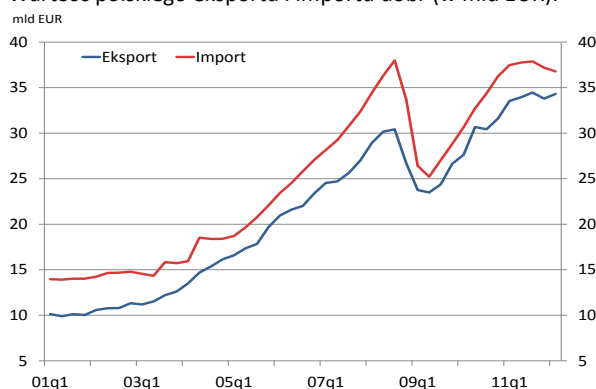
W I kw. 2012 r. wzrost handlu zagranicznego Polski wyraźnie spowolnił wobec IV kw. 2011 r.³⁷ Dynamika eksportu wyhamowała do 1,3% r/r wobec 6,7% r/r w poprzednim kwartale. Wielkość importu obniżyła się I kw. 2012 r. o 0,4% r/r po wzroście o 1,8% r/r w IV kw. 2011 r. (Wykres 2.17).

Do obniżenia dynamiki eksportu w I kw. 2012 r. przyczynił się przede wszystkim spadek sprzedaży do strefy euro o 2,3% r/r, wobec wzrostu w IV kw. 2011 r. o 3,7% r/r (Wykres 2.18). Spadek eksportu do strefy euro dotyczył dóbr konsumpcyjnych oraz pośrednich, co związane było z osłabieniem konsumpcji oraz spowolnieniem wzrostu obrotów w handlu zagranicznym strefy euro. Jednocześnie wzrosła sprzedaż dóbr inwestycyjnych do strefy euro.

Dynamika eksportu do krajów spoza strefy euro w I kw. 2012 r. spowolniła (do 5,7% r/r wobec 10,3% r/r w IV kw. 2011 r.), pomimo znacznego wzrostu

Wykres 2.17

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



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

³⁷ Analiza wartości polskiego eksportu i importu w tym podrozdziale oparta jest na danych GUS (w EUR) po usunięciu czynników sezonowych.

sprzedaży do krajów b. ZSRR (głównie Rosji i Ukrainy).

Z powodu szczególnie silnego wyhamowania dynamiki eksportu dóbr, których produkcja jest wysoce importochłonna, import dóbr pośrednich obniżył się w I kw. 2012 r. o 4,9% r/r (wobec wzrostu o 1,0% r/r w IV kw. ub.r.)³⁸. Jednocześnie, w dalszym ciągu spadał import dóbr finalnych, zarówno inwestycyjnych, jak i konsumpcyjnych, do czego mogło przyczynić się osłabienie wzrostu popytu wewnętrznego oraz wcześniejsza deprecjacja złotego. W kierunku ograniczenia spadku wartości importu oddziaływało zwiększenie wartości importu surowców i paliw w następstwie wzrostu cen tych produktów na rynkach światowych.

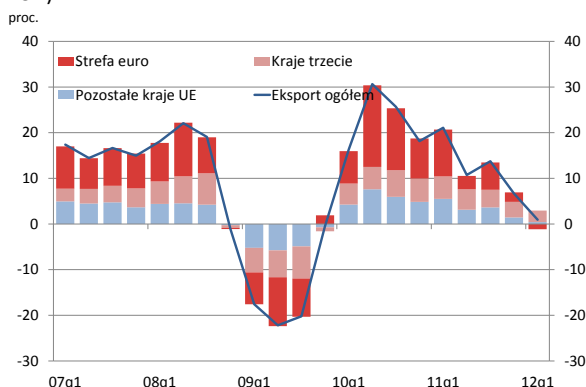
W I kw. 2012 r. doszło do aprecjacji nominalnego i realnego efektywnego kursu złotego (Wykres 2.19). Pomimo to konkurencyjność cenowa polskiego eksportu pozostała wysoka, co potwierdzają badania koniunktury NBP. Zgodnie z nimi, pomimo spadku rentowności eksportu w I kw. 2012 r. wobec IV kw. 2011 r., kurs rynkowy pozostał istotnie niższy od deklarowanego przez przedsiębiorców kursu granicznego, a opłacalność eksportu – wysoka (Wykres 2.20).

2.2.5. Produkcja

W I kw. 2012 r. wzrost wartości dodanej brutto spowolnił (do 3,2% r/r wobec 3,8% r/r w IV kw. ub.r.), do czego głównie przyczyniło się obniżenie tempa wzrostu wartości dodanej brutto w przemyśle³⁹. Jednocześnie wszystkie główne sektory produkcji wniosły dodatnie wkłady do wzrostu wartości dodanej brutto (Wykres 2.21).

Wykres 2.18

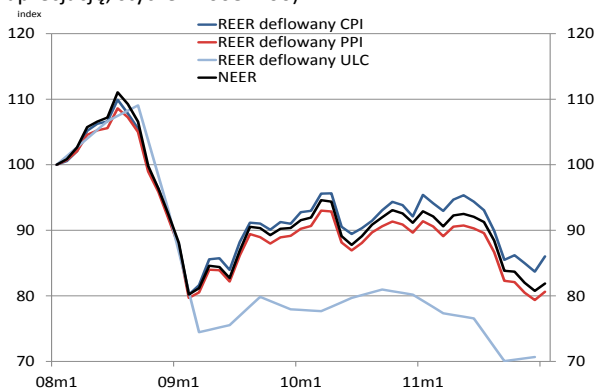
Dekompozycja geograficzna rocznej dynamiki eksportu (w mld EUR).



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Wykres 2.19

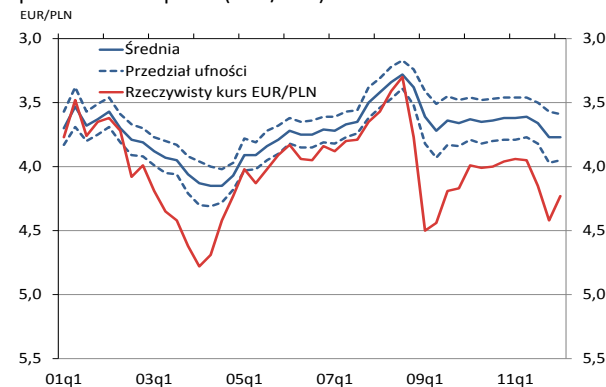
Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację; styczeń 2008=100).



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)?”.

³⁸ Do dóbr charakteryzujących się znaczną importochłonnością należą dobra inwestycyjne, samochody osobowe, towary konsumpcyjne trwałego użytku.

³⁹ Informacje o produkcji sprzedanej, portfelu zamówień, wskaźniku PMI, produkcji budowlano-montażowej oraz portfelu zamówień w budownictwie odnoszą się do danych po usunięciu czynników sezonowych.

W okresie styczeń-maj br. istotnie obniżyło się tempo wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu, czemu towarzyszyło dalsze pogorszenie danych dotyczących portfela zamówień oraz spadek wskaźnika PMI, co wskazuje na osłabienie się koniunktury w tym sektorze (Wykres 2.22).

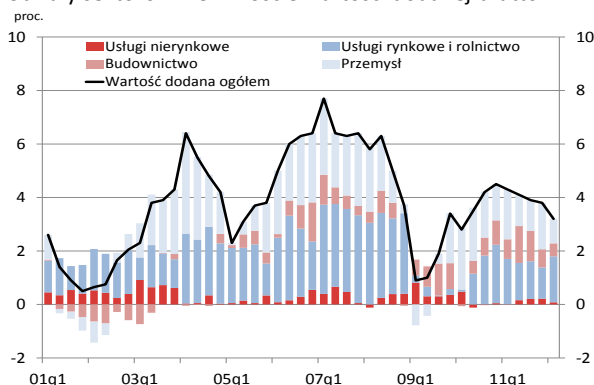
Również dane dotyczące budownictwa mogą świadczyć o osłabieniu koniunktury. Roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej oraz portfela zamówień w budownictwie istotnie spadły pomiędzy styczniem a maj br. (Wykres 2.23).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* pewne oznaki pogorszenia koniunktury pojawiły się także w sektorze usług rynkowych. Dynamika sprzedaży hurtowej (w ujęciu nominalnym) spowolniła i wyniosła 4,3% r/r w okresie styczeń-kwiecień br. wobec 13,4% r/r w 2011 r. Jednocześnie w kolejnych miesiącach 2012 r. obniżała się dynamika sprzedaży detalicznej w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 9 osób (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt konsumpcyjny*)⁴⁰. Nieznacznie przyspieszyło natomiast tempo wzrostu sprzedaży usług w jednostkach transportu ogółem, które wyniosło (w ujęciu realnym) 8,3% w I kw. 2012 r. wobec 8,0% r/r w 2011 r.

Kształtowanie się wyprzedzających wskaźników koniunktury GUS wskazuje na utrzymanie w ostatnich miesiącach niekorzystnych ocen przedsiębiorstw dotyczących przyszłej sytuacji gospodarczej (Wykres 2.24). Większość wskaźników dotyczących prognoz sytuacji gospodarczej w poszczególnych sekcjach kształtuje się na poziomie niższym od wieloletniej średniej. Jednocześnie badania koniunktury NBP wskazują na pewną poprawę oceny bieżącej sytuacji ekonomicznej i prognoz popytu przez przedsiębiorstwa⁴¹.

Wykres 2.21

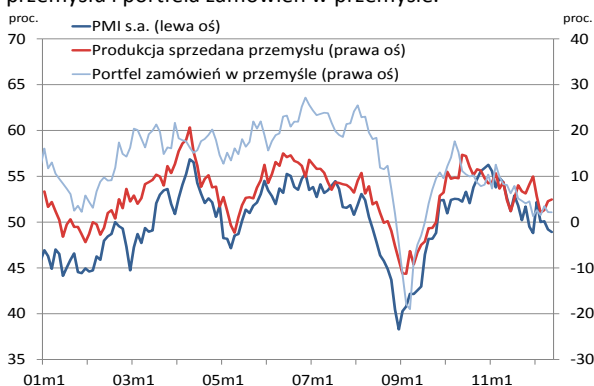
Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.22

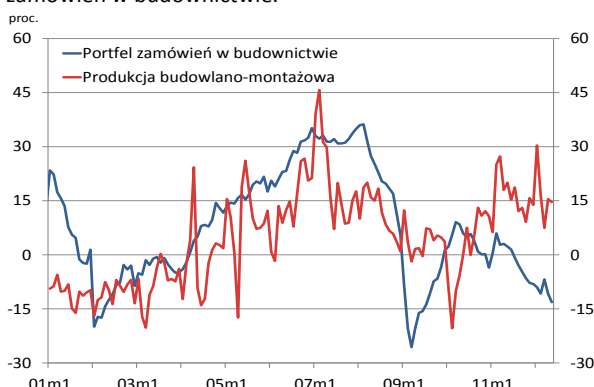
Wskaźnik PMI oraz roczne dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i portfela zamówień w przemyśle.



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).

⁴⁰ Miesięczne dane o sprzedaży detalicznej nie w pełni odzwierciedlają dynamikę zmian sprzedaży detalicznej ogółem. Por. przypis 28.

⁴¹ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2012, NBP.

2.3. Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw

W I kw. 2012 r. sytuacja finansowa przedsiębiorstw pozostała dobra, choć nieco pogorszyła się w stosunku do IV kw. 2011 r.

W IV kw. 2011 r. wynik finansowy brutto przedsiębiorstw wzrósł w stosunku do III kw. 2011 r. Poprawa ta wynikała głównie z istotnego wzrostu wyniku na działalności finansowej, przy pewnym obniżeniu wyniku na sprzedaży związanym głównie ze znacznym wzrostem kosztów materiałów i surowców (Wykres 2.25). Płynność przedsiębiorstw utrzymała się na wysokim poziomie, czemu sprzyjał szybki wzrost środków pieniężnych.

W I kw. 2012 r., wobec silnego wzrostu przychodów finansowych i pozostałych przychodów operacyjnych wzrost przychodów ogółem utrzymał się na wysokim poziomie, pomimo pewnego spowolnienia wynikającego głównie ze spadku dynamiki sprzedaży zagranicznej związanego z dalszym osłabieniem popytu ze strony głównych partnerów handlowych Polski (por. rozdz. 2.2.4 *Eksport i import*, Wykres 2.26).

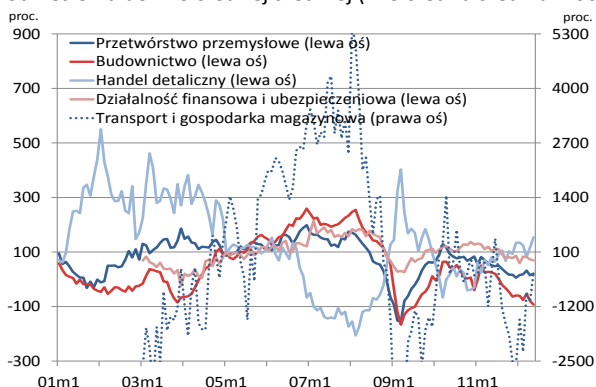
Spowolnieniu przychodów, w I kw. 2012 r. towarzyszył spadek dynamiki kosztów przedsiębiorstw, szczególnie silny w przypadku kosztów surowców importowanych, do czego przyczyniła się aprecjacja złotego w tym okresie (Wykres 2.26).

W I kw. 2012 r. obniżyła się rentowność sprzedaży. Pomimo tego spadku, rentowność obrotu netto sektora przedsiębiorstw pozostawała na stosunkowo wysokim poziomie, do czego przyczyniały się dodatnie wyniki na działalności finansowej oraz pozostałej działalności operacyjnej.

W I kw. 2012 r., według wstępnych danych GUS, wskaźnik płynności I stopnia przedsiębiorstw

Wykres 2.24

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



Źródło: Badania koniunktury GUS.

Tabela 2.4

Wybrane wskaźniki efektywności finansowej w sektorze przedsiębiorstw.

proc.	2008	2009	2010	2011				2012
				q1	q2	q3	q4	q1
Wskaźnik rentowności sprzedaży	5,0	5,0	5,2	5,3	5,5	5,6	4,7	4,4
Wskaźnik rentowności obrotu netto	3,3	4,1	4,4	4,3	6,1	3,7	4,1	4,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	47,5	46,9	47,1	47,3	47,6	48,2	48,8	48,3
Wskaźnik pokrycia odsetek z tytułu kredytów i pożyczek	9,1	11,2	12,1	12,7	12,7	11,3	11,6	10,5
dane na koniec okresu								
Wskaźnik płynności I stopnia	0,34	0,39	0,40	0,39	0,38	0,37	0,38	0,34

Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.25

Wynik finansowy brutto przedsiębiorstw i jego składowe



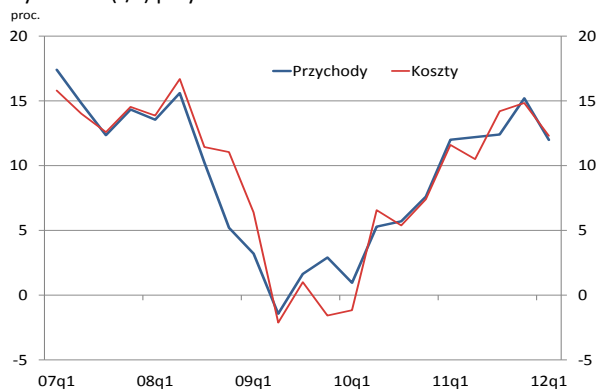
Źródło: Dane F-01/I-01 GUS. Obliczenia NBP.

obniżył się, co wynikało głównie z silnego spadku krótkoterminowych inwestycji w jednostkach powiązanych⁴². Spadek płynności nie dotyczył wszystkich grup przedsiębiorstw. Podczas gdy płynność dużych firm obniżyła się, szczególnie silnie w przypadku największych przedsiębiorstw (powyżej 1999 zatrudnionych) sytuacja płynnościowa w sektorze MSP poprawiła się.

Według badań koniunktury NBP oraz danych GUS zdolność przedsiębiorstw do obsługi zadłużenia w I kw. 2012 r., pomimo pewnego spadku, pozostała relatywnie wysoka.

Wykres 2.26

Dynamika (r/r) przychodów i kosztów.



Źródło: Dane F-01/I-01 GUS. Obliczenia NBP.

2.4. Rynek pracy

2.4.1. Zatrudnienie i bezrobocie

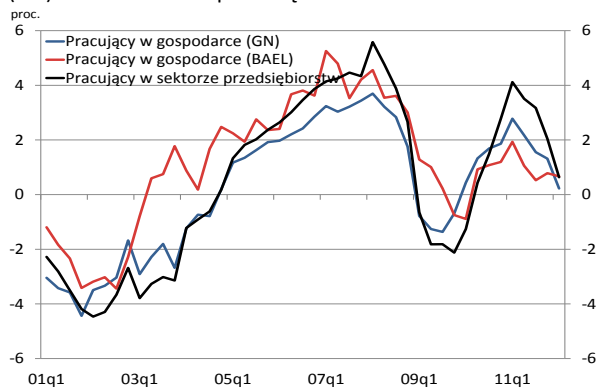
W I kw. 2012 r. roczna dynamika liczby pracujących w gospodarce oraz w sektorze przedsiębiorstw dalej obniżała się, choć nadal pozostawała dodatnia (Wykres 2.27). Równocześnie, w dalszym ciągu rosła liczba aktywnych zawodowo, a stopa bezrobocia była wyższa niż rok wcześniej.

Zgodnie z danymi BAEL, w I kw. 2012 r. liczba pracujących wzrosła o 0,7% r/r (wobec 0,8% r/r w IV kw. 2011 r.; Wykres 2.28). Dynamika liczby pracujących w usługach przyspieszyła do 1,7% r/r (wobec 0,8% r/r w poprzednim kwartale). Równocześnie wraz z obniżeniem się dynamiki wartości dodanej brutto w przemyśle, tempo wzrostu liczby pracujących w tym sektorze spadło do 0,0% r/r (wobec 2,3% r/r w poprzednim kwartale). Wciąż zmniejszała się liczba pracujących w rolnictwie (o 2,3% r/r w I kw. 2012 r. wobec spadku o 2,7% r/r w IV kw. 2011 r.).

Obniżało się także tempo wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, które w I kw. 2012 r. wyniosło 0,6% r/r (wobec 2,0% r/r w IV kw. 2011 r.). Na dalsze spowolnienie rocznej dynamiki

Wykres 2.27

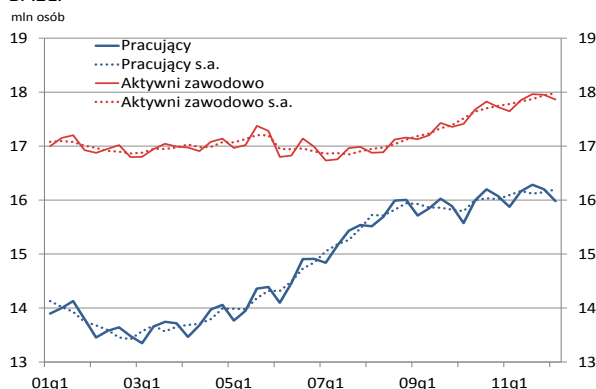
Wzrost (r/r) pracujących w gospodarce według BAEL i sprawozdawczości podmiotów powyżej 9 zatrudnionych (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.28

Pracujący oraz aktywni zawodowo w gospodarce według BAEL.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁴² Spadek ten może wynikać z wycofania udziałów ze spółek powiązanych, uzyskania spłat udzielonych wcześniej pożyczek, a także rozliczenia różnic z tytułu spadku wartości posiadanych papierów wartościowych.

zatrudnienia w tym sektorze wskazują także dane miesięczne w kwietniu i w maju br.

Równocześnie w badaniach koniunktury NBP wskaźnik prognoz zatrudnienia wskazuje, że w II kw. 2012 r. więcej przedsiębiorstw ograniczy zatrudnienie niż je zwiększy, choć wskaźnik poprawił się nieznacznie względem I kw. 2012 r. i znajduje się na poziomie wyższym od wieloletniej średniej⁴³.

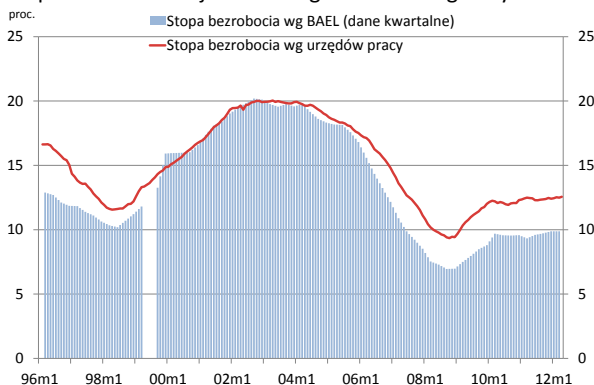
W I kw. 2012 r. utrzymał się obserwowany od 2007 r. wzrost liczby aktywnych zawodowo (dane odsezonowane; Wykres 2.28). Liczba aktywnych zawodowo wzrosła w I kw. 2012 r. o 1,1% r/r (wobec 1,1% r/r w poprzednim kwartale).

Stopa bezrobocia BAEL w I kw. 2012 r. wzrosła w ujęciu rocznym (o 0,5 pkt proc.) i wyniosła 9,9% (dane odsezonowane; Wykres 2.29). Wzrost stopy bezrobocia w ujęciu rocznym wynikał przede wszystkim ze wzrostu podaży pracy, do czego oprócz wzrostu wskaźnika aktywności zawodowej przyczyniło się podwyższenie przez GUS w II kw. 2011 r. szacunków populacji BAEL (Wykres 2.30)⁴⁴. Jednocześnie wzrost stopy bezrobocia był ograniczany przez wzrost liczby pracujących.

Dane z urzędów pracy wskazują, że stopa bezrobocia rejestrowanego w ostatnich miesiącach stopniowo wzrastała, z 12,4% w styczniu 2012 r. do 12,6% w kwietniu 2012 r. (Wykres 2.29 dane odsezonowane). Równocześnie, zgodnie z szacunkami NBP, zauważalnie obniżało się prawdopodobieństwo znalezienia pracy. Prawdopodobieństwo utraty pracy rosło zaś jedynie stopniowo. Takie kształtowanie się tych prawdopodobieństw może oznaczać, że przedsiębiorstwa wstrzymują się z zatrudnianiem nowych pracowników, ale również nie redukują istotnie zatrudnienia.

Wykres 2.29

Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL.

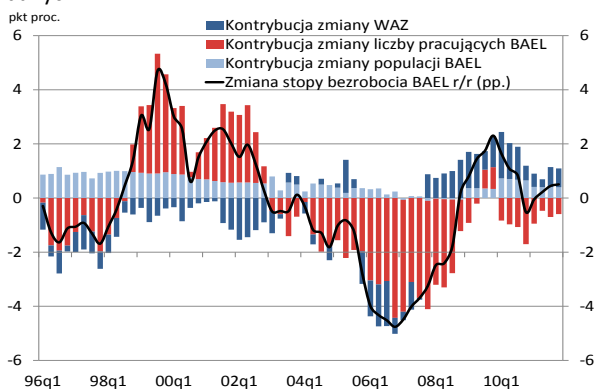


Źródło: Dane GUS (wyrównane sezonowo).

Dane BAEL nie zostały dotychczas skorygowane o wyniki spisu powszechnego za 2011. 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 2.30

Dekompozycja zmian stopy bezrobocia w ujęciu r/r według danych BAEL*.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

*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, WAZ), 3) zmian popytu na pracę (zmiany liczby pracujących BAEL). Zmiany populacji BAEL mogą wynikać z trendów demograficznych oraz migracji.

⁴³ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2012, NBP.

⁴⁴ Na podstawie danych przedstawionych w publikacji GUS-u *Aktywność ekonomiczna ludności Polski III kwartał 2011 r.*, można wnioskować, iż wzrost populacji BAEL o ok. 100 tys. osób wynikał głównie z uwzględnienia w szacunkach migracji powrotnej.

2.4.2. Płace i wydajność

Napływające dane wskazują, że zarówno nominalna dynamika wynagrodzeń w gospodarce, jak i nominalna dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostawały w ostatnim okresie umiarkowane.

W I kw. 2012 r. nominalne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce oraz w sektorze przedsiębiorstw było nieznacznie wyższe niż w poprzednim kwartale i wyniosło odpowiednio 5,2% r/r i 5,3% r/r (wobec 4,3% r/r i 4,6% r/r w poprzednim kwartale) i utrzymało się na poziomie zbliżonym do obserwowanego średnio w 2011 r. (Wykres 2.31). Wyższy wzrost wynagrodzeń mógł częściowo wynikać z przesunięcia wypłat dodatkowych składników wynagrodzeń z grudnia ub.r. na styczeń br. W I kw. 2012 r., w warunkach nieco niższej niż w poprzednim kwartale inflacji, realne tempo wzrostu wynagrodzeń nieco wzrosło.

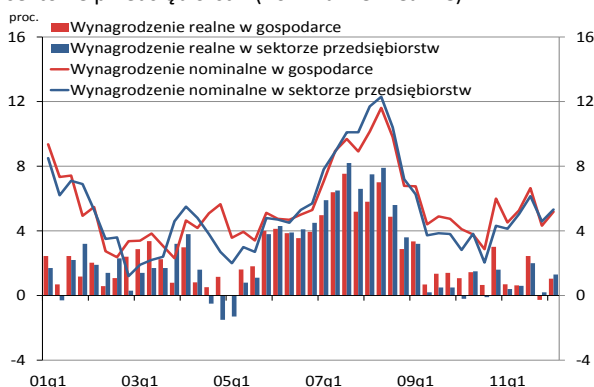
Dane miesięczne z sektora przedsiębiorstw wskazują, że roczna dynamika wynagrodzeń w okresie luty-maj 2012 r. była niższa niż w 2011 r. Jednocześnie zgodnie z badaniami koniunktury NBP, w II kw. 2012 r. wzrost płac objął mniejszą część pracowników, a skala podwyżek była niższa niż w I kw. 2012 r.⁴⁵

Indeks napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadających na jednego bezrobotnego) pozostał na umiarkowanym poziomie (Wykres 2.32).

Dynamika wydajności pracy w gospodarce w I kw. 2012 r. spowolniła, co wynikało w dużej mierze z obniżenia się tempa wzrostu PKB (Wykres 2.33). Niższy wzrost wydajności pracy, wraz z nieco wyższym wzrostem wynagrodzeń przyczynił się do wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy, choć pozostała ona umiarkowana.

Wykres 2.31

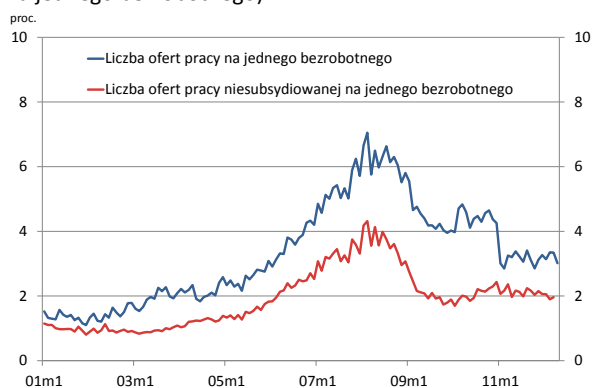
Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.32

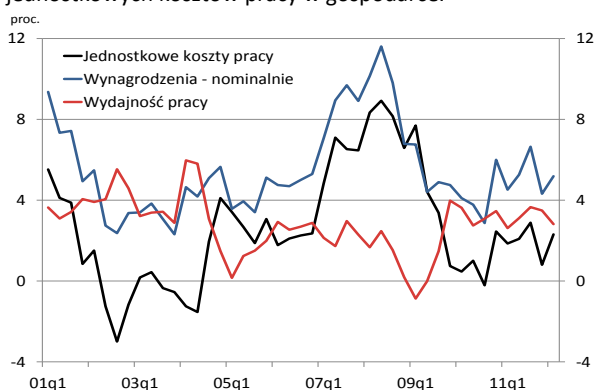
Indeks napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadająca na jednego bezrobotnego).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.33

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



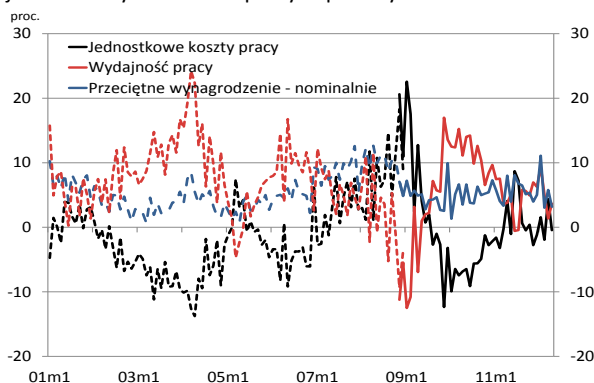
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁴⁵ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2012, NBP.

Dynamika jednostkowych kosztów pracy w przemyśle w ostatnich miesiącach była nieco wyższa niż pod koniec 2011 r., jednak średnio pozostawała zbliżona do zera. Nieznaczny wzrost jednostkowych kosztów pracy wynikał z nieco wolniejszego spadku tempa wzrostu wydajności pracy niż tempa wzrostu wynagrodzeń w tym sektorze (Wykres 2.34).

Wykres 2.34

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.

2.5. Rynki aktywów

2.5.1. Ceny aktywów finansowych i stopy procentowe

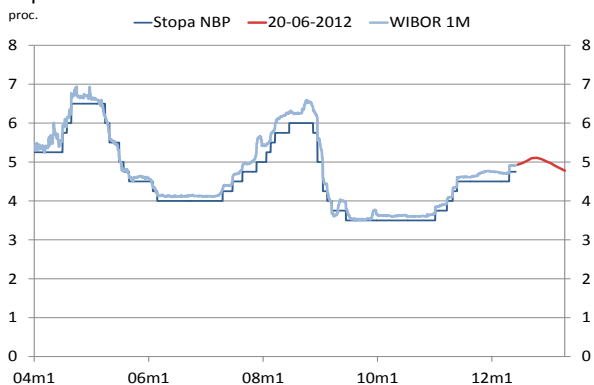
Od publikacji poprzedniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej podniosła stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc., podwyższając stopę referencyjną do poziomu 4,75% (Wykres 2.35). W reakcji na wzrost stopy referencyjnej podniosły się stawki rynku pieniężnego. W okresie od publikacji ostatniego *Raportu* do 20 czerwca br. jednomiesięczna stawka WIBOR wzrosła o 0,20 pkt proc., a trzymiesięczna stawka WIBOR wzrosła o 0,19 pkt proc.

Równocześnie, spread WIBOR-OIS 3M przybliżający poziom premii za ryzyko kredytowe na rynku międzybankowym nieznacznie się obniżył, zgodnie z tendencjami globalnymi.

Zgodnie z wynikami ankiety agencji Reuters z 4 czerwca br. analitycy rynkowi oczekiwali pozostawienia stopy referencyjnej na niezmiennym poziomie do połowy 2013 r. Oczekiwania rynkowe wyceniane na bazie stawek FRA z 20 czerwca br. wskazują na możliwość pewnego wzrostu stóp procentowych w ciągu najbliższych czterech miesięcy, a następnie ich spadku do połowy 2013 r.

Wykres 2.35

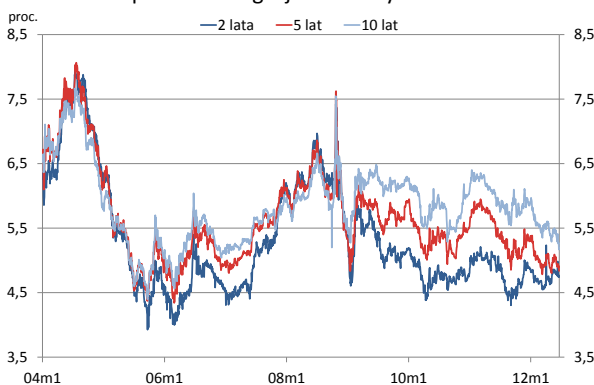
Stopa referencyjna NBP, stopa WIBOR 1M i stopa 1-miesięczna implikowana z kontraktów FRA.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 2.36

Rentowność polskich obligacji skarbowych.



Źródło: Dane Reuters.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* krzywa dochodowości wypłaszczyła się. Podwyższenie stopy procentowej NBP w maju br. przełożyło się na wzrost rentowności obligacji skarbowych o dwuletnim terminie zapadalności. Rentowności obligacji skarbowych o dłuższym terminie zapadalności były kształtowane głównie przez nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych (por. rozdział 1.3 *Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą*), nie ulegając istotnej zmianie lub obniżając się (Wykres 2.36). Stawki CDS dla Polski pozostawały niższe niż przeciętnie w gospodarkach wschodzących (Wykres 2.37).

Zgodnie z danymi Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych w kwietniu br. zaangażowanie nierezydentów na krajowym rynku długu nieznacznie się obniżyło wobec nasilenia awersji do ryzyka, pozostając jednak na wysokim poziomie (Wykres 2.38).

Ceny akcji na GPW w Warszawie zmieniały się pod wpływem nastrojów globalnych, obniżając się silnie w okresie od połowy marca do końca maja br., a następnie odrabiając część strat (Wykres 2.39). Od publikacji poprzedniego *Raportu* indeks WIG obniżył się o 1,9%, a indeks WIG 20 – o 1,4%.

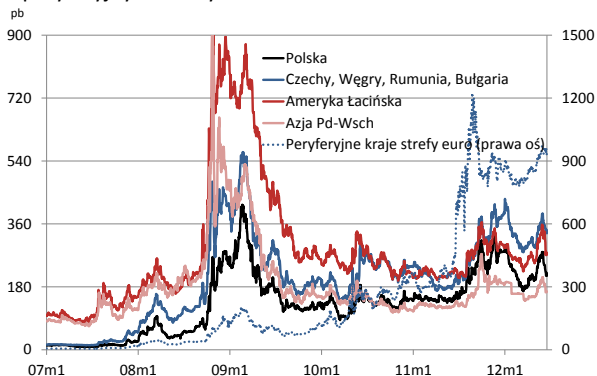
2.5.2. Ceny mieszkań

W I kw. 2012 r. sytuacja na rynku mieszkaniowym w największych miastach Polski nie zmieniła się istotnie w porównaniu z poprzednim kwartałem⁴⁶. Zarówno ceny transakcyjne, jak i ofertowe na rynkach pierwotnym i wtórnym pozostawały w trendzie spadkowym (Wykres 2.40).

Zaostrzenie warunków udzielania kredytów hipotecznych oraz istotne zmniejszenie limitów cenowych w rządowym programie „Rodzina na swoim” (por. rozdz. 2.6 *Kredyt i pieniądź*)

Wykres 2.37

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

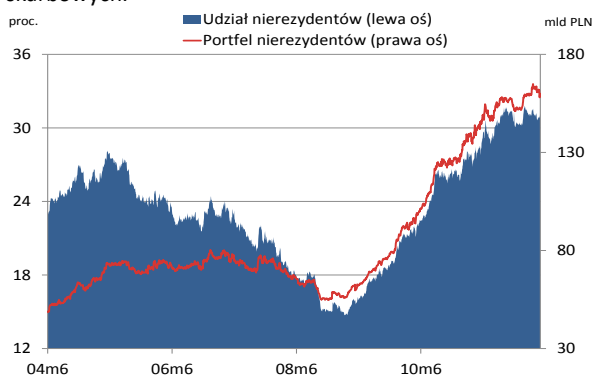


Źródło: Dane Bloomberg.

Przedstawione indeksy są agregatami ważonymi PKB.

Wykres 2.38

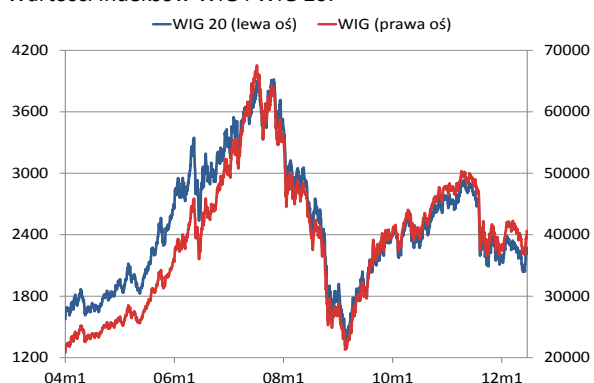
Zaangażowanie nierezydentów na rynku polskich papierów skarbowych.



Źródło: Dane KDPW.

Wykres 2.39

Wartości indeksów WIG i WIG 20.



Źródło: Dane Reuters.

⁴⁶ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacjach NBP pt. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w IV kwartale 2011 r.*, oraz *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2010 r.*, dostępnych na stronie internetowej NBP (www.nbp.pl).

ograniczyły nieco liczbę transakcji. Liczba mieszkań wprowadzanych na rynek wciąż przewyższała liczbę sprzedanych mieszkań, co może oddziaływać w kierunku dalszych spadków cen mieszkań.

Pomimo spadku cen nieruchomości, marże w sektorze budownictwa mieszkaniowego pozostały relatywnie wysokie, co sprzyjało rozpoczynaniu nowych inwestycji przez deweloperów. W I kw. 2012 r. liczba pozwoleń na budowę była o 37,7% wyższa niż w I kw. roku poprzedniego. Równocześnie, w porównaniu do I kw. 2011 r. liczba oddanych mieszkań wzrosła o 30,6%, tj. najsilniej od III kw. 2008 r., na co pewien wpływ mogła mieć perspektywa wejścia w życie zmian legislacyjnych opóźniających otrzymanie przez dewelopera zaliczki wpłaconej przez nabywcę⁴⁷.

2.5.3. Kurs walutowy

Podobnie jak inne waluty rynków wschodzących, od publikacji poprzedniego Raportu do końca maja br. złoty osłabiał się na skutek pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, przy czym w pierwszej połowie maja br. skala deprecjacji była relatywnie wysoka. W czerwcu br. złoty nieznacznie się umocnił. Od publikacji poprzedniego Raportu do 20 czerwca br. nominalny kurs złotego osłabił się o 3,4% wobec euro, o 3,8% wobec franka szwajcarskiego i o 6,5% wobec dolara amerykańskiego (Wykres 2.41).

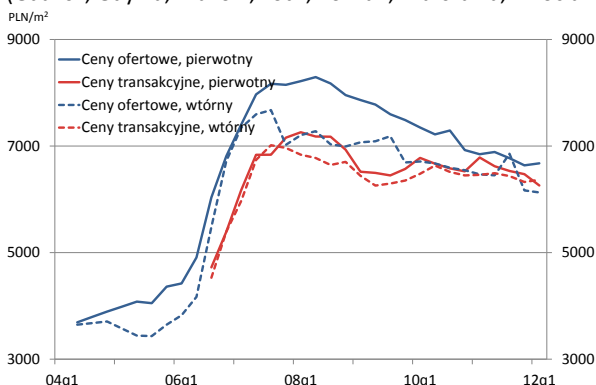
2.6. Kredyt i pieniądz

2.6.1. Kredyty

Od poprzedniego Raportu spowolnił wzrost akcji kredytowej⁴⁸. W okresie luty-maj 2012 r. średni miesięczny przyrost zadłużenia wyniósł 3,1 mld zł

Wykres 2.40

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

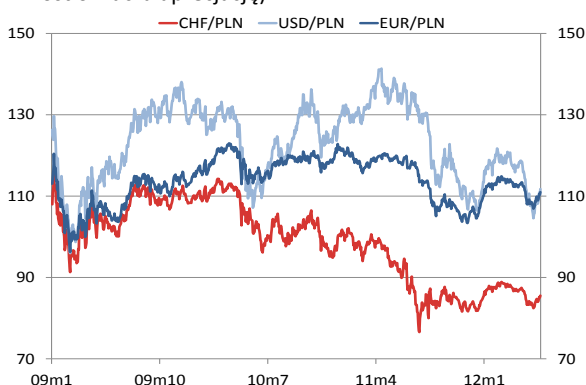


Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych transakcyjnych z badania NBP oraz z bazy cen ofertowych PONT Info Nieruchomości.

* 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 2.41

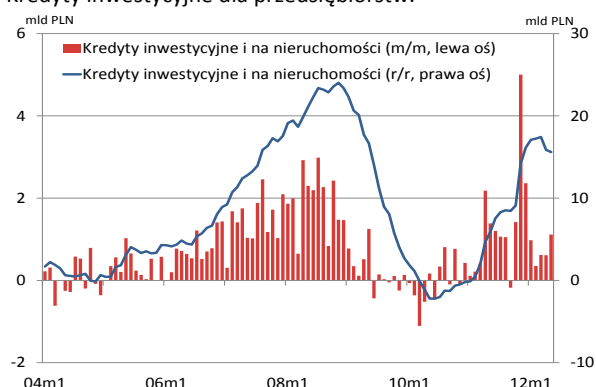
Nominalny kurs złotego względem euro, dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego (styczeń 2004 = 100, wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 2.42

Kredyty inwestycyjne dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

⁴⁷ Ustawa z dn. 16 września 2011 r. o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub jednorodzinnego, która weszła w życie z dniem 28 kwietnia br. nakłada na deweloperów m.in. obowiązek zawarcia umowy z bankiem o prowadzenie mieszkaniowego rachunku powierniczego, co implikuje późniejsze otrzymanie przez dewelopera środków pieniężnych wpłaconych przez nabywcę mieszkania.

⁴⁸ Prezentowane w tym rozdziale dane są oczyszczone z wpływu wahań kursu złotego w stosunku do głównych walut.

wobec 5,7 mld zł w okresie październik 2011 r. – styczeń 2012 r.⁴⁹ Jednocześnie roczna dynamika kredytów obniżyła się do 7,7% r/r w maju br. z 9,4% r/r w styczniu.

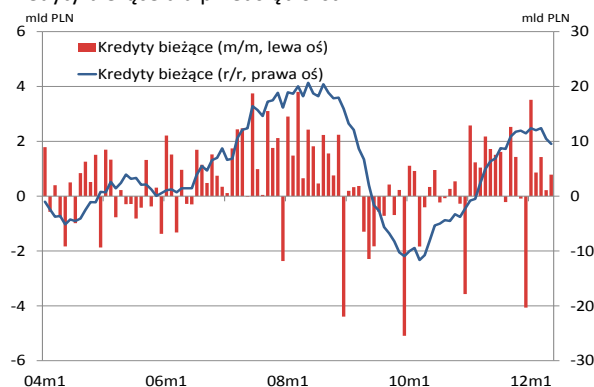
W ostatnim czasie spowolnił wzrost akcji kredytowej dla przedsiębiorstw. W okresie luty – maj 2012 r. średni miesięczny przyrost zadłużenia firm w bankach krajowych obniżył się do 1,3 mld zł z 2,7 mld zł w okresie luty-maj 2011 r.⁵⁰ Dynamika tych kredytów spadła do 11,1% r/r w maju 2012 r. z 14,4% r/r w styczniu br. (Wykres 2.42, Wykres 2.43). W omawianym okresie spowolnił zarówno wzrost kredytów inwestycyjnych, jak i bieżących.

Zadłużenie małych i średnich firm rośnie nadal szybciej niż dużych przedsiębiorstw, które są mniej uzależnione od zewnętrznych źródeł finansowania⁵¹.

Do osłabienia akcji kredytowej dla przedsiębiorstw mógł przyczynić się niższy popyt na kredyt zgłaszany przez firmy, na co wskazują badania koniunktury NBP (Wykres 2.45)⁵². Zgodnie z deklaracjami banków, spadek zapotrzebowania na finansowanie firm dotyczył nakładów na środki trwałe, a nie na kapitał obrotowy i zapasy⁵³. Pomimo deklaracji banków o zaostrzeniu kryteriów i większości warunków kredytowania, oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw nie zmieniło się istotnie w ostatnim okresie i wyniosło 6,7% w kwietniu br., zaś udział zaakceptowanych wniosków kredytowych pozostał wysoki.

Wykres 2.43

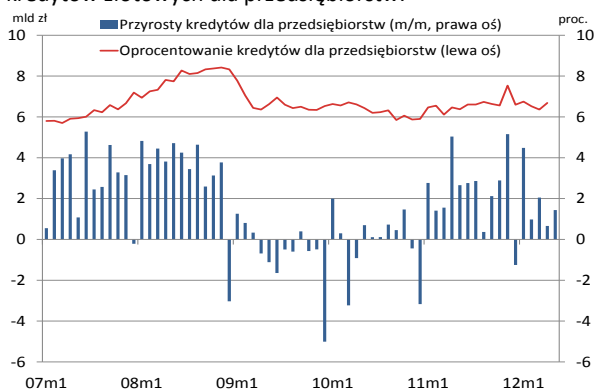
Kredyty bieżące dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.44

Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotowych dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

⁴⁹ Dane te dotyczą akcji kredytowej dla sektora niefinansowego, niemonetarnych instytucji finansowych, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych.

⁵⁰ Akcja kredytowa dla przedsiębiorstw charakteryzuje się silnymi zmianami sezonowymi (np. w grudniu kredyt dla przedsiębiorstw istotnie maleje, a potem rośnie w styczniu), stąd średnie miesięczne przyrosty kredytów i depozytów firm porównywane są pomiędzy tymi samymi okresami w kolejnych latach.

⁵¹ Dane o kredytach dla dużych przedsiębiorstw i MSP pochodzą ze statystyki NBP *Należności sektora bankowego*.

⁵² *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2012*, NBP.

⁵³ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych II kw. 2012 r.*, NBP.

W IV kw. 2011 r. obniżyło się całkowite zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw (o 2,1 mld EUR), przez co jego dynamika obniżyła się do 8,1% r/r (wobec 8,3% r/r w III kw. ub.r.)⁵⁴.

Od poprzedniego *Raportu* nadal malały miesięczne przyrosty kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych i ich średni poziom wyniósł 1,3 mld zł w okresie luty-maj 2012 r. (wobec średniej miesięcznej dla okresu październik 2011 r. – styczeń 2012 r. wynoszącej 1,8 mld zł; Wykres 2.46). Mniejsze miesięczne przyrosty przełożyły się na dalszy spadek rocznej dynamiki tych kredytów (do 7,5% r/r w maju br. z 9,4% r/r w styczniu br.)⁵⁵ Osłabienie tempa wzrostu kredytów mieszkaniowych ogranicza popyt na rynku mieszkaniowym, co oddziałuje w kierunku obniżania się cen na tym rynku (por. rozdz. 2.4.2 *Ceny mieszkań*).

Utrzymał się obserwowany od 2009 r. relatywnie wysoki udział nowych kredytów mieszkaniowych udzielanych w złotych w kredytach ogółem. Udział ten wyniósł 85,5% w kwietniu 2012 r. wobec 72,5% w grudniu ub.r. (Wykres 2.47). Nadal jednak stan zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych udzielonych w walutach obcych przewyższa stan kredytów złotych (udział kredytów walutowych w kredytach mieszkaniowych ogółem wynosi obecnie 59,5%).

Do spowolnienia wzrostu kredytów mieszkaniowych przyczyniło się istotne zmniejszenie limitów cenowych w programie „Rodzina na swoim” (por. rozdz. 2.5 *Rynki aktywów*), a także deklarowane przez banki dalsze zaostrenie kryteriów i warunków udzielania kredytów związane w szczególności z wprowadzaniem zapisów Rekomendacji S⁵⁶. Jak

Wykres 2.45

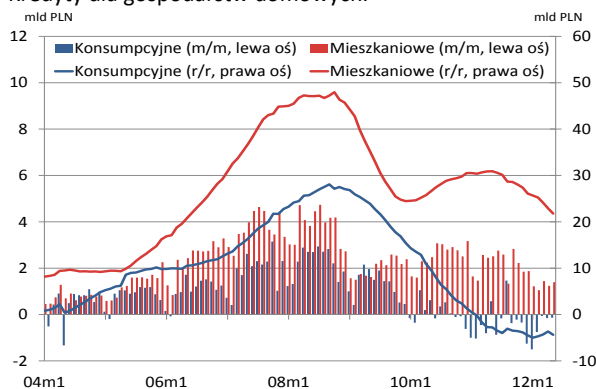
Udział przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt oraz odsetek pozytywnie rozpatrzonych wniosków kredytowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.46

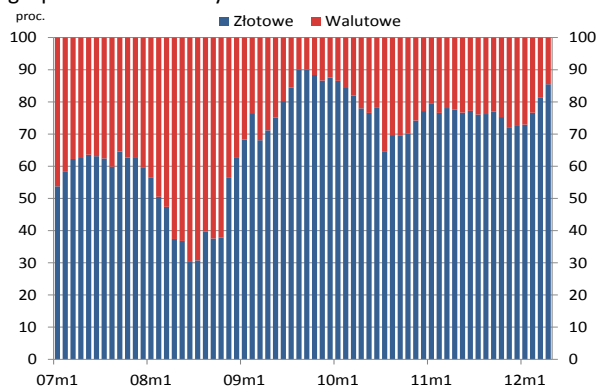
Kredyty dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.47

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%.

⁵⁴ Całkowity stan zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw wyniósł w IV kw. 2011 r. 105 mld EUR. Dla porównania całkowita wielkość zadłużenia polskich przedsiębiorstw w bankach krajowych w grudniu 2011 r. wyniosła 239 mld PLN.

⁵⁵ Spadek dynamiki dotyczył zarówno kredytów mieszkaniowych złotych, jak i walutowych, których dynamiki w kwietniu br. wyniosły odpowiednio 19,9% r/r i 1,2% r/r (wobec odpowiednio 22,1% r/r i 2,2% r/r w styczniu br.).

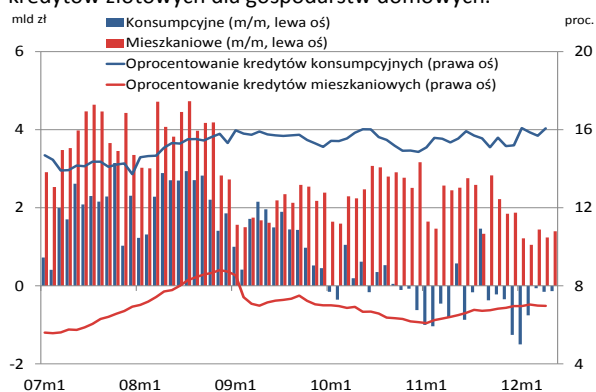
⁵⁶ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych II kw. 2012 r.*, NBP. Bardziej szczegółowe informacje o konsekwencjach zmian w programie „Rodzina na swoim” można znaleźć w *Raporcie o stabilności systemu finansowego*. Lipiec 2012. NBP;

wynika z badań ankietowych banków, w kierunku ograniczenia wzrostu kredytów mieszkaniowych oddziaływało także pogorszenie się sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych. Jednocześnie od poprzedniego *Raportu* oprocentowanie nowoudzielanych kredytów mieszkaniowych nie zmieniło się istotnie i w kwietniu br. wyniosło 7,0% (Wykres 2.48).

W ostatnim okresie nadal obniżało się zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych, choć zmniejszyła się skala spadków (spadek średnio o 0,3 mld zł w okresie luty-maj br. wobec spadku średnio o 0,8 mld zł w okresie październik 2011 r. – styczeń br.). Dynamika tego kredytu wyniosła w maju br. - 3,2% r/r wobec - 3,6% r/r w styczniu br. (Wykres 2.48). Dalszy spadek kredytów konsumpcyjnych był związany ze wzrostem oprocentowania tych kredytów (o 0,9 pkt proc. pomiędzy grudniem ub.r. a marcem br.), a także z deklarowanym przez banki zaostreniem kryteriów kredytowych. Jednocześnie wzrost popytu gospodarstw domowych na kredyty konsumpcyjne – odnotowany przez banki – oddziaływał w kierunku ograniczenia spadku tych kredytów.

Wykres 2.48

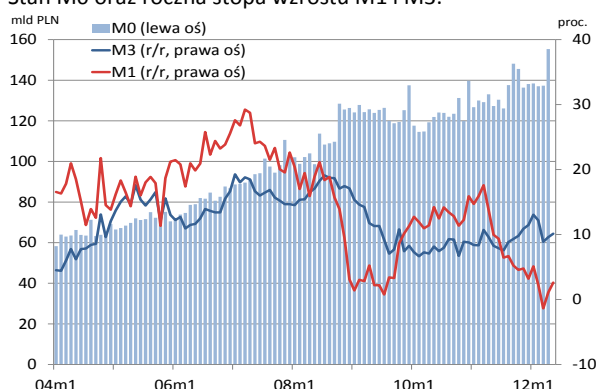
Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotowych dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.49

Stan M0 oraz roczna stopa wzrostu M1 i M3.



Źródło: Dane NBP.

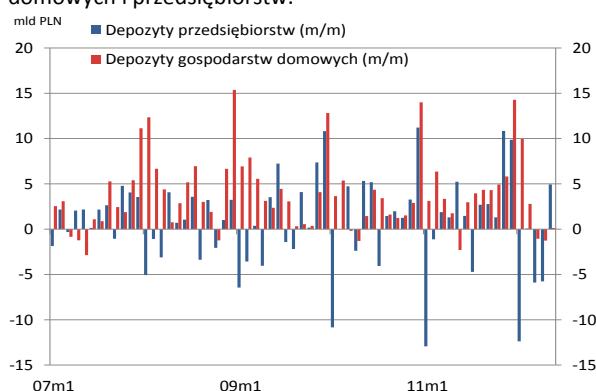
2.6.2. Depozyty i agregaty monetarne

W okresie luty-maj 2012 r. nieco spowolniło tempo wzrostu szerokiego pieniądza, które wyniosło w maju br. 10,1% r/r, choć wciąż było wyższe od dynamiki nominalnego PKB (Wykres 2.49)⁵⁷.

Od poprzedniego *Raportu* zmalały depozyty przedsiębiorstw (średniomiesięcznie o 1,7 mld zł w okresie luty-maj 2012 r. wobec średniego wzrostu o 1,8 mld zł w okresie luty-maj 2011 r.), zaś dynamika tych depozytów obniżyła się do 2,9% r/r w maju 2012 r. wobec 11,3% r/r w styczniu br. (Wykres 2.50, Wykres 2.52).

Wykres 2.50

Przyrosty miesięczne depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

⁵⁷ Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS, nominalna dynamika PKB w I kw. 2012 r. wyniosła 6,0% r/r.

W okresie styczeń-kwiecień 2012 r. łączna wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych zwiększyła się o 13,7 mld zł przy rocznej dynamice w kwietniu br. wynoszącej 4,2%⁵⁸.

Do zwiększenia wartości aktywów finansowych gospodarstw domowych przyczynił się przede wszystkim wzrost depozytów gospodarstw domowych, który miał miejsce do lutego br. W marcu i kwietniu depozyty gospodarstw domowych br. nieco obniżyły się, zaś w maju nieznacznie wzrosły. Ich roczna dynamika spowolniła do 11,7% r/r w maju z 14,0% r/r w styczniu br. (Wykres 2.50, Wykres 2.52)⁵⁹.

Ponadto, do wzrostu wartości aktywów finansowych przyczyniło się zwiększenie wartości akcji i funduszy inwestycyjnych posiadanych przez gospodarstwa domowe (wpłaty netto środków do tych funduszy wyniosły 1,4 mld zł), co może być związane z przejściową stabilizacją nastrojów na rynkach finansowych pod koniec 2011 r. oraz w styczniu i lutym 2012 r.

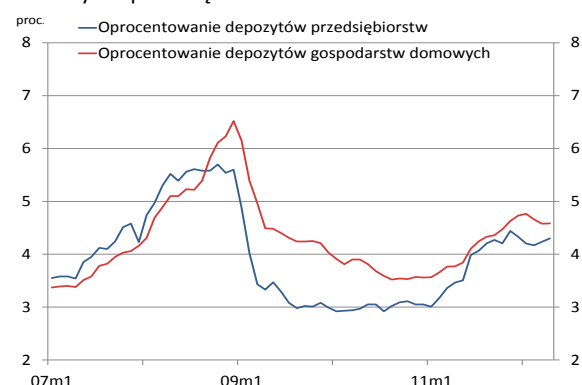
2.7. Bilans płatniczy

W I kw. 2012 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących nieznacznie pogłębił się wobec I kw. 2011 r. (według danych miesięcznych wyniósł 3,6 mld EUR wobec 3,1 mld EUR)⁶⁰. W kierunku zwiększenia nierównowagi na rachunku obrotów bieżących oddziaływał wzrost deficytu w obrotach towarowych oraz deficytu na rachunku dochodów (Wykres 2.53).

Deficyt obrotów towarowych, po spadku w IV kw. 2011 r., w I kw. 2012 r. nieznacznie wzrósł wobec analogicznego okresu roku poprzedniego (2,1 mld

Wykres 2.51

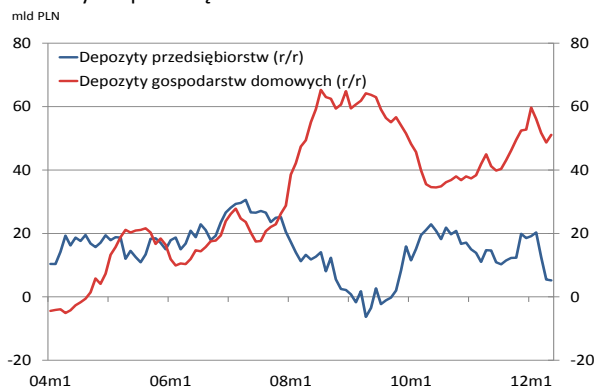
Oprocentowanie depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.52

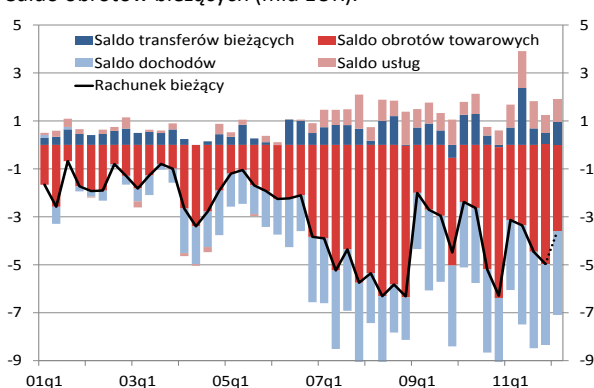
Przyrosty roczne depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.53

Saldo obrotów bieżących (mld EUR).



Źródło: Dane i szacunki NBP.

Dane za I kw. 2012 r. odnoszą się do wstępnych danych miesięcznych za okres styczeń - marzec 2012 r.

⁵⁸ Podana suma aktywów finansowych uwzględnia zarówno depozyty poniżej 2 lat, jak i depozyty powyżej 2 lat niezaliczane do agregatu M3.

⁵⁹ Dotyczy depozytów poniżej 2 lat. Depozyty gospodarstw domowych charakteryzują się silnymi zmianami sezonowymi, w szczególności w grudniu istotnie rosną, stąd średnie miesięczne przyrosty depozytów gospodarstw domowych porównywane są pomiędzy tymi samymi okresami w kolejnych latach.

⁶⁰ Dane za I kw. 2012 r. odnoszą się do wstępnych danych miesięcznych za okres styczeń-marzec 2012 r.

EUR wobec 1,9 mld w I kw. 2011 r.). Spowolnieniu wzrostu eksportu, do którego przyczyniało się osłabienie popytu ze strony krajów strefy euro, towarzyszyło zwiększenie dynamiki importu, na które wpływał wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych na początku roku. Po silnym wzroście w styczniu – w kolejnych miesiącach kwartału dynamika importu stopniowo hamowała, co może wskazywać na spowalnianie popytu krajowego.

W I kw. 2012 r. ujemne saldo dochodów powiększyło się istotnie wobec I kw. 2011 r. (wyniosło odpowiednio 3,5 mld EUR i 2,9 mld EUR). Do pogłębienia deficytu salda dochodów mogły przyczyniać się dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw skutkujące znacznymi dochodami bezpośrednich inwestorów zagranicznych z tytułu ich zaangażowania kapitałowego w Polsce.

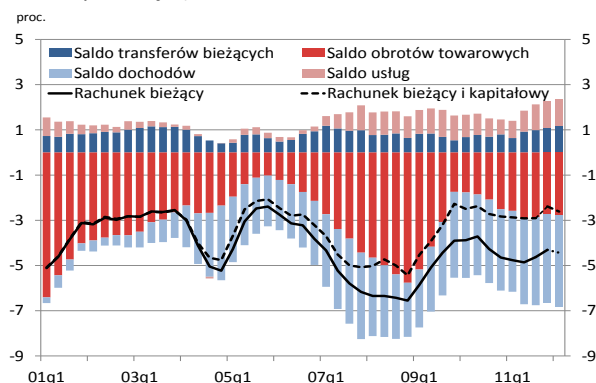
W I kw. 2012 r. nadwyżka na rachunku kapitałowym zmniejszyła się, na co wpłynęło obniżenie napływu transferów z UE na ten rachunek, które mogło wynikać z terminów przekazywania środków finansowych z Unii Europejskiej (Wykres 2.54).

W I kw. 2012 r. deficyt na rachunku bieżącym i kapitałowym był finansowany głównie przez dodatnie saldo inwestycji portfelowych, które wynikało przede wszystkim ze wzrostu zakupu dłużnych papierów wartościowych przez nierezydentów⁶¹. W I kw. br. przepływ kapitału netto w postaci inwestycji bezpośrednich pozostawał pod silnym wpływem transakcji pojedynczych podmiotów.

W IV kw. 2011 r. poprawiła się większość wskaźników nierównowagi zewnętrznej, w tym wskaźnik pokrycia krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego oficjalnymi aktywami rezerwowymi oraz pokrycie deficytu rachunku obrotów bieżących i kapitałowych napływem zagranicznych inwestycji bezpośrednich (Tabela 2.5).

Wykres 2.54

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

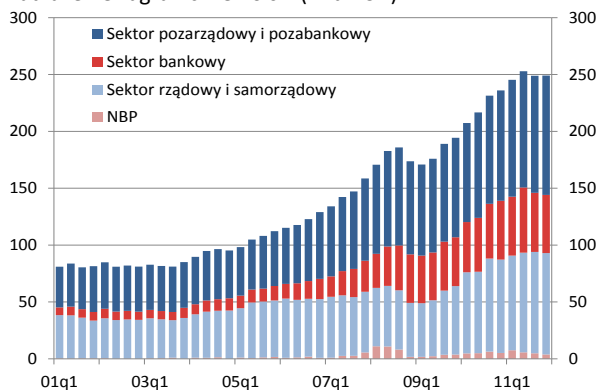


Źródło: Dane i szacunki NBP.

Dane za I kw. 2012 r. odnoszą się do wstępnych danych miesięcznych za okres styczeń-marzec 2012 r.

Wykres 2.55

Zadłużenie zagraniczne Polski (mld EUR).



Źródło: Dane NBP.

⁶¹ W kierunku zwiększenia nadwyżki rachunku finansowego oddziaływało również ograniczenie wielkości depozytów sektora bankowego utrzymywanych w bankach zagranicznych.

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski, po znacznej poprawie w III kw. 2011 r., w IV kw. nie uległa istotnej zmianie (Wykres 2.56). Równocześnie zadłużenie zagraniczne Polski jedynie nieznacznie wzrosło (Wykres 2.55).

Tabela 2.5

Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej (4 kwartały krocząco).

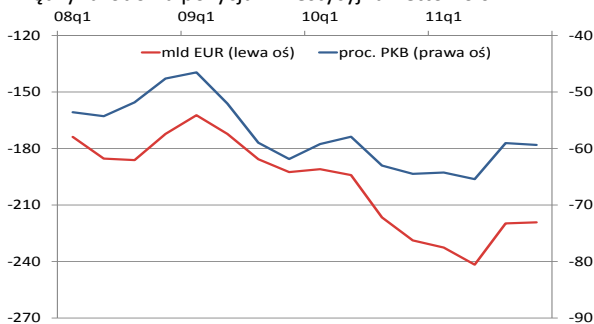
	2007	2008	2009	2010	2011				2012
					q1	q2	q3	q4	q1
Saldo obrotów bieżących/PKB (w %)	-6,2	-6,6	-3,9	-4,7	-4,8	-4,9	-4,6	-4,3	-4,5
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/ PKB (w %)	-5,1	-5,4	-2,3	-2,8	-2,9	-2,9	-2,7	-2,1	-2,4
Saldo obrotów towarowych/ PKB (w %)	-4,4	-5,8	-1,7	-2,5	-2,6	-2,9	-2,9	-2,7	-2,8
Zagraniczne inwestycje bezpośrednie brutto/ deficyt obrotów bieżących (w %)	90	43	77	41	39	40	59	65	23
Zagraniczne inwestycje bezpośrednie brutto/ deficyt obrotów bieżących i kapitałowych (w %)	109	51	132	67	64	68	103	132	43
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	3,9	3,3	5,3	5,4	5,6	5,4	5,2	5,3	5,2
Zadłużenie zagraniczne/ PKB (w %)	51	48	63	67	68	68	67	67	b.d.
Zadłużenie zagraniczne krótkoterminowe/ oficjalne aktywa rezerwowe (w %)	93	106	88	82	88	87	78	74	b.d.
Zadłużenie przypadające do spłaty w okresie 1 roku i deficyt obrotów bieżących/ oficjalne aktywa rezerwowe (w %)*	141	167	152	120		118		116	
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (w %)	-53	-48	-62	-64	-64	-65	-59	-59	b.d.

Źródło: Dane NBP.

*Dane dostępne z częstotliwością półroczną.

Wykres 2.56

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski.



Źródło: Dane NBP.

Rozdział 3

POLITYKA PIENIĘŻNA W OKRESIE MARZEC - LIPIEC 2012 R.

Na posiedzeniach w marcu i kwietniu 2012 r. Rada utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Na posiedzeniu w maju 2012 r. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe o 0,25 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 4,75% w skali rocznej; stopa lombardowa 6,25% w skali rocznej; stopa depozytowa 3,25% w skali rocznej; stopa redyskonta weksli 5,00% w skali rocznej. Natomiast na posiedzeniach w czerwcu i lipcu Rada pozostawiła stopy 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 lipcowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 23 sierpnia br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 marca 2012 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej. Rada omawiała kształtowanie się sytuacji makroekonomicznej za granicą oraz w Polsce, w tym przebieg procesów inflacyjnych, a także wyniki marcowej projekcji NBP.

Odnosząc się do uwarunkowań zewnętrznych polskiej gospodarki część członków Rady wskazywała, że opublikowane w ostatnim okresie korzystne dane dotyczące gospodarki Stanów Zjednoczonych oraz strefy euro przyczyniły się do utrzymania pozytywnych nastrojów na światowych rynkach finansowych. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę, że w świetle bieżących danych spowolnienie w strefie euro może okazać się mniejsze niż dotychczas oczekiwano.

Inni członkowie Rady podkreślali, że problemy związane z kryzysem fiskalnym w strefie euro nie zostały rozwiązane, a wdrożenie reguł zawartych w pakcie fiskalnym będzie procesem długotrwałym. Oznacza to, że w przypadku ponownego nasilenia się trudności fiskalnych w niektórych krajach strefy euro poprawa nastrojów na rynkach finansowych może okazać się nietrwała, a perspektywy wzrostu gospodarczego strefy euro gorsze od obecnie ocenianych. W odniesieniu do perspektyw wzrostu gospodarczego członkowie ci zwracali w szczególności uwagę na brak poprawy perspektyw żywienia

akcji kredytowej banków europejskich, mimo znacznego zasilania je w płynność przez Europejski Bank Centralny.

Omawiając politykę pieniężną głównych banków centralnych, członkowie Rady wskazywali, że kontynuowana jest ekspansja monetarna poprzez zwiększenie skali dostarczania płynności do systemu finansowego, mimo że inflacja w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Wielkiej Brytanii utrzymuje się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego. Zdaniem części członków Rady ekspansywna polityka pieniężna będzie powodować podwyższoną presję na wzrost cen.

Dane dotyczące aktywności gospodarczej w Polsce – w tym dane o produkcji, sprzedaży, akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw – wskazują, że dynamika PKB w I kw. 2012 r. może utrzymać się na relatywnie wysokim poziomie. Jednocześnie członkowie Rady podkreślali, że prognozy na kolejne kwartały, uwzględniające stosunkowo niski poziom większości wyprzedzających wskaźników koniunktury, przewidują osłabienie krajowego wzrostu gospodarczego, a zwłaszcza konsumpcji. Zwracano przy tym uwagę, że spowolnieniu konsumpcji sprzyja obserwowane zmniejszenie akcji kredytowej dla sektora gospodarstw domowych. Część członków Rady wskazywała ponadto, że aprecjacja kursu złotego – wpływająca przede wszystkim na wielkość importu – będzie oddziaływała w kierunku zmniejszenia wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że zgodnie z marcową projekcją NBP, mimo prognozowanego znaczącego osłabienia krajowego wzrostu gospodarczego, luka popytowa może pozostać dodatnia w całym horyzoncie projekcji. Podobnie – stopa bezrobocia ma w horyzoncie projekcji kształtować się poniżej szacowanej w modelu NECMOD stopy bezrobocia równowagi. Inni członkowie Rady podkreślali, że produkt potencjalny, czy stopa bezrobocia równowagi są zmiennymi nieobserwowalnymi, a ich szacunki, jak również wyciągane na ich podstawie wnioski co do stanu gospodarki, należy traktować z odpowiednią ostrożnością.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy członkowie Rady zwracali uwagę, że dane styczniowe o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw mogą być w znacznym stopniu zaktówcone czynnikami przejściowymi. Część członków Rady oceniała przy tym, że wciąż podwyższony poziom bezrobocia ogranicza presję płacową i w konsekwencji inflacyjną. Inni członkowie Rady argumentowali, że umiarkowana dynamika płac w ostatnim okresie w połączeniu z podwyższoną od ponad roku inflacją, powodującą wzrost kosztów utrzymania gospodarstw domowych, stwarzają ryzyko zwiększenia się presji płacowej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że umiarkowana dotychczas dynamika wynagrodzeń w znacznym stopniu związana była ze wzrostem podaży pracy, jednak oczekiwane zahamowanie tego wzrostu może być czynnikiem zwiększającym presję płacową.

Analizując przebieg procesów inflacyjnych, część członków Rady podkreślała, że inflacja w styczniu obniżyła się silniej niż wskazywały na to prognozy i – w przypadku braku deprecjacji kursu złotego – można oczekiwać jej dalszego stopniowego spadku do końca roku. Członkowie ci zwracali także uwagę na obniżenie się w styczniu inflacji bazowej.

Inni członkowie Rady wskazywali, że – mimo obniżenia – inflacja utrzymuje się znacząco powyżej celu oraz powyżej górnej granicy odchyień od celu, a zgodnie z marcową projekcją NBP również w perspektywie roku inflacja może pozostać powyżej 3,5%. Ponadto w porównaniu z projekcją listopadową wydłużył się prognozowany okres, w którym inflacja może kształtować się na podwyższonym poziomie. Członkowie ci podkreślali także, że do końca horyzontu projekcji na

relatywnie wysokim poziomie ma utrzymywać się inflacja bazowa. Zdaniem tych członków Rady ryzykiem dla wyraźnego obniżenia się inflacji jest nadal wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych oraz skutki wprowadzenia pakietu klimatyczno-energetycznego. Członkowie ci argumentowali ponadto, że obecnie trudno ocenić prawdopodobieństwo obniżenia stawek VAT w 2014 r.

Część członków Rady wskazywała, że stopy procentowe są obecnie na relatywnie niskim poziomie, biorąc pod uwagę sytuację makroekonomiczną w Polsce, nawet uwzględniając możliwość obniżenia się naturalnej stopy procentowej w wyniku światowego kryzysu finansowego. Członkowie ci oceniali przy tym, że wysoka dynamika agregatów pieniężnych świadczy raczej o niewielkiej skali obniżenia się naturalnej stopy procentowej w Polsce. Zdaniem tych członków Rady niskie stopy procentowe rodzą ryzyko zwiększenia nieefektywności w gospodarce.

Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że w kontekście wzrostu ekspansji monetarnej za granicą utrzymanie stóp NBP na niezmiennym poziomie, któremu dodatkowo towarzyszył w październiku ub.r. wzrost stopy WIBOR 3M, a na początku br. aprecjacja złotego, oznacza relatywne zacieśnienie warunków monetarnych w Polsce.

Odnosząc się do decyzji o wysokości stóp procentowych NBP, członkowie Rady byli zgodni, że – wobec podwyższonej niepewności co do sytuacji gospodarczej na świecie i w Polsce – uzasadnione jest ich utrzymanie na niezmiennym poziomie na bieżącym posiedzeniu. W odniesieniu do przyszłych decyzji, większość członków Rady podtrzymała ocenę, że nie można wykluczyć ich podwyższenia w kolejnych miesiącach.

Część członków Rady argumentowała, że utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie, w przypadku gdyby oczekiwane spowolnienie gospodarcze w Polsce okazało się znacząco mniejsze niż wcześniej oceniano, a tym samym perspektywy powrotu inflacji do celu nie uległy poprawie, mogłoby doprowadzić do utrwalenia się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych i inflacji.

Równocześnie, zdaniem niektórych członków Rady, ewentualne podwyższenie stóp procentowych NBP w najbliższych miesiącach – w sytuacji oczekiwanego osłabienia wzrostu gospodarczego za granicą i w Polsce – rodzi ryzyko, że zacieśnienie polityki pieniężnej doprowadzi do nadmiernego wyhamowania popytu w polskiej gospodarce. W ocenie części członków Rady podwyższenie stóp procentowych NBP powinno nastąpić, gdyby rozpoczęty proces obniżania się inflacji następował zbyt wolno. Zdaniem tych członków Rady ewentualna decyzja o podwyższeniu stóp procentowych NBP powinna zatem zależeć od tempa obniżania się inflacji w kolejnych miesiącach oraz sygnałów napływających ze sfery realnej polskiej gospodarki.

Z kolei, zdaniem niektórych członków Rady, uwzględniając wyniki marcowej projekcji NBP oraz bilans ryzyk tej projekcji, w połowie 2013 r. inflacja może zbliżyć się do celu, a w 2014 r. ukształtować wyraźnie poniżej celu, przez co podwyżki stóp procentowych NBP mogą nie być uzasadnione.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,50%, stopa lombardowa 6,00%, stopa depozytowa 3,00%, stopa redyskonta weksli 4,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 kwietnia 2012 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej za granicą oraz w Polsce, w tym przebiegu procesów inflacyjnych.

Analizując uwarunkowania zewnętrzne sytuacji makroekonomicznej w Polsce część członków Rady wskazywała, że wzrost PKB za granicą w najbliższych kwartałach prawdopodobnie utrzyma się na niskim poziomie. W szczególności zwracano uwagę, że przy braku istotnej poprawy na rynku pracy istnieje ryzyko osłabienia tendencji wzrostowych w Stanach Zjednoczonych, zwłaszcza biorąc pod uwagę zapowiedziane zacieśnienie polityki fiskalnej. Podkreślano także, że aktywność gospodarcza w strefie euro jest znacząco niższa niż w Stanach Zjednoczonych, choć widoczne jest wyraźne zróżnicowanie sytuacji w poszczególnych krajach. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że mimo niskiego wzrostu gospodarczego w strefie euro, w stosunkowo dobrym stanie znajduje się gospodarka Niemiec, będąca głównym odbiorcą polskiego eksportu.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w wielu krajach inflacja utrzymuje się na wysokim poziomie. Jest to w znacznym stopniu związane z rosnącymi cenami surowców energetycznych na rynkach światowych, do czego przyczyniają się niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej głównych banków centralnych. Część członków Rady wskazywała, że rosnące ceny surowców pozostaną czynnikiem podwyższającym inflację także w średnim okresie. Wzrost cen surowców wspierany będzie zarówno przez rosnący popyt – zwłaszcza ze strony największych gospodarek wschodzących, jak i przez wzrost produkcji biopaliw.

Omawiając perspektywy krajowego wzrostu gospodarczego w bieżącym roku część członków Rady oceniała, że osłabienie aktywności w polskiej gospodarce będzie prawdopodobnie mniejsze niż wcześniej oczekiwano, na co mogą wskazywać korzystne dane dotyczące aktywności w pierwszych miesiącach 2012 r. Członkowie ci wskazywali w szczególności, że czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy w najbliższych kwartałach pozostanie prawdopodobnie konsumpcja prywatna, choć w warunkach przejściowo niskiego wzrostu dochodów realnych będzie ona w większym stopniu finansowana przez zmniejszenie stopy oszczędności. Niektórzy członkowie Rady argumentowali przy tym, że spadek skłonności do oszczędzania może wynikać z utrzymywania się podwyższonej inflacji, oddziałującej w kierunku zmniejszenia realnej wartości gromadzonych środków. Zdaniem części członków Rady skalę oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego będzie także ograniczał dalszy napływ funduszy unijnych sprzyjający zwiększeniu inwestycji.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika konsumpcji od połowy 2011 r. stopniowo maleje i nie można wykluczyć, że również w kolejnych kwartałach jej wkład do wzrostu PKB będzie się zmniejszał. Członkowie ci argumentowali ponadto, że skłonność firm do inwestowania jest uzależniona od koniunktury za granicą i w sytuacji oczekiwanego słabego wzrostu w gospodarce światowej wkład inwestycji prywatnych do wzrostu PKB w kolejnych kwartałach również może się obniżyć. Zdaniem tych członków Rady skala spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce może zatem okazać się znacząca.

Część członków Rady wskazywała jednak, że nawet w przypadku istotnego spowolnienia wzrostu w najbliższych kwartałach, można oczekiwać, iż w 2013 r. wzrost PKB będzie stopniowo przyspieszał. Zdaniem tych członków Rady czynnikami wspierającymi wzrost gospodarczy będzie rosnący popyt sektora prywatnego. Przyspieszeniu konsumpcji w 2013 r. będzie sprzyjać oczekiwane obniżenie się

inflacji zwiększające wzrost realnych dochodów do dyspozycji, a przyspieszeniu inwestycji – prognozowana poprawa sytuacji gospodarczej za granicą. Poprawa sytuacji za granicą powinna również przyczynić się do przyspieszenia eksportu w 2013 r. Ponadto skala dalszego zacieśnienia fiskalnego w Polsce będzie prawdopodobnie mniejsza niż w bieżącym roku, co w mniejszym stopniu będzie ograniczać wzrost popytu krajowego w 2013 r.

Omawiając kształtowanie się inflacji członkowie Rady podkreślali, że jej podwyższony poziom – podobnie jak w wielu innych krajach – wynika w znacznym stopniu z oddziaływania czynników zewnętrznych, w tym z coraz wyższych cen surowców energetycznych na świecie przekładających się na rosnące ceny energii, w szczególności ceny paliw. W lutym istotnie wzrosły także krajowe ceny wyrobów tytoniowych po podniesieniu stawek podatku akcyzowego, co podwyższyło też wskaźnik inflacji bazowej.

Członkowie Rady wskazywali, że w horyzoncie najbliższych miesięcy podwyższona inflacja będzie nadal związana przede wszystkim z wciąż wysoką dynamiką cen energii i żywności. Ponadto, zdaniem niektórych członków Rady, w czerwcu 2012 r. – ze względu na mistrzostwa Europy w piłce nożnej – w niektórych miastach Polski można oczekiwać wzrostu cen usług w restauracjach i hotelach, których spadek po zakończeniu Euro 2012 może nie być natychmiastowy. Zdaniem niektórych członków Rady, dodatkowym ryzykiem dla inflacji w krótkim okresie jest możliwy wzrost cen usług i opłat pozostających w decyzji samorządów.

Odnosząc się do oddziaływania kursu walutowego na inflację niektórzy członkowie Rady oceniali, że prawdopodobne umacnianie się kursu równowagi będzie ograniczało antyinflacyjny wpływ aprecjacji kursu złotego na początku 2012 r. na ceny krajowe. Równocześnie członkowie ci podkreślali, że zmiany kursu walutowego są silnie związane z trudnymi do przewidzenia zmianami awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych. W tym kontekście wskazywano, że utrzymuje się niepewność co do sytuacji na rynkach finansowych, w szczególności w Europie.

Członkowie Rady podkreślali, że wydłużył się oczekiwany okres, przez który inflacja może pozostać powyżej celu inflacyjnego, co zdaniem większości Rady zwiększa ryzyko jej utrwalenia na podwyższonym poziomie i uzasadnia rozważenie zacieśnienia polityki pieniężnej. Większość członków Rady podkreślała, że – biorąc pod uwagę, iż inflacja pozostaje podwyższona w znacznym stopniu ze względu na czynniki pozostające poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej – podniesienie stóp procentowych NBP powinno przede wszystkim przeciwdziałać utrwaleniu się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych, nasileniu presji płacowej i pojawieniu się efektów drugiej rundy. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że w sytuacji wciąż podwyższonego bezrobocia i dotychczasowego umiarkowanego tempa wzrostu płac oraz kontynuacji zacieśnienia fiskalnego ograniczającego wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy jest ograniczone.

Odnosząc się do poziomu stóp procentowych część członków Rady podkreślała, że – mimo zacieśnienia polityki pieniężnej w 2011 r. – znajdują się one obecnie na umiarkowanym poziomie, na co wskazuje – ich zdaniem – stosunkowo wysokie tempo wzrostu agregatów monetarnych. Zdaniem tych członków Rady o umiarkowanym poziomie stóp procentowych w Polsce świadczy także porównanie wielkości odchylenia inflacji od celu inflacyjnego oraz szacunków luki popytowej w Polsce i w innych krajach. Jednak zdaniem innych członków Rady na tle bardzo silnie ekspansywnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych na świecie, luzowania polityki przez banki w krajach rozwijających się oraz

utrzymującej się niepewności co do sytuacji gospodarczej za granicą polityka pieniężna NBP nie jest nadmiernie łagodna. Ponadto, niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że jeszcze nie ujawniły się w pełni efekty zacieśnienia polityki pieniężnej dokonanego w I połowie 2011 r. Zdaniem niektórych członków Rady wpływ podwyżek stóp w 2011 r. na obniżenie aktywności gospodarczej wydaje się niewielki.

Część członków Rady wskazywała, że zmniejszenie dostępu gospodarstw domowych do kredytów walutowych zwiększa siłę transmisji podwyżek stóp procentowych NBP na dynamikę kredytu, a przez to na wzrost popytu prywatnego.

Odnosząc się do decyzji o wysokości stóp procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że ograniczona skala oczekiwanego spowolnienia gospodarczego – przy prawdopodobnym utrzymaniu się negatywnego oddziaływania na inflację czynników pozostających poza wpływem krajowej polityki pieniężnej – może nie ograniczyć presji inflacyjnej na tyle by umożliwić powrót inflacji do celu w średnim okresie. Ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu w średnim okresie zwiększają także podwyższone oczekiwania inflacyjne. W związku z tym członkowie Rady uznali, że w najbliższym czasie należy rozważyć zacieśnienie polityki pieniężnej. Zdaniem części członków Rady zacieśnienie powinno nastąpić możliwie najszybciej, stąd uzasadnione jest – ich zdaniem – podwyższenie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu. Większość członków Rady uznała jednak, że ewentualne podwyższenie stóp procentowych powinno być uwarunkowane pełniejszą oceną stanu koniunktury i skali oczekiwanego spowolnienia gospodarczego. Ocena ta będzie możliwa po analizie danych za kolejne miesiące 2012 r. Dane za styczeń i luty mogły bowiem być zaburzone przez czynniki jednorazowe. W związku z tym uznali oni, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać na niezmiennym poziomie. Natomiast w najbliższym okresie zacieśnienie polityki pieniężnej może być uzasadnione, o ile nie pojawią się sygnały wskazujące na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce, a jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie ulegną poprawie.

Zdaniem niektórych członków Rady, jeżeli w kolejnych kwartałach miałyby nastąpić silne spowolnienie krajowego wzrostu gospodarczego związane ze słabą aktywnością za granicą, to zacieśnienie polityki pieniężnej może nie być konieczne.

Na posiedzeniu złożono wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,50%, stopa lombardowa 6,00%, stopa depozytowa 3,00%, stopa redyskonta weksli 4,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 maja 2012 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej za granicą oraz w Polsce, w tym przebiegu procesów inflacyjnych.

Odnosząc się do procesów zachodzących w otoczeniu polskiej gospodarki członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymującą się niepewność co do sytuacji w strefie euro. Część członków Rady argumentowała, że wyniki wyborów we Francji oraz Grecji wskazują na możliwość zmian w polityce gospodarczej tych państw i w związku z tym prawdopodobne jest zmniejszenie poparcia dla

restrykcyjnej polityki fiskalnej w części strefy euro. Niektórzy członkowie Rady zwracali w tym kontekście uwagę na ryzyko nasilenia się zjawisk kryzysowych w części państw strefy euro, co przełożyłoby się na dalsze znaczące osłabienie aktywności w tej gospodarce. Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że choć strefa euro jest w stagnacji, to w przypadku Niemiec – będących głównym partnerem handlowym Polski – oczekiwane jest powolne ożywienie aktywności.

Członkowie Rady podkreślali, że niepewność odnosząca się do sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki jest podwyższona od dłuższego czasu i należy liczyć się z tym, że pozostanie ona wysoka. Część członków Rady oceniała, że podwyższona niepewność związana z kształtowaniem się procesów gospodarczych w strefie euro i innych krajach rozwiniętych staje się stałym elementem bilansu ryzyk dla inflacji i PKB i z tego względu nie powinien to być czynnik decydujący o kierunku prowadzenia polityki pieniężnej w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że tak wysoka niepewność ogranicza możliwość zmian stóp procentowych.

Omawiając aktywność gospodarczą w Polsce część członków Rady wskazywała, że w marcu istotnie spowolniła produkcja przemysłowa oraz budowano-montażowa, choć dane za poprzednie miesiące wskazują, że w I kw. 2012 r. w Polsce najprawdopodobniej utrzymał się relatywnie wysoki wzrost gospodarczy. Jednocześnie członkowie ci podkreślali, że zgodnie z badaniami koniunktury NBP sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw w I kw. pozostała dobra, w tym zwiększyło się wykorzystanie mocy produkcyjnych, zaś w odniesieniu do II kw. – wzrósł odsetek firm planujących zwiększenie produkcji i zatrudnienia. Również akcja kredytowa dla przedsiębiorstw w pierwszych miesiącach 2012 r. szybko rosła. Utrzymywała się także relatywnie wysoka dynamika złotych kredytów mieszkaniowych, choć łączna dynamika kredytów mieszkaniowych nadal się obniżała. Zdaniem tych członków Rady może to oznaczać, iż skala oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego będzie mniejsza niż dotychczas oceniano. Może się do tego przyczyniać także dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw.

Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że słaba aktywność za granicą przełoży się na zmniejszenie wkładu eksportu netto do wzrostu PKB w Polsce, natomiast podwyższona inflacja i obniżająca się dynamika zatrudnienia będą czynnikami osłabiającymi popyt konsumpcyjny. Zwracano uwagę, że w kierunku osłabienia popytu konsumpcyjnego oddziałuje także spadek kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych. Członkowie ci wskazywali ponadto, że niepewność dotycząca perspektyw kształtowania się zarówno popytu eksportowego, jak i popytu wewnętrznego, stwarza ryzyko silnego obniżenia się aktywności inwestycyjnej firm, a w konsekwencji również silnego osłabienia się wzrostu PKB w Polsce w kolejnych kwartałach.

Analizując przebieg procesów inflacyjnych część członków Rady zwracała uwagę, że choć inflacja CPI i inflacja bazowa w marcu nieco się obniżyły, to w najbliższym okresie można oczekiwać ponownego wzrostu dynamiki cen. Wzrost inflacji może wynikać w szczególności z podwyżek cen gazu oraz przejściowego wzrostu cen usług restauracji i hoteli (wpływ mistrzostw Europy w piłce nożnej).

Odnosząc się natomiast do perspektyw kształtowania się inflacji w średnim okresie, część członków Rady podkreślała, że w kolejnych kwartałach najprawdopodobniej utrzyma się oddziaływanie czynników zewnętrznych podwyższających dotychczas inflację w Polsce. Wśród tych czynników wymieniano wysokie ceny surowców na rynkach światowych, będące w dużym stopniu wynikiem rosnącego popytu na energię i żywność ze strony szybko rosnących rynków wschodzących, a także silnie ekspansywnej polityki monetarnej prowadzonej w głównych gospodarkach rozwiniętych. Zdaniem tych członków Rady,

wymienione czynniki powodują, że wydłuża się oczekiwany okres, przez który inflacja może pozostać powyżej celu inflacyjnego.

Inni członkowie Rady wskazywali, że jeżeli odnotowany w ostatnim okresie spadek cen ropy utrzyma się – zwłaszcza przy umocnieniu kursu złotego, to inflacja może znacząco obniżyć się do końca 2012 r. Zdaniem tych członków Rady na taką możliwość wskazuje także istotne osłabienie się dynamiki cen producenta, świadczące o niezwiększaniu marż przez firmy.

Odnosząc się do oczekiwań inflacyjnych podkreślano, że choć prognozy inflacji analityków sektora finansowego są w horyzoncie roku zgodne z celem inflacyjnym NBP, to w przypadku gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oczekiwania formułowane są głównie w oparciu o bieżącą inflację. W efekcie oczekiwania sektora prywatnego utrzymują się od dłuższego czasu istotnie powyżej celu inflacyjnego. Niektórzy członkowie Rady argumentowali przy tym, że – pomimo wciąż podwyższonej stopy bezrobocia – długotrwałe utrzymywanie się wysokich oczekiwań inflacyjnych zwiększa ryzyko, że wpłyną one na kształt umów zawieranych przez przedsiębiorstwa i w efekcie na dynamikę kosztów, w tym kosztów pracy. W tym kontekście zwracano także uwagę na zapowiedzi podwyższenia płacy minimalnej w 2013 r., jako na czynnik mogący zwiększyć presję płacową.

Inni członkowie Rady podkreślali, że wysokie oczekiwania inflacyjne nie przełożyły się dotychczas na wzrost żądań płacowych, o czym świadczy obniżanie się dynamiki funduszu płac. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że ograniczeniu presji płacowej sprzyja zamrożenie płac w sektorze publicznym.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej część członków Rady argumentowała, że mimo iż podwyższona inflacja w znacznej mierze wynika z oddziaływania czynników niezależnych od krajowej polityki pieniężnej, to biorąc pod uwagę jej negatywne skutki dla gospodarki należy dążyć do stabilizacji tempa wzrostu cen na niskim poziomie. Członkowie ci wskazywali, że polityka pieniężna powinna być prowadzona w taki sposób, aby sprzyjać obniżeniu się oczekiwań inflacyjnych. Ponadto członkowie Rady podkreślali, że podejmując decyzje dotyczące stóp procentowych należy kierować się przede wszystkim przewidywaniami co do kształtowania się sytuacji makroekonomicznej w perspektywie 6-8 kwartałów. Zdaniem niektórych członków Rady w tym horyzoncie można oczekiwać przyspieszenia wzrostu gospodarczego.

Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że biorąc pod uwagę podażowy charakter podwyższonej obecnie inflacji, jej ograniczenie wymagałoby obniżenia aktywności gospodarczej poniżej potencjału. Z kolei zbyt wysokie stopy procentowe mogą nie tylko silnie obniżyć wzrost PKB w horyzoncie kilku kwartałów, ale również w dłuższej perspektywie negatywnie wpłynąć na krajową aktywność gospodarczą.

Odnosząc się do decyzji o wysokości stóp procentowych NBP, większość członków Rady argumentowała, że ograniczona skala oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego, przy utrzymującej się od ponad roku podwyższonej inflacji i prognozowanym jej jedynie powolnym obniżaniu się w perspektywie kolejnych kwartałów, uzasadniały podwyższenie stóp procentowych NBP na majowym posiedzeniu. Zdaniem tych członków Rady od poprzedniego posiedzenia perspektywy powrotu inflacji do celu nie uległy poprawie, zwłaszcza biorąc pod uwagę utrzymywanie się istotnego negatywnego wpływu na inflację czynników pozostających poza wpływem krajowej polityki pieniężnej i wciąż podwyższone oczekiwania inflacyjne. Jednocześnie sygnały napływające ze sfery realnej nie wskazywały jednoznacznie na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce. Większość członków Rady

podkreślała przy tym, że podwyższenie stóp NBP jest ich dostosowaniem do aktualnej i przewidywanej sytuacji makroekonomicznej w Polsce i ma na celu zapewnienie dodatniego poziomu stóp realnych. Część członków Rady oceniała jednocześnie, że aby wpłynąć na oczekiwania inflacyjne uzasadnione może być ponowne dostosowanie stóp procentowych NBP.

Inni członkowie Rady argumentowali, że wciąż trudno ocenić skalę oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego i z decyzją o dostosowaniu stóp procentowych NBP należałoby się wstrzymać. Zdaniem tych członków Rady dopiero dane za kolejne miesiące pozwolą określić, czy wyhamowywanie aktywności w gospodarce polskiej będzie silne, czy ograniczone. Członkowie ci oceniali, że w warunkach wysokiej niepewności związanej z sytuacją w otoczeniu Polski oraz kontynuacji zacieśniania polityki fiskalnej, uzasadnione jest utrzymanie stóp na niezmiennym poziomie na bieżącym posiedzeniu.

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 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, stopa redyskonta weksli 5,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 czerwca 2012 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej za granicą oraz w Polsce, w tym przebiegu procesów inflacyjnych.

Analizując sytuację w otoczeniu polskiej gospodarki, członkowie Rady wskazywali na umiarkowany wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych, stagnację aktywności w strefie euro i osłabienie wzrostu w części dużych gospodarek wschodzących. Omawiając perspektywy dla strefy euro, zwracano uwagę na nasilenie się obaw o sytuację gospodarczą w krajach najsilniej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, które przełożyło się na pogorszenie nastrojów i wzrost awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych. Pogorszenie nastrojów przyczyniło się z kolei do deprecjacji kursów walut gospodarek wschodzących, w tym złotego, a także do obniżenia cen surowców na rynkach światowych.

Część członków Rady oceniała, że mimo pogorszenia perspektyw gospodarczych strefy euro, wzrost PKB w krajach będących najważniejszymi partnerami handlowymi Polski powinien utrzymać się na wyraźnie dodatnim poziomie. Członkowie ci zwracali jednak uwagę, że osłabienie koniunktury w największych gospodarkach wschodzących, będących ważnymi odbiorcami niemieckiego eksportu, poprzez powiązania handlowe Polski i Niemiec może przełożyć się na dalsze spowolnienie polskiego eksportu.

Odnosząc się do stanu koniunktury w Polsce, podkreślano, że dane, które napłynęły w maju, w tym przede wszystkim dane o PKB i jego strukturze w I kw. 2012 r. potwierdziły, iż aktywność gospodarcza w Polsce stopniowo spowalnia. Wskazywano w szczególności na relatywnie niską dynamikę konsumpcji i jednocześnie obniżenie dynamiki inwestycji oraz eksportu. Ponadto – zdaniem części członków Rady – bieżące dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a także znaczna część wskaźników koniunktury pozwalają oceniać, że w II kw. br. wzrost PKB będzie najprawdopodobniej niższy niż w I kw. Odnosząc się do perspektyw wzrostu w kolejnych kwartałach, niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w kierunku obniżenia dynamiki PKB będzie w szczególności oddziaływała – obok prawdopodobnego

dalszego spadku dynamiki popytu zewnętrznego – kontynuacja zacieśnienia polityki fiskalnej oraz osłabienie konsumpcji, związane z niską dynamiką realnych wynagrodzeń i słabnącym wzrostem kredytów dla gospodarstw domowych. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że spowolnienie wzrostu w polskiej gospodarce może okazać się umiarkowane. Mogą o tym świadczyć niektóre kwietniowe dane, a w szczególności dalszy wzrost akcji kredytowej w segmencie kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw i kredytów mieszkaniowych w złotych, wyhamowanie spadkowego trendu dynamiki produkcji przemysłowej oraz wzrost dynamiki produkcji budowlano-montażowej. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady argumentowali, że wzrost kredytów mieszkaniowych w złotych częściowo wynika ze zmniejszenia popytu na walutowe kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych.

Omawiając perspektywy akcji kredytowej, niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że niekorzystnie na podaż kredytów oferowaną przez banki krajowe może wpłynąć pogorszenie sytuacji w sektorze bankowym w strefie euro. Zdaniem tych członków Rady w kierunku ograniczenia podaży kredytów może także oddziaływać zmniejszenie stanu depozytów sektora prywatnego w sektorze bankowym w ostatnich miesiącach, częściowo wynikające z przeniesienia środków do funduszy inwestycyjnych. Inni członkowie Rady podkreślali, że w warunkach utrzymującej się znaczącej nadpłynności sektora bankowego powyższe czynniki nie muszą przełożyć się na ograniczenie akcji kredytowej, która w znacznie większym stopniu uzależniona jest od oceny przez banki ryzyka związanego z sytuacją gospodarczą i zmianami zdolności kredytowej potencjalnych kredytobiorców.

Analizując sytuację na rynku pracy, część członków Rady zwracała uwagę, że dane BAEL za I kw. br. wskazują na obniżenie się rocznej dynamiki liczby pracujących oraz wzrost stopy bezrobocia w ujęciu rocznym. Podobne tendencje widoczne są w miesięcznych danych o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw i bezrobociu rejestrowanym w urzędach pracy. Jednocześnie nastąpiło pewne przyspieszenie wzrostu płac w I kw., które – wobec jednoczesnego obniżenia się dynamiki PKB – doprowadziło do wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. Część członków Rady argumentowała jednak, że przyspieszenie wzrostu płac w I kw. mogło być związane z czynnikami jednorazowymi (tj. przesunięciami w wypłacie części wynagrodzeń w związku z podwyżką stawki rentowej), co może potwierdzać obniżająca się od lutego i niska obecnie dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw. Część członków Rady oceniała w związku z tym, że w gospodarce nie następuje nasilenie presji płacowej. Zdaniem niektórych członków Rady ograniczeniu presji płacowej sprzyja także zamrożenie płac w sektorze publicznym. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że od dwóch lat widoczny jest wzrostowy trend dynamiki kosztów pracy w sektorze przedsiębiorstw.

Omawiając ryzyko nasilenia się presji płacowej, wskazywano na utrzymujące się relatywnie wysokie oczekiwania inflacyjne, które – biorąc pod uwagę ich adaptacyjny charakter – również w najbliższych miesiącach mogą pozostać podwyższone. Część członków Rady oceniała jednak, że ryzyko efektów drugiej rundy jest ograniczane przez spowalniający wzrost zatrudnienia i podwyższone bezrobocie.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych, zwracano uwagę, że w kwietniu wzrosła zarówno inflacja CPI, jak i inflacja bazowa. Podkreślano przy tym, że podwyższony obecnie poziom inflacji wynika w znacznej mierze z oddziaływania czynników niezależnych od krajowej polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że na tle krajów regionu – w których na inflację oddziałują podobne czynniki zewnętrzne – inflacja w Polsce pozostaje relatywnie wysoka.

Dyskutując na temat krótkookresowych perspektyw inflacji wskazywano, że w najbliższych miesiącach można oczekiwać utrzymania się jej powyżej górnej granicy odchyień od celu. Będzie to spowodowane wciąż wysoką dynamiką cen administrowanych oraz wzrostem rocznej dynamiki cen żywności. Wysoka dynamika cen administrowanych jest częściowo związana ze wzrostem opłat i cen zależnych od decyzji jednostek sektora finansów publicznych. Decyzje te są uwarunkowane działaniami mającymi na celu ograniczenie deficytu tego sektora. Wśród czynników podwyższających inflację w Polsce wskazywano także na osłabienie się kursu złotego w ostatnim okresie związane z pogorszeniem nastrojów na rynkach światowych oraz ryzyko przejściowego wzrostu cen usług w restauracjach i hotelach w niektórych miastach ze względu na mistrzostwa Europy w piłce nożnej.

Odnosząc się do kształtowania się inflacji w dłuższej perspektywie, część członków Rady podkreślała, że niektóre prognozy wskazują na ryzyko wydłużenia się okresu utrzymywania się inflacji powyżej celu. Członkowie ci zwracali w szczególności uwagę na stosunkowo wysoką inflację bazową, która również w najbliższych kwartałach może kształtować się na relatywnie wysokim poziomie, co wobec mało prawdopodobnego – ich zdaniem – wyraźnego spadku dynamiki cen energii i żywności będzie utrudniało obniżenie się inflacji CPI do poziomu celu. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że obserwowany ostatnio spadek cen surowców może okazać się przejściowy, zwłaszcza jeśli się uwzględni napięcia polityczne w rejonach wydobywania niektórych surowców. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że wkład wzrostu cen żywności i energii do inflacji CPI może się w kolejnych kwartałach istotnie zmniejszyć, co w szczególności powinno wynikać z korzystnego dla tych kategorii efektu bazy.

Analizując bieżącą politykę pieniężną, część członków Rady oceniała, że obecny poziom stóp procentowych może być odpowiedni dla utrzymania stabilności cen w średnim okresie, w szczególności biorąc pod uwagę spowolnienie wzrostu gospodarczego. Jednocześnie niektórzy członkowie argumentowali, że ewentualne ponowne podwyższenie stóp procentowych – poprzez negatywny wpływ na dynamikę popytu, może utrudnić proces obniżenia relacji deficytu sektora finansów publicznych do PKB i – poprzez wymuszenie dodatkowych działań dostosowawczych w polityce fiskalnej – doprowadzi do nadmiernego ograniczenia wzrostu gospodarczego. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że – mimo dokonanego dostosowania – obecny poziom stóp procentowych w Polsce może okazać się nieco za niski, aby ograniczyć ryzyko utrzymania się podwyższonej inflacji w średnim okresie, zwłaszcza biorąc pod uwagę ryzyko utrzymania się relatywnie wysokiej inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że zbyt niski poziom stóp procentowych może mieć negatywny wpływ na krajową stopę oszczędności.

Dyskutując na temat decyzji dotyczącej poziomu stóp procentowych NBP, członkowie Rady uznali, że na bieżącym posiedzeniu powinny one pozostać na niezmiennym poziomie. Część członków Rady podkreślała, że biorąc pod uwagę widoczne spowolnienie wzrostu gospodarczego, podwyższenie stóp NBP na poprzednim posiedzeniu było prawdopodobnie wystarczającym dostosowaniem poziomu stóp procentowych do aktualnej i przewidywanej sytuacji makroekonomicznej w Polsce. Taką ocenę wspiera – ich zdaniem – także ryzyko pogorszenia się sytuacji w strefie euro. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że w najbliższym okresie uzasadnione może być ponowne dostosowanie poziomu stóp, o ile wydłużyłby się oczekiwany okres utrzymywania się inflacji powyżej celu, a skala dalszego spowolnienia miała okazać się umiarkowana. Zdaniem większości członków Rady pełniejsza ocena zasadności ewentualnego ponownego podwyższenia stóp powinna uwzględniać dane napływające w najbliższym

okresie oraz wyniki lipcowej projekcji makroekonomicznej z modelu NECMOD, jak również innych prognoz.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, stopa redyskonta weksli 5,00%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 3-4 lipca 2012 r.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,75% w skali rocznej; stopa lombardowa 6,25% w skali rocznej; stopa depozytowa 3,25% w skali rocznej; stopa redyskonta weksli 5,00% w skali rocznej.

Napływające dane sygnalizują osłabienie koniunktury w gospodarce światowej. Stagnacji w strefie euro towarzyszy umiarkowany wzrost aktywności w Stanach Zjednoczonych. Równocześnie pogarsza się koniunktura gospodarcza w największych gospodarkach wschodzących. Osłabienie tendencji wzrostowych w gospodarce światowej przyczynia się do spadku cen surowców. Spadek dynamiki cen energii, a w niektórych krajach – również cen żywności, oddziałuje w kierunku obniżenia się inflacji na świecie.

Mimo utrzymującej się niepewności dotyczącej sytuacji w strefie euro, nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych ustabilizowały się w ostatnich tygodniach. Przyczyniło się to do aprecjacji kursów większości walut gospodarek wschodzących, w tym złotego.

W Polsce, dane o produkcji i sprzedaży detalicznej w maju były lepsze od oczekiwań. Jednak łączna dynamika produkcji i sprzedaży w pierwszych miesiącach II kw. była niższa niż w poprzednim kwartale, co wraz z utrzymywaniem się relatywnie niskich wskaźników koniunktury przedsiębiorstw potwierdza, że następuje dalsze stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego. W maju utrzymała się niska dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, a stopa bezrobocia pozostała na podwyższonym poziomie. Nadal w umiarkowanym tempie rosły wynagrodzenia w przedsiębiorstwach.

Jednocześnie osłabiła się nieco dynamika akcji kredytowej dla przedsiębiorstw. W dalszym ciągu spowalniała też akcja kredytowa dla gospodarstw domowych, na co złożył się spadek wartości kredytów konsumpcyjnych oraz obniżanie się tempa wzrostu kredytów mieszkaniowych.

W maju inflacja CPI obniżyła się do 3,6%, pozostając powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Obniżyła się również inflacja bazowa, a także oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

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. Lipcowa projekcja inflacji i PKB wskazuje, że w 2013 r. wzrost PKB będzie niższy niż w bieżącym roku, po czym w kolejnym roku przyspieszy. Jednocześnie inflacja, po przejściowym wzroście w III kw. br., będzie się stopniowo obniżać i w 2013 r. będzie zbliżona do celu inflacyjnego NBP.

Zgodnie z lipcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,6-4,2% w 2012 r. (wobec 3,6-4,5% w projekcji marcowej), 2,0-3,4% w 2013 r. (wobec 2,2-3,6%) oraz 1,0-2,7% w 2014 r. (wobec 1,2-3,0%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z

50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,3-3,6% w 2012 r. (wobec 2,2-3,8% w projekcji marcowej), 1,0-3,2% w 2013 r. (wobec 1,1-3,5%) oraz 1,7-4,2% w 2014 r. (wobec 1,9-4,4%).

W ocenie Rady, w najbliższych miesiącach inflacja prawdopodobnie przejściowo wzrośnie, utrzymując się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Jednak w średnim okresie spowolnienie wzrostu gospodarczego następujące w warunkach zacieśnienia polityki fiskalnej oraz dokonanego w tym i ubiegłym roku podwyższenia stóp procentowych NBP będzie sprzyjało powrotowi inflacji do celu. Taką ocenę wspiera również lipcowa projekcja inflacji i PKB.

W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie.

Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby perspektywy powrotu inflacji do celu uległy pogorszeniu.

Rada przyjęła *Raport o Inflacji – Lipiec 2012*.

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 Andrzej Sławiński, dyrektor Instytutu Ekonomicznego. Prace koordynowane były przez Biuro Prognoz i Projekcji IE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD⁶². 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. 2012 r. do IV kw. 2014 r. – punktem startowym projekcji jest I kw. 2012 r.

⁶² Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP.

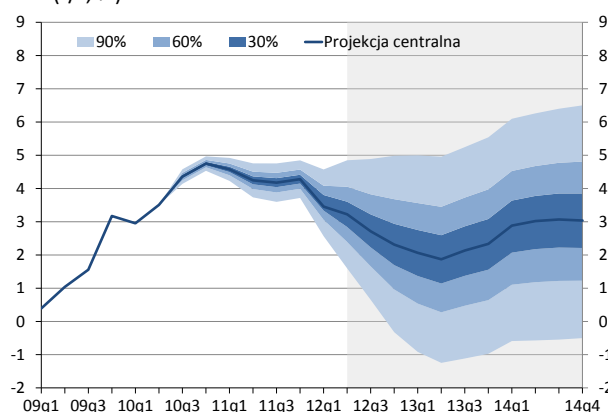
4.1. Synteza

Zgodnie z aktualnym szacunkiem GUS, w I kw. br. dynamika PKB w Polsce obniżyła się do 3,5% r/r z 4,3% w 2011 r., co jest spójne ze scenariuszem stopniowego spowolnienia gospodarki zarysowanym w poprzedniej *Projekcji inflacji i PKB*. Spowolnienie to wynika w dużej mierze z niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych polskiej gospodarki. Strefa euro od IV kw. ub.r. ponownie znajduje się w fazie recesji, do czego przyczyniają się problemy zadłużeniowe niektórych krajów strefy. Jednocześnie ceny surowców energetycznych (ropy naftowej, gazu ziemnego i węgla kamiennego) wyrażone w złotych, pomimo spadku w ostatnich tygodniach, są obecnie wyższe niż przed wybuchem światowego kryzysu finansowego. Na relatywnie wysoki poziom cen surowców wpływ mają: rosnący popyt ze strony rynków wschodzących, ograniczone możliwości wzrostu podaży surowców w krótkim okresie, utrzymujące się ryzyko polityczne w niektórych krajach wydobywających ropę naftową oraz osłabienie złotego. Obserwowane od kilku kwartałów spowolnienie gospodarcze w strefie euro przekłada się z opóźnieniem (szacowanym na ok. 3 kwartały) na pogorszenie koniunktury w Polsce. Czynnikiem łagodzącym wpływ spowolnienia za granicą na krajową aktywność gospodarczą są wysoka absorpcja funduszy z budżetu UE (szacowana na ponad 4% PKB) i powiązane z nią rosnące inwestycje publiczne, względnie korzystna sytuacja w Niemczech, będących głównym odbiorcą polskiego eksportu oraz osłabienie złotego pozytywnie wpływające na konkurencyjność cenową krajowej produkcji.

W horyzoncie projekcji pozytywny wpływ wymienionych powyżej czynników będzie stopniowo wygasał. Zakłada się, że w 2012 r. wzrost w gospodarce niemieckiej obniży się do poziomu jedynie nieznacznie wyższego od zera. Z

Wykres 4.1

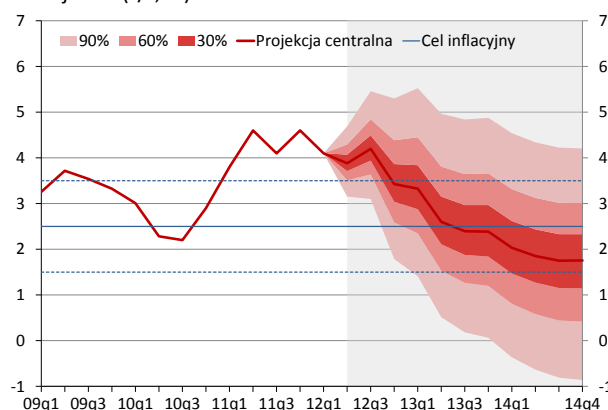
PKB (r/r, %).



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

Wykres 4.2

Inflacja CPI (r/r, %).



kolei biorąc pod uwagę, że osłabienie złotego w ostatnim okresie nie wynikało z czynników fundamentalnych i było spowodowane głównie wzrostem awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych – co zwiększyło odchylenie jego kursu od poziomu równowagi – w horyzoncie projekcji można spodziewać się, że złoty będzie stopniowo aprecjonował. W latach 2012-2013 oczekiwane jest ponadto zacieśnienie polityki fiskalnej nakierowane na obniżenie deficytu sektora finansów publicznych (SFP) do poziomu umożliwiającego wyjście Polski z procedury nadmiernego deficytu (EDP). W latach 2013-2014 obniżeniu ulegnie także wielkość absorpcji funduszy unijnych oraz wydatków publicznych przeznaczonych na ich współfinansowanie. Wraz z pogorszeniem sytuacji na rynku pracy, w horyzoncie projekcji można spodziewać się, że dalsze finansowanie konsumpcji spadkiem stopy oszczędności będzie ograniczone. W efekcie tempo wzrostu gospodarczego w Polsce ulegnie w horyzoncie projekcji wyraźnemu spowolnieniu (do 2,0% w 2013 r.). W dłuższym horyzoncie projekcji, w ślad za poprawiającą się sytuacją za granicą, zmniejszeniem skali zacieśniania polityki fiskalnej, a także ograniczeniem spadkowej tendencji napływu funduszy z budżetu UE, dynamika PKB wzrośnie do poziomu zbliżonego do 3% r/r.

Inflacja CPI utrzyma się w krótkim horyzoncie projekcji na podwyższonym poziomie, zbliżonym do 4% r/r (Wykres 4.2), co wynika z wcześniejszego osłabienia złotego, niekorzystnych uwarunkowań podażyowych, utrzymujących krajowe ceny żywności i energii na wysokim poziomie oraz działań regulacyjnych (wzrost akcyzy na olej napędowy, wzrost stawki rentowej, polityka URE). W średnim horyzoncie projekcji inflacja obniży się ze względu na stopniowe wygasanie proinflacyjnego wpływu deprecjacji kursu złotego oraz osłabienie krajowego wzrostu gospodarczego i tym samym zmniejszenie presji popytowej. W tym samym kierunku będzie oddziaływać stabilizacja cen

surowców energetycznych i spadek cen surowców rolnych na rynkach światowych, do czego przyczyni się spowolnienie w gospodarce światowej. Spadek inflacji w 2013 r. będzie częściowo ograniczany przez skutki wprowadzenia opłat za emisję CO₂, związanych z wdrożeniem przez Polskę Pakietu Energetyczno-Klimatycznego. Ponadto w 2014 r. w kierunku niższej inflacji oddziaływać będzie umacniający się kurs walutowy, obniżenie podstawowej stawki podatku VAT do poziomu z 2010 r. W wyniku oddziaływania powyższych czynników, przy umiarkowanej skali ożywienia gospodarczego, inflacja obniży się do poziomu poniżej celu inflacyjnego (Wykres 4.21).

Głównym źródłem niepewności dla prognozy inflacji i PKB jest rozwój sytuacji w strefie euro i powiązane z nim, kształtowanie się kursu złotego. Obecnie oceniamy, że prawdopodobieństwo silniejszego, w stosunku do założeń przyjętych w scenariuszu centralnym, pogorszenia perspektyw wzrostu za granicą (co mogłoby mieć miejsce w przypadku zaostrzenia kryzysu zadłużeniowego w strefie euro), jest zbliżone do prawdopodobieństwa, że sytuacja w otoczeniu polskiej gospodarki będzie kształtowała się bardziej korzystnie (wyższe tempo wzrostu PKB) niż zakłada to scenariusz centralny. Oznacza to, że rozkład niepewności, odzwierciedlony w wykresach wachlarzowych dla inflacji i PKB, jest symetryczny (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

4.2. Otoczenie zewnętrzne

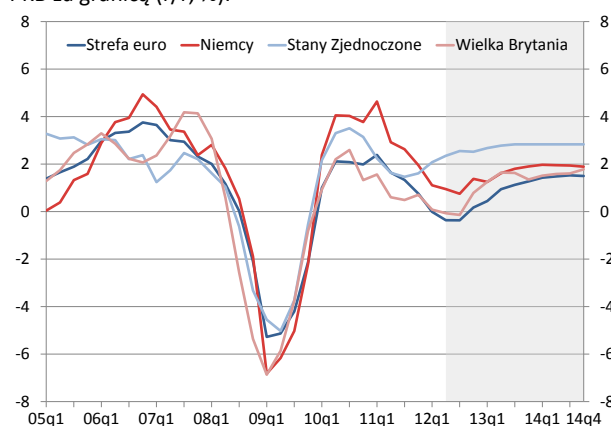
Dane za I kw. br. wskazują, że dynamika PKB w strefie euro i Stanach Zjednoczonych była wyższa niż oczekiwano w poprzedniej rundzie progностycznej (Wykres 4.3). W strefie euro wyraźny wzrost PKB odnotowała gospodarka Niemiec, co wynikało w dużej mierze z utrzymywania się rosnącego popytu na niemieckie towary ze strony krajów rozwijających się, w tym Chin, a także wzrostu konsumpcji.

Pomimo nieco lepszych od oczekiwań danych za I kw. br. odczyty wskaźników wyprzedających koniunktury sygnalizują, że wzrost PKB w kolejnych kwartałach może utrzymać się na niskim poziomie. Z tego względu dodatnia korekta prognoz PKB dla gospodarki strefy euro było niewielka i dotyczyła jedynie krótkiego horyzontu projekcji. W dłuższym horyzoncie projekcji czynnikami hamującymi poprawę aktywności gospodarczej w strefie euro są utrzymujące się problemy strukturalne i zadłużeniowe niektórych krajów strefy oraz ich instytucji finansowych. W Stanach Zjednoczonych, ze względu na większą elastyczność ich gospodarki (w porównaniu do gospodarki europejskiej), oczekiwane jest nieco silniejsze przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Łącznie w dłuższym okresie prognozy wzrostu dla otoczenia polskiej gospodarki kształtują się na poziomie zbliżonym do poprzedniej rundy prognostycznej.

W bieżącej projekcji przyjęto, że podwyżki stóp procentowych w strefie euro – po możliwych obniżkach w krótszym horyzoncie projekcji – nastąpią nie wcześniej niż w II połowie 2013 r. (Wykres 4.5). Przyczyną utrzymywania przez EBC niskich stóp procentowych są niekorzystne perspektywy wzrostu gospodarczego oraz napięcia w sektorze finansowym przy utrzymującej się niewielkiej presji inflacyjnej (Wykres 4.4). Istotne znaczenie dla perspektyw gospodarczych strefy euro, a w efekcie również kształtowania się stóp procentowych na niskim poziomie, ma także wysoki poziom niepewności, związanej z trwającym kryzysem zadłużeniowym i obawami o integralność Unii Gospodarczej i Walutowej. W Stanach Zjednoczonych podwyżki stóp procentowych oczekiwane są dopiero w I połowie 2014 r., ze względu na sytuację na rynku pracy, na którym skala ożywienia jest mniejsza niż w poprzednich cyklach koniunkturalnych. Wzrost niepewności w strefie euro, obok zmniejszenia się dysparytetu stóp procentowych, wpłynął także na osłabienie prognozowanego kursu euro do dolara

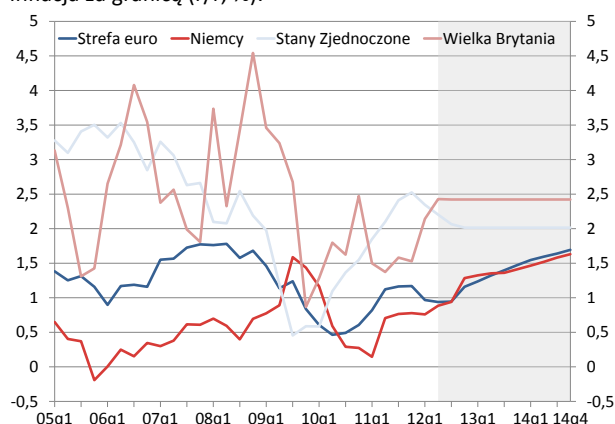
Wykres 4.3

PKB za granicą (r/r, %).



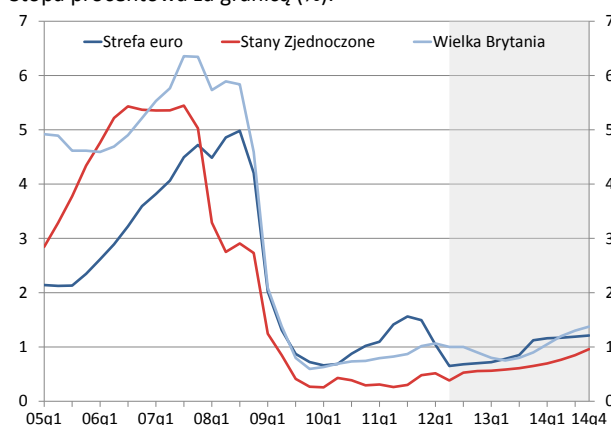
Wykres 4.4

Inflacja za granicą (r/r, %).



Wykres 4.5

Stopa procentowa za granicą (%).



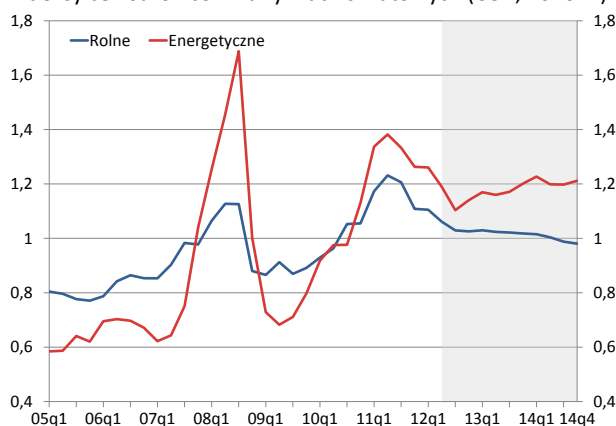
amerykańskiego względem poprzedniej projekcji (do średniego poziomu 1,28 w latach 2012-2014).

Zmniejszające się napięcie polityczne na Bliskim Wschodzie oraz narastający kryzys zadłużeniowy niektórych krajów strefy euro, obniżyły bieżące i prognozowane ceny surowców energetycznych na rynkach światowych względem poprzedniej rundy prognostycznej (Wykres 4.6). Indeks cen surowców energetycznych pozostanie jednak w horyzoncie projekcji na względnie stabilnym poziomie. Z jednej strony stopniowo rosnący światowy popyt przyczyni się, przy ograniczonych możliwościach wzrostu podaży, do umiarkowanego wzrostu cen węgla kamiennego oraz stabilizacji cen gazu ziemnego. Z drugiej strony, ceny ropy naftowej będą się w horyzoncie projekcji obniżać, ze względu na ustępujące ryzyka geopolityczne.

Spowolnienie światowej gospodarki, zwłaszcza w 2012 r., przekłada się na spadek globalnego popytu na surowce i produkty rolne, wykorzystywane zarówno do celów konsumpcyjnych jak i przemysłowych. Dodatkowo, na obniżenie cen surowców rolnych w horyzoncie projekcji (Wykres 4.6) wpłynie oczekiwana poprawa warunków produkcji rolnej (m.in. spodziewany powrót warunków agrometeorologicznych do poziomu średniej wieloletniej), w porównaniu z niekorzystną sytuacją w tym względzie w latach ubiegłych. W dłuższym horyzoncie w tym samym kierunku powinny oddziaływać obniżające się ceny ropy naftowej, determinujące koszty produkcji produktów rolnych oraz ceny biopaliw.

Wykres 4.6

Indeksy cen surowców na rynkach światowych (USD, 2010=1).



4.3. Gospodarka polska w latach 2012-2014

Popyt zagregowany

W ślad za spowolnieniem gospodarczym u głównych partnerów handlowych Polski, tempo

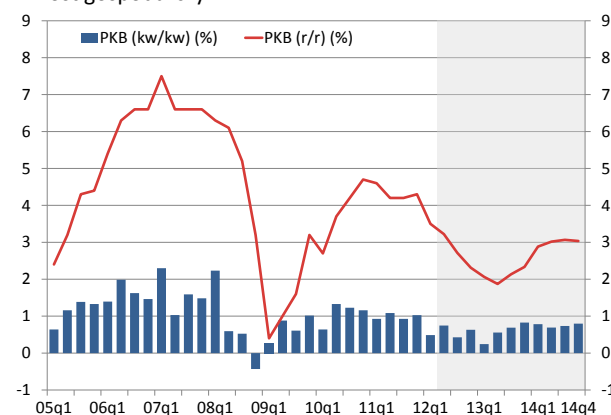
wzrostu krajowego PKB obniża się z poziomu 4,3% od – notowanego w 2011 r. do 2,9% w roku bieżącym oraz 2,1% w 2013 r. Oprócz niekorzystnego kształtowania się koniunktury zagranicą, czynnikami odpowiadającymi za osłabienie tempa wzrostu PKB w Polsce w latach 2012-2013 będą działania obniżające deficyt SFP, zmniejszająca się absorpcja transferów z UE oraz spadek tempa wzrostu spożycia gospodarstw domowych i zakończenie procesu odbudowy zapasów. Negatywny wpływ wymienionych powyżej czynników łagodzony będzie przez utrzymywanie się w horyzoncie projekcji dodatniego wkładu eksportu netto do wzrostu.

W 2014 r., przy stopniowej poprawie koniunktury za granicą, przyspieszy wzrost popytu krajowego wspierany przez rosnącą konsumpcję i inwestycje przedsiębiorstw, zakończenie procesu zacieśniania polityki fiskalnej oraz odbudowę stanu zapasów. Dynamika PKB zwiększy się do poziomu ok. 3%, przy bliskim zera wkładzie eksportu netto do wzrostu.

W krótkim i średnim horyzoncie projekcji dynamika spożycia indywidualnego ustabilizuje się na poziomie nieco poniżej 2% r/r, który to poziom jest bliski wieloletniemu minimum historycznemu dla polskiej gospodarki (Wykres 4.9). Niekorzystne perspektywy kształtowania się popytu konsumpcyjnego w latach 2012-2013 wynikają z ograniczenia tempa wzrostu realnych dochodów gospodarstw domowych prawie do zera, co z kolei ma związek ze stopniowo pogarszającą się sytuacją na rynku pracy, niską dynamiką dochodów z działalności na własny rachunek (efekt spowolnienia gospodarczego) oraz zmniejszającymi się transferami socjalnymi netto (efekt zacieśnienia polityki fiskalnej). Jednocześnie możliwości wygładzania ścieżki spożycia indywidualnego będą ograniczone przez historycznie niską bieżącą wysokość stopy oszczędności oraz skłonność banków do zaostrzenia kryteriów kredytowych⁶³. Spożycie

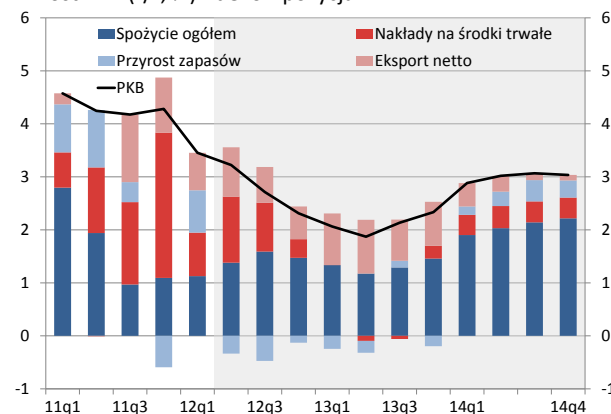
Wykres 4.7

Wzrost gospodarczy.



Wykres 4.8

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



⁶³ Por. Sytuacja na rynku kredytowym, wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, II kwartał 2012, NBP.

zbiorowe, po spadku w 2011 r., będzie w latach 2012-2013 rosnać jedynie w umiarkowanym tempie, w związku z działaniami konsolidacyjnymi SFP (m.in. zamrożeniem płac w sferze budżetowej w 2012 r. oraz obowiązującymi regułami fiskalnymi).

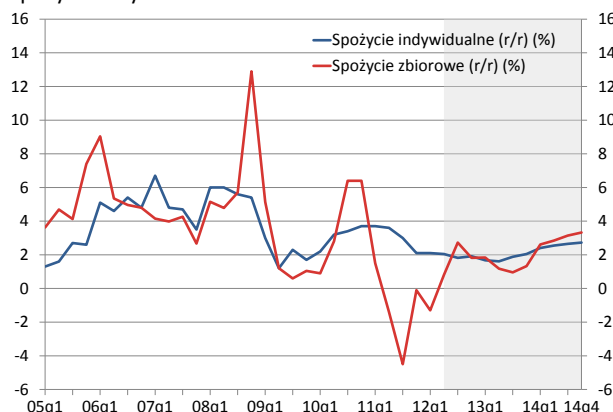
W 2014 r. oczekuje się umiarkowanego przyspieszenia tempa wzrostu spożycia indywidualnego, w związku z wyhamowaniem negatywnych tendencji na rynku pracy i spadkiem inflacji, zwiększającym dynamikę dochodów w ujęciu realnym. Ze względu na założone w projekcji wygaśnięcie tymczasowej reguły wydatkowej w budżecie państwa wzrośnie także dynamika spożycia zbiorowego.

Dynamika nakładów brutto na środki trwałe w krótkim i średnim horyzoncie projekcji obniża się, kształtując się w 2013 r., na poziomie bliskim zera. Stopniowego wzrostu inwestycji oczekuje się dopiero od początku 2014 r. Na zmiany łącznej wielkości inwestycji w najbliższych latach w największym stopniu wpływają zmiany inwestycji publicznych (Wykres 4.10), finansowanych w istotnej części napływem funduszy strukturalnych UE, których absorpcja obniża się w ramach kończącej się w 2015 r. *Narodowej Strategii Spójności 2007-2013* (Wykres 4.11). W kierunku obniżenia dynamiki inwestycji publicznych będzie oddziaływać także malejąca dynamika wydatków inwestycyjnych samorządów w nadchodzących latach, związana z działaniem samorządowych reguł fiskalnych. W rezultacie, w całym horyzoncie projekcji nastąpi istotny spadek inwestycji publicznych w relacji do PKB.

Wraz z utrzymywaniem się niekorzystnej sytuacji w strefie euro oraz spowolnieniem w gospodarce krajowej, w latach 2012-2013 dynamika inwestycji przedsiębiorstw kształtuje się na poziomie niższym niż w 2011 r. Spadek tempa wzrostu nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw jest jednak umiarkowany ze względu na dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw, niski koszt użytkowania kapitału

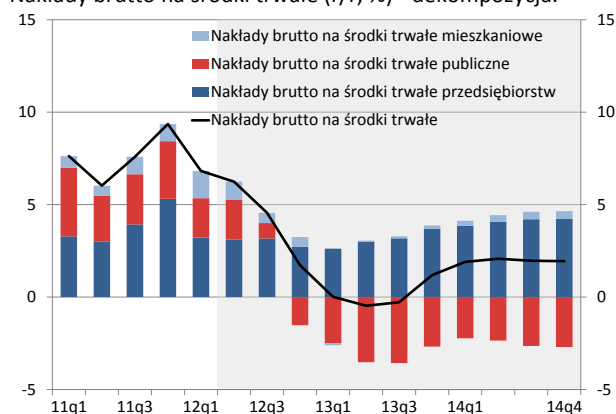
Wykres 4.9

Spożycie indywidualne i zbiorowe.



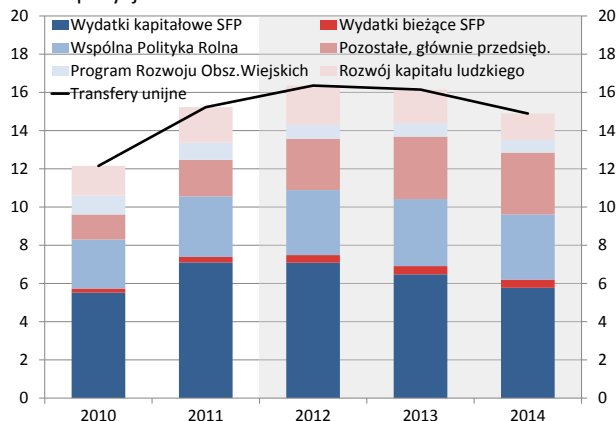
Wykres 4.10

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



Wykres 4.11

Wydatki finansowane ze środków unijnych (w mld euro) - dekompozycja.



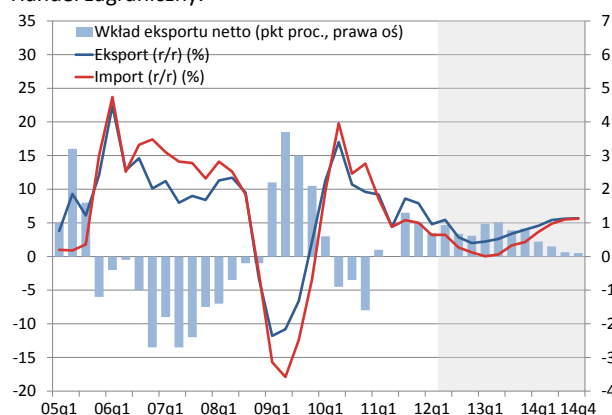
oraz napływ transferów UE przeznaczonych na wydatki kapitałowe sektora prywatnego (które będą rosnać, w przeciwieństwie do transferów kapitałowych dla SFP). Negatywny wpływ osłabienia krajowej i zagranicznej koniunktury na kształtowanie się inwestycji prywatnych ograniczać będzie także oczekiwana realizacja inwestycji odtworzeniowych (po rezygnacji z podejmowania nowych projektów inwestycyjnych w okresie ostatniego spowolnienia), na co wskazywać może rosnący stopień wykorzystania mocy produkcyjnych. Wraz z poprawą perspektyw wzrostu w kraju i zagranicą, dynamika inwestycji przedsiębiorstw zwiększy się wyraźniej w 2014 r.

W I kw. br. dynamika inwestycji mieszkaniowych pozostała najprawdopodobniej na względnie wysokim poziomie, na co wskazują szacunki IE NBP dokonane w oparciu m.in. o liczbę i metraż mieszkań oddanych do użytkowania. W horyzoncie projekcji tempo wzrostu tej kategorii obniży się, do czego przyczyni się oczekiwane zaostrzenie polityki kredytowej przez banki⁶⁴ oraz pogarszające się – wobec niekorzystnej koniunktury krajowej i zagranicznej – nastroje gospodarstw domowych zmniejszające skłonność do podejmowania długoterminowych zobowiązań finansowych. Czynnikiem łagodzącym wpływ spadającego popytu na poziom inwestycji mieszkaniowych będzie relatywnie wysoka stopa zwrotu z inwestycji deweloperskich przy obecnej relacji cen mieszkań do kosztów ich budowy⁶⁵.

Ze względu na niższy wzrost za granicą i osłabienie popytu krajowego, w latach 2012-2013 dynamika wolumenu handlu zagranicznego ulegnie istotnemu obniżeniu względem 2011 r. (Wykres 4.12). Obniżenie tempa wzrostu importu będzie jednak silniejsze niż eksportu z uwagi na większą wrażliwość pierwszej z tych kategorii na zmiany koniunktury w kraju i za granicą, a także z powodu osłabienia złotego w 2011 r.,

Wykres 4.12

Handel zagraniczny.



⁶⁴ Por. *Sytuacja na rynku kredytowym, wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, II kwartał 2012*, NBP.

⁶⁵ Por. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w IV kwartale 2011 r.*, NBP.

poprawiającego konkurencyjność cenową producentów krajowych. W konsekwencji, w krótkim i średnim horyzoncie projekcji, wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostanie dodatni. W dłuższym horyzoncie, wraz ze stopniową aprecjacją kursu złotego, eksport netto obniży się do poziomu bliskiego zera.

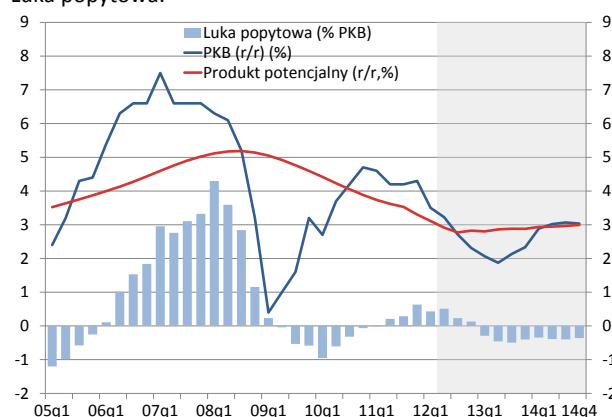
Równowaga makroekonomiczna

Dynamika potencjalnego PKB, która obniżyła się po okresie światowego kryzysu finansowego, w horyzoncie projekcji pozostanie na poziomie niższym od wieloletniej średniej, zbliżonym do 3% r/r. Ze względu na oczekiwane spowolnienie aktywności gospodarczej, od 2013 r. luka popytowa będzie nieznacznie ujemna, odzwierciedlając spadek PKB poniżej jego poziomu potencjalnego (Wykres 4.13).

Stabilna w horyzoncie projekcji dynamika produktu potencjalnego wynika z pozytywnego wpływu stopniowego powrotu tempa wzrostu wydajności czynników produkcji (TFP) do poziomu sprzed światowego kryzysu finansowego, przy jednoczesnym obniżeniu wzrostu kapitału publicznego (odzwierciedlającego spadające inwestycje publiczne, Wykres 4.14). Neutralnie na wzrost potencjału wpływa natomiast stabilna w horyzoncie projekcji podaż pracy w równowadze, co stanowi efekt bilansowania się wpływu negatywnych i pozytywnych zmian strukturalnych na rynku pracy. Z jednej strony, w najbliższych latach na niekorzyść zmieni się struktura wiekowa ludności w związku ze wzrostem udziału osób w wieku poprodukcyjnym oraz spadną środki przeznaczone na aktywną politykę rynku pracy, co powiązane jest ze spadkiem transferów unijnych współfinansujących te wydatki. Z drugiej strony, pozytywnie na współczynnik aktywności zawodowej w dalszym ciągu wpływać będą zmiany prawne ograniczające możliwość uzyskania świadczeń emerytalnych przed osiągnięciem oficjalnego wieku emerytalnego

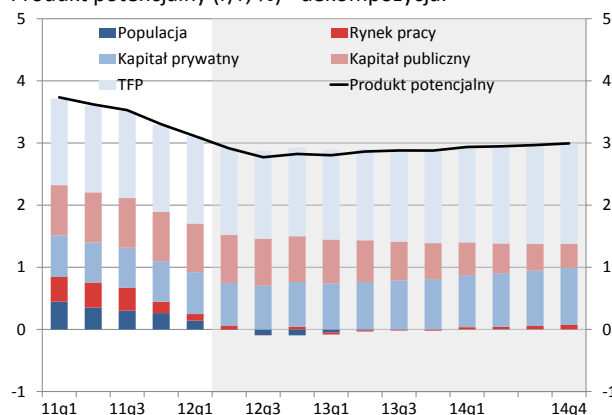
Wykres 4.13

Luka popytowa.



Wykres 4.14

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



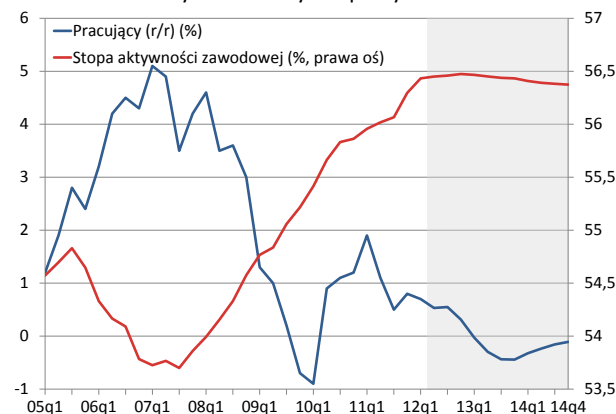
(tzw. emerytury pomostowe wprowadzone w 2009 r.) oraz podwyższenie oficjalnego wieku emerytalnego (od początku 2013 r.). Łączny szacowany wpływ tych zmian to wzrost o ok. 130 tys. aktywnych zawodowo w horyzoncie projekcji.

Rozwój sytuacji na rynku pracy odzwierciedla zmiany aktywności gospodarczej (Wykres 4.15, Wykres 4.16, Wykres 4.17). Wraz z oczekiwanym spowolnieniem, liczba pracujących zacznie się obniżać od początku 2013 r., przekładając się na wzrost stopy bezrobocia łącznie o 0,3 pkt proc. do końca 2014 r. W horyzoncie projekcji brak jest sygnałów wskazujących na możliwość zarówno istotnego spowolnienia jak i przyspieszenia tempa wzrostu wynagrodzeń (Wykres 4.16). Silniejsze obniżenie dynamiki płac jest mało prawdopodobne ze względu na stosunkowo niewielki wzrost stopy bezrobocia oraz spadek udziału funduszu płac w PKB obserwowany w ostatnich latach. Z drugiej strony, ze względu na oczekiwane spowolnienie, wzrost realnych wynagrodzeń w horyzoncie projekcji będzie umiarkowany i nie powinien przewyższać wzrostu wydajności pracy. W konsekwencji, poza krótkim horyzontem projekcji, gdy wzrost jednostkowych kosztów pracy jest podtrzymywany przez podniesienie stawki rentowej, dynamika tej kategorii pozostanie na poziomie zbliżonym do 2,5% r/r.

Utrzymujący się w horyzoncie projekcji deficyt dochodów na rachunku obrotów bieżących oraz ujemne saldo obrotów handlowych w dużym stopniu kompensowane będą napływem funduszy unijnych. Nierównowaga zewnętrzna, mierzona stosunkiem deficytu obrotów bieżących i kapitałowych do PKB ulegnie w horyzoncie projekcji poprawie (z 2,1% PKB w 2012 r. do 1,6% PKB w 2014 r.), co wynikać będzie z rosnącego salda handlowego (dodatni wkład eksportu netto w całym horyzoncie projekcji), pomimo pogorszenia się salda transferów z UE (kończąca się perspektywa budżetowa) oraz dochodów

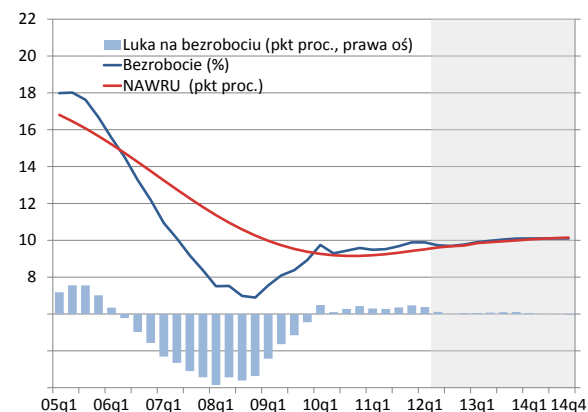
Wykres 4.15

Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy.



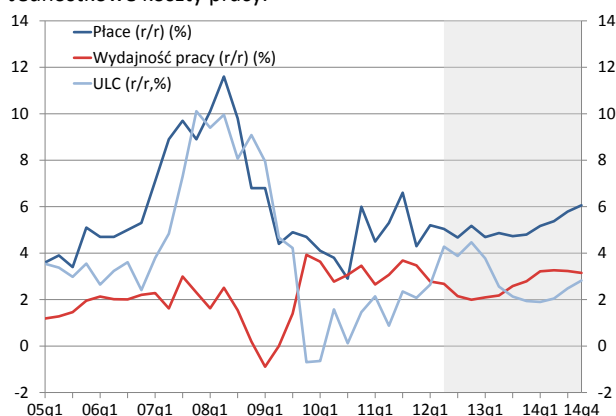
Wykres 4.16

Bezrobocie.



Wykres 4.17

Jednostkowe koszty pracy.



(wzrost dochodów nierezydentów z inwestycji bezpośrednich i portfelowych).

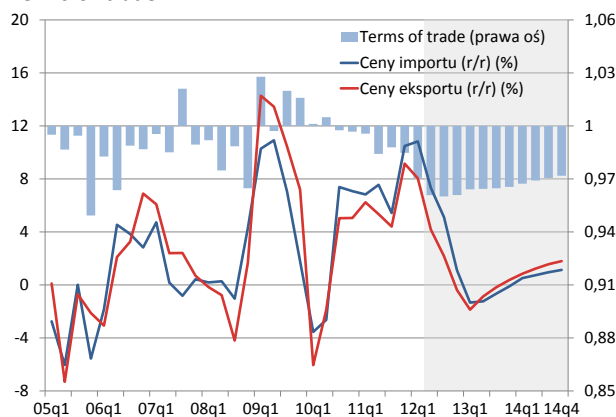
Kurs walutowy i inflacja

W ostatnich kwartałach miały miejsce silne wahania kursu złotego przy utrzymującej się wysokiej niepewnością na światowych rynkach finansowych, związanej z obawami o możliwość finansowania rosnącego poziomu zadłużenia niektórych krajów strefy euro, problemami płynnościowymi części banków europejskich oraz niekorzystnymi perspektywami wzrostu w gospodarce światowej. Ocenia się, że po deprecjacji w maju br., kurs złotego kształtuje się obecnie poniżej poziomu określonego przez czynniki fundamentalne i w horyzoncie projekcji powinien się stopniowo umacniać, zbliżając się do poziomu równowagi. Skala umocnienia kursu będzie jednak ograniczana przez niski wzrost w kraju i za granicą, co osłabiać będzie napływ inwestycji bezpośrednich i portfelowych do Polski. W tym samym kierunku będzie oddziaływał zmniejszający się dysparytet stóp procentowych, wynikający z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP.

Umacnianie się kursu złotego i umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego sprawią, że inflacja bazowa będzie się obniżać w horyzoncie projekcji do 1,6% w 2014 r. (Wykres 4.19). W krótkim okresie spadek ten będzie ograniczany przez szybko rosnące ceny importu (Wykres 4.18), wzrost jednostkowych kosztów pracy (w efekcie podwyżki stawki rentowej), a w 2013 r. – przez skutki wdrożenia Pakietu Klimatyczno-Energetycznego⁶⁶. W 2014 r. oczekiwany jest powrót podstawowej stawki VAT do 22%, co będzie oddziaływało w kierunku dalszego spadku inflacji, pomimo dodatniego wpływu poprawy koniunktury gospodarczej na inflację bazową w tym okresie.

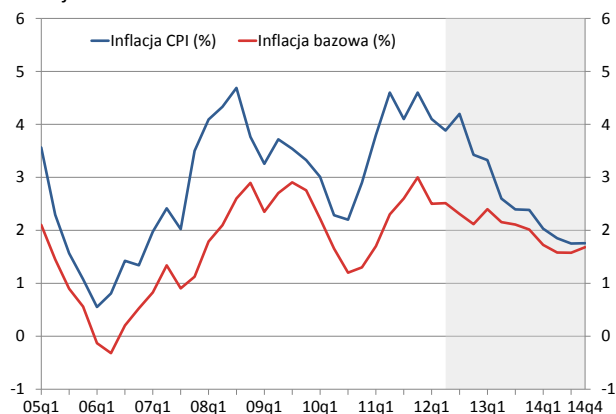
Wykres 4.18

Terms-of-trade.



Wykres 4.19

Inflacja CPI i bazowa.



⁶⁶ Por. Krótkookresowa skutki makroekonomiczne pakietu energetyczno-klimatycznego w gospodarce Polski, NBP, 2012.

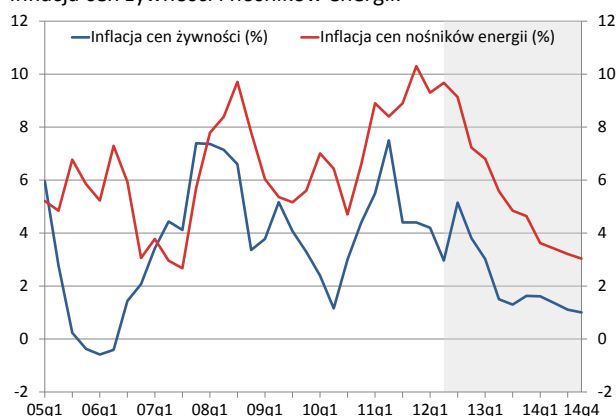
Inflacja cen żywności w krótkim okresie pozostaje na wysokim poziomie ze względu na niekorzystną sytuację podażową na rynku mięsa, ryb i jaj. Dodatkowo kształt ścieżki cen żywności w 2012 r. uwarunkowany jest przez efekt bazy związany z wahaniami cen warzyw i owoców w ubiegłym r. (Wykres 4.20). W kolejnych latach tempo wzrostu krajowych cen żywności spowolni – do 1,3% w 2014 r. Na ograniczenie dynamiki cen żywności w dłuższym okresie, oprócz umacniającego się kursu oraz niższego wzrostu gospodarczego (czyli czynników obniżających również dynamikę pozostałych kategorii cen konsumpcyjnych), wpływają także obniżające się w całym horyzoncie projekcji ceny surowców rolnych na rynkach światowych.

Inflacja cen energii w krótkim horyzoncie projekcji utrzyma się na wysokim poziomie (8,8% w 2012 r.) na co wpływają zatwierdzone przez URE podwyżki cen nośników energii oraz podwyższenie stawki akcyzy na olej napędowy od 2012 r. W horyzoncie projekcji ceny surowców energetycznych na rynkach światowych wyrażone w złotych stabilizują się na poziomie z 2011 r., co powinno wpływać na obniżenie dynamiki cen energii w średnim i długim horyzoncie projekcji, choć nadal pozostanie ona wyższa niż inflacja CPI. W 2013 r. czynnikiem podwyższającym inflację cen energii może być przełożenie na ceny energii elektrycznej wzrostu kosztów sektora energetycznego związanego z zakupami uprawnień do emisji CO₂. W 2014 r. wpływ wdrożenia Pakietu Energetyczno-Klimatycznego (PEK) na dynamikę cen energii będzie mniejszy, choć nadal dodatni. Obniżeniu tempa wzrostu cen energii w ostatnim roku projekcji sprzyjać powinno natomiast obniżenie podstawowej stawki VAT.

W efekcie powyższych uwarunkowań dynamika CPI utrzymywać się będzie w 2012 r. na poziomie zbliżonym do roku ubiegłego (3,9% r/r). Relatywnie wysoki poziom inflacji CPI w bieżącym roku będzie wypadkową osłabienia złotego w

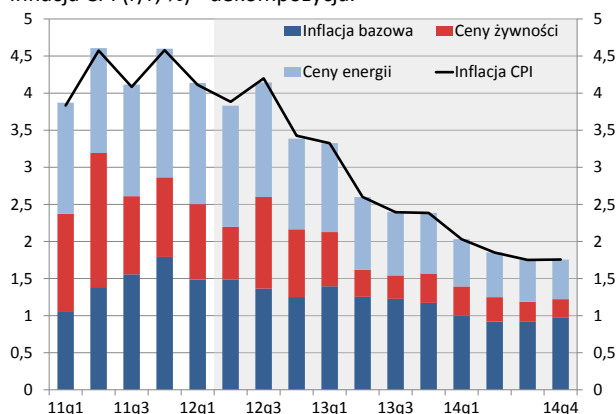
Wykres 4.20

Inflacja cen żywności i nośników energii.



Wykres 4.21

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



ostatnich miesiącach oraz czynników o charakterze regulacyjnym (wzrost akcyzy na olej napędowy, wzrost stawki rentowej, polityka URE), przy umiarkowanej presji popytowej. W średnim okresie, wraz z postępującym spowolnieniem wzrostu gospodarczego oraz pogorszeniem sytuacji na rynku pracy, inflacja obniży się do poziomu zbliżonego do celu inflacyjnego NBP (2,7% w 2013 r.), przy czym czynnikiem opóźniającym powrót inflacji do celu może być wdrażanie PEK (Wykres 4.21). W 2014 r. kontynuowany będzie spadkowy trend stopy inflacji (inflacja CPI obniży się do poziomu 1,8%), czemu sprzyjać będzie korzystne kształtowanie się cen surowców na rynkach światowych (spadające ceny surowców rolnych oraz stabilizacja cen surowców energetycznych), umacniający się kurs złotego oraz obniżka podstawowej stawki VAT. Przy założeniu braku zmian stopy referencyjnej NBP w całym horyzoncie projekcji, prawdopodobieństwo ukształtowania się średniorocznej inflacji w przedziale 1,5%-3,5% rośnie z 2% w II kw. 2012 r. do średnio 48% w latach 2013-2014.

4.4. Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Głównymi czynnikami odpowiadającymi za zmianę ścieżki inflacji i PKB pomiędzy marcową a lipcową rundą prognostyczną są: aprecjacja złotego, obniżenie cen surowców energetycznych na rynkach światowych oraz wzrost stopy procentowej NBP.

W wyniku powyższych zmian roczna dynamika inflacji CPI będzie w horyzoncie projekcji niższa o średnio 0,2 pkt proc. niż w poprzedniej rundzie prognostycznej. Tempo wzrostu gospodarczego będzie natomiast niższe o 0,1 pkt proc. (Tabela 4.1).

Tabela 4.1

Projekcja lipcowa na tle marcowej.

	2012	2013	2014
Inflacja CPI (r/r, %)			
VII 2012	3,9	2,7	1,8
III 2012	4,1	2,9	2,0
PKB (r/r, %)			
VII 2012	2,9	2,1	3,0
III 2012	3,0	2,3	3,2

PKB

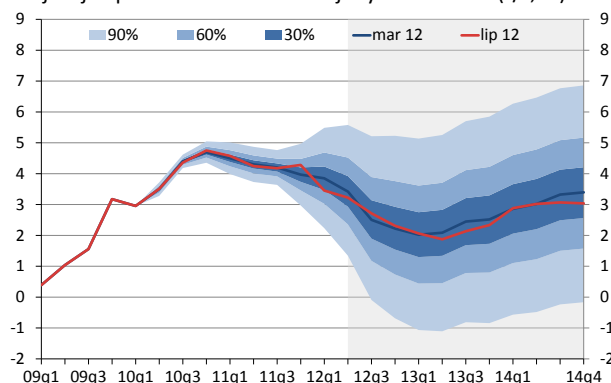
Od zamknięcia bazy danych dla poprzedniej projekcji, efektywny kurs złotego umocnił się, a podstawowe stopy procentowe NBP wzrosły o 0,25 pkt proc. Zmiany te oddziałują w kierunku aprecjacji złotego w całym horyzoncie projekcji, co wpływa negatywnie na konkurencyjność cenową krajowej produkcji. Zmiana stóp procentowych NBP podniosła ponadto koszt kredytów i zmniejszyła oprocentowanie depozytów, obniżając krajowe inwestycje, zapasy i konsumpcję. Do rewizji w dół projekcji PKB przyczyniła się także zmiana założeń fiskalnych pomiędzy rundami progностycznymi, w tym obniżenie prognozy spożycia zbiorowego w 2013 r. w wyniku uwzględnienia zamrożenia płac w sferze budżetowej. Wpływ czynników wymienionych powyżej będzie częściowo kompensowany przez pozytywny wpływ na krajową aktywność gospodarczą niższych cen surowców energetycznych na rynkach światowych oraz nieco wyższej prognozowanej dynamiki PKB za granicą.

Inflacja

Umocnienie kursu złotego oraz wzrost stóp procentowych obniża prognozę inflacji w podobnym stopniu jak prognozę PKB, do czego przyczynia się zmniejszenie presji inflacyjnej w wyniku ograniczenia popytu oraz spadek cen dóbr importowanych. Dodatkowym czynnikiem ograniczającym inflację są niższe ceny surowców energetycznych (wyrażone w USD) w stosunku do poprzedniej rundy progностycznej, obniżające krajowe ceny energii. Dane o inflacji CPI w punkcie startowym projekcji (I kw. br.) wskazują na niższy wzrost inflacji bazowej i wyższy wzrost cen żywności niż oczekiwano w projekcji marcowej, co nieznacznie zmienia dekompozycję stopy inflacji w krótkim okresie w stosunku do poprzedniej rundy progностycznej.

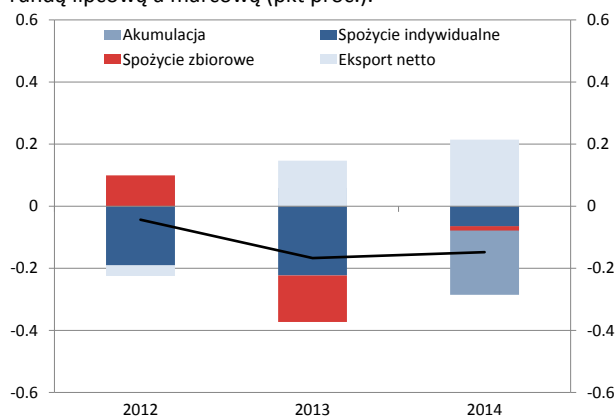
Wykres 4.22

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



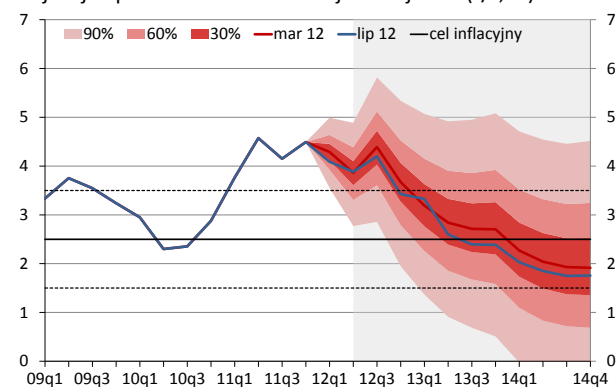
Wykres 4.23

Dekompozycja zmiany projekcji tempa wzrostu PKB między rundą lipcową a marcową (pkt proc.).



Wykres 4.24

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



4.5. Źródła niepewności projekcji

Ocenia się, że w horyzoncie projekcji bilans czynników ryzyka zarówno dla dynamiki PKB jak i inflacji jest symetryczny (Tabela 4.2). Najważniejsze źródła niepewności projekcji przedstawiono poniżej.

Otoczenie zewnętrzne i kurs walutowy

Otoczenie zewnętrzne, a w szczególności sposób rozwiązania kryzysu zadłużeniowego państw strefy euro, nadal pozostaje najważniejszym źródłem niepewności projekcji inflacji i PKB. Ewentualna dalsza eskalacja kryzysu, pociągająca za sobą wzrost awersji do ryzyka, może przełożyć się dalszy wzrost oprocentowania papierów dłużnych części krajów strefy euro. Proces ten, oprócz utrudnienia emisji nowego długu i rolowania obecnego zadłużenia przez te kraje, może z jednej strony doprowadzić do bardziej radykalnej konsolidacji fiskalnej i w efekcie dalszego obniżenia PKB w krótkim okresie, a z drugiej do pogorszenia sytuacji płynnościowej części banków europejskich. Jednoczesne dążenie banków do poprawy współczynników wypłacalności może przyspieszyć proces delewarowania i przyczynić się do dalszego ograniczenia akcji kredytowej dla sektora prywatnego (także przez powiązane kapitałowo z bankami strefy euro banki działające w Polsce). Czynnikiem łagodzącym niekorzystne następstwa realizacji powyższego scenariusza rozwoju sytuacji w strefie euro dla perspektyw krajowego wzrostu prawdopodobnie może być utrzymywanie się złotego na niskim poziomie, tak jak miało to miejsce podczas ostatniego kryzysu. Jednocześnie, słabsza waluta krajowa ograniczyłaby, wynikający z pogłębienia negatywnego szoku popytowego, spadek inflacji.

Trudna do przewidzenia pozostaje również

Wykres 4.25

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

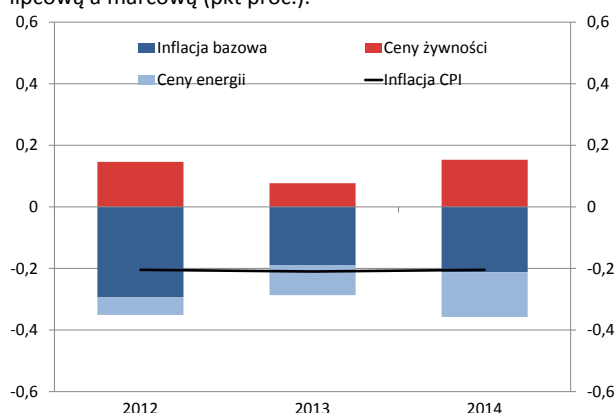


Tabela 4.2

Prawdopodobieństwo że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5-3,5%)
12q2	0,00	0,00	0,18	0,47	0,18
12q3	0,00	0,01	0,14	0,47	0,14
12q4	0,02	0,16	0,49	0,47	0,47
13q1	0,05	0,22	0,52	0,47	0,47
13q2	0,18	0,44	0,72	0,47	0,54
13q3	0,24	0,50	0,76	0,48	0,52
13q4	0,26	0,51	0,76	0,48	0,51
14q1	0,35	0,61	0,83	0,49	0,48
14q2	0,41	0,67	0,86	0,50	0,45
14q3	0,44	0,70	0,88	0,51	0,44
14q4	0,45	0,70	0,88	0,52	0,43

reakcja banków centralnych na niepewność odnośnie do kształtowania się sytuacji gospodarczej w krajach rozwiniętych. W szczególności trudno ocenić prawdopodobieństwo wprowadzenia przez Bank Rezerwy Federalnej kolejnej tury luzowania ilościowego (tzw. program QE3).

Ocenia się, że prawdopodobieństwo ukształtowania się krajowego wzrostu PKB poniżej projekcji lipcowej, przy zaostrzeniu kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, jest zbliżone do prawdopodobieństwa wyższego przebiegu ścieżki tej kategorii, w przypadku szybszej od oczekiwań odbudowy światowego popytu.

Popyt wewnętrzny

Istotnym źródłem niepewności dla projekcji jest reakcja gospodarstw domowych i sektora przedsiębiorstw na rozwój sytuacji za granicą i zacieśnienie fiskalne. Odzwierciedlone w mniejszym deficycie SFP skutki zacieśnienia fiskalnego prawdopodobnie wpłyną pozytywnie na ocenę wiarygodności kredytowej Polski, choć jednocześnie ocena ta jest w dużej mierze determinowana przez krótkookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego, osłabiane przez konsolidację fiskalną. Ponadto rozwój sytuacji w kraju i za granicą może przyczynić się do poprawy postrzegania Polski w oczach inwestorów zagranicznych i przełożyć się na większy napływ kapitału, w tym inwestycji bezpośrednich. W konsekwencji wzrost konsumpcji i inwestycji przedsiębiorstw w przyszłości może okazać się wyższy, czemu może sprzyjać rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych w gospodarce oraz wysoka płynność finansowa przedsiębiorstw.

Ceny żywności i energii w Polsce

Źródłem niepewności projekcji jest trudny do przewidzenia wpływ polityki regulacyjnej oraz sytuacji na światowym rynku surowcowym na kształtowanie się krajowych cen energii i żywności. Znaczną niepewność w tym względzie rodzi trudny do oszacowania wpływ przyszłej polityki Unii Europejskiej w zakresie ochrony środowiska, co szczególnie dotyczy wprowadzanego Pakietu Energetyczno-Klimatycznego nakierowanego na ograniczenie emisji CO₂. W szczególności, nie jest jeszcze znana ostateczna cena uprawnień do emisji CO₂, która w dużym stopniu może być uzależniona od popytu na te uprawnienia, a więc od aktywności gospodarczej krajów UE. Ponadto liczba bezpłatnych uprawnień może ulec zmianie ze względu na to, że Komisja Europejska nie podjęła jeszcze decyzji w sprawie derogacji dla polskiego sektora energetycznego. Niepewność zwiększa również brak precyzyjnych zapisów odnośnie do wykorzystania dochodów ze sprzedaży uprawnień oraz wielkości inwestycji w technologie niskoemisyjne i odnawialne źródła energii. Dodatkowo istotnym źródłem niepewności pozostają działania regulacyjne na rynku żywności, energii (pakiet ustaw energetycznych Ministerstwa Gospodarki) oraz przyszła polityka taryfowa URE.

Tabela 4.3

Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB.

	2010	2011	2012	2013	2014
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	2,6	4,3	3,9	2,7	1,8
Ceny żywności (% r/r)	2,7	5,4	4,0	1,9	1,3
Ceny energii (% r/r)	6,2	9,1	8,8	5,5	3,3
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	1,6	2,4	2,4	2,2	1,6
PKB (% r/r)	3,9	4,3	2,9	2,1	3,0
Popyt krajowy (% r/r)	4,6	3,6	2,3	1,2	2,8
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,2	3,1	2,0	1,8	2,6
Spożycie zbiorowe (% r/r)	4,1	-1,1	1,0	1,3	3,0
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	-0,2	8,1	4,8	0,1	2,0
Wkład eksportu netto (pkt proc. r/r)	-0,7	0,6	0,7	0,9	0,2
Eksport (% r/r)	12,1	7,5	4,0	3,1	5,3
Import (% r/r)	13,9	5,8	2,4	1,0	4,9
Płace brutto (% r/r)	4,0	5,2	5,1	4,8	5,6
Liczba pracujących (% r/r)	0,6	1,1	0,5	-0,3	-0,2
Stopa bezrobocia (%)	9,5	9,6	9,8	10,0	10,1
NAWRU (%)	9,2	9,3	9,6	9,9	10,1
Stopa aktywności zawodowej (%)	55,7	56,1	56,5	56,4	56,4
Wydajność pracy (% r/r)	3,3	3,2	2,4	2,4	3,2
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	0,6	1,9	3,8	2,6	2,3
Produkt potencjalny (% r/r)	4,1	3,5	2,9	2,9	3,0
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-0,5	0,3	0,3	-0,4	-0,4
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2010=1,00)	1,00	1,18	1,06	1,02	1,00
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2010=1,00)	1,00	1,33	1,17	1,18	1,21
Poziom cen za granicą (% r/r)	0,7	1,1	1,4	1,5	1,7
PKB za granicą (% r/r)	2,3	1,9	0,3	1,3	1,7
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	-2,8	-2,1	-2,1	-1,3	-1,6
WIBOR 3M (%)	3,89	4,54	5,05	5,01	4,97

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.

Rozdział 5

WYNIKI GŁOSOWAŃ RPP W OKRESIE LUTY - MAJ 2012 R.

- **Data:** 4 kwietnia 2012 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/2012 w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2011 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:** 4 kwietnia 2012 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Kaźmierczak

Przeciw: M. Belka
A. Bratkowski
E. Chojna-Duch
J. Hausner
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

- **Data:** 8 maja 2012 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/2012 w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2011.

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: 8 maja 2012 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 3/2012 w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2011.

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: 9 maja 2012 r.****Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 4/2012 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

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

- **Data:** 22 maja 2012 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 5/2012 w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2011 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: