

Raport o inflacji

listopad 2011 r.

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, listopad 2011 r.

Raport o inflacji jest dokumentem przedstawiającym ocenę Rady Polityki Pieniężnej (RPP) dotyczącą przebiegu bieżących i przyszłych procesów makroekonomicznych wpływających na inflację. Przedstawiona w rozdziale 4 *Raportu* projekcja inflacji i PKB została opracowana w Instytucie Ekonomicznym Narodowego Banku Polskiego. 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 25 października 2011 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	14
Ramka 1. Wpływ sytuacji makroekonomicznej w Unii Europejskiej na kryteria z Maastricht	17
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
2.1.3. Ceny produkcji sprzedanej	25
2.1.4. Ceny importu.....	26
2.1.5. Oczekiwania inflacyjne.....	26
2.2. Popyt i produkcja	27
2.2.1. Popyt konsumpcyjny	28
Ramka 2. Wpływ deprecjacji złotego wobec franka szwajcarskiego na wydatki, obciążenie kredytowe oraz spożycie gospodarstw domowych.....	31
2.2.2. Popyt inwestycyjny	34
2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych.....	36
2.2.4. Eksport i import.....	38
2.2.5. Produkcja	39
2.3. Rynek pracy	40
2.3.1. Zatrudnienie i bezrobocie	40
2.3.2. Płace i wydajność	42
2.4. Rynki finansowe i rynki aktywów.....	43
2.4.1. Ceny aktywów finansowych i stopy procentowe.....	43
2.4.2. Ceny mieszkań.....	45
2.4.3. Kurs walutowy.....	46
2.5. Kredyt i pieniądz.....	47
2.5.1. Kredyty	47
2.5.2. Depozyty i agregaty monetarne.....	50
2.6. Bilans płatniczy.....	51

3. Polityka pieniężna w okresie lipiec - listopad 2011 r.....	55
4. Projekcja inflacji i PKB.....	65
4.1. Synteza	66
4.2. Otoczenie zewnętrzne	68
4.3. Gospodarka polska w latach 2011-2013	70
4.4. Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	76
4.5. Źródła niepewności projekcji	77
4.6. Omówienie danych, które napłynęły po 28 września 2011 r.....	80
5. Wyniki głosowań RPP w okresie czerwiec-wrzesień 2011 r.....	83

SYNTEZA

W II kw. 2011 r. w gospodarce światowej tempo wzrostu gospodarczego obniżyło się. Dotyczyło to – choć w różnym stopniu – większości krajów rozwiniętych i rozwijających się. W III kw. nastąpiło znaczące pogorszenie nastrojów podmiotów gospodarczych, jednakże napływające dane, w tym wstępne dane o PKB w Stanach Zjednoczonych w III kw. br. oraz o produkcji przemysłowej w strefie euro na początku III kw. br., jak dotąd nie potwierdziły dalszego istotnego spowolnienia aktywności w gospodarce światowej. Utrzymuje się znaczna niepewność co do rozwoju koniunktury światowej. Wśród czynników niekorzystnie oddziałujących na koniunkturę oraz zwiększających niepewność dotyczącą jej perspektyw znajdują się przede wszystkim: głęboka i zwiększająca napięcia na rynkach finansowych nierównowaga finansów publicznych w wielu krajach, wysokie (choć stopniowo obniżające się) ceny surowców oraz niska dynamika konsumpcji gospodarstw domowych w krajach rozwiniętych, ograniczana przez utrzymywanie się niekorzystnej sytuacji na rynku pracy.

W ostatnim okresie doszło do dalszego wzrostu inflacji, zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących. W kierunku podwyższonej inflacji w gospodarce światowej oddziałuje przede wszystkim wcześniejszy wzrost cen żywności i energii na rynkach światowych, a w gospodarkach wschodzących również wciąż wysoka aktywność gospodarcza. W gospodarkach rozwiniętych presja inflacyjna jest ograniczana przez niepełne wykorzystanie mocy wytwórczych, w tym utrzymujący się wysoki poziom bezrobocia.

W ostatnich miesiącach nastąpił silny wzrost napięć na światowych rynkach finansowych w związku z nasileniem się obaw o perspektywę globalnego wzrostu gospodarczego oraz o stabilność finansów publicznych w niektórych krajach rozwiniętych. Na światowych giełdach nastąpiło znaczące obniżenie cen akcji. Jednocześnie nastąpił dalszy silny wzrost rentowności obligacji oraz stawek CDS krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużenia, doszło również do kolejnych obniżek ratingów obligacji tych krajów. Jednocześnie inwestorzy kupowali aktywa uznawane za bezpieczne, co doprowadziło do dalszego spadku rentowności obligacji amerykańskich i niemieckich oraz silnej aprecjacji franka szwajcarskiego, zahamowanej ostatecznie przez interwencje szwajcarskiego banku centralnego.

Główne banki centralne nadal prowadziły ekspansywną politykę pieniężną. Fed oraz Bank Anglii utrzymywały stopy procentowe na historycznie niskim poziomie, przy czym Fed zdecydował o wydłużeniu przeciętnej zapadalności posiadanych obligacji skarbowych, natomiast Bank Anglii zwiększył wartość programu zakupu aktywów finansowych. Narodowy Bank Szwajcarii zawęził pasmo dla 3-miesięcznej stopy LIBOR z 0,00-0,75% do 0,00-0,25% oraz podjął działania mające na celu zwiększenie płynności na szwajcarskim rynku pieniężnym i przeciwdziałanie nadmiernej aprecjacji franka szwajcarskiego. Z kolei Europejski Bank Centralny podniósł w lipcu br. stopy procentowe o 0,25 pkt. proc., po czym – na początku listopada br. – obniżył je o 0,25 pkt. proc. EBC przeprowadził także dodatkowe operacje zwiększające płynność na rynku pieniężnym strefy euro i zapowiedział kolejne, ogłosił nowy program zakupu listów zastawnych oraz dokonał zakupu obligacji rządowych krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużenia. Większość gospodarek wschodzących oraz małych gospodarek rozwiniętych zakończyła zacieśnianie polityki pieniężnej, natomiast niektóre

dokonały jej poluzowania. Niektóre banki centralne z gospodarek wschodzących prowadziły również interwencje przeciwko deprecjacji swoich walut.

W Polsce roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych, po wzroście w maju br. do 5,0%, w kolejnych miesiącach stopniowo się obniżała i we wrześniu 2011 r. wyniosła 3,9%. Nadal jednak inflacja kształtuje się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%. Spadek inflacji w ostatnich miesiącach był efektem przede wszystkim spadku cen żywności. Przyczyniły się do niego wysoka w stosunku do ubiegłorocznej podaź warzyw i owoców, związana z ich wysokimi zbiorami, oraz słaby popyt na artykuły żywnościowe. Jednocześnie w kierunku zmniejszenia skali spadku inflacji w analizowanym okresie oddziaływało utrzymywanie się wysokiej dynamiki cen energii, w tym paliw. Złożył się na to wzrost cen surowców energetycznych wyrażonych w złotych oraz podwyżki administrowanych cen nośników energii dla gospodarstw domowych. Ponadto do utrzymywania się inflacji na podwyższonym poziomie przyczyniały się wprowadzone od początku br. zmiany sposobu notowań przez GUS cen towarów sezonowych oraz podwyżka stawek VAT.

Obniżeniu się inflacji CPI w okresie czerwiec-wrzesień 2011 r. towarzyszył wzrost inflacji bazowej (inflacja bazowa po wyłączeniu cen energii i żywności wzrosła do 2,6% r/r we wrześniu br.). Był to w głównej mierze efekt silnego wzrostu cen usług telekomunikacyjnych w sierpniu br. Dodatkowo do wzrostu inflacji bazowej w analizowanym okresie przyczynił się wzrost dynamiki cen innych usług, dalszy wzrost cen wyrobów akcyzowych oraz osłabienie kursu złotego.

W II kw. 2011 r. utrzymała się wysoka dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz towarów importowanych wyrażonych w złotych. Było to spowodowane przede wszystkim dalszym wzrostem cen surowców na rynkach światowych, głównie ropy naftowej, któremu towarzyszyła jedynie niewielka aprecjacja nominalnego efektywnego kursu złotego. Stabilizacja na wysokim poziomie tempa wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu w III kw. br. wynikała natomiast z deprecjacji złotego, przy pewnym spadku światowych cen surowców.

Prognozy inflacji analityków sektora finansowego w horyzoncie roku, po wzroście do 3,3% w czerwcu-lipcu br., obniżyły się w październiku 2011 r. do 2,8%. Z kolei oczekiwania inflacyjne osób prywatnych w okresie maj-październik br. utrzymywały się (z wyjątkiem września) na poziomie przekraczającym 4,0% r/r. Natomiast oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw w horyzoncie roku obniżyły się w II i III kw. br. do odpowiednio 3,9% i 3,6% (wobec 5,2% w I kw. br.).

W II kw. 2011 r. wzrost PKB w Polsce pozostał na relatywnie wysokim poziomie. Dynamika PKB wyniosła 4,3% r/r w II kw. 2011 r. wobec 4,4% r/r w I kw. br. Nadal głównym czynnikiem wzrostu był popyt krajowy, którego dynamika utrzymała się na relatywnie wysokim poziomie, na co złożyło się dalsze przyspieszenie wzrostu inwestycji, podtrzymanie relatywnie wysokiej dynamiki konsumpcji oraz dodatni wkład zmiany zapasów. Nieznacznie przyspieszyły tempa wzrostu eksportu i importu, zaś wkład eksportu netto do wzrostu PKB był bliski zera.

Relatywnie wysoki wzrost gospodarczy sprzyjał poprawie sytuacji sektora finansów publicznych. W okresie styczeń-wrzesień 2011 r. deficyt budżetu państwa był wyraźnie niższy niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. W I połowie 2011 r. jednostki samorządu terytorialnego zanotowały nadwyżkę wyższą niż rok wcześniej. Równocześnie w okresie styczeń-wrzesień 2011 r. FUS wykorzystał całą kwotę zaplanowanej na ten rok dotacji z budżetu państwa, a Fundusz Pracy i NFZ

odnotowały w pierwszych ośmiu miesiącach br. niewielkie nadwyżki (podczas gdy rok wcześniej miały deficyty).

Obserwowany w poprzednich kwartałach wzrost zatrudnienia, w II kw. br. zarówno w gospodarce, jak i w sektorze przedsiębiorstw obniżył się. Równocześnie wolniej rosta liczba aktywnych zawodowo, a stopa bezrobocia utrzymała się na podwyższonym poziomie. Spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu oraz wrześniu (w ujęciu m/m) oraz stopniowe pogarszanie się wskaźników koniunktury dotyczących zatrudnienia w badaniach NBP mogą sugerować dalsze wyhamowanie wzrostu zatrudnienia w całej gospodarce. W I połowie br. dynamika wynagrodzeń w ujęciu nominalnym oraz dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce pozostawały umiarkowane. W III kw. br. tempo wzrostu wynagrodzeń nominalnych w sektorze przedsiębiorstw również utrzymywało się na stabilnym i umiarkowanym poziomie. Po stopniowym wzroście od połowy 2010 r., w sierpniu i wrześniu br. roczna dynamika jednostkowych kosztów pracy w przemyśle wyhamowała.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych, pozostawiając stopę referencyjną na poziomie 4,50%. Jednocześnie krzywa dochodowości polskich obligacji skarbowych stała się bardziej stroma: rentowność obligacji dwuletnich istotnie obniżyła się, głównie w związku z zanikiem oczekiwań uczestników rynku na dalsze podwyżki stóp procentowych NBP, natomiast rentowności obligacji pięcio- i dziesięcioletnich nie uległy większym zmianom, mimo przejściowego obniżenia, a następnie wzrostu. Mimo wzrostu awersji do ryzyka w ostatnim okresie zaangażowanie nierezzydentów na krajowym rynku długu wzrosło, przy czym inwestorzy nadal kupowali obligacje o krótszych terminach zapadalności. Na GPW w Warszawie podobnie jak na rynkach światowych ceny akcji silnie się obniżyły.

W II kw. 2011 r. sytuacja na rynku mieszkaniowym w największych miastach Polski nie uległa istotnej zmianie w porównaniu z I kw. br. Ceny ofertowe i transakcyjne mieszkań na rynku pierwotnym oraz ceny transakcyjne na rynku wtórnym nieco wzrosły. Z kolei ceny ofertowe na rynku wtórnym nadal spadały.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* nominalny kurs złotego osłabił się wobec euro, dolara amerykańskiego oraz franka szwajcarskiego w związku ze wzrostem niepewności na światowych rynkach finansowych. Deprecjację złotego ograniczały działania podjęte przez Narodowy Bank Polski.

W ostatnim okresie miał miejsce dalszy wzrost akcji kredytowej dla przedsiębiorstw. Nadal relatywnie szybko rosły kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych, a większość nowych kredytów mieszkaniowych udzielana była w złotych. Równocześnie wciąż obniżał się stan zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych. Po okresie utrzymywania się umiarkowanych przyrostów szerokiego pieniądza, któremu towarzyszyło pozostawanie jego dynamiki na poziomie zbliżonym do tempa wzrostu nominalnego PKB, w sierpniu i wrześniu br. nastąpił istotny przyrost agregatu M3. W okresie lipiec-wrzesień br. bardziej płynne składowe agregatu M3 zaliczane do agregatu M1 wzrosły wolniej niż szeroki pieniądź po raz pierwszy od października 2009 r.

Utrzymaniu relatywnie stabilnego wzrostu aktywności gospodarczej w kraju towarzyszyło dalsze stopniowe zwiększenie się deficytu obrotów bieżących (w ujęciu czterech kolejnych kwartałów do 4,9% PKB), do czego w największym stopniu przyczynił się wzrost deficytu w handlu towarami i wzrost deficytu dochodów. Wzrost deficytu w handlu zagranicznym był związany nie tylko ze wzrostem importu w warunkach rosnącej aktywności gospodarczej w kraju, któremu nie towarzyszył równie

silny wzrost eksportu w obliczu spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie, ale częściowo wynikał również z dalszego pogorszenia *terms-of-trade*. Dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw przełożyły się z kolei na wzrost dochodów zagranicznych właścicieli firm (wyplacanych w przeważającej części w postaci dywidend), który powiększył deficyt dochodów w rachunku obrotów bieżących. Równocześnie, wysokie wykorzystanie środków z UE na finansowanie projektów inwestycyjnych znalazło odzwierciedlenie w znacznym napływie środków na rachunek kapitałowy, przez co łączny deficyt na rachunku bieżącym i kapitałowym nie zmienił się wobec poprzedniego kwartału (2,9% PKB w ujęciu czterech kolejnych kwartałów). Pewnemu pogorszeniu niektórych wskaźników nierównowagi zewnętrznej Polski towarzyszyło utrzymanie się na stosunkowo wysokim poziomie relacji aktywów rezerwowych do importu.

Raport o inflacji ma następującą strukturę: W Rozdziale 1 przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w Rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w lipcu, wrześniu oraz październiku 2011 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie br. umieszczone są w Rozdziale 3. *Opis dyskusji* na listopadowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 17 listopada br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań RPP w okresie czerwiec - wrzesień 2011 r. znajdują się w Rozdziale 5. Ponadto w Rozdziale 1 i 2 niniejszego *Raportu* zamieszczono dwie ramki: „Wpływ sytuacji makroekonomicznej w Unii Europejskiej na kryteria z Maastricht” oraz „Wpływ deprecjacji złotego wobec franka szwajcarskiego na wydatki, obciążenie kredytowe oraz spożycie gospodarstw domowych”.

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 listopadową projekcją – przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,9-4,2% w 2011 r. (wobec 3,7-4,4% w projekcji lipcowej), 2,5-3,9% w 2012 r. (wobec 2,1-3,4%) oraz 2,2-3,7% w 2013 r. (wobec 1,8-3,4%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,7-4,3% w 2011 r. (wobec 3,0-4,9% w lipcowej projekcji), 2,0-4,1% w 2012 r. (wobec 1,9-4,5%) oraz 1,5-4,0% w 2013 r. (wobec 1,5-4,3%).

Rozdział 1

OTOCZENIE POLSKIEJ GOSPODARKI

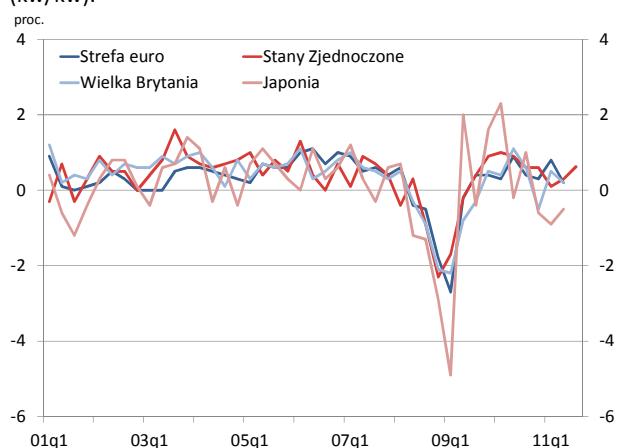
1.1. Aktywność gospodarcza na świecie¹

W II kw. 2011 r. w gospodarce światowej tempo wzrostu gospodarczego obniżyło się. Dotyczyło to – choć w różnym stopniu – większości krajów rozwiniętych i rozwijających się (Wykres 1.1, Wykres 1.6). W III kw. nastąpiło znaczące pogorszenie nastrojów podmiotów gospodarczych (Wykres 1.2), jednakże napływające dane, w tym wstępne dane o PKB w Stanach Zjednoczonych w III kw. br. oraz o produkcji przemysłowej w strefie euro na początku III kw. br. (Wykres 1.4), jak dotąd nie potwierdziły dalszego istotnego spowolnienia aktywności w gospodarce światowej. Utrzymuje się znaczna niepewność co do rozwoju koniunktury światowej.

Wśród czynników niekorzystnie oddziałujących na koniunkturę oraz zwiększających niepewność dotyczącą jej perspektyw znajdują się przede wszystkim: głęboka i zwiększająca napięcia na rynkach finansowych nierównowaga finansów publicznych w wielu krajach, wysokie (choć stopniowo obniżające się) ceny surowców oraz niska dynamika konsumpcji gospodarstw domowych w krajach rozwiniętych, ograniczana przez utrzymywanie się niekorzystnej sytuacji na rynku pracy. Skutki wcześniejszej ekspansji

Wykres 1.1

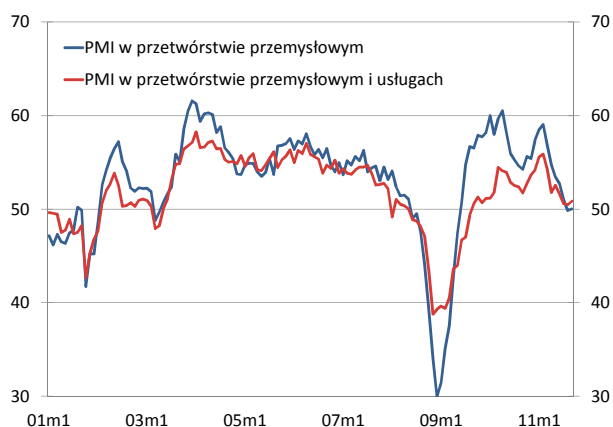
Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach rozwiniętych (kw/kw).



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.

fiskalnej, w tym wysoki poziom długu publicznego, pozostają – podobnie jak efekty ekspansji monetarnej – istotnym czynnikiem niepewności dla rozwoju sytuacji gospodarczej na świecie.

Według wstępnych danych, w III kw. 2011 r. dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych przyspieszyła i wyniosła 2,5% kw/kw (wobec 1,3% kw/kw w II kw. br., po zannualizowaniu, Wykres 1.1). Było to wynikiem przede wszystkim silnego wzrostu konsumpcji prywatnej (zwłaszcza dóbr trwałego użytku, co było związane z przywróceniem ciągłości dostaw, przerwanych wskutek katastrofy naturalnej w Japonii) oraz inwestycji, przy jednocześnie nieznacznym dodatnim wkładzie do wzrostu PKB eksportu netto. Negatywnie na wzrost gospodarczy oddziaływał natomiast istotny spadek zapasów, natomiast poziom spożycia zbiorowego nie zmienił się w porównaniu z poprzednim kwartałem.

Mimo znacznego pogorszenia się wskaźników zaufania konsumentów w ostatnim okresie (do czego przyczynia się w dużym stopniu niekorzystna sytuacja na rynku pracy), w tym przede wszystkim oczekiwań konsumentów co do przyszłej sytuacji gospodarczej, roczna dynamika sprzedaży detalicznej w Stanach Zjednoczonych w sierpniu i wrześniu znacząco przyspieszyła. Równocześnie w ostatnich miesiącach nastąpił dalszy wzrost produkcji przemysłowej, co było w dużym stopniu rezultatem ożywienia w sektorze motoryzacyjnym po przywróceniu ciągłości dostaw z Japonii. Wskaźniki koniunktury wśród przedsiębiorstw w przemyśle przetwórczym – po znaczącym spadku w połowie roku – we wrześniu polepszyły się.

W strefie euro w I połowie 2011 r. występowało istotne zróżnicowanie aktywności gospodarczej między poszczególnymi gospodarkami. W Niemczech, szczególnie w I kw. br., utrzymywała się relatywnie korzystna koniunktura, wspierana przez dobrą sytuację na rynku pracy oraz rosnący

Wykres 1.3

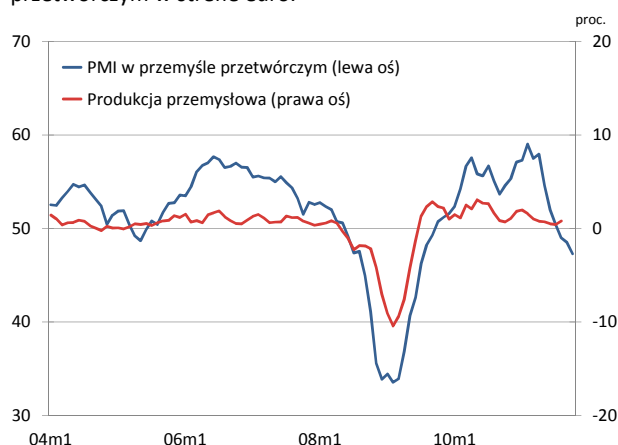
Wzrost PKB w strefie euro (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.4

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

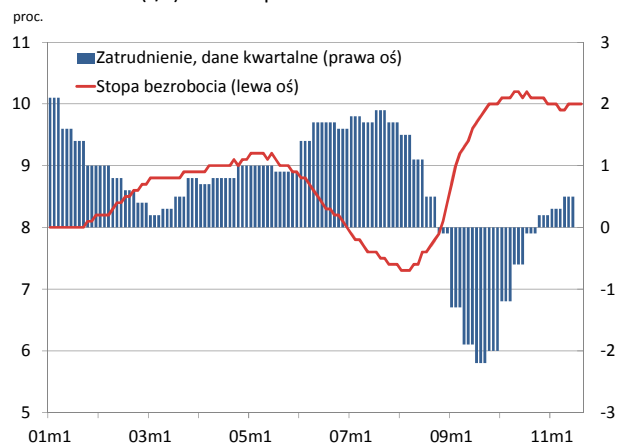


Źródło: Dane Eurostat, Markit.

* 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.

popyt zewnętrzny. Z kolei na niskim poziomie pozostaje aktywność gospodarcza głównie w krajach strefy euro, w największym stopniu dotkniętych kryzysem zadłużeniowym (przede wszystkim w Grecji i Portugalii).

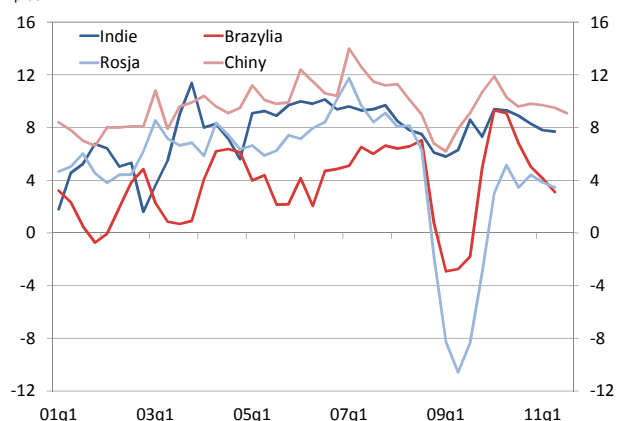
Zgodnie z oczekiwaniami, po silnym wzroście PKB w I kw. br., w II kw. br. wzrost gospodarczy w całej strefie euro obniżył się znacząco i wyniósł 0,2% kw/kw, (wobec 0,8% kw/kw w kwartale poprzednim, Wykres 1.1). W szczególności zaobserwowano wyraźne spowolnienie tempa wzrostu w krajach, które w I kw. odnotowały jedne z najszybszych wzrostów: Niemczech (0,1% kw/kw, wobec 1,3% kw/kw w I kw.) oraz Francji (odpowiednio 0,0% kw/kw wobec 0,9% kw/kw). Dane o PKB w strefie euro wskazują na słabnący popyt wewnętrzny, w tym przede wszystkim konsumpcję prywatną (w ujęciu kwartalnym nastąpił jej spadek), jak również inwestycje oraz spożycie zbiorowe. Istotny pozytywny wkład do wzrostu gospodarczego wniósł natomiast eksport netto.

W lipcu i sierpniu br. miesięczne tempo wzrostu produkcji przemysłowej w strefie euro przyspieszyło (Wykres 1.4). Napływające w ostatnich miesiącach dane wskazują jednak na znaczne pogorszenie się nastrojów przedsiębiorców, co sygnalizuje spadek indeksu PMI poniżej 50 (we wrześniu wyniósł on 48,5, zaś wstępne dane za październik wskazują na jego dalszy spadek do poziomu 47,3; Wykres 1.4). Pogarszają się również nastroje konsumentów, co jest w szczególności związane z jedynie powolną poprawą sytuacji na rynku pracy. Od IV kw. 2010 r. stopniowo rośnie zatrudnienie, choć jednocześnie stopa bezrobocia utrzymuje się na wysokim poziomie (Wykres 1.5).

Również w Wielkiej Brytanii wzrost PKB w II kw. 2011 r. spowolnił (częściowo wskutek zdarzeń o charakterze jednorazowym) i wyniósł 0,1% kw/kw, po wzroście w poprzednim kwartale o 0,4% kw/kw (Wykres 1.1). Negatywnie na wzrost gospodarczy oddziaływała obniżająca się

Wykres 1.6

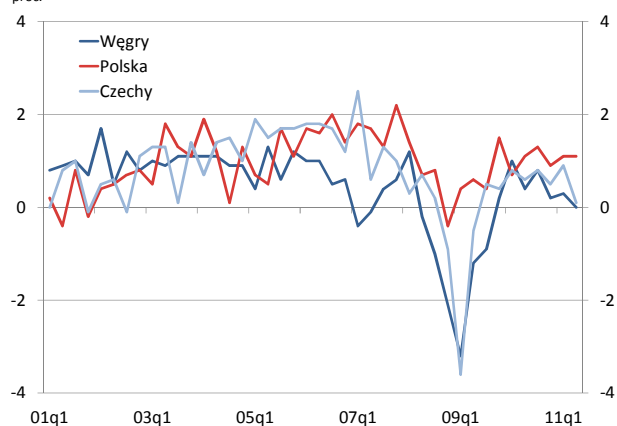
Wzrost gospodarczy w Chinach, Indiach, Brazylii i Rosji (r/r).
proc.



Źródło: Dane Reuters, OECD oraz krajowe urzędy statystyczne.

Wykres 1.7

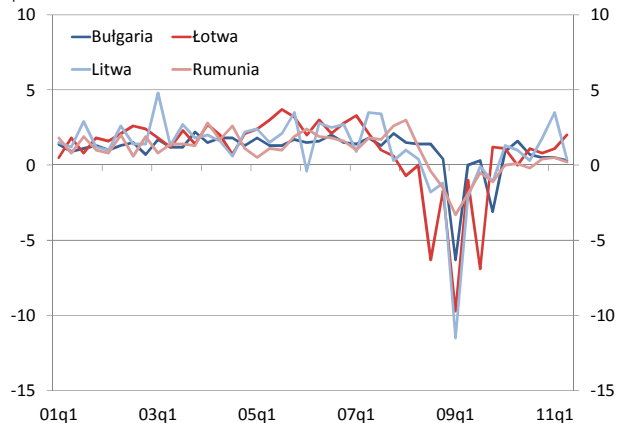
Wzrost PKB w Czechach, na Węgrzech i w Polsce (kw/kw).
proc.



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.8

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



Źródło: Dane Eurostat.

konsumpcja prywatna, co było w dużej mierze rezultatem spadających realnych dochodów gospodarstw domowych, oraz eksport netto. Wzrost gospodarczy był natomiast wspierany przez spożycie zbiorowe oraz inwestycje.

W ostatnim okresie wzrost gospodarczy w największych gospodarkach rozwijających się spowolnił, do czego w części przyczyniało się wcześniejsze zaostrzenie polityki makroekonomicznej w tych krajach (Wykres 1.6). Skala obserwowanego spowolnienia różni się jednak zauważalnie między poszczególnymi gospodarkami. W ostatnich kwartałach wzrost PKB w Chinach i Indiach obniżał się, choć stopniowo. Z kolei w Brazylii, po okresie bardzo szybkiego wzrostu gospodarczego 2010 r., dynamika PKB zmniejszyła się znacząco i kształtuje się obecnie na poziomie zbliżonym do długookresowej średniej.

W większości nowych krajów członkowskich UE spoza strefy euro wzrost gospodarczy w II kw. 2011 r. spowolnił (Wykres 1.7 i Wykres 1.8). Istotny spadek tempa wzrostu zanotowano na Litwie (do 0,4% kw/kw z 3,5% kw/kw w I kw. br.) oraz w Czechach (do 0,1% kw/kw z 0,9% w I kw. br.). Jedynie na Łotwie wzrost PKB w II kw. przyspieszył – do 2,0% kw/kw (z 1,1% kw/kw w poprzednim kwartale). W większości tych krajów obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego w ujęciu kwartalnym wynikało ze spadku tempa wzrostu popytu wewnętrznego. Negatywnie na wzrost gospodarczy wpływał również niższy popyt ze strefy euro.

1.2. Procesy inflacyjne za granicą

W ostatnim okresie doszło do dalszego wzrostu inflacji, zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących (Wykres 1.9). W kierunku podwyższonej inflacji w gospodarce światowej oddziałuje przede wszystkim wcześniejszy wzrost cen żywności i energii na rynkach światowych.

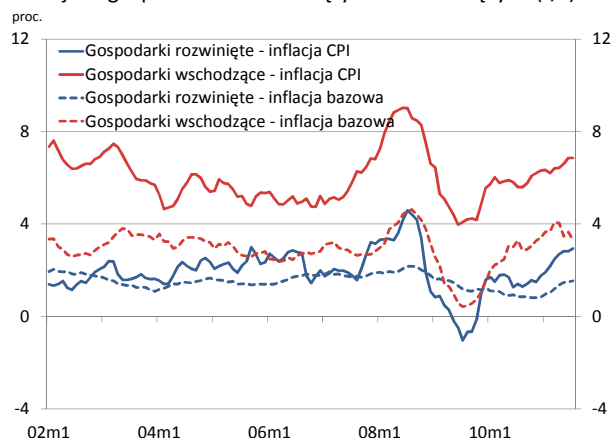
W ostatnich miesiącach wzrostowi inflacji w Stanach Zjednoczonych towarzyszył systematyczny wzrost inflacji bazowej (Wykres 1.10). Odmienna tendencja występowała w strefie euro, gdzie po wzroście w pierwszej połowie roku, w lipcu i sierpniu inflacja bazowa obniżyła się, a we wrześniu ponownie wzrosła do poziomu wieloletniej średniej. W obu gospodarkach oczekiwania inflacyjne pozostają na relatywnie stabilnym poziomie. Równocześnie presja inflacyjna jest ograniczana przez niepełne wykorzystanie mocy wytwórczych, w tym utrzymujący się wysoki poziom bezrobocia.

W krajach rozwijających się inflacja pozostaje na podwyższonym poziomie, głównie ze względu na wciąż wysoką aktywność gospodarczą oraz wyższy niż w krajach rozwiniętych udział żywności i energii w koszykach konsumpcyjnych. Choć w ostatnich miesiącach inflacja bazowa w krajach rozwijających się spadała, to wciąż utrzymuje się na wysokim poziomie.

Od publikacji poprzedniego *Raportu*, inflacja w krajach Europy Środkowo-Wschodniej obniżyła się (Wykres 1.11), czemu sprzyjał spadek cen żywności, zwłaszcza nieprzetworzonej. W dalszym ciągu inflacja znajduje się jednak na podwyższonym poziomie, w szczególności wskutek dalszego wzrostu cen energii. W niektórych krajach regionu (na Łotwie i Słowacji) wysoki poziom inflacji jest także rezultatem podwyżek podatków pośrednich oraz cen administrowanych na początku 2011 r. W Rumunii, gdzie do połowy 2011 r. inflacja znajdowała się na bardzo wysokim poziomie, wskutek wygaśnięcia wpływu podwyżki podatku VAT w lipcu miał miejsce znaczący jej spadek. Inflacja bazowa w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, mimo nieznacznego wzrostu w ostatnich miesiącach, pozostawała na relatywnie niskim poziomie.

Wykres 1.9

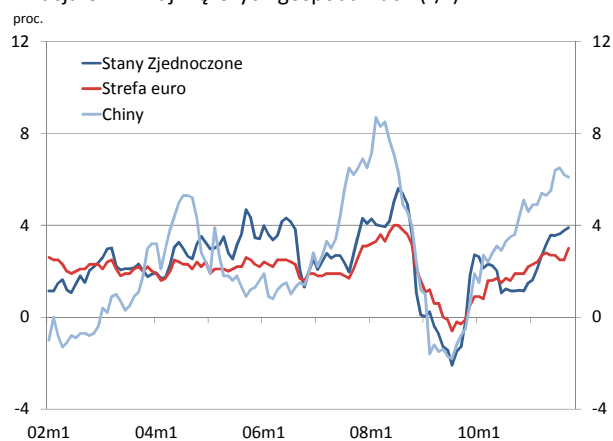
Inflacja w gospodarkach rozwiniętych i wschodzących (r/r).



Źródło: Dane MFW.

Wykres 1.10

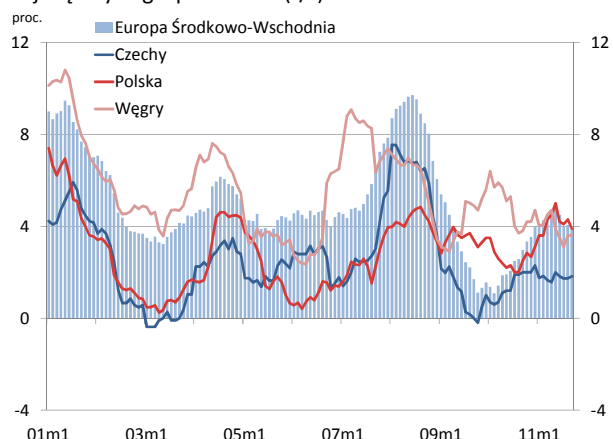
Inflacja CPI w największych gospodarkach (r/r).



Źródło: Dane OECD, Eurostatu, MFW.

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, Litwie, Łotwie, Polsce, Rumunii, Słowacji oraz na Węgrzech.

1.3. Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą

Od publikacji poprzedniego *Raportu* nastąpił silny wzrost napięć na światowych rynkach finansowych w związku z nasileniem się obaw o perspektywę globalnego wzrostu gospodarczego oraz o stabilność finansów publicznych w niektórych krajach rozwiniętych, w tym głównie w peryferyjnych krajach strefy euro.

Wzrost niepewności na międzynarodowych rynkach finansowych znalazł odzwierciedlenie w gwałtownych spadkach cen akcji na światowych giełdach (Wykres 1.12). Przyczyniły się do nich: publikacja, w szczególności w lipcu i sierpniu br., gorszych od oczekiwań danych makroekonomicznych dotyczących zwłaszcza Stanów Zjednoczonych oraz strefy euro, problemy z podniesieniem amerykańskiego limitu zadłużenia oraz obniżenie ratingu amerykańskich długoterminowych obligacji skarbowych przez agencję S&P².

Spowolnienie gospodarcze i trudności z realizacją programów konsolidacji fiskalnej w krajach strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużenia doprowadziły do eskalacji obaw o możliwość finansowania długu tych gospodarek oraz o kondycję europejskiego sektora bankowego. W rezultacie doszło do dalszego silnego wzrostu rentowności obligacji oraz cen CDS opiewających na obligacje skarbowe tych krajów, szczególnie gwałtownego w przypadku Grecji (Wykres 1.13). Niższa wiarygodność kredytowa tych gospodarek znalazła również odzwierciedlenie w kolejnych obniżkach ratingów ich obligacji³ a także

Wykres 1.12

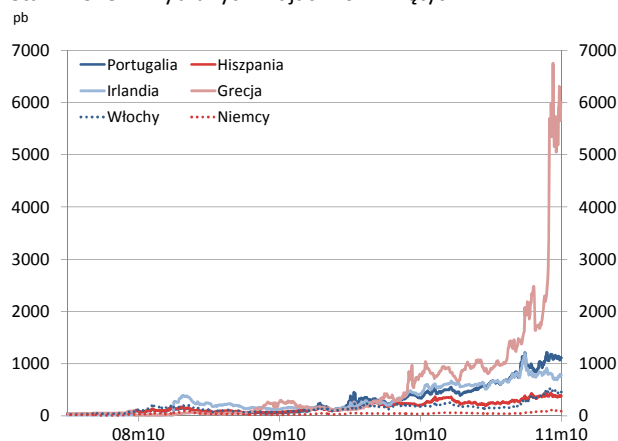
Indeksy giełdowe w Niemczech (DAX 30), Japonii (Nikkei 225) i Stanach Zjednoczonych (S&P 500), styczeń 2004 r. = 100.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 1.13

Stawki CDS w wybranych krajach rozwiniętych.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

² Rating amerykańskich długoterminowych obligacji skarbowych został obniżony 5 sierpnia br. o jeden stopień, tj. z najwyższego możliwego poziomu AAA do poziomu AA+. Był to pierwszy w historii przypadek obniżenia ratingu długoterminowych obligacji tego kraju.

³ Rating Grecji został obniżony 13 lipca br. przez agencję Fitch z poziomu B+ do poziomu CCC oraz 25 lipca br. przez agencję Moody's z poziomu Caa1 do poziomu Ca. Rating Portugalii został obniżony przez agencję Moody's 6 lipca br. z poziomu Baa1 do poziomu Ba2, natomiast rating Irlandii - przez agencję Moody's 13 lipca br. z poziomu Baa3 do Ba1. Rating Włoch został obniżony 19 września br. przez

spadkach cen akcji europejskich banków.

Jedną z konsekwencji zwiększonej zmienności oprocentowania obligacji niektórych krajów strefy euro jest podwyższona zmienność wartości referencyjnej dla kryterium z Maastricht dotyczącego konwergencji nominalnej długoterminowych stóp procentowych (por. Ramka 1 *Wpływ sytuacji makroekonomicznej w Unii Europejskiej na kryteria z Maastricht*).

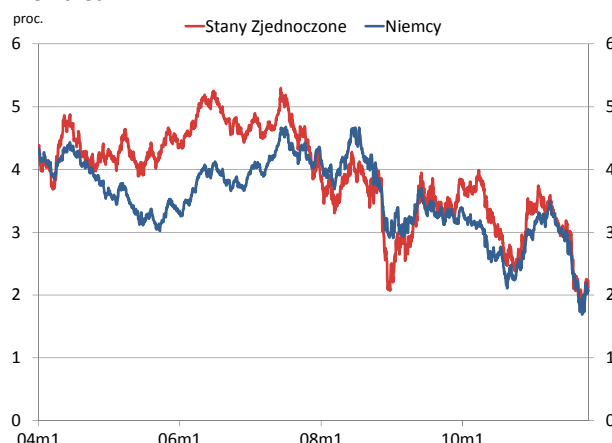
W sytuacji zwiększonej niepewności na rynkach finansowych silnemu spadkowi uległy rentowności długoterminowych obligacji amerykańskich i niemieckich, uznawanych przez inwestorów za bezpieczne aktywa (Wykres 1.14). Inwestorzy dokonywali również zakupów uznawanych za bezpieczne aktywów szwajcarskich, co doprowadziło do gwałtownej aprecjacji franka szwajcarskiego, zahamowanej ostatecznie przez interwencje szwajcarskiego banku centralnego (Wykres 1.15). Jednocześnie w ostatnim okresie nastąpiło osłabienie euro względem dolara związane z nasileniem się kryzysu zadłużeniowego w strefie euro (Wykres 1.15).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* główne banki centralne nadal prowadziły ekspansywną politykę pieniężną (Wykres 1.16).

Fed oraz Bank Anglii utrzymywały stopy procentowe na historycznie niskim poziomie, odpowiednio 0,00-0,25% oraz 0,50%. Ponadto Fed zdecydował o wydłużeniu, do końca czerwca 2012 r., przeciętnej zapadalności posiadanych obligacji skarbowych w celu wywarcia presji na spadek długoterminowych stóp procentowych oraz stworzenia bardziej akomodacyjnych warunków na rynku finansowym. Bank Anglii dokonał dalszego ilościowego poluzowania polityki pieniężnej zwiększając wartość programu

Wykres 1.14

Rentowność 10-letnich obligacji w Stanach Zjednoczonych i w Niemczech



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.15

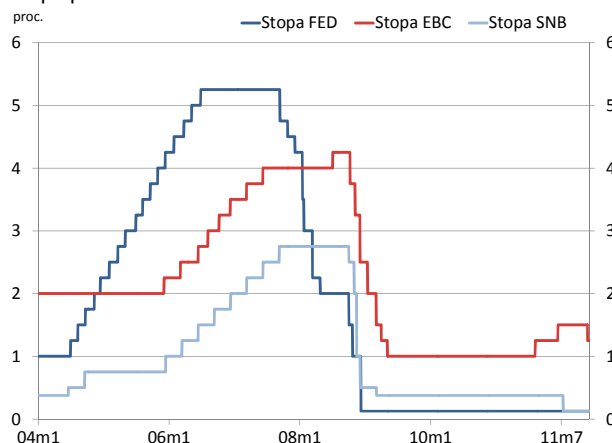
Kurs euro względem dolara i franka szwajcarskiego (wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.16

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



Źródło: Dane banków centralnych.

agencję S&P z poziomu A+ do A, następnie 4 października br. przez agencję Moody's z poziomu Aa2 do A2 oraz 7 października br. przez agencję Fitch z poziomu AA- do A+. Rating Hiszpanii został obniżony przez agencję Fitch 7 października br. z poziomu AA+ do AA-, przez agencję S&P z poziomu AA do AA- 13 października br. oraz przez agencję Moody's 18 października br. z poziomu Aa2 do A1.

zakupu aktywów finansowych o 75 mld funtów (do poziomu 275 mld funtów).

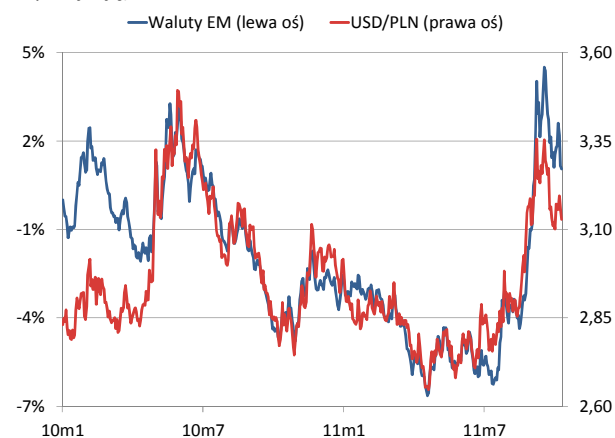
Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) zawęził pasmo dla 3-miesięcznej stopy LIBOR z 0,00-0,75% do 0,00-0,25% i zapowiedział, że będzie starał się utrzymywać tę stopę na poziomie możliwie najbardziej zbliżonym do 0,00%. Ponadto bank podjął działania mające na celu zwiększenie płynności na szwajcarskim rynku pieniężnym oraz przeciwdziałanie nadmiernej aprecjacji franka szwajcarskiego, w tym zapowiedział gotowość do nieograniczonych interwencji walutowych w przypadku umocnienia franka szwajcarskiego względem euro do poziomu niższego niż 1,20 franka za euro, co zahamowało aprecjację tej waluty.

Z kolei Europejski Bank Centralny (EBC) podniósł w lipcu br. stopy procentowe o 0,25 pkt. proc., po czym – na początku listopada br. – obniżył je o 0,25 pkt. proc. EBC przeprowadził także dodatkowe operacje zwiększające płynność na rynku pieniężnym strefy euro i zapowiedział kolejne. Ogłosił ponadto nowy program zakupu listów zastawnych warty 40 mld euro, mający trwać od listopada 2011 r. do końca października 2012 r. EBC dokonał również zakupu obligacji rządowych krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużenia, w tym Hiszpanii oraz Włoch, w celu zapobieżenia wzrostowi rentowności tych papierów skarbowych.

Pewne zróżnicowanie polityki pieniężnej miało miejsce wśród gospodarek wschodzących oraz małych gospodarek rozwiniętych. Podczas gdy większość z nich zakończyła zacieśnianie polityki pieniężnej, niektóre dokonały jej poluzowania (Brazylia, Islandia, Turcja). Ponadto w reakcji na istotne osłabienie walut gospodarek wschodzących (Wykres 1.17) w związku ze wzrostem niepewności na rynkach finansowych, niektóre tamtejsze banki centralne prowadziły interwencje przeciwko deprecjacji swoich walut.

Wykres 1.17

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



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

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

Ramka 1. Wpływ sytuacji makroekonomicznej w Unii Europejskiej na kryteria z Maastricht

Spełnienie kryteriów konwergencji gospodarczej jest warunkiem koniecznym przystąpienia do strefy euro. Pierwotnie kryteria konwergencji zostały sformułowane w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską (tzw. Traktacie z Maastricht, stąd zwane są kryteriami z Maastricht), obecnie są powtórzone w Traktacie o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (tzw. Traktacie Lizbońskim). Ich uszczegółowienie znajduje się w Protokole w sprawie kryteriów konwergencji, a wykładni i oceny ich spełnienia dokonują przynajmniej raz na dwa lata Komisja Europejska i Europejski Bank Centralny w Raportach o konwergencji. Najbliższe Raporty o konwergencji zostaną przedstawione przez te instytucje w maju 2012 r.

W najbliższym czasie Polska nie przystąpi do strefy euro, dlatego spełnienie kryteriów konwergencji gospodarczej nie jest konieczne (wyjątkiem jest spełnienie kryterium fiskalnego, które jest jednocześnie wymagane zasadami Paktu Stabilności i Wzrostu, a także byłoby samo w sobie korzystne dla zachowania stabilności makroekonomicznej⁴). Jednakże bezpośrednio przed planowanym przyjęciem euro spełnienie tych kryteriów będzie konieczne⁵. Biorąc to pod uwagę, Narodowy Bank Polski na bieżąco monitoruje stopień spełnienia kryteriów konwergencji gospodarczej przez Polskę (podobną analizę prowadzi także Ministerstwo Finansów)⁶.

W przypadku dwóch kryteriów konwergencji gospodarczej, tj. kryterium stabilności cen oraz kryterium długoterminowej stopy procentowej wartość referencyjna stosowana do oceny ich spełnienia ma charakter relatywny, tzn. nie jest stała i zależy od sytuacji gospodarczej w krajach UE. Wartość ta jest określona w następujący sposób⁷:

- Dla kryterium stabilności cen jest ona obliczana poprzez dodanie 1,5 pkt. proc. do średniej stopy inflacji dla trzech krajów UE o najbardziej stabilnym poziomie cen (tworzących tzw. grupę referencyjną). Do oceny spełnienia kryterium stabilności cen wykorzystuje się dwunastomiesięczną średnią ruchomą inflację HICP⁸.
- Dla kryterium długoterminowej stopy procentowej jest ona obliczana poprzez dodanie 2,0 pkt. proc. do średniej długoterminowej nominalnej stopy procentowej dla trzech krajów UE o najbardziej stabilnym poziomie cen (tworzących tzw. grupę referencyjną, tę samą co w przypadku kryterium stabilności cen). Do oceny stopnia spełnienia kryterium stopy procentowej wykorzystuje się średnią roczną rentowność długoterminowych obligacji skarbowych (najczęściej dziesięcioletnich)⁹.

W ostatnim czasie, ze względu na ujawnienie się znaczących nierównowag w niektórych krajach Unii Europejskiej, analiza spełnienia tych kryteriów jest utrudniona. Wynika to z występującego obecnie znacznego zróżnicowania sytuacji makroekonomicznej (koniunkturalnej i fiskalnej) pomiędzy poszczególnymi krajami UE, które odzwierciedlone jest w zwiększonym zróżnicowaniu długoterminowych stóp procentowych między tymi krajami

⁴ Obecnie Polska objęta jest procedurą nadmiernego deficytu i zobowiązała się do zredukowania deficytu finansów publicznych w 2012 r. poniżej 3% PKB.

⁵ Przyjęcie euro pozostaje długofalowym celem polskich władz, co wynika m.in. z zobowiązania do pełnego uczestnictwa w Unii Gospodarczej i Walutowej zawartego w ratyfikowanym przez Polskę Traktacie o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Rada wielokrotnie (w tym w Założeniach polityki pieniężnej na rok 2012) prezentowała stanowisko, według którego „przystąpienie Polski do ERM II i strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie, po spełnieniu niezbędnych warunków prawnych, ekonomicznych i organizacyjnych.”

⁶ Należy podkreślić, że NBP oraz MF dokonują hipotetycznej oceny spełnienia kryteriów na podstawie szacowanych przez siebie wartości referencyjnych dla poszczególnych kryteriów. Szacunki te dokonywane są na podstawie danych Eurostatu dotyczących inflacji i stóp procentowych w poszczególnych krajach UE i nie muszą być zgodne z ostatecznymi wartościami referencyjnymi obliczonymi przez KE i EBC.

⁷ W uproszczeniu przyjmuje się często, że kraj spełnia dane kryterium, jeśli wskaźnik dla tego kraju nie przekracza wartości referencyjnej. Jednakże w Traktacie o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, Protokole w sprawie kryteriów konwergencji i Raportach o konwergencji znajdują się warunki uszczegóławiające tak opisaną regułę, w szczególności dotyczące oceny trwałości (ang. sustainability) spełnienia kryterium.

⁸ Dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacji HICP jest liczona jako stosunek średniej arytmetycznej indeksów cen jednopodstawowych z ostatnich dwunastu miesięcy poprzedzających ocenę i średniej arytmetycznej indeksów jednopodstawowych z wcześniejszych dwunastu miesięcy.

⁹ Dwunastomiesięczna średnia ruchoma rentowność długoterminowych obligacji skarbowych jest liczoną jako średnia arytmetyczna z ostatnich dwunastu średnich miesięcznych rentowności tych obligacji.

(Wykres R.1.1). Ponadto, w wyniku recesji w 2009 r. i 2010 r. gwałtownie wzrosła liczba krajów z bardzo niskim lub ujemnym wskaźnikiem inflacji HICP. W efekcie, nastąpił wzrost zmienności w czasie szacowanych wartości referencyjnych dla obu kryteriów (w szczególności dla kryterium długoterminowych stóp procentowych), a przez to wzrosła niepewność co do ich przyszłego poziomu, w tym w okresach formalnie podlegających ocenie KE i EBC.

Wykres R.1.1

Współczynnik zmienności (relacja odchylenia standardowego do średniej) dla średnich dwunastomiesięcznych długoterminowych nominalnych stóp procentowych w 27 krajach UE.

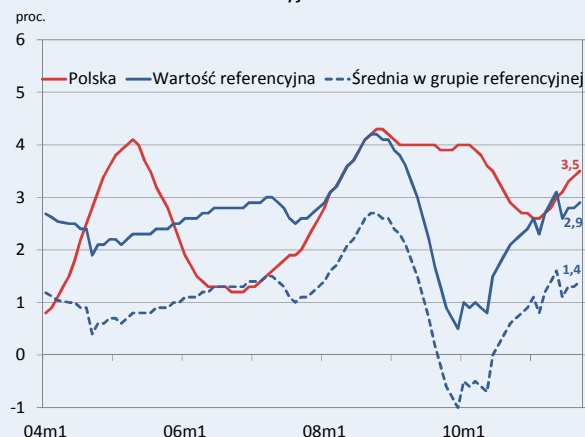


Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

Według dotychczas stosowanej wykładni kryteriów KE i EBC trzy kraje o najniższej w UE inflacji – o ile nie odchylają się znacząco (ang. *by a wide margin*) od średniej inflacji w strefie euro – znajdują się w grupie referencyjnej. Jednakże, w ostatnim okresie wśród trzech krajów o najniższej inflacji były takie, których niska inflacja jest w znacznym stopniu konsekwencją załamania koniunktury w tych krajach. Skutkiem tego załamania był wzrost napięć w sektorze finansowym, znaczący wzrost długu publicznego i związany z nim wzrost ryzyka niewypłacalności, czego odzwierciedleniem jest m.in. wysoki poziom długoterminowych nominalnych stóp procentowych. Przykładem takich krajów były w ostatnim okresie Łotwa i Irlandia, w których niskiej inflacji towarzyszyły relatywnie wysokie stopy procentowe. Włączanie i wyłączanie z grupy referencyjnej takich krajów jest

Wykres R.1.2

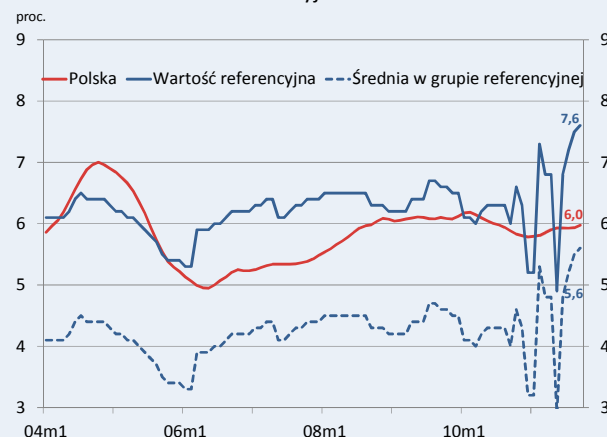
Dwunastomiesięczna średnia inflacja HICP w Polsce a szacowana wartość referencyjna z Maastricht.



Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres R.1.3

Dwunastomiesięczna średnia rentowność obligacji w Polsce a szacowana wartość referencyjna z Maastricht.



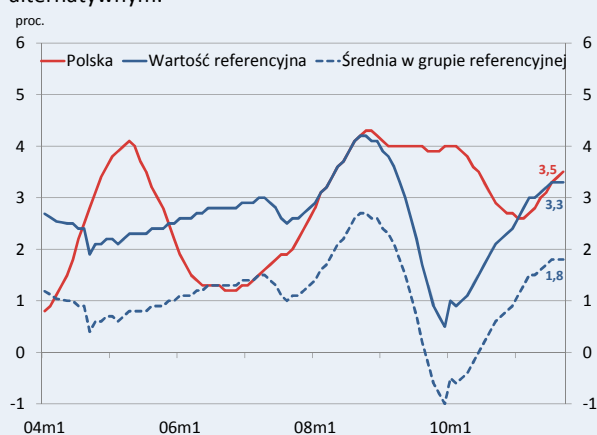
Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

KE i EBC oceniając stopień konwergencji mogą jednak wykluczyć z grupy referencyjnej kraje, które – choć mają niską lub ujemną inflację – nie charakteryzują się trwałą stabilnością cen (tzw. obserwacje odstające, ang. *outlier*), por. Raport o konwergencji 2010 KE). Wykluczenie obserwacji odstających było już stosowane w Raportach o konwergencji z 2004 r. i 2010 r. (wykluczono wówczas odpowiednio Litwę i Irlandię). Dotychczasowa interpretacja pojęcia obserwacji odstającej nie daje jednak pełnej informacji, na podstawie jakich kryteriów takie wykluczenie mogłoby nastąpić.

Wyjątkowa sytuacja makroekonomiczna części krajów stanowi motywację do konstrukcji scenariusza alternatywnego, w którym wyłączone z grupy referencyjnej byłyby kraje, które można uznać za obserwacje odstające (Wykres R.1.4. i Wykres R.1.5) ze względu na występowanie w nich czynników nadzwyczajnych, mimo, że inflacja jest tam niska, dodatnia i nie odbiega znacząco od średniej w strefie euro. W poniższych rozważaniach przyjęto zatem, że wykluczeniu z grupy referencyjnej podlegałyby kraje, które korzystały w okresie oceny z programów pomocowych MFW i UE (Grecja, Irlandia, Łotwa, Portugalia, Rumunia, Węgry). Uzasadnieniem takiego wyboru jest uznanie, iż sytuacja makroekonomiczna w tych krajach znajduje się pod wpływem działania czynników nadzwyczajnych, w rezultacie czego wskaźniki dla tych krajów (inflacja, długoterminowa stopa procentowa) nie stanowią ekonomicznie sensownego punktu odniesienia dla oceny konwergencji gospodarczej krajów ubiegających się o członkostwo w strefie euro.

Wykres R.1.4

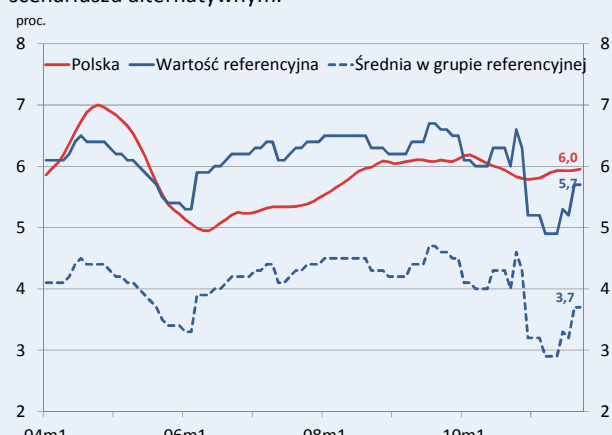
Dwunastomiesięczna średnia inflacja HICP w Polsce a szacowana wartość referencyjna z Maastricht w scenariuszu alternatywnym.



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres R.1.5

Dwunastomiesięczna średnia rentowność obligacji w Polsce a szacowana wartość referencyjna z Maastricht w scenariuszu alternatywnym.



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Przyjęcie alternatywnych założeń co do wykluczenia z grupy referencyjnej zmienia szacowane wartości referencyjne dla obu omawianych kryteriów, co jest wynikiem zastąpienia w grupie referencyjnej Łotwy i Irlandii przez zamiennie Belgię, Czechy, Niemcy i Szwecję (Tabela R.1.1). Ponadto, w wyniku przyjęcia alternatywnych założeń w wielu miesiącach zmienia się relacja pomiędzy wskaźnikami inflacji i długoterminowych stóp procentowych w Polsce (a także i innych krajach objętych derogacją) a wartością referencyjną. Przykładowo, w czerwcu br. wartość wskaźnika inflacji HICP dla Polski była niższa niż wartość referencyjna przy stosowaniu dotychczasowej wykładni kryteriów, zaś w scenariuszu alternatywnym – wyższa (Wykres R.1.2 i Wykres R.1.4). Podobnie, od czerwca do sierpnia br. dwunastomiesięczna nominalna stopa procentowa w Polsce była niższa niż wartość referencyjna dla kryterium stóp procentowych, natomiast w scenariuszu alternatywnym – wyższa (Wykres R.1.3 i Wykres R.1.5). Zatem, odmienna wykładnia KE i EBC od przyjmowanej dotychczas może wpływać na ocenę spełnienia przez Polskę kryteriów z Maastricht.

Należy zaznaczyć, że nowa wykładnia kryteriów o konwergencji, w tym decyzja o ewentualnym wyłączeniu kraju z grupy referencyjnej jako obserwacji odstającej będzie podejmowana przez KE i EBC w Raportach o konwergencji, stąd omawiany scenariusz alternatywny ma charakter jedynie pogładowy.

Powyższa analiza pokazuje, że nie tylko zmienność kryterium wynikająca ze zmian w grupie referencyjnej, ale także ewentualne dostosowanie wykładni kryteriów monetarnych przez KE i EBC do zmieniających się warunków makroekonomicznych może istotnie wpływać na spełnienie tych kryteriów przez kraje ubiegające się o przystąpienie do strefy euro. Ponieważ stanowi to źródło niepewności dla krajów objętych derogacją, uzasadnione wydaje się być doprecyzowanie przez KE i EBC sposobu wykładni kryteriów.

Tabela R.1.1

Wpływ przyjęcia alternatywnych założeń co do składu grupy referencyjnej na wartość referencyjną dla kryterium stabilności cen i kryterium długoterminowej nominalnej stopy procentowej

	Kraj wyłączony z grupy referencyjnej w scenariuszu alternatywnym	Kraj włączony do grupy referencyjnej w scenariuszu alternatywnym	Wartość referencyjna dla kryterium stabilności cen [%]		Wartość referencyjna dla kryterium stóp procentowych [%]	
			Scenariusz przy dotychczasowej wykładni kryteriów konwergencji	Scenariusz alternatywny	Scenariusz przy dotychczasowej wykładni kryteriów konwergencji	Scenariusz alternatywny
2010m04	Łotwa	Belgia	0,9	1,1	10,4	6,0
2010m05	Łotwa	Belgia	0,8	1,3	10,4	6,0
2011m02	Łotwa	Niemcy	2,3	2,8	7,3	5,2
2011m03	Łotwa	Szwecja	2,7	3,0	6,8	4,9
2011m04	Łotwa	Niemcy	2,9	3,0	6,8	4,9
2011m06	Irlandia	Czechy	2,6	3,2	6,8	5,3
2011m07	Irlandia	Niemcy	2,8	3,3	7,2	5,2
2011m08	Irlandia	Czechy	2,8	3,3	7,5	5,7
2011m09	Irlandia	Czechy	2,9	3,3	7,6	5,7

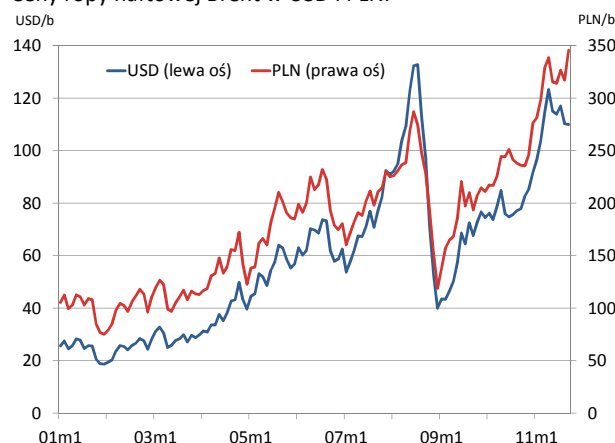
Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

1.4. Światowe rynki surowców

W maju 2011 r. zahamowany został silny wzrost cen ropy naftowej – obserwowany nieprzerwanie od połowy 2010 r. – i w kolejnych miesiącach ceny ropy stopniowo się obniżały (Wykres 1.18). Spadek cen był związany przede wszystkim ze wzrostem obaw o trwałość ożywienia w największych gospodarkach rozwiniętych w następstwie pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych oraz nasilenia się kryzysu zadłużeniowego w części państw strefy euro. Wzrost awersji do ryzyka spowodował ponadto zmniejszenie aktywności inwestorów spoza sektora paliwowego na rynku ropy. Nadal jednak relatywnie wysoki wzrost popytu na ropę naftową z krajów wschodzących, przy ograniczonym wzroście podaży, sprzyjał utrzymaniu wysokich cen tego surowca. Również spadek zapasów w Europie w wyniku przerwania dostaw ropy z Libii był czynnikiem podtrzymującym wysokie jej ceny. Zakłócenia w produkcji ropy w Libii przełożyły się także na ograniczenie wolnych mocy wytwórczych w państwach należących do OPEC, co zwiększało – związane z czynnikami geopolitycznymi – napięcia po stronie podażowej na rynku ropy.

Wykres 1.18

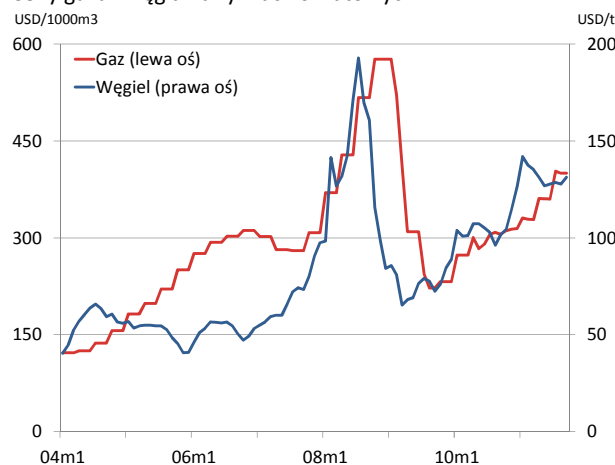
Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.



Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

Wykres 1.19

Ceny gazu i węgla na rynkach światowych.



Źródło: Dane MFW.

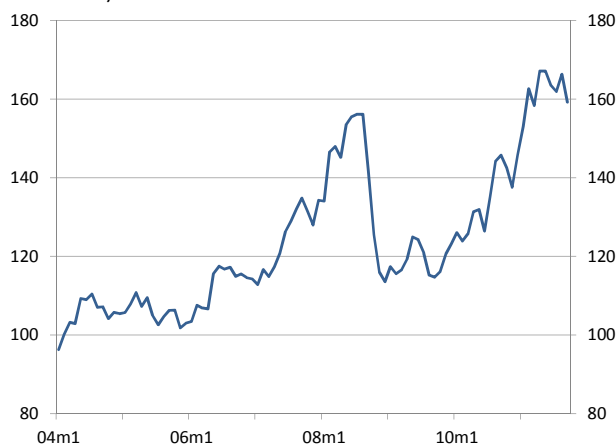
Od publikacji poprzedniego *Raportu* ceny ropy kształtowały się w przedziale 99-120 USD/b, a średnio w III kw. były o 4,3% niższe niż w II kw. br. Ich relatywnie niewielki spadek w połączeniu z aprecjacją dolara amerykańskiego przełożył się na wzrost cen ropy wyrażonych w wielu walutach, w tym w złotym do poziomu najwyższego w historii (por. rozdz. 2.1.4 *Ceny importu*).

Ceny węgla po bardzo silnym wzroście w styczniu 2011 r. (do 142 USD/t), spowodowanym powodzią w Australii i wynikającym stąd ograniczeniem wydobycia węgla w tym kraju, w kolejnych miesiącach obniżały się, a od publikacji ostatniego *Raportu* ustabilizowały się na poziomie ok. 128 USD/t (Wykres 1.19). Natomiast ceny gazu ziemnego systematycznie rosną i obecnie kształtują się na poziomie nieco powyżej 400 USD/1000 m³. Wzrost cen gazu jest w znacznym stopniu związany z wcześniejszym wzrostem cen ropy, które z opóźnieniem przekładają się na notowania tego surowca.

Z kolei ceny surowców rolnych na rynkach światowych do kwietnia br. rosły, a od maja utrzymywały się na wysokim poziomie (Wykres 1.20), przekraczającym poziom osiągnięty w sierpniu 2008 r. Zahamowanie wzrostu cen surowców rolnych było związane z poprawą perspektyw ich podaży w najbliższym okresie, po słabych zbiorach w sezonie 2010/2011. Jednocześnie nadal czynnikiem oddziałującym w kierunku wysokich cen żywności był rosnący popyt na żywność, głównie ze strony gospodarek wschodzących, oraz produkcja biopaliw, której sprzyjają wysokie ceny ropy i polityka energetyczna Unii Europejskiej i Stanów Zjednoczonych.

Wykres 1.20

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



Źródło: Dane MFW, obliczenia NBP.

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

Rozdział 2

GOSPODARKA KRAJOWA

2.1. Procesy inflacyjne

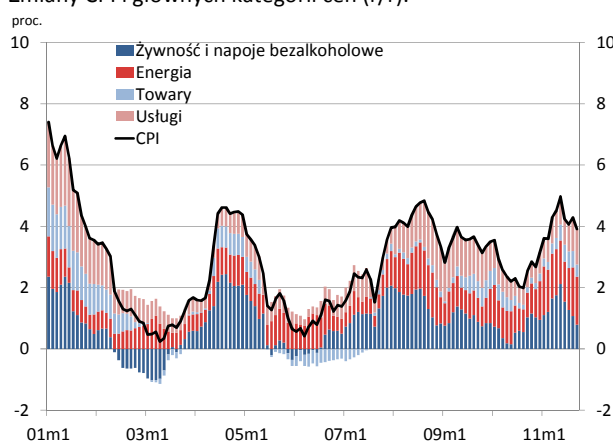
2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce, po wzroście w maju br. do 5,0%, w kolejnych miesiącach stopniowo się obniżała i we wrześniu 2011 r. wyniosła 3,9%. Nadal jednak inflacja kształtuje się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5% (Wykres 2.1)

Spadek inflacji w ostatnich miesiącach był efektem przede wszystkim spadku cen żywności, zwłaszcza żywności nieprzetworzonej. Do spadku cen żywności przyczyniła się wysoka w stosunku do ubiegłorocznej podaż warzyw i owoców związana z ich wysokimi zbiorami¹⁰, a także słaby popyt na artykuły żywnościowe (o czym świadczy niska dynamika sprzedaży detalicznej żywności). We wrześniu br. dodatkowym czynnikiem obniżającym dynamikę cen żywności był spadek rocznej dynamiki cen pieczywa i produktów zbożowych. Wynikał on z ujemnego efektu bazy związanego ze znacznie silniejszym wzrostem cen tych produktów przed rokiem (w następstwie silnego wzrostu cen zbóż na rynkach światowych).

Wykres 2.1

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁰ Warzywa i owoce stanowią 15,8% żywności i napojów bezalkoholowych uwzględnianych w koszyku CPI.

W kierunku ograniczenia skali spadku inflacji w analizowanym okresie oddziaływało natomiast utrzymywanie się wysokiej dynamiki cen energii, w tym paliw. Przyczynił się do tego wzrost cen surowców energetycznych wyrażonych w złotych (efekt deprecjacji złotego, szczególnie w sierpniu i wrześniu br., która spowodowała wzrost cen importowanych surowców energetycznych wyrażonych w złotych, mimo ich pewnego spadku w dolarach na rynkach światowych) oraz podwyżki administrowanych cen nośników energii dla gospodarstw domowych (nowe taryfy na gaz ziemny wprowadzone od lipca br.).

Dodatkowym czynnikiem, który wpływał na kształtowanie się wskaźnika inflacji w analizowanym okresie, zmniejszając skalę jego spadku, były zmiany sposobu notowań przez GUS cen towarów sezonowych, wprowadzone od początku br.¹¹ Według szacunków GUS¹², zmiany te spowodowały podwyższenie rocznych wskaźników inflacji w czerwcu i lipcu br. o ok. 0,3 pkt. proc., a w sierpniu br. o 0,1 pkt. proc. (we wrześniu br. wpływ nowej metody notowania cen na wysokość inflacji był zerowy).

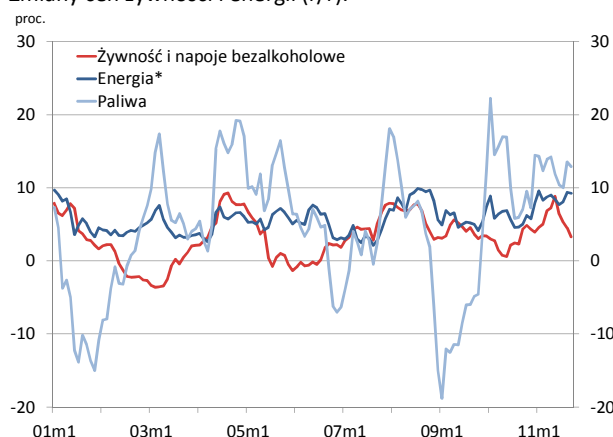
Ponadto do utrzymywania się rocznego wskaźnika inflacji na podwyższonym poziomie nadal przyczyniała się podwyżka stawek VAT przeprowadzona w styczniu br.

2.1.2. Inflacja bazowa

Obniżeniu się inflacji CPI w okresie czerwiec-wrzesień 2011 r. towarzyszył wzrost większości miar inflacji bazowej (Wykres 2.4). Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii wzrósł we wrześniu br. do 2,6%. Był to w głównej mierze efekt silnego wzrostu cen usług telekomunikacyjnych (głównie opłat za

Wykres 2.2

Zmiany cen żywności i energii (r/r).

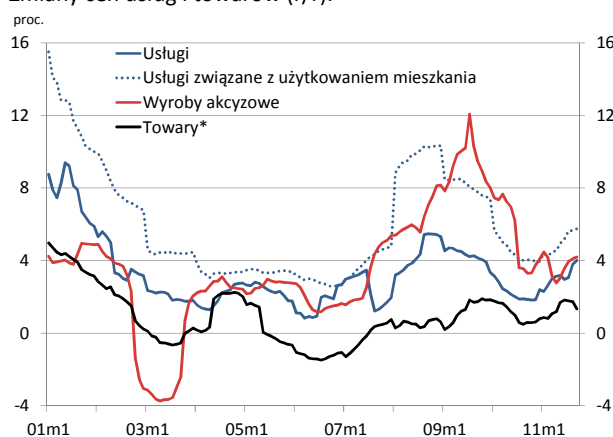


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

*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.

¹¹ Zmiany sposobu notowań cen towarów sezonowych (w szczególności warzyw i owoców oraz odzieży i obuwia) mają szczególnie istotny wpływ na dynamikę cen w miesiącach, w których do 2010 r. następowało włączenie/wyłączenie tych towarów do koszyka konsumpcyjnego gospodarstw domowych (por. *Informacja bieżąca GUS z 13.09 2011 r. Produkty sezonowe w badaniach cen towarów i usług konsumpcyjnych*).

¹² *Informacja bieżąca GUS z 13.10 2011 r. Produkty sezonowe w badaniach cen towarów i usług konsumpcyjnych- szacunki wpływu.*

abonament telefoniczny) w sierpniu br., wynikającego z zakończenia okresu ich promocji.

Dodatkowo do wzrostu inflacji bazowej w analizowanym okresie przyczynił się wzrost dynamiki cen innych usług, w tym przede wszystkim: administrowanych cen usług w zakresie użytkowania mieszkania (opłaty za usługi kanalizacyjne oraz zaopatrywania w wodę), usług transportowych (podwyżki cen biletów komunikacji miejskiej, związane przede wszystkim z rosnącymi cenami paliw), usług w zakresie rekreacji i kultury oraz edukacji (wzrost opłat za przedszkola). Przyspieszenie inflacji bazowej wynikało także z dalszego wzrostu cen wyrobów akcyzowych, głównie tytoniowych. Przyczyniło się do niego również osłabienie kursu złotego zwłaszcza w sierpniu i wrześniu br., powodujące m.in. wzrost cen artykułów związanych z konserwacją i wyposażeniem mieszkania, które w znacznym stopniu pochodzą z importu.

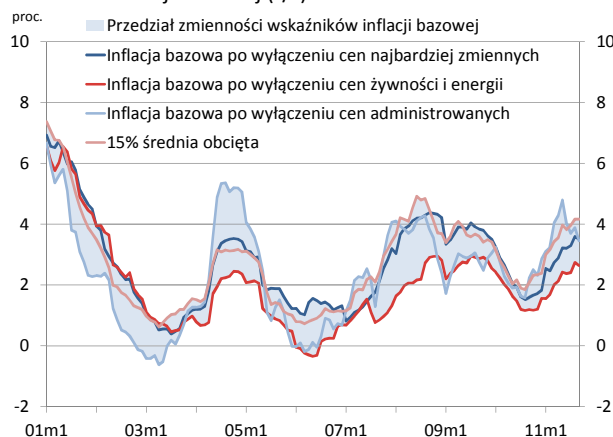
Czynnikiem, który ograniczał inflację bazową od sierpnia br. był spadek w ujęciu rocznym cen odzieży i obuwia (silniejszy niż w ub. r. spadek cen w sierpniu br. w wyniku letnich wyprzedaży oraz słabszy niż w ub.r. sezonowy wzrost cen we wrześniu br.).

2.1.3. Ceny produkcji sprzedanej

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) wzrosły zarówno w II kw., jak i w III kw. 2011 r. o 6,9% r/r (wobec 7,7% r/r w I kw. br.). Do stabilizacji na wysokim poziomie rocznej dynamiki PPI przyczyniło się w największym stopniu wysokie tempo wzrostu cen w przetwórstwie przemysłowym. O ile jednak utrzymanie się wysokiej dynamiki PPI w II kw. br. wynikało z dalszego wzrostu cen surowców na rynkach światowych, któremu towarzyszyła jedynie niewielka aprecjacja nominalnego efektywnego kursu złotego, to w III kw. br. był to efekt

Wykres 2.4

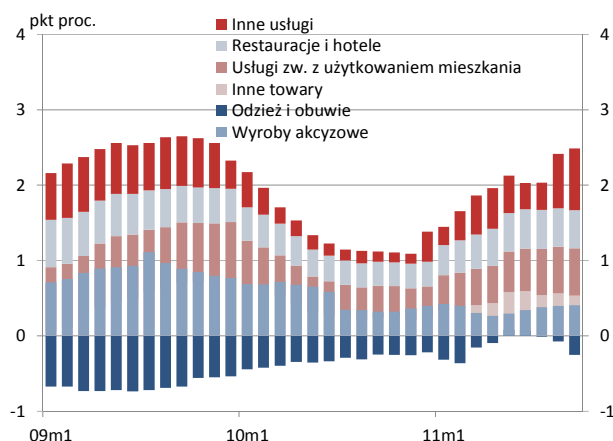
Wskaźniki inflacji bazowej (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.5

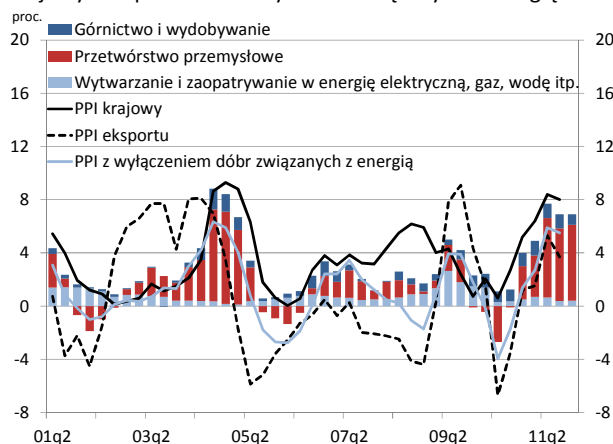
Struktura inflacji bazowej (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.6

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



Źródło: Dane GUS.

deprecjacji złotego, przy pewnym spadku cen surowców na rynkach światowych.

Na rynku krajowym dynamika cen producenta w II kw. br. obniżyła się do 8,0% r/r (z 8,4% r/r w poprzednim kwartale), a na rynku dóbr eksportowanych do 3,7% r/r (z odpowiednio 5,3% r/r; Wykres 2.6).

2.1.4. Ceny importu

W II kw. 2011 r., mimo niewielkiej aprecjacji nominalnego efektywnego kursu złotego, utrzymała się wysoka dynamika cen towarów importowanych wyrażonych w złotych: 7,5% r/r wobec 7,3% r/r w poprzednim kwartale (Wykres 2.7). Do wzrostu tych cen przyczynił się głównie dalszy wzrost cen surowców energetycznych, w tym przede wszystkim ropy naftowej, na rynkach światowych. Natomiast dynamika cen większości pozostałych grup towarów importowanych obniżyła się. W szczególności wolniej niż w poprzednim kwartale rosły ceny żywności (zwłaszcza nieprzetworzonej, w tym głównie warzyw importowanych z rynku europejskiego, w związku z wystąpieniem epidemii bakterii E. coli w Niemczech) oraz ceny artykułów konsumpcyjnych (głównie wskutek pogłębienia się spadku cen dóbr trwałego użytku).

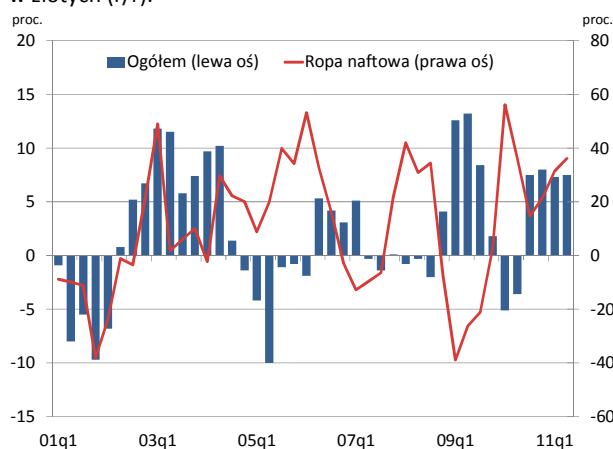
2.1.5. Oczekiwania inflacyjne

Prognozy inflacji analityków sektora finansowego w horyzoncie roku, po wzroście do 3,3% w czerwcu-lipcu br., obniżyły się w październiku 2011 r. do 2,8% (Wykres 2.8).

Zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w okresie maj-październik br. utrzymywała się (z wyjątkiem września) na poziomie przekraczającym 4,0% r/r. Ze względu na adaptacyjny charakter oczekiwań inflacyjnych tej grupy podmiotów, miara ta jest zwykle zbliżona do inflacji znanej osobom ankietowanym

Wykres 2.7

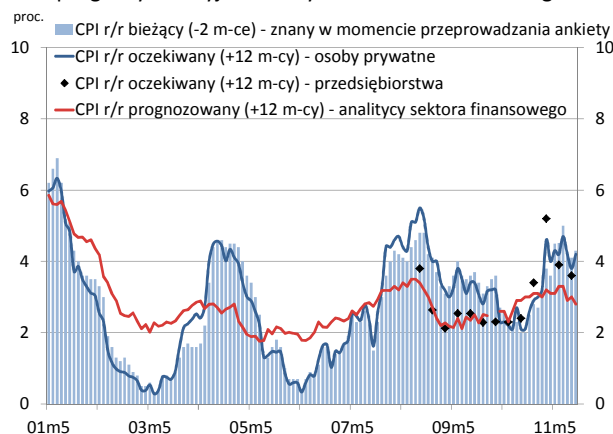
Zmiany cen importu ogółem oraz ropy naftowej wyrażonych w złotych (r/r).



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.

w momencie przeprowadzania ankiety. W okresie objętym analizą jedynie we wrześniu decydujący wpływ na kształtowanie się oczekiwań miała zmiana struktury odpowiedzi osób ankietowanych, której poprawa przełożyła się na obniżenie miary oczekiwań inflacyjnych konsumentów. Na relatywnie wysoki poziom oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w analizowanym okresie ważny wpływ miało prawdopodobnie to, że wzrost cen był nadal szczególnie silny w przypadku dóbr często kupowanych, na które osoby prywatne zwracają stosunkowo większą uwagę, np. paliw.

Oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw w horyzoncie 12 miesięcy (miara zobiektywizowana) obniżyły się w II i III kw. br., do odpowiednio 3,9% i 3,6% (wobec 5,2% w I kw. br.). W II kw. br. spadek oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw wynikał z poprawy struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe, a w III kw. br. jego dalsze obniżenie się było efektem spadku bieżącej inflacji znanej podczas przeprowadzania badania.

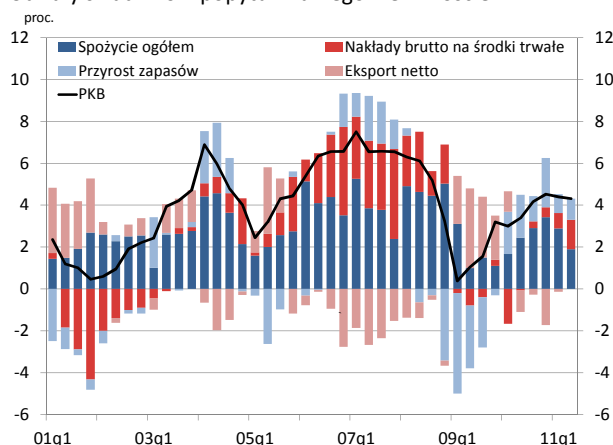
2.2. Popyt i produkcja

W II kw. 2011 r. tempo wzrostu PKB utrzymało się na relatywnie wysokim poziomie. Dynamika PKB wyniosła 4,3% r/r w II kw. br. wobec 4,4% r/r w I kw. 2011 r. (Wykres 2.9). Zgodnie z szacunkami NBP, w ujęciu kwartalnym tempo wzrostu PKB nieco przyspieszyło (do 0,9% kw/kw w II kw. 2011 r. z 0,8% kw/kw w I kw. 2011 r. po wyeliminowaniu wahań sezonowych).

Nadal głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego był popyt krajowy, który zwiększył się o 4,3% r/r w II kw. 2011 r. (wobec 4,5% r/r w I kw. br.). Na utrzymanie się relatywnie silnego tempa wzrostu popytu krajowego złożyło się dalsze przyspieszenie dynamiki inwestycji, podtrzymanie tempa wzrostu konsumpcji oraz dodatni wkład zmiany zapasów.

Wykres 2.9

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB.



Źródło: Dane GUS.

Dynamika spożycia indywidualnego w II kw. 2011 r., choć nieco zmalała w porównaniu z poprzednimi kwartałami, pozostała relatywnie wysoka. Tempo wzrostu konsumpcji prywatnej w II kw. br. utrzymało się na stabilnym poziomie pomimo podwyższonej inflacji, spadku kredytów konsumpcyjnych oraz przesunięcia części zakupów na koniec 2010 r. w związku ze zmianami stawek VAT od 2011 r. Może to świadczyć o istotnej roli skłonności gospodarstw domowych do wygładzania konsumpcji w czasie. Po raz kolejny spowolniło natomiast spożycie publiczne. Jego dynamika wyniosła -1,3% r/r w II kw. 2011 r. wobec 1,5% w I kw. br.

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

W II kw. br. (według danych o rachunkach narodowych) miało miejsce nieznaczne przyspieszenie wzrostu zarówno eksportu (do 6,7% r/r), jak i importu (do 6,6% r/r), a wkład eksportu netto do wzrostu PKB był bliski zera.

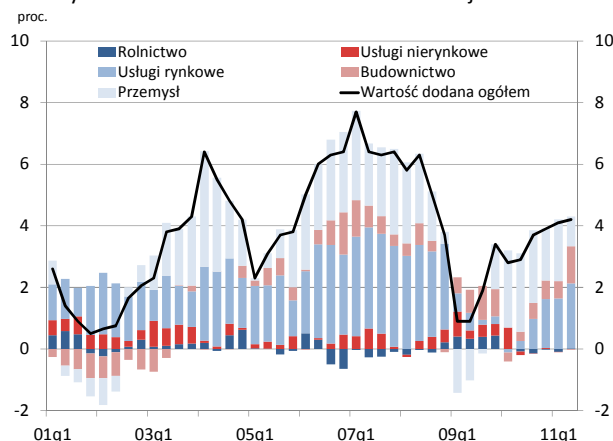
Od strony tworzenia w II kw. 2011 r. wszystkie główne składowe wniosły dodatnie wkłady do wzrostu wartości dodanej brutto (Wykres 2.10), przy czym największy wkład miały usługi rynkowe. W porównaniu z poprzednim kwartałem zmalał wkład do wzrostu wartości dodanej brutto przemysłu, co można przypisać pewnemu wyhamowywaniu wówczas tendencji wzrostowych w tym sektorze, natomiast wzrósł wkład budownictwa, co jest związane ze znacznymi inwestycjami sektora publicznego.

2.2.1. Popyt konsumpcyjny

Po przyspieszeniu tempa wzrostu popytu konsumpcyjnego w 2010 r., w pierwszej połowie 2011 r. jego dynamika stopniowo malała, choć pozostała relatywnie wysoka. Według danych

Wykres 2.10

Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

GUS w II kw. 2011 r. dynamika spożycia indywidualnego wyniosła 3,5% r/r (wobec 3,9% r/r w I kw. 2011 r. i 4,0 % r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.11). Według szacunków NBP w ujęciu kwartalnym po wyeliminowaniu wahań sezonowych tempo wzrostu spożycia indywidualnego wyniosło w II kw. 2011 r. 0,8% kw/kw wobec 0,9% kw/kw w I kw. 2011 r. i 1,0% kw/kw w IV kw. 2010 r.

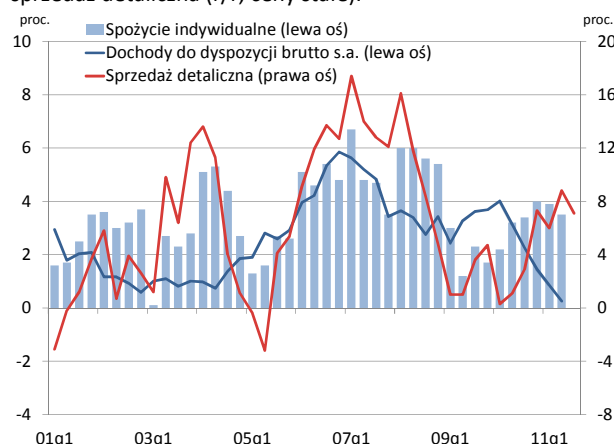
Do obniżenia realnej dynamiki spożycia indywidualnego w I połowie 2011 r. przyczyniło się dalsze osłabienie tempa wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (po eliminacji wpływu czynników sezonowych). W kierunku niższej realnej dynamiki dochodów do dyspozycji w tym okresie oddziaływała podwyższona inflacja, osłabienie wzrostu dochodów z pracy najemnej¹³, które miało miejsce pomimo relatywnie silnego wzrostu funduszu wynagrodzeń w gospodarce oraz niższa dynamika świadczeń społecznych. W kierunku wyższego wzrostu dochodów do dyspozycji oddziaływał zaś przede wszystkim silniejszy niż w poprzednim roku wzrost dochodów osób fizycznych z działalności na własny rachunek, co może świadczyć o pewnej poprawie sytuacji finansowej najmniejszych przedsiębiorstw w I połowie 2011 r. (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt inwestycyjny*).

Niższa dynamika dochodów do dyspozycji niż spożycia indywidualnego w pierwszej połowie 2011 r. znalazła odzwierciedlenie w spadku stopy oszczędności gospodarstw domowych z 10,0% w IV kw. 2010 r. do 5,3% w I kw. 2011 r. i 6,2% w II kw. 2011 r., a więc do poziomu poniżej wieloletniej średniej¹⁴.

Niewielkiemu obniżeniu się dynamiki spożycia indywidualnego towarzyszył wciąż relatywnie szybki wzrost sprzedaży detalicznej, której

Wykres 2.11

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia i szacunki NBP.

¹³ Dochody z pracy najemnej uwzględniają - poza wynagrodzeniem za pracę - także m.in. zasiłki chorobowe, wyrównawcze i opiekuńcze, dochody w formie niepieniężnej, transfery z Zakładowego Funduszu Świadczeń Socjalnych oraz odprawy.

¹⁴ Stopa oszczędności liczona jako udział oszczędności gospodarstw domowych w dochodach do dyspozycji, po odsezonowaniu. Średnia stopa oszczędności (po odsezonowaniu) w okresie I kw. 1999 r. - II kw. 2011 r. wyniosła 9,9%.

dynamika wyniosła 6,0% r/r w I kw. i 8,8% r/r w II kw. br. Względnie szybki wzrost sprzedaży detalicznej utrzymał się również w III kw. (7,1% r/r), co wskazuje na utrzymanie wzrostu popytu konsumpcyjnego w tym okresie na poziomie zbliżonym do pierwszej połowy roku. Pomimo pewnego zróżnicowania dynamik poszczególnych kategorii sprzedaży detalicznej, większość z nich utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie, co świadczy o wciąż relatywnie szerokiej bazie wzrostu popytu konsumpcyjnego.

Na osłabienie popytu konsumpcyjnego w III kw. br. może wskazywać spowolnienie realnej dynamiki funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw w okresie lipiec-wrzesień wraz z pogorszeniem sytuacji finansowej niektórych gospodarstw domowych (spadek cen akcji, deprecjacja złotego, spadek zatrudnienia). Przy czym jak pokazują szacunki NBP (por. Ramka 2 *Wpływ deprecjacji złotego wobec franka szwajcarskiego na wydatki, obciążenie kredytowe oraz spożycie gospodarstw domowych*) deprecjacja złotego przekładająca się na wzrost obciążenia kredytowego gospodarstw domowych zadłużonych w kredytach denominowanych we frankach szwajcarskich nie powinna mieć istotnego wpływu na spożycie indywidualne.

Również relatywnie słabe nastroje gospodarstw domowych w 2011 r. widoczne w badaniach koniunktury mogą hamować wzrost spożycia indywidualnego (Wykres 2.12). Jednocześnie pewna poprawa wskaźników koniunktury konsumenckiej widoczna od II kw. br., a w szczególności systematycznie poprawiająca się od lipca 2011 r. skłonność konsumentów do dokonywania ważnych zakupów, może stanowić pozytywny sygnał dla perspektyw popytu konsumpcyjnego¹⁵.

Wykres 2.12

Wskaźniki ufności konsumenckiej.



Źródło: Dane GUS, NBP.

¹⁵ Pomimo tej poprawy od początku 2011 r. wszystkie (poza zmianami poziomu bezrobocia) składniki wskaźników ufności konsumenckiej utrzymują się jednak na trwale niższym poziomie niż w poprzednim roku.

Ramka 2. Wpływ deprecjacji złotego wobec franka szwajcarskiego na wydatki, obciążenie kredytowe oraz spożycie gospodarstw domowych

Obserwowana w II i III kw. 2011 r. silna deprecjacja złotego wobec franka szwajcarskiego – poprzez wynikający z niej wzrost całkowitych zobowiązań oraz obciążeń spłatami kredytów tych kredytobiorców, którzy posiadają kredyty hipoteczne denominowane we franku – wywarła istotny wpływ na kondycję finansową części polskich gospodarstw domowych¹⁶. Niniejsza ramka przedstawia wyniki symulacji, które miały na celu oszacowanie bezpośredniego efektu deprecjacji złotego względem franka szwajcarskiego na obciążenie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, a następnie na kształtowanie się konsumpcji oraz PKB.

Wpływ deprecjacji złotego wobec franka szwajcarskiego na wartość całkowitych zobowiązań oraz obciążenie spłatami kredytu został obliczony na podstawie następujących danych: stan kredytów mieszkaniowych we frankach szwajcarskich na koniec II kw. br., przychody odsetkowe systemu bankowego od sektora gospodarstw domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych we frankach szwajcarskich w II kw. br., dochody do dyspozycji brutto w I kw. br. oraz oszacowana średnia kwartalna kwota spłaty raty kredytu mieszkaniowego we frankach szwajcarskich¹⁷. Zastosowane podejście oznaczało, że stan kredytów, płatności odsetkowe oraz średnia kwota spłaty kredytu zwiększa się proporcjonalnie do deprecjacji złotego względem franka szwajcarskiego¹⁸.

Wyniki szacowanego wpływu deprecjacji złotego na kondycję finansową gospodarstw domowych zawiera Tabela R.2.1, przy czym wpływ ten odnoszony jest do dochodów do dyspozycji całego sektora gospodarstw domowych, a nie jedynie tej jego części (mniej niż 10% ogółu gospodarstw domowych), która posiada kredyt hipoteczny (w szczególności denominowany we franku szwajcarskim). Stąd relacja stanu zadłużenia do kwartalnych dochodów do dyspozycji całego sektora gospodarstw domowych (dla kredytów denominowanych we franku szwajcarskim wynosi ona ok. 70%) kształtuje się na niższym poziomie niż analogiczna relacja dla dochodów zadłużonych gospodarstw domowych.

Z Tabeli R.2.1 wynika, że deprecjacja złotego względem franka szwajcarskiego powoduje istotne zwiększenie relacji zobowiązań do kwartalnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (przy założeniu 30% deprecjacji złotego relacja zobowiązań denominowanych we franku szwajcarskim do kwartalnych dochodów do dyspozycji całego sektora gospodarstw domowych zwiększa się z ok. 70% do 90%, tj. wzrost zobowiązań stanowi równowartość ok. 20% kwartalnych dochodów). Równocześnie wynikający z deprecjacji wzrost obciążenia płatnościami odsetkowymi oraz ratą kredytu z tego tytułu jest już umiarkowany (nawet przy 30% deprecjacji złotego wzrasta on z 1,1% do 1,4%, tj. o ok. 0,3% kwartalnych dochodów do dyspozycji wszystkich gospodarstw domowych), co jednak w dużym stopniu wynika z faktu, że odsetek gospodarstw domowych z kredytem hipotecznym jest niski. O ile więc w skali całego sektora wzrost obciążenia kredytowego budżetów gospodarstw domowych nie jest znaczący, to wniosek ten nie musi być prawdziwy w przypadku zadłużonych gospodarstw domowych, których obciążenie kredytowe prawdopodobnie rośnie istotnie.

¹⁶ Na koniec II kw. 2011 r. udział stanu kredytów denominowanych we franku szwajcarskim w zadłużeniu hipotecznym ogółem gospodarstw domowych stanowił 53%, natomiast w zadłużeniu walutowymi kredytami hipotecznymi dla gospodarstw domowych wynosił 86%.

¹⁷ Większość danych dotyczących zadłużenia gospodarstw domowych wykorzystanych w tej części analizy odnosiła się do II kw. 2011 r., kiedy kurs złotego względem franka szwajcarskiego kształtował się w granicach 3,01-3,37 CHF/PLN, a średnio wyniósł 3,16 CHF/PLN.

Analiza ograniczała się do badania wpływu zmian kursu walutowego na wielkość zobowiązań gospodarstw domowych, gdyż dochody gospodarstw domowych z tytułu lokat denominowanych we frankach są pomijalne.

Wykorzystana w analizie średnia (dla 2010 r.) kwota spłaty raty kredytu mieszkaniowego zaciągniętego we frankach obliczona została na podstawie danych NBP o stanie kredytów walutowych oczyszczonych z wpływu wahań kursowych oraz danych o wartości nowoudzielonych kredytów ze Związku Banków Polskich.

¹⁸ W obliczeniach pominięto m.in. wpływ deprecjacji na inne sektory gospodarki, w tym na handel zagraniczny.

Tabela R.2.1

Wpływ deprecjacji złotego względem franka szwajcarskiego na zobowiązania i obciążenie kredytowe gospodarstw domowych.

w procentach dochodów do dyspozycji brutto	Skala deprecjacji złotego względem franka szwajcarskiego								
	5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%	25,0%	30,0%
1. Wzrost wartości całkowitych zobowiązań	3,58	5,37	7,16	8,95	10,74	12,53	14,33	17,91	21,49
2. Wzrost kwartalnej raty odsetek	0,03	0,05	0,06	0,08	0,09	0,11	0,12	0,15	0,18
3. Wzrost kwartalnej raty spłacanego kredytu	0,02	0,03	0,04	0,06	0,07	0,08	0,09	0,11	0,13
4. Wzrost obciążenia spłatami kredytu (2+3)	0,05	0,08	0,11	0,13	0,16	0,18	0,21	0,26	0,32

Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych GUS i NBP.

Powyższą analizę uzupełniono o badanie oparte na danych z Badania Budżetów Gospodarstw Domowych GUS pozwalające na przybliżoną ocenę rozkładu obciążenia kredytowego w zależności od zamożności gospodarstwa domowego¹⁹. Warto jednak na wstępie zaznaczyć, że największą grupę gospodarstw domowych zadłużonych kredytem hipotecznym stanowią gospodarstwa średniozamożne (Wykres R.2.1). Wynika to nie tyle ze skłonności do zaciągania pożyczek (która dla kredytu hipotecznego rośnie wraz ze wzrostem zamożności gospodarstwa domowego), co z rozkładu całej populacji gospodarstw domowych ze względu na poziom ich miesięcznych wydatków.

W kontekście badania wpływu deprecjacji złotego wobec franka szwajcarskiego na kondycję finansową gospodarstw domowych najbardziej właściwe byłoby ograniczenie się do analizy podgrupy gospodarstw domowych z kredytami hipotecznymi denominowanymi we franku szwajcarskim. Ze względu jednak na brak odpowiednich mikrodanych przeprowadzona została analiza obciążenia gospodarstw domowych jakimkolwiek kredytem hipotecznym (tj. zarówno złotowym, jak i walutowym). W badaniu posłużono się danymi jednostkowymi z Badania Budżetów Gospodarstw Domowych GUS z 2010 r., a rozkłady zadłużenia kredytowego i obciążenia spłatą kredytu rozpatrywane były w zależności od poziomu zamożności gospodarstw domowych przybliżonej wartością ich całkowitych wydatków²⁰.

Obciążenie spłatami kredytu hipotecznego gospodarstw domowych, mierzone jako wartość spłaty zadłużenia (wraz z odsetkami) przez gospodarstwo domowe w stosunku do jego całkowitych wydatków, maleje wraz ze wzrostem zamożności gospodarstw domowych (Wykres R.2.2). Bardzo wysokie, stanowiące ponad połowę całkowitych wydatków, obciążenie spłatą kredytu hipotecznego występuje jednak w przypadku najmniej zamożnej – ale też najmniej licznej wśród zadłużonych (Wykres R.2.1) – grupy gospodarstw domowych (o wydatkach miesięcznych poniżej 1000 zł). Istnieje spora grupa gospodarstw domowych o miesięcznych wydatkach w przedziale 1000-2000 zł spłacających kredyty hipoteczne, dla której obserwowany poziom obciążenia spłatą kredytu hipotecznego jest znaczny – tj. powyżej 30% ich wydatków. Jednocześnie, udział spłaty zobowiązań w całkowitych wydatkach gospodarstw domowych zmniejsza się wraz ze wzrostem ich zamożności – już przy wydatkach wyższych niż 2000 zł miesięcznie obciążenie kredytowe nie przekracza średnio 30% tych wydatków.

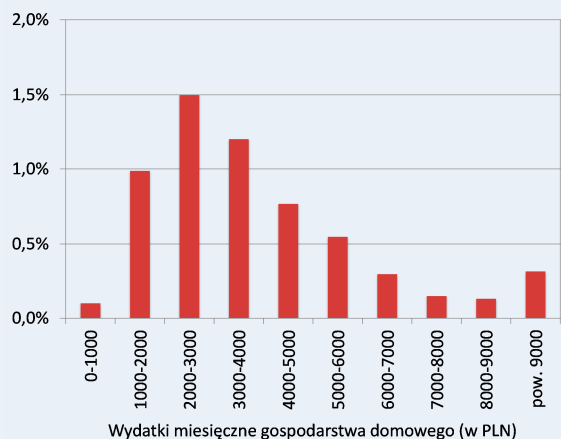
¹⁹ Ta część analizy odnosiła się do danych z 2010 r., kiedy kurs złotego względem franka szwajcarskiego kształtował się w granicach 2,65-3,19 CHF/PLN, a średnio wyniósł 2,90 CHF/PLN.

²⁰ W Badaniu Budżetów Gospodarstw Domowych GUS pozycja kredyt hipoteczny traktowana jest łącznie - bez podziału na kredyty złote i walutowe.

Rezygnacja z dochodu jako miary zamożności gospodarstw domowych jest motywowana specyfiką badań jednostkowych. Po pierwsze, jak wynika z badań, gospodarstwa domowe mają skłonność do zaniżania swoich dochodów (jest to szczególnie charakterystyczne dla osób samozatrudnionych). Po drugie, jako że dochody niektórych grup charakteryzują się dużą zmiennością (szczególnie chodzi o gospodarstwa rolników oraz samozatrudnionych), a Badanie Budżetów Gospodarstw Domowych jest realizowane w miesięcznych przedziałach czasowych, odnotowane dochody mogą niewłaściwie odzwierciedlać zamożność gospodarstw domowych.

Wykres R.2.1

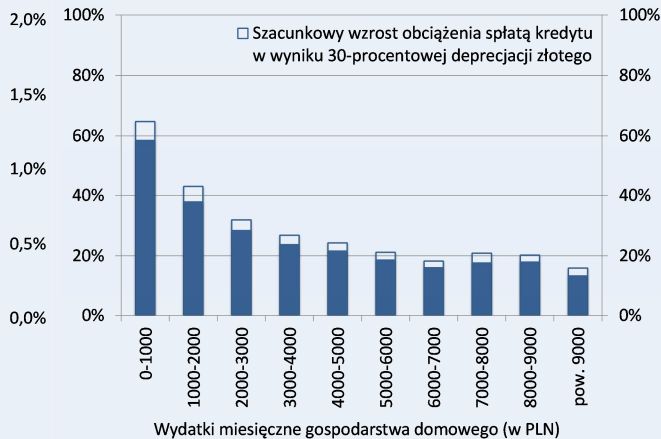
Odsetek gospodarstw domowych spłacających kredyt hipoteczny (złotowy bądź walutowy, w tym denominowany we frankach szwajcarskich) w całkowitej liczbie gospodarstw domowych w zależności od poziomu całkowitych wydatków gospodarstwa domowego.



Źródło: Badanie Budżetów Gospodarstw Domowych GUS, dane z 2010 r.

Wykres R.2.2

Średnia wartość spłat zadłużenia (wraz z odsetkami) w stosunku do całkowitych wydatków gospodarstwa domowego w zależności od poziomu jego całkowitych wydatków (dla gospodarstw domowych z kredytem hipotecznym).



Źródło: Badanie Budżetów Gospodarstw Domowych GUS, dane z 2010 r.

Biorąc pod uwagę znaczące różnice w obciążeniu spłatą kredytu w zależności od poziomu zamożności gospodarstwa domowego, oszacowano wpływ deprecjacji złotego względem franka szwajcarskiego dla poszczególnych grup dochodowych (Wykres R.2.2). Przyjmując założenie, że rozkład gospodarstw domowych z kredytem hipotecznym denominowanym we franku szwajcarskim w zależności od poziomu zamożności jest analogiczny, jak rozkład gospodarstw domowych z dowolnym kredytem hipotecznym (odpowiednio przeskalowany)²¹, w wyniku deprecjacji złotego względem franka szwajcarskiego o 30% średnie obciążenie gospodarstw domowych spłatą kredytu wśród najmniej zamożnych gospodarstw domowych wzrasta o 6 pkt. proc. (z 59% do 65% miesięcznych wydatków gospodarstwa domowego), a dla najbardziej licznej grupy charakteryzującej się wydatkami miesięcznymi między 2000-3000 zł, wzrost ten wynosi 3 pkt. proc. (z 29% do 32%). Przyjęte założenie o rozkładzie gospodarstw domowych z kredytem hipotecznym denominowanym we franku szwajcarskim może jednak powodować przeszacowanie wzrostu obciążenia spłatą kredytu dla gospodarstw domowych najmniej zamożnych. Możliwe jest bowiem, że zamożne gospodarstwa domowe są relatywnie częściej zadłużone kredytami denominowanymi we franku szwajcarskim w stosunku do zadłużenia złotowego niż mniej zamożne gospodarstwa domowe.

Dodatkowym elementem przeprowadzonej analizy konsekwencji deprecjacji złotego dla zadłużenia gospodarstw domowych we franku szwajcarskim była ocena jego makroekonomicznych skutków. W tym celu, na podstawie symulacji z modelu prognostycznego NBP (model NECMOD), oszacowano wpływ deprecjacji złotego wobec franka szwajcarskiego na spożycie gospodarstw domowych oraz PKB. W symulacji uwzględniono efekt dochodowy deprecjacji związany z wyższymi ratami kredytów mieszkaniowych oraz efekt majątkowy wynikający ze wzrostu zobowiązań gospodarstw domowych. Przy założeniu deprecjacji złotego względem franka szwajcarskiego o 30% na okres 1 roku (przy niezmiennym kursie złotego względem pozostałych walut), wpływ ten w horyzoncie projekcji w żadnym kwartale nie przekracza 0,1% dla konsumpcji i PKB.

Warto zaznaczyć, że powyższe oszacowanie może nie w pełni uwzględniać wszystkie efekty deprecjacji złotego względem franka szwajcarskiego i stąd rzeczywisty jej wpływ na konsumpcję może być większy. Należy także podkreślić, że choć efekt zagregowany dla konsumpcji całego sektora gospodarstw domowych nie jest znaczący, to w przypadku gospodarstw domowych zadłużonych we frankach szwajcarskich deprecjacja złotego silniej wpływa na ograniczenie ich konsumpcji.

²¹ Przyjęte założenie jest konieczne ze względu na brak danych o obciążeniu spłatą zadłużenia walutowego (w tym w szczególności denominowanego we franku szwajcarskim) w populacji gospodarstw domowych w zależności od ich zamożności.

2.2.2. Popyt inwestycyjny

W II kw. 2011 r. kontynuowany był wzrost inwestycji. Roczna dynamika nakładów brutto na środki trwałe wyniosła 7,8% r/r (wobec 6,0% r/r w I kw. 2011 r. i 1,6% r/r w IV kw. 2010 r.; Wykres 2.13), zaś wzrost kwartalny, zgodnie z szacunkami NBP, wyniósł 2,2% kw/kw (wobec 2,5% kw/kw w I kw. 2011 r. i 0,9% kw/kw w IV kw. 2010 r.).

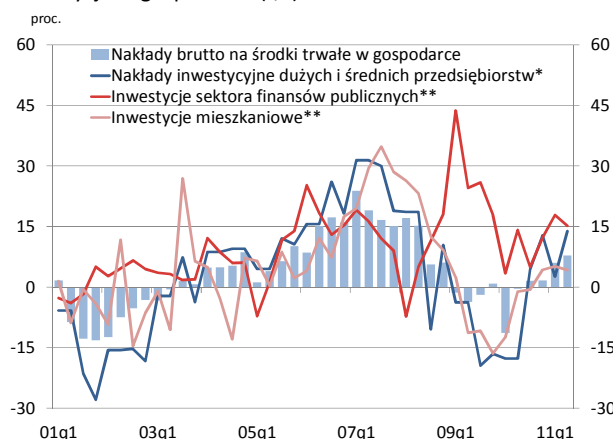
Istotne znaczenie dla wzrostu nakładów inwestycyjnych w gospodarce ma wciąż silny wzrost inwestycji publicznych oraz przyspieszenie nakładów przedsiębiorstw. Dynamika inwestycji publicznych wyniosła w II kw. 2011 r. 15,2% r/r (wobec 17,8% r/r w I kw. 2011 r. i 12,3% r/r w IV kw. 2010 r.). Natomiast tempo wzrostu inwestycji przedsiębiorstw wyniosło 13,8% r/r w II kw. 2011 r. (wobec 2,6% r/r w I kw. 2011 r. oraz 12,8% r/r w IV kw. 2010 r.). Jednocześnie wzrost inwestycji mieszkaniowych pozostał trzeci kwartał z rzędu na stabilnym poziomie i wyniósł 4,2% r/r w II kw. 2011 r. wobec 5,1% r/r w I kw. br. i 4,3% r/r w IV kw. 2010 r.

Wyraźnemu wzrostowi popytu inwestycyjnego przedsiębiorstw sprzyjało dalsze przyspieszenie nakładów na maszyny, urządzenia i narzędzia (Wykres 2.14). W kierunku ograniczenia dynamiki nakładów inwestycyjnych oddziaływało natomiast osłabienie wzrostu nakładów na środki transportu, które związane jest ze zwiększonym ich zakupem pod koniec 2010 r. przed zniesieniem odliczeń VAT na zakup samochodów z homologacją ciężarową.

Badania koniunktury NBP wskazują na perspektywę ograniczonego wzrostu inwestycji w najbliższych miesiącach²². Odsetek firm planujących nowe przedsięwzięcia inwestycyjne pozostaje wciąż niski, co związane jest z niepewnością dotyczącą przyszłej sytuacji

Wykres 2.13

Inwestycje w gospodarce (r/r).



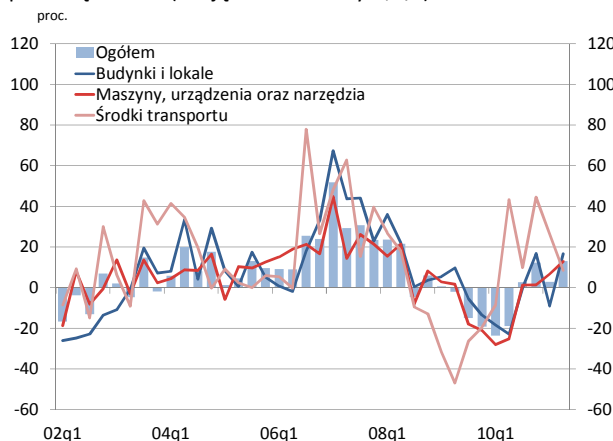
Źródło: Dane GUS i Ministerstwa Finansów, szacunki NBP.

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

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

Wykres 2.14

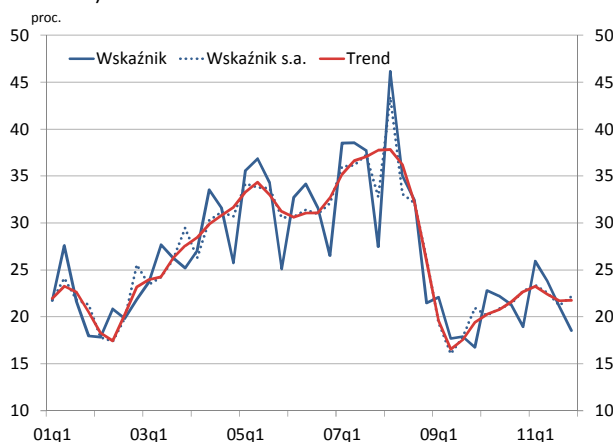
Nakłady brutto na środki trwałe w sektorze dużych i średnich przedsiębiorstw (w ujęciu nominalnym, r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.15

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



Źródło: Badania koniunktury NBP.

²² Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2011 oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2011, NBP.

gospodarczej (Wykres 2.15). W szczególności pogarszające się perspektywy wzrostu gospodarczego na świecie mogą ograniczać wzrost inwestycji w Polsce w najbliższych kwartałach. Również inne wskaźniki koniunktury wskazują na możliwe pogorszenie się perspektyw dla rozpoczynania nowych projektów inwestycyjnych²³. Ponadto o możliwym osłabieniu wzrostu nakładów na środki trwałe może świadczyć spadek wartości kosztorysowej noworozpoczynanych inwestycji w II kw. 2011 r.

Jednocześnie wysokie wskaźniki rentowności i płynności przedsiębiorstw wskazują na dobrą sytuację finansową firm (Tabela 2.1), która powinna sprzyjać działalności inwestycyjnej firm, gdy niepewność co do koniunktury ustąpi²⁴. Duży zasób płynnych środków powinien także ułatwić przedsiębiorstwom dostęp do finansowania zewnętrznego, co widoczne jest w obserwowanym od października 2010 r. wzroście kredytu inwestycyjnego. Ponadto, wykorzystanie mocy produkcyjnych wzrosło w II i III kw. 2011 r., przekraczając poziom wieloletniej średniej (Wykres 2.16).

Badania koniunktury NBP wskazują także na istotne zróżnicowanie planowanych nakładów w poszczególnych grupach przedsiębiorstw. Małe i średnie przedsiębiorstwa (MSP) nadal rzadziej planują nowe inwestycje i dużo częściej wstrzymują się od rozpoczęcia realizacji nowych projektów niż duże firmy (zwłaszcza z branży energetycznej). Wiąże się to z większą (w grupie MSP niż wśród dużych firm) niepewnością dotyczącą przyszłej sytuacji gospodarczej, mniejszą dostępnością kredytu oraz gorszą sytuacją płynnościową.

Tabela 2.1

Wybrane wskaźniki efektywności finansowej w sektorze przedsiębiorstw.

proc.	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
						q1	q2
Wskaźnik rentowności sprzedaży	5,5	5,6	5,0	5,0	5,2	5,3	10,4
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,7	5,0	3,3	4,1	4,4	4,3	6,1
Wskaźnik poziomu kosztów	94,3	93,9	95,8	95,0	94,7	94,7	93,0

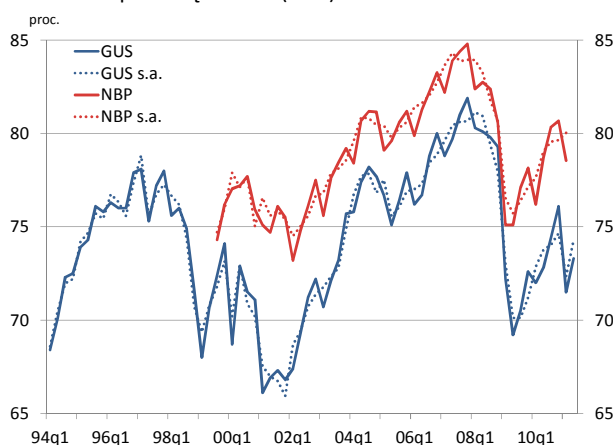
dane na koniec okresu

Wskaźnik płynności I stopnia	34,9	33,7	33,6	38,5	39,7	38,9	37,7
-------------------------------------	------	------	------	------	------	------	------

Źródło: Dane GUS.

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.

²³ Na pogarszający się stan koniunktury wskazują: ogólny wskaźnik prognozowanej sytuacji gospodarczej w przetwórstwie przemysłowym, wskaźnik koniunktury IRG – SGH oraz wskaźnik PMI, zaś wskaźnik wyprzedzający koniunktury BIEC wskazuje na brak wyraźnych zmian w koniunkturze.

²⁴ Wynika to z faktu, że – jak w latach poprzednich – znaczna część przedsiębiorstw (obecnie ok. połowa ankietowanych firm) deklaruje finansowanie inwestycji ze środków własnych.

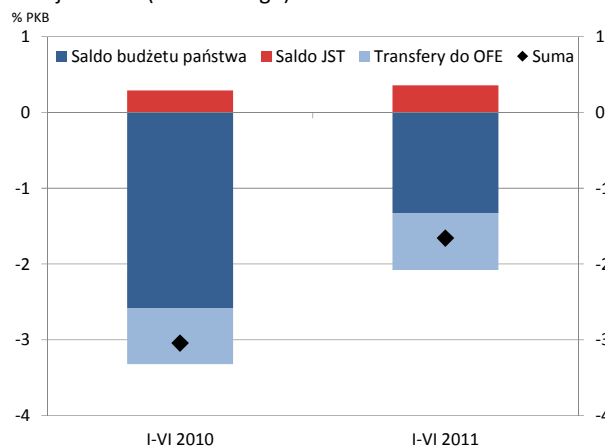
2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych

W okresie styczeń-wrzesień 2011 r. deficyt w budżecie państwa wyniósł ok. 21,9 mld zł, co stanowi 54,5% planu rocznego²⁵. Dochody ogółem budżetu państwa w pierwszych dziewięciu miesiącach br. były wyższe o 13,0% r/r w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku, w tym dochody podatkowe wzrosły o 10,6% r/r. Do wzrostu dochodów podatkowych w największym stopniu przyczynił się wzrost wpływów z VAT (o 13,8% r/r), będący efektem podwyżki stawek tego podatku oraz relatywnie wysokiego tempa wzrostu sprzedaży detalicznej w omawianym okresie. Wpływy z CIT wzrosły o 19,4% r/r, co w znacznym stopniu było związane z dodatnim saldem rozliczenia tego podatku za 2010 r. Wydatki budżetu państwa w tym samym okresie zwiększyły się o 2,7% r/r. Niższe dotychczasowe tempo wzrostu wydatków od zaplanowanego w *Ustawie budżetowej* na cały rok (6,3%) wynika z przesunięcia realizacji części wydatków inwestycyjnych na ostatni kwartał roku oraz z niskiego zaawansowania wydatków bieżących jednostek budżetowych.

Jednostki samorządu terytorialnego (JST) zanotowały w I połowie 2011 r. nadwyżkę w wysokości 5,5 mld zł, tj. o 1,3 mld zł wyższą niż w ub.r. (Wykres 2.17), do czego przyczynił się wzrost ich dochodów własnych (o 9,8% r/r)²⁶. Równocześnie, w porównaniu do poprzednich kwartałów, tempo wzrostu wydatków JST spowolniło, co dotyczyło w szczególności wydatków bieżących²⁷.

Wykres 2.17

Wybrane składniki salda sektora finansów publicznych w relacji do PKB (całorocznego).



Źródło: Dane Ministerstwa Finansów.

²⁵ W ub.r. w tym samym okresie zrealizowano deficyt na poziomie 88,7% rocznego wykonania.

²⁶ Wzrost dochodów własnych to m.in. efekt korzystnego salda rozliczenia rocznego podatków PIT i CIT za 2010 r.

²⁷ Pomimo relatywnie wysokiego tempa wzrostu wydatków bieżących w – największym jeśli chodzi o wydatki samorządów – dziale *oświata i wychowanie* (7,6% r/r), co było związane z podwyżką wynagrodzeń nauczycieli, wydatki bieżące ogółem zwiększyły się o 6,0% r/r, tj. wyraźnie mniej niż w 2010 r. Było to związane z niskim tempem wzrostu wydatków m.in. w działach administracja publiczna (3,6% r/r), transport i łączność (4,3%), gospodarka komunalna i ochrona środowiska (1,6%) oraz bezpieczeństwo publiczne (-1,9%). Ograniczenie tempa wzrostu wydatków może być związane ze zbliżaniem się w ostatnich latach coraz większej liczby samorządów do obowiązującego je limitu relacji zadłużenia do dochodów wynoszącego 60%.

Fundusz Ubezpieczeń Społecznych otrzymał na koniec września 2011 r. całość zaplanowanej na ten rok dotacji z budżetu państwa (37,9 mld zł). W kolejnych miesiącach br. luka pomiędzy przychodami ze składek a wydatkami na wypłatę świadczeń FUS zostanie uzupełniona środkami z Funduszu Rezerwy Demograficznej (4 mld zł)²⁸, pożyczką z budżetu państwa (3 mld zł) oraz kredytami bankowymi (1,6 mld zł)²⁹, przy czym łączny poziom sfinansowanego z tych źródeł niedoboru FUS będzie niższy niż w ub.r. Fundusz Pracy i NFZ osiągnęły w pierwszych ośmiu miesiącach br. niewielkie nadwyżki, podczas gdy w analogicznym okresie 2010 r. zanotowały deficyty.

W pierwszym półroczu br. państwowy dług publiczny uległ zwiększeniu o 40,0 mld zł i na koniec czerwca wyniósł 787,9 mld zł. Przyrost ten był niższy niż odnotowany w analogicznym okresie ub.r. (52,1 mld zł), do czego przyczyniło się przede wszystkim zmniejszenie potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa. Zgodnie ze *Strategią zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2012-2015*, potrzeby te mają ulec zmniejszeniu z 65,4 mld zł w 2010 r. do 35,7 mld zł w 2011 r., natomiast w 2012 r. mają wzrosnąć do 47,3 mld zł. Silny spadek potrzeb pożyczkowych w 2011 r. częściowo wynika z wprowadzenia mechanizmu konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych, który jednorazowo obniżył potrzeby pożyczkowe w roku bieżącym o ok. 22 mld zł³⁰.

Według jesiennej notyfikacji fiskalnej EDP³¹, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB (w ujęciu ESA95)

²⁸ Na mocy ustawy z 3 grudnia 2009 r. o zmianie ustawy o systemie ubezpieczeń społecznych (Dz.U. z 2009 r., nr 218, poz. 1690).

²⁹ Zgodnie z przewidywanym wykonaniem planu finansowego FUS za 2011 r., przedstawionym w projekcie *Ustawy budżetowej na 2012 r.* przyjętym przez Radę Ministrów w dn. 27 września 2011 r.

³⁰ Zgodnie z *Uzasadnieniem do projektu Ustawy budżetowej na rok 2012*, przyjętego przez Radę Ministrów w dn. 27 września 2011 r.

³¹ EDP (ang. *Excessive Deficit Procedure* - procedura nadmiernego deficytu) określa kryteria, harmonogramy i terminy stosowane przez Radę UE przy podejmowaniu decyzji o istnieniu nadmiernego deficytu w państwie członkowskim. Decyzja ta podejmowana jest po upływie ostatecznych terminów, w jakich państwa członkowskie UE muszą przedłożyć Komisji sprawozdania o swoich finansach państwowych, przypadających na 1 kwietnia i 1 października.

w 2011 r. będzie niższy o 2,2 pkt. proc. niż w 2010 r. i wyniesie 5,6% PKB. W 2012 r. planowane jest dalsze ograniczanie deficytu, który zgodnie z *Programem Konwergencji. Aktualizacja 2011* ma zostać obniżony poniżej 3% PKB. Osiągnięcie tego celu obarczone jest ryzykiem, które w ostatnich miesiącach wzrosło w związku z pogorszeniem perspektyw w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Szersze omówienie sytuacji sektora finansów publicznych w 2012 r. będzie przedstawione w *Opinii Rady Polityki Pieniężnej do projektu Ustawy budżetowej na rok 2012*.

2.2.4. Eksport i import³²

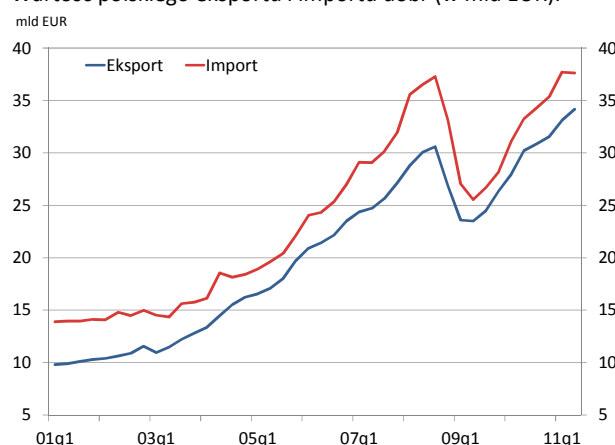
W II kw. 2011 r. miało miejsce spowolnienie w polskim handlu zagranicznym. Wartość polskiego eksportu dóbr (Wykres 2.18) wzrosła o 13,1% r/r (wobec wzrostu o 18,3% r/r w I kw. br.) i 3,2% kw/kw (wobec 4,9% kw/kw w I kw. br.). Spowolnienie dynamiki eksportu związane było w dużym stopniu ze spadkiem popytu zagranicznego na polskie dobra konsumpcyjne i pośrednie (eksport dóbr konsumpcyjnych wzrósł w II kw. br. o 0,1% kw/kw, wobec wzrostu o 5,6% kw/kw w I kw. br. natomiast eksport dóbr pośrednich wzrósł w II kw. br. o 2,6% kw/kw, wobec wzrostu o 4,6% kw/kw w I kw. br.). Osłabienie tempa wzrostu eksportu, w tym zwłaszcza dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku oraz samochodów osobowych, dotyczyło przede wszystkim eksportu do krajów strefy euro.

W II kw. 2011 r. miało również miejsce spowolnienie dynamiki importu, którego wartość wzrosła o 13,1% r/r (wobec wzrostu o 21,2% r/r w I kw. br.) oraz spadła o 0,2 % kw/kw (wobec wzrostu o 6,6% kw/kw w I kw. br.). W kierunku spadku wartości importu oddziaływał spadek importu dóbr konsumpcyjnych, wolniej rósł także przywóz dóbr pośrednich oraz inwestycyjnych.

W II kw. 2011 r. realny i nominalny efektywny

Wykres 2.18

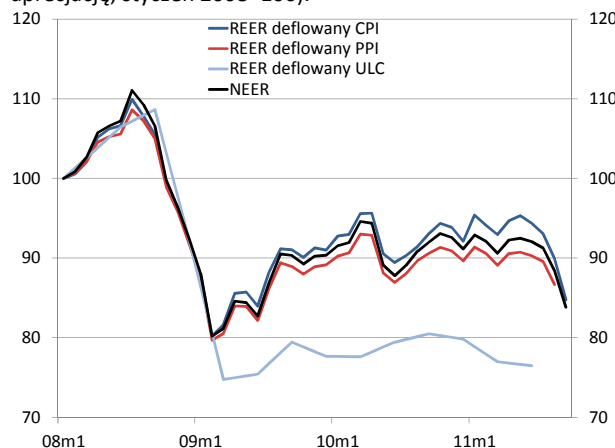
Wartość polskiego eksportu i importu dóbr (w mld EUR).



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

Wykres 2.19

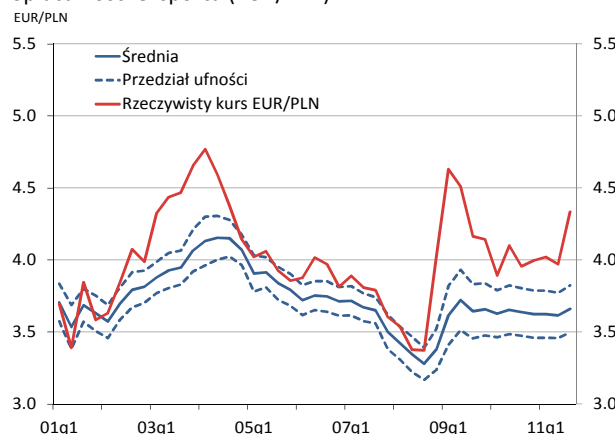
Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację; styczeń 2008=100).



Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

Wykres 2.20

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



Źródło: Dane i szacunki NBP.

Kurs graniczny opłacalności eksportu ustalany jest jako średnia z odpowiedzi na pytanie ankiety skierowanej do przedsiębiorstw w ramach badań koniunktury NBP (Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury). Pytanie ankiety: "Jaki jest progowy poziom kursu walutowego, przy którym eksport będzie (jest) nieopłacalny (w PLN)?"

³² Informacje o wartości polskiego eksportu i importu odnoszą się do danych GUS (w EUR) po usunięciu czynników sezonowych.

kurs złotego był relatywnie stabilny, natomiast w III kw. br. nastąpiła jego istotna deprecjacja (Wykres 2.19), co sprzyjało utrzymaniu konkurencyjności cenowej polskiej produkcji. Badania koniunktury NBP również wskazują, że obserwowane zmiany kursu przekładały się na wzrost opłacalności eksportu. W III kw. 2011 r. kurs złotego był wyraźnie słabszy od deklarowanego przez przedsiębiorstwa granicznego kursu opłacalności eksportu (Wykres 2.20).

2.2.5. Produkcja

Kształtowanie się wskaźników koniunktury GUS wskazuje na pogorszenie ocen przyszłej sytuacji gospodarczej (Wykres 2.21). Wszystkie wskaźniki dotyczące prognoz sytuacji gospodarczej w poszczególnych sekcjach kształtują się na poziomie znacząco niższym lub zbliżonym do wieloletniej średniej.

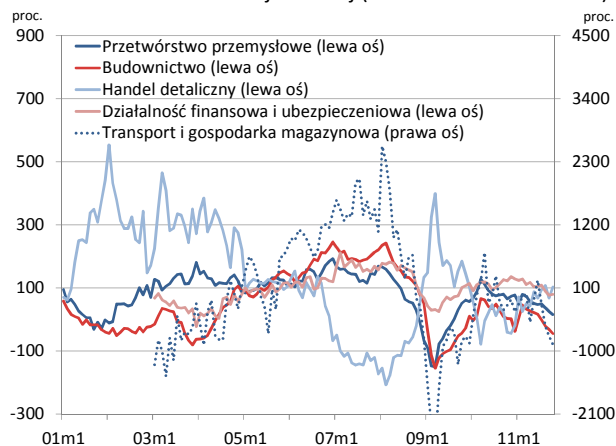
Jednocześnie pomimo istotnej poprawy dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu, dane dotyczące portfela zamówień w tym sektorze wskazują na możliwe hamowanie tendencji wzrostowych w tym sektorze w przyszłości (Wykres 2.22). Także obserwowany w ostatnim okresie spadek wskaźnika PMI wskazuje na możliwość osłabienia wzrostu w przemyśle.

Również dane dotyczące budownictwa mogą świadczyć o pewnym osłabieniu koniunktury. Roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej istotnie spadła w sierpniu i wrześniu br., zaś dynamika portfela zamówień systematycznie spadała od marca 2011 r. (Wykres 2.23).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* osłabły tendencje wzrostowe także w sektorze usług rynkowych. Dynamika sprzedaży hurtowej (w ujęciu nominalnym) obniżyła się do średnio 11,8% r/r w okresie lipiec-wrzesień br. wobec 18,3% r/r w pierwszej połowie 2011 r. Spowolniło

Wykres 2.21

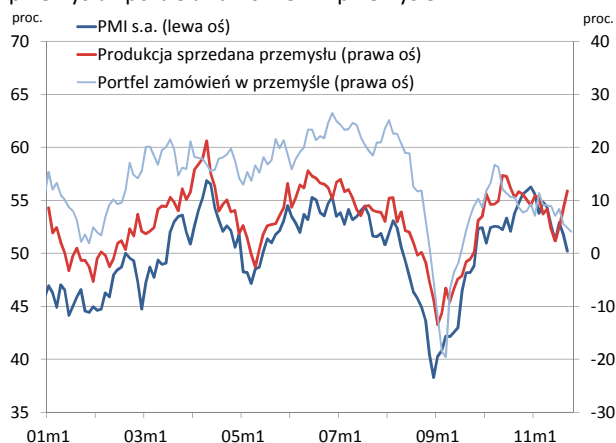
Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach w odniesieniu do wieloletniej średniej (wieloletnia średnia=100).



Źródło: Badania koniunktury GUS.

Wykres 2.22

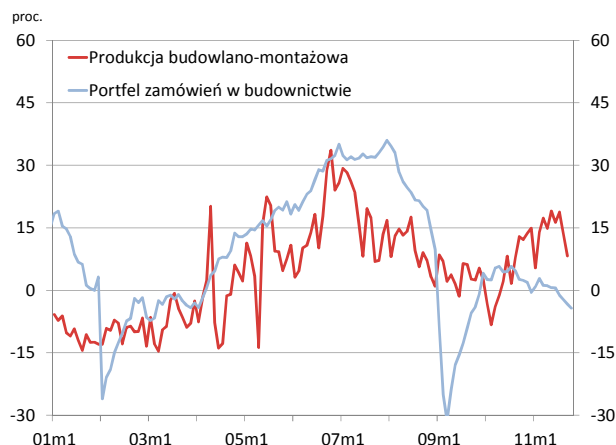
Wskaźnik PMI oraz roczne dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i portfela zamówień w przemyśle.



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

Wykres 2.23

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



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

także tempo wzrostu sprzedaży usług w jednostkach transportu ogółem, które wyniosło (w ujęciu realnym) średnio 8,9% r/r w okresie lipiec-wrzesień br. wobec 12,9% r/r w pierwszej połowie 2011 r. Jednocześnie kontynuowany był relatywnie silny wzrost sprzedaży detalicznej (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt konsumpcyjny*).

2.3. Rynek pracy

2.3.1. Zatrudnienie i bezrobocie

Obserwowany w poprzednich kwartałach wzrost zatrudnienia w II kw. br. zarówno w gospodarce, jak i w sektorze przedsiębiorstw obniżył się (Wykres 2.24). Równocześnie wolniej rosła liczba aktywnych zawodowo, a stopa bezrobocia utrzymała się na podwyższonym poziomie.

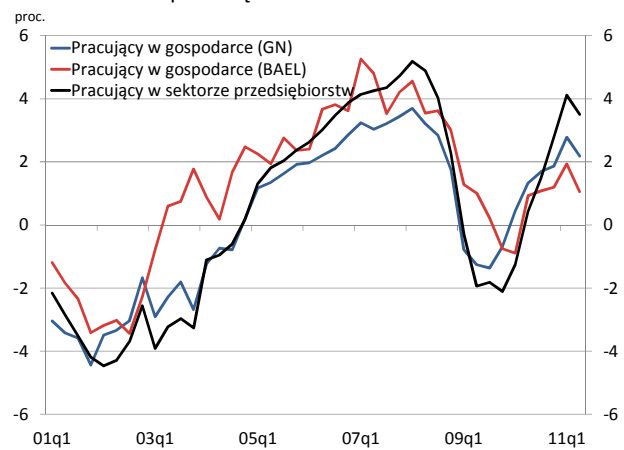
Zgodnie z danymi BAEL, tempo wzrostu liczby pracujących obniżyło się w II kw. do 0,3% kw/kw, wobec 0,5% kw/kw w I kw. br. (po skorygowaniu o czynniki sezonowe; Wykres 2.25)³³. Wzrost zatrudnienia był wspierany przez rosnącą liczbę pracujących w sektorze prywatnym. Z kolei liczba pracujących w sektorze publicznym – po spadku w I kw. br. – w II kw. się nie zmieniła.

W ujęciu sektorowym, w II kw. br. wyraźnie osłabło tempo wzrostu liczby pracujących w przemyśle (do 0,3% kw/kw wobec 1,5% kw/kw w poprzednim kwartale, dane odsezonowane), z kolei zatrudnienie w sektorze usługowym, trzeci kwartał z rzędu nie zmieniło się znacząco (w II kw. wzrosło o 0,1% kw/kw, dane odsezonowane)³⁴. Zatrudnienie w rolnictwie pozostało na poziomie z poprzedniego kwartału.

Miesięczne dane dotyczące zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w III kw. br., w tym

Wykres 2.24

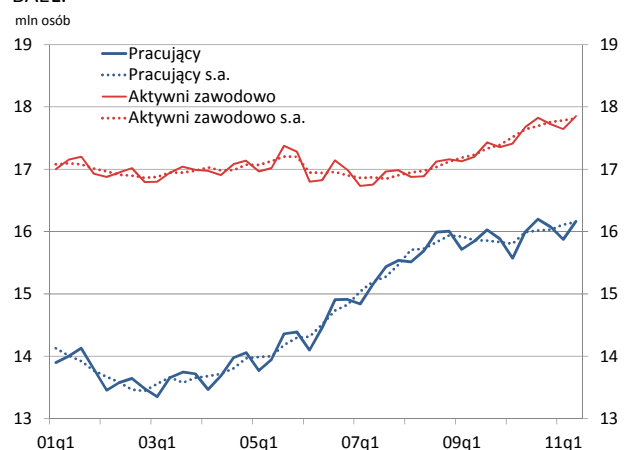
Wzrost (r/r) pracujących w gospodarce według BAEL i sprawozdawczości podmiotów powyżej 9 zatrudnionych (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.25

Pracujący oraz aktywni zawodowo w gospodarce według BAEL.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

³³ Do obniżenia kwartalnego tempa wzrostu zatrudnienia przyczynił się zarówno wolniejszy wzrost liczby osób zatrudnionych na czas nieokreślony, jak i określony.

³⁴ Sektor przemysłowy w BAEL obejmuje przetwórstwo przemysłowe, górnictwo, zaopatrzenie w energię elektryczną, gaz i wodę oraz budownictwo.

zwłaszcza silny – w porównaniu z latami ubiegłymi – spadek zatrudnienia w sierpniu oraz wrześniu (w ujęciu m/m), mogą sugerować dalsze wyhamowanie zatrudnienia w gospodarce. Wskazuje na to również stopniowe pogarszanie się wskaźników koniunktury dotyczących zatrudnienia w badaniach NBP³⁵.

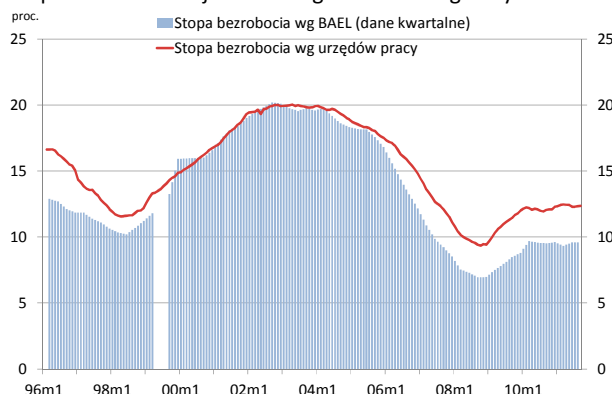
W II kw. 2011 r. utrzymał się, obserwowany od 2007 r., wzrost liczby osób aktywnych zawodowo, choć był on istotnie wolniejszy niż w 2010 r. (Wykres 2.25). Wyhamowywanie wzrostu podaży pracy było związane z nieznacznym spadkiem współczynnika aktywności zawodowej, który dotyczył zarówno osób młodych, jak i w wieku 25-44 lat, mimo uwzględnienia w szacunkach populacji BAEL osób powracających z emigracji zarobkowej, charakteryzujących się wyższą aktywnością. Mogło to być związane z opuszczaniem rynku pracy przez osoby zniechęcone spadkiem prawdopodobieństwa znalezienia pracy³⁶. Jednocześnie w dalszym ciągu obserwowany był wzrost aktywności osób w wieku przedemerytalnym, co wynikało z wprowadzonych uprzednio ograniczeń dotyczących wcześniejszego opuszczania rynku pracy.

Spowolnienie tempa wzrostu podaży pracy, w połączeniu ze słabnącym wzrostem popytu na pracę, przyczyniło się do utrzymania w II kw. br. stopy bezrobocia BAEL na niezmiennym – w porównaniu z II kw. 2010 r. – poziomie 9,6% (Wykres 2.26, Wykres 2.27), a w ujęciu kwartalnym do jej wzrostu o 0,3 pkt. proc. (dane odsezonowane).

Szacunki NBP wskazują, że wzrost stopy bezrobocia w II kw. br. był związany zarówno ze wzrostem napływów do bezrobocia z zatrudnienia lub z bierności zawodowej, jak

Wykres 2.26

Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL.



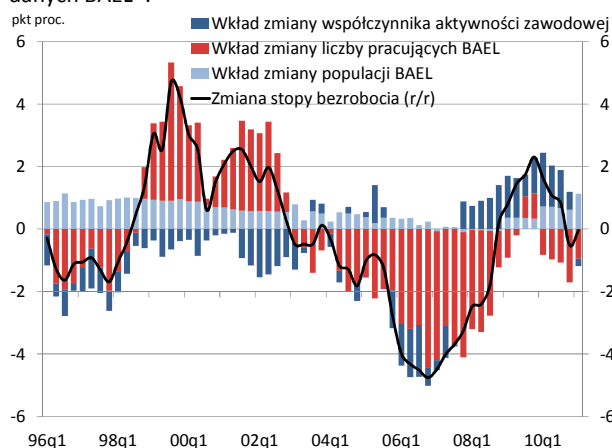
Źródło: Dane GUS (wyrównane sezonowo).

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

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

Wykres 2.27

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



Źródło: Dane GUS.

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

³⁵ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2011 oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2011, NBP.

³⁶ Na co wskazują szacunki NBP bazujące na danych BAEL. Por. przypis 37.

również ze słabnącym odpływem do zatrudnienia³⁷.

Dane z urzędów pracy wskazują, iż stopa bezrobocia rejestrowanego w III kw. br. była jedynie nieznacznie niższa niż w pierwszej połowie roku (Wykres 2.27). Nadal spadała liczba nowozarejestrowanych bezrobotnych, przy jednocześnie zmniejszającej się liczbie osób wyrejestrowanych.

2.3.2. Płace i wydajność

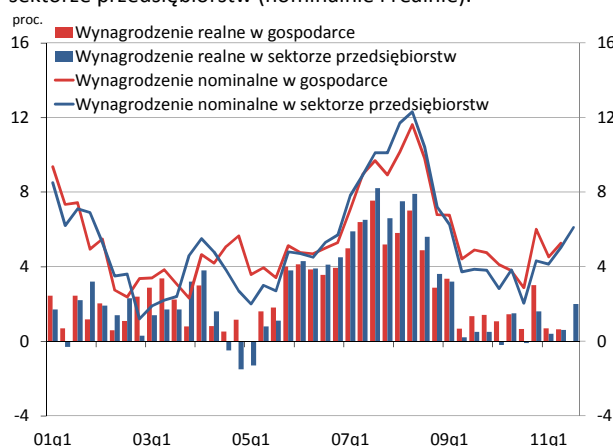
W I połowie br. dynamika wynagrodzeń w ujęciu nominalnym pozostawała umiarkowana (zbliżona do 5%), zaś w ujęciu realnym kształtowała się na niskim poziomie. Jednocześnie dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce także była umiarkowana.

W II kw. 2011 r. dynamiki wynagrodzeń nominalnych w gospodarce oraz w sektorze przedsiębiorstw były nieznacznie wyższe niż w kwartale poprzednim, do czego częściowo przyczyniły się czynniki jednorazowe, tj. dodatkowe wypłaty wynagrodzeń w największych przedsiębiorstwach, co było związane z bardzo dobrymi wynikami finansowymi firm w tym okresie (Wykres 2.28). W warunkach podwyższonej inflacji, dynamiki płac realnych w gospodarce i sektorze przedsiębiorstw pozostawały jednak na poziomie poniżej 1%.

W III kw. br. dynamika wynagrodzeń nominalnych w sektorze przedsiębiorstw utrzymywała się na stabilnym i umiarkowanym poziomie³⁸. Równocześnie, zgodnie z wynikami badań koniunktury NBP, w III kw. br. ponad połowa przedsiębiorstw deklarowała brak presji płacowej

Wykres 2.28

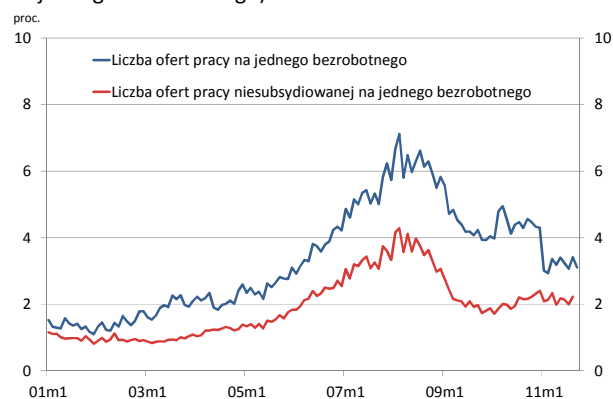
Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.29

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

³⁷ Analiza przepływów na rynku pracy oparta jest na danych jednostkowych z badania BAEL, a w przypadku 2011 r. na ekstrapolacji danych jednostkowych z wcześniejszych kwartałów i danych zagregowanych za I i II kw. br.

³⁸ W III kw. br. wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyniósł 6,1% r/r (wobec 5,3% r/r w II kw. br.) i był znacznie wyższy niż średnia z danych miesięcznych. Rozbieżność ta jest jednak wynikiem uwzględnienia przez GUS w danych za III kw. 2010 r. (zamiast za II kw. 2010 r.), korekt w dół wynagrodzeń za czerwiec 2010 r., która miała miejsce po okresie sprawozdawczym. W rezultacie poziom przeciętnego wynagrodzenia w III kw. 2010 r. został zaniżony, a w efekcie roczna dynamika płac w III kw. 2011 r. została zawyżona. Przyspieszenie rocznego tempa wzrostu wynagrodzeń w III kw. br. wynika zatem głównie z efektu statystycznego.

ze strony pracowników. Oznacza to, iż presja płacowa jest na poziomie zbliżonym do najsłabszej w historii badania³⁹.

Na brak nasilenia się presji płacowej wskazuje również kształtowanie się indeksu napięć na rynku pracy (liczby ofert pracy przypadających na jednego bezrobotnego; Wykres 2.29). Po silnym spadku na początku 2011 r., związanym głównie ze zmniejszeniem się liczby ofert pracy subsydiowanej (w szczególności tzw. miejsc aktywizacji zawodowej), indeks ten w ostatnich miesiącach utrzymywał się na stabilnym poziomie.

Wydajność pracy w gospodarce w II kw. 2011 r. rosła szybciej niż w kwartale poprzednim, do czego przyczyniło się niższe tempo wzrostu liczby pracujących (Wykres 2.30). Przy nieco wyższym tempie wzrostu płac, dynamika jednostkowych kosztów pracy ukształtowała się na zbliżonym poziomie co w I kw. br. (2,0% r/r).

Po stopniowym wzroście od połowy 2010 r., w sierpniu i wrześniu br. roczna dynamika jednostkowych kosztów pracy w przemyśle wyhamowała, do czego przyczynił się wzrost dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu, przy jednocześnie nieco niższej dynamice płac i zatrudnienia (Wykres 2.31).

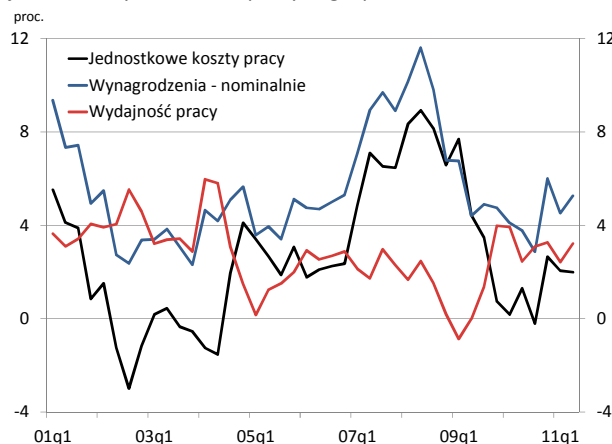
2.4. Rynki finansowe i rynki aktywów

2.4.1. Ceny aktywów finansowych i stopy procentowe

Od publikacji poprzedniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych, pozostawiając stopę referencyjną na poziomie 4,50% (Wykres 2.32). Stawki rynku pieniężnego oraz spread WIBOR-OIS 3M, odzwierciedlający

Wykres 2.30

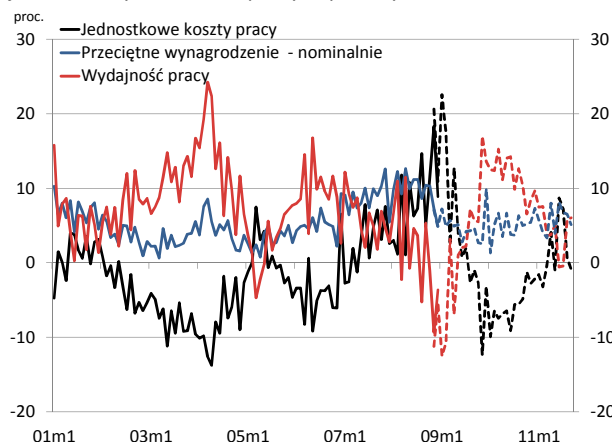
Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.31

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

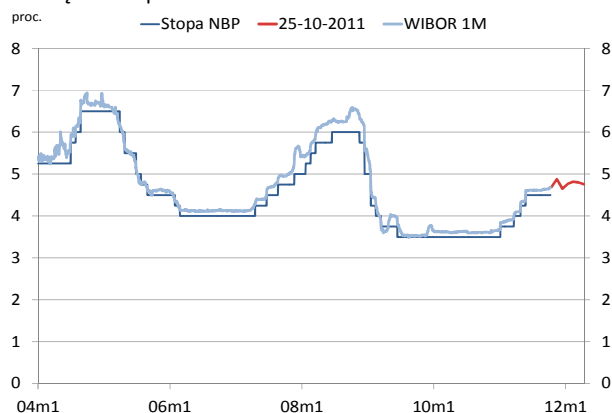


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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.

Wykres 2.32

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



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

³⁹ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2011 oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2011, NBP.

poziom premii za ryzyko kredytowe na rynku międzybankowym, również kształtowały się na stabilnym poziomie.

Zgodnie z wynikami ankiety agencji Reuters z 4 października br. analitycy bankowi oczekiwali pozostawienia stopy referencyjnej NBP na niezmiennym poziomie do końca 2011 r. oraz obniżenia jej w horyzoncie roku⁴⁰. Kontrakty FRA odzwierciedlają oczekiwania, że stopa WIBOR 1M będzie się kształtować w ciągu najbliższych sześciu miesięcy na poziomie 4,50%, natomiast w horyzoncie roku może zostać obniżona o 25 pb.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* krzywa dochodowości polskich obligacji skarbowych stała się bardziej stroma. Rentowność obligacji dwuletnich istotnie obniżyła się, głównie w związku z zanikiem oczekiwań uczestników rynku na podwyżki stóp procentowych NBP. Rentowności obligacji pięcio- i dziesięcioletnich nie uległy natomiast większym zmianom, mimo przejściowych silnych wahań. W lipcu i sierpniu br. rentowności obligacji o średnim i długim terminie zapadalności stopniowo obniżały się, jednak we wrześniu br. istotnie wzrosły na skutek nasilenia się awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych. Większa niepewność na rynkach finansowych przełożyła się na zmianę w postrzeganiu ryzyka kredytowego gospodarek wschodzących, w tym Polski, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście cen CDS dla polskich obligacji skarbowych. Pomimo wzrostu, stawki CDS dla Polski utrzymywały się jednak na wyrażnie niższym poziomie niż w przypadku peryferyjnych krajów strefy euro (Wykres 2.35)

Wykres 2.33

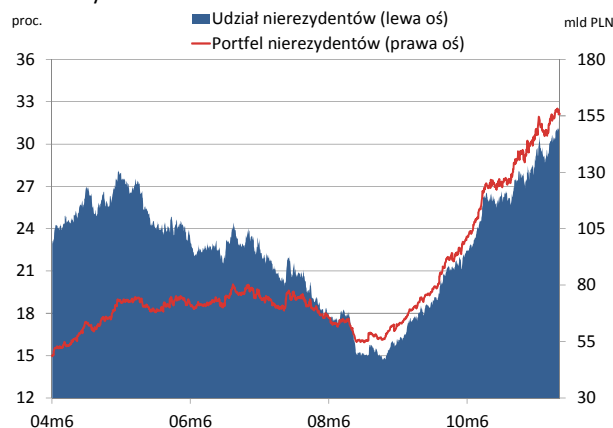
Rentowność polskich obligacji skarbowych.



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 2.34

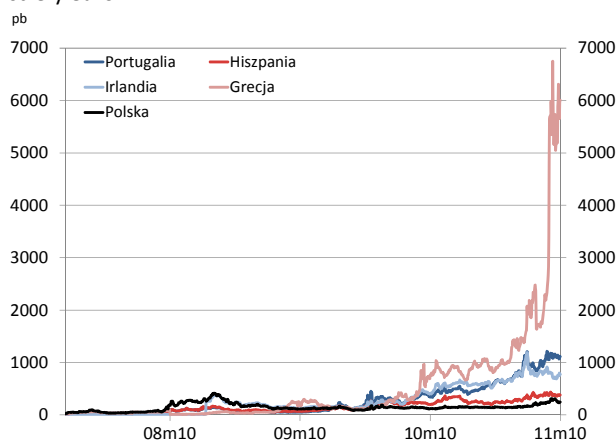
Zaangażowanie niezydentów na rynku polskich papierów skarbowych.



Źródło: Dane KDPW.

Wykres 2.35

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



Źródło: Dane Reuters.

⁴⁰ Zgodnie z wynikami ankiety wszyscy ankietowani analitycy oczekiwali pozostawienia stopy referencyjnej na poziomie 4,50% do końca 2011 r., natomiast 2/3 z nich oczekiwało obniżenia stopy referencyjnej w okresie do października 2012 r. (41% analityków oczekiwało, że w październiku 2012 r. stopa ta kształtować się będzie na poziomie 4,00%, 14% analityków - na poziomie 4,25%, natomiast 9% - poniżej poziomu 4,00%).

oraz poniżej przeciętnego poziomu dla gospodarek wschodzących⁴¹.

Mimo wzrostu awersji do ryzyka w ostatnim okresie zaangażowanie nierezydentów na krajowym rynku długu wzrosło (Wykres 2.34). Inwestorzy nadal kupowali obligacje o krótszych terminach zapadalności ograniczając ryzyko stopy procentowej, w zgodzie z globalnymi tendencjami inwestycyjnymi.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* na GPW w Warszawie miały miejsce silne spadki cen akcji, podobnie jak na głównych światowych rynkach kapitałowych (Wykres 2.36). W okresie od początku lipca br. do 23 września br. indeks WIG spadł o 25%, w związku ze wzrostem niepewności na międzynarodowych rynkach finansowych i wyprzedzą przez inwestorów aktywów postrzeganych jako ryzykowne. Po okresie silnych spadków w kolejnych tygodniach WIG nieco wzrósł.

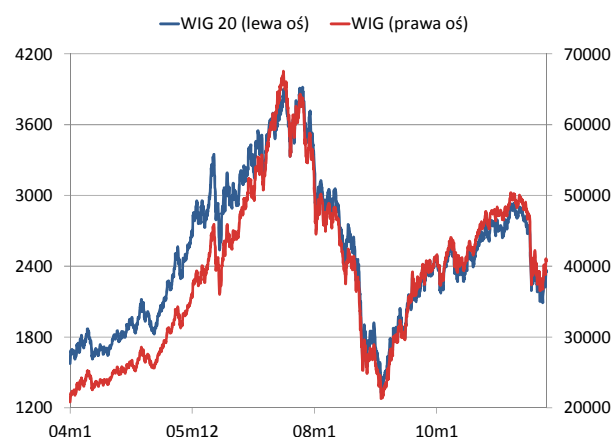
2.4.2. Ceny mieszkań

W II kw. 2011 r. sytuacja na rynku mieszkaniowym w największych miastach Polski nie uległa istotnej zmianie w porównaniu z I kw. br.⁴². Ceny ofertowe i transakcyjne mieszkań na rynku pierwotnym oraz ceny transakcyjne na rynku wtórnym nieco wzrosły. Z kolei ceny ofertowe na rynku wtórnym nadal spadały (Wykres 2.37).

W I połowie 2011 r. oddano do użytkowania o ok. 14% mniej mieszkań niż w analogicznym okresie 2010 r. Marże w sektorze budownictwa mieszkaniowego nadal były jednak wysokie, co zachęcało deweloperów do rozpoczynania nowych inwestycji. W I połowie 2011 r. liczba

Wykres 2.36

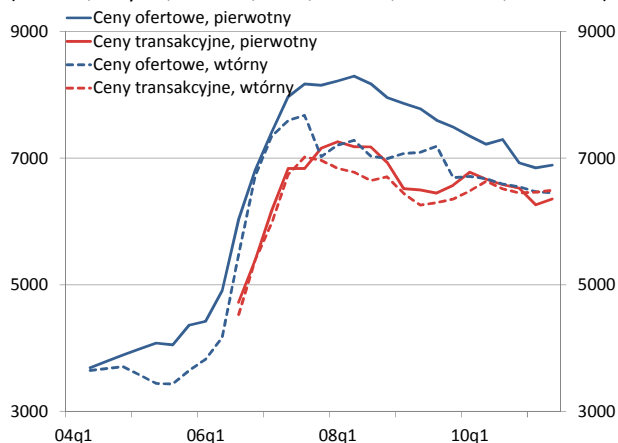
Wartości indeksów WIG i WIG 20.



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 2.37

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



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

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

⁴¹ 21 października br. stawki CDS dla 5-letnich obligacji polskich wynosiły 232 punkty bazowe, podczas gdy indeks cen CDS dla grupy 15 gospodarek wschodzących z Ameryki Łacińskiej, Europy Wschodniej i Azji kształtował się na poziomie 313 punktów bazowych (dane Bloomberg).

⁴² 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 drugim 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).

rozpoczętych budów kształtowała się na podobnym poziomie jak w ub. r., natomiast liczba wydanych pozwoleń na budowę była o ok. 8% wyższa niż w analogicznym okresie 2010 r.

2.4.3. Kurs walutowy

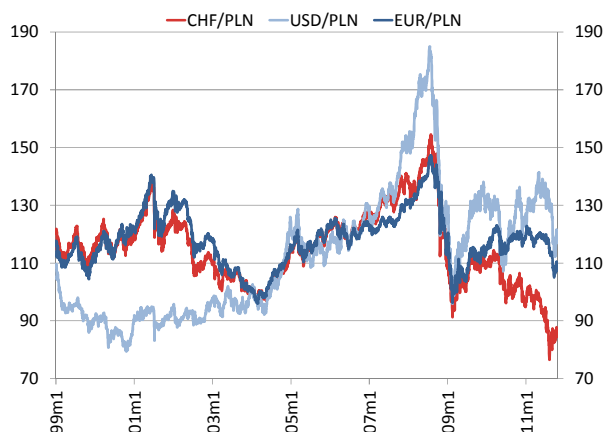
Od publikacji poprzedniego *Raportu* nominalny kurs złotego osłabił się wobec euro oraz dolara amerykańskiego o odpowiednio 9,5% oraz 11,3%, natomiast wobec franka szwajcarskiego - o 6,3% (Wykres 2.38).

Po okresie niewielkiej aprecjacji w lipcu br., w sierpniu złoty osłabiał się względem euro oraz dolara amerykańskiego, natomiast we wrześniu br. deprecjacja złotego przybrała na sile. Złoty osłabiał się w związku ze wzrostem niepewności na światowych rynkach finansowych, w warunkach dalszej eskalacji kryzysu zadłużeniowego w strefie euro oraz napływu niekorzystnych danych makroekonomicznych z głównych gospodarek świata. W tym okresie deprecjacji uległa także większość walut rynków wschodzących, w tym walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej (od początku lipca br. forint węgierski osłabił się wobec euro o 10,9%, natomiast korona czeska o 2,7%). W dniach 23 i 30 września oraz 3 października br. NBP dokonał sprzedaży pewnej ilości walut obcych za złote, co przyczyniło się do zahamowania deprecjacji polskiej waluty. W październiku br. złoty uległ niewielkiej aprecjacji.

Kurs złotego względem franka szwajcarskiego osłabiał się w lipcu i na początku sierpnia br., po czym zaczął się umacniać w następstwie działań podjętych przez Narodowy Bank Szwajcarii w celu przeciwdziałania nadmiernej aprecjacji szwajcarskiej waluty. Na umocnienie złotego wobec franka szwajcarskiego wpływały również działania podjęte przez NBP we wrześniu i na początku października br.

Wykres 2.38

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



Źródło: Dane EcoWin.

2.5. Kredyt i pieniądz⁴³

2.5.1. Kredyty

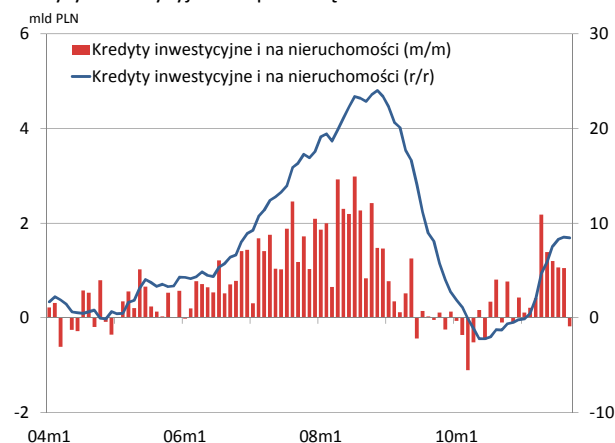
W ostatnim okresie miał miejsce dalszy wzrost akcji kredytowej dla przedsiębiorstw. Od czerwca 2011 r. miesięczne przyrosty zadłużenia firm w bankach krajowych kształtowały się na poziomie zbliżonym do odnotowywanego średnio od początku 2011 r. – tj. wynosiły ok. 2,1-2,8 mld zł miesięcznie (Wykres 2.39, Wykres 2.40). Jedynie w sierpniu br. przyrost kredytów dla przedsiębiorstw istotnie, choć przejściowo, zmalał (do 0,4 mld zł), co obniżyło średniomiesięczny przyrost tych kredytów w okresie czerwiec-wrzesień do 2,0 mld zł. Roczna dynamika kredytów ogółem dla przedsiębiorstw była najwyższa od maja 2009 r. i wyniosła we wrześniu 9,4% r/r.

Na wzrost akcji kredytowej przedsiębiorstw złożyły się zarówno znaczący wzrost kredytów inwestycyjnych, jak i kredytów o charakterze bieżącym (tj. kredytów w rachunku bieżącym i operacyjnych), udzielanych przedsiębiorstwom na finansowanie bieżących zobowiązań związanych z podstawową działalnością gospodarczą. Wzrost kredytów inwestycyjnych, widoczny już od lipca 2010 r., sprzyjał wzrostowi inwestycji (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt inwestycyjny*), przy czym jego wyhamowanie we wrześniu, podobnie jak spadek kredytów na nieruchomości w tym miesiącu, może sygnalizować pewne spowolnienie tendencji wzrostowych popytu inwestycyjnego.

Ankieta do przewodniczących komitetów kredytowych przeprowadzona w III kw. br. wskazuje na pewne zaostrożenie kryteriów przyznawania kredytów dla przedsiębiorstw⁴⁴. Ponadto, większość warunków kredytowania

Wykres 2.39

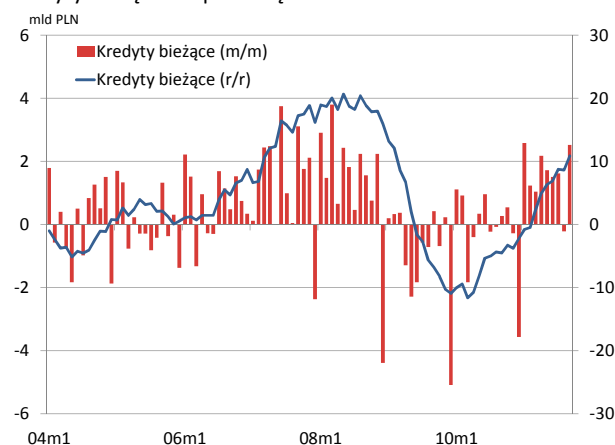
Kredyty inwestycyjne dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.40

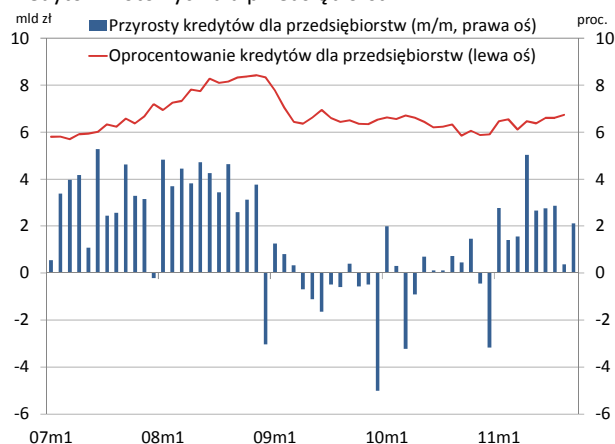
Kredyty bieżące dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.41

Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

⁴³ Prezentowane w tym rozdziale dane odnoszą się do wielkości oczyszczonych z wpływu wahań kursu złotego w stosunku do głównych walut.

⁴⁴ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych III kw. 2011 r.*, NBP.

pogorszyło się lub uległo słabszej poprawie niż w poprzednim kwartale, w szczególności istotnie zmalał odsetek netto banków deklarujących obniżenie marż. Wyniki ankiety wskazują, że przyczyną zaostrzenia polityki kredytowej banków mógł być wzrost ryzyka związanego z przyszłą sytuacją gospodarczą. W ostatnim czasie oprocentowania nowoudzielanych kredytów dla przedsiębiorstw nie zmieniło się istotnie (Wykres 2.41).

Po stronie popytowej, zgodnie z deklaracjami banków, wzrost zapotrzebowania na kredyt obserwowany jest jedynie wśród dużych przedsiębiorstw, w szczególności w segmencie kredytów długoterminowych, co może wskazywać na rosnącą działalność inwestycyjną tych firm (Wykres 2.42). Jednocześnie dane o należnościach sektora bankowego nadal wskazują na silniejszy wzrost zadłużenia małych i średnich firm niż dużych przedsiębiorstw, które są mniej uzależnione od zewnętrznych źródeł finansowania.

Uzupełnieniem krajowych źródeł finansowania przedsiębiorstw było zadłużenie zagraniczne, którego stan w II kw. 2011 r. wyniósł 101,5 mld EUR przy rocznej dynamice na poziomie 9,5%, z czego 54,9 mld EUR stanowiły kredyty⁴⁵.

Od poprzedniego *Raportu* miesięczne przyrosty kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych (z wyjątkiem sierpnia, gdy przyrost był znacząco słabszy⁴⁶) kształtowały się na poziomie wyższym od obserwowanego przeciętnie od początku br. – tj. wynosiły ok. 2,6-2,8 mld zł wobec 2,1 mld zł w okresie styczeń-maj br. (Wykres 2.43). Silniejsze przyrosty tych kredytów niż kredytów w innych segmentach skutkowało zwiększeniem ich udziału w kredytach ogółem sektora niefinansowego (Wykres 2.44). Jednocześnie – ze względu na silniejszy wzrost

Wykres 2.42

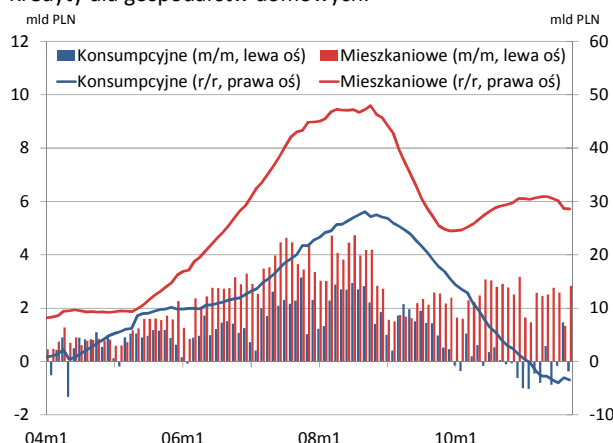
Udział przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt oraz odsetek pozytywnie rozpatrzonych wniosków kredytowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.43

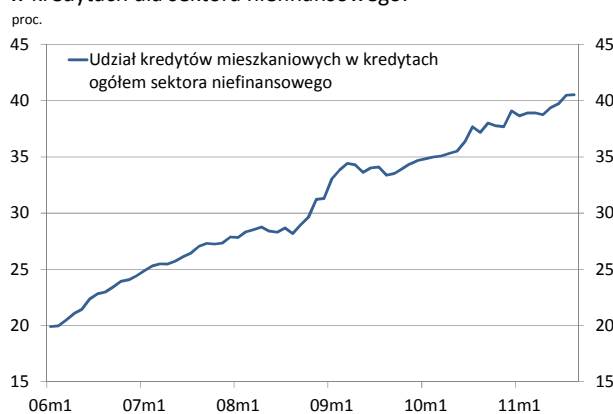
Kredyty dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.44

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



Źródło: Dane NBP.

⁴⁵ Dla porównania całkowita wielkość zadłużenia polskich przedsiębiorstw w bankach krajowych w czerwcu 2011 r. wyniosła 225 mld zł.

⁴⁶ Niski przyrost kredytów mieszkaniowych oraz wysoki przyrost kredytów konsumpcyjnych w sierpniu br. były efektem przeklasyfikowania części kredytów hipotecznych z mieszkaniowych na konsumpcyjne w jednym z banków.

akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych w 2010 r. – roczna dynamika tych kredytów nadal się obniżała i we wrześniu wyniosła 11,2% r/r⁴⁷. Relatywnie szybki wzrost kredytów mieszkaniowych podtrzymuje popyt na rynku mieszkaniowym, co ogranicza obniżanie się cen na tym rynku (por. rozdz. 2.4.2 *Ceny mieszkań*).

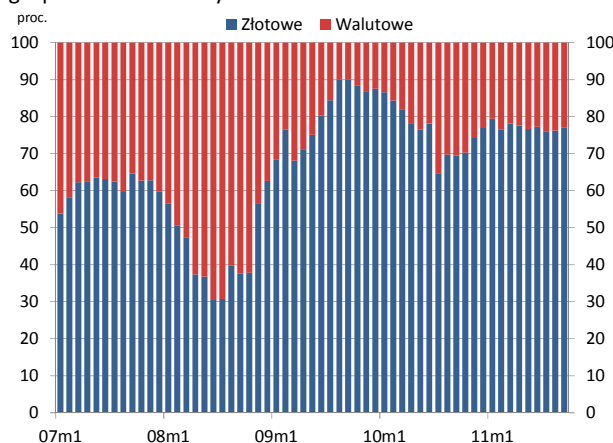
W ostatnim okresie większość nowych kredytów mieszkaniowych udzielana była w złotych (76,9% we wrześniu 2011 r.; Wykres 2.45), co przekładało się na systematyczny wzrost udziału kredytów złotych w kredytach mieszkaniowych ogółem i oddziaływało w kierunku wzrostu efektywności mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. 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 ok. 63%).

Jak wynika z badań ankietowych banków, wzrostowi akcji kredytowej na rynku kredytów mieszkaniowych towarzyszyło w III kw. 2011 r. nieznaczne dalsze zaostrzenie kryteriów i pogorszenie większości warunków udzielania tych kredytów. Jedynie w przypadku marż i pozaodsetkowych kosztów kredytu banki deklarowały pewne złagodzenie warunków w III kw. br. W okresie czerwiec-sierpień oprocentowanie kredytów mieszkaniowych nie zmieniło się znacząco (Wykres 2.46).

W ostatnim okresie nadal obniżało się zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych, które malało średnio o 0,5 mld zł w czerwcu, lipcu i wrześniu (za wyjątkiem sierpnia, gdy zadłużenie to wzrosło o 1,5 mld zł⁴⁸), zaś jego dynamika wyniosła we wrześniu -2,5% r/r (Wykres 2.46). Dalszy spadek w

Wykres 2.45

Struktura walutowa nowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.

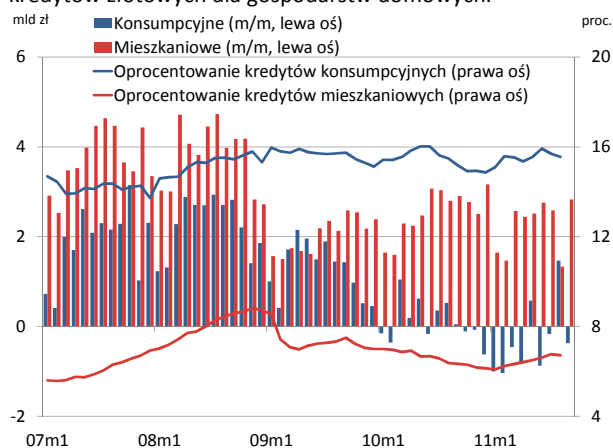


Źródło: Dane NBP.

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

Wykres 2.46

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



Źródło: Dane NBP.

⁴⁷ Spadek tempa wzrostu dotyczył zarówno kredytów mieszkaniowych złotych, jak i walutowych, których dynamiki we wrześniu wyniosły odpowiednio 26,4% r/r i 2,9% r/r.

⁴⁸ Wzrost ten wynikał z czynników jednorazowych. Por. przypis 46.

segmencie kredytów konsumpcyjnych miał miejsce pomimo deklarowanego przez banki łagodzenia warunków kredytowania oraz zaprzestania zaostrzania kryteriów kredytowych w tym segmencie w III kw. 2011 r. (Wykres 2.47).

2.5.2. Depozyty i agregaty monetarne

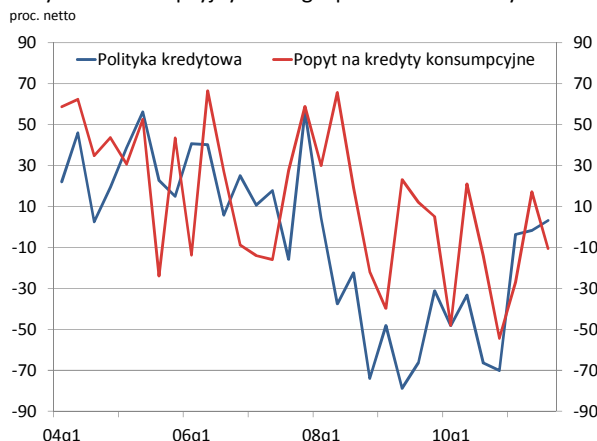
Po okresie utrzymywania się umiarkowanych przyrostów szerokiego pieniądza, któremu towarzyszyło pozostawianie jego dynamiki na poziomie zbliżonym do tempa wzrostu nominalnego PKB, w sierpniu i wrześniu br. nastąpił istotny przyrost agregatu M3 (o 15,9 mld zł w sierpniu oraz 8,7 mld zł we wrześniu br. przy dynamice wynoszącej odpowiednio 8,8% r/r i 9,3% r/r; Wykres 2.48). Było to częściowo związane z przeniesieniem części środków z bardziej ryzykownych aktywów finansowych niezaliczanych do agregatu M3 (akcje, obligacje) na depozyty bankowe, do czego przyczyniły się silne spadki cen akcji w ostatnich miesiącach (por. rozdz. 2.4.1 *Ceny aktywów finansowych i stopy procentowe*).

W okresie lipiec-wrzesień br. bardziej płynne składowe agregatu M3 zaliczane do agregatu M1 wzrosły wolniej niż szeroki pieniądz po raz pierwszy od października 2009 r. Dynamika agregatu M1 we wrześniu br. kształtowała się na poziomie 5,2% r/r. Roczne tempo wzrostu agregatu M0, po utrzymywaniu się na relatywnie niskich poziomach w okresie maj-lipiec, wzrosło we wrześniu do 19,9% r/r, na co złożył się przede wszystkim wyższy stan środków utrzymywanych przez banki na rachunkach bieżących w NBP (38,6 mld zł na koniec sierpnia wobec 19,4 mld zł na koniec lipca).

W okresie czerwiec-sierpień 2011 r. roczne tempo wzrostu depozytów przedsiębiorstw kształtowało się na poziomie niższym niż w okresie luty-maj br. (wynosząc 7,4% r/r we wrześniu wobec 9,1% r/r w maju; Wykres 2.49, Wykres 2.50). Mógł się do tego przyczynić

Wykres 2.47

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

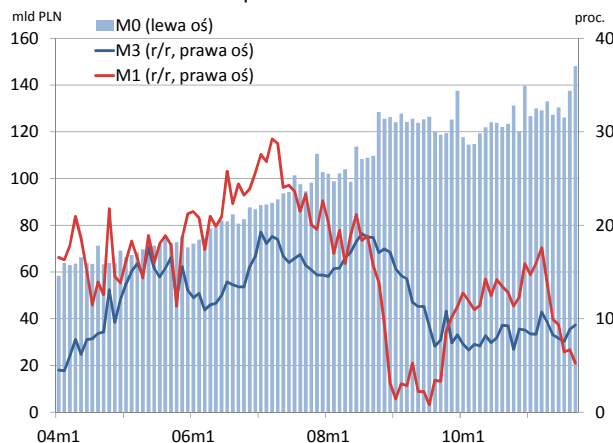


Źródło: Dane NBP.

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

Wykres 2.48

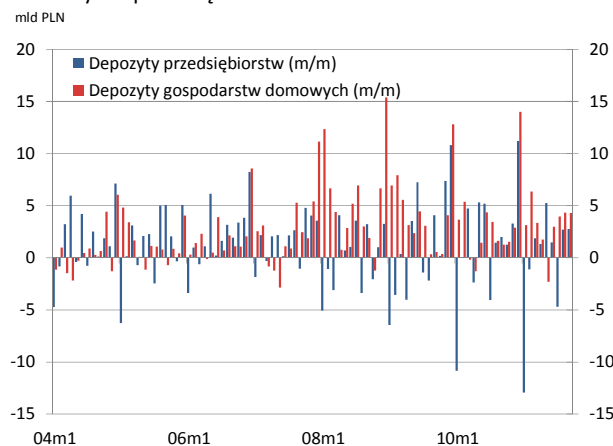
Stan M0 oraz roczna stopa wzrostu M1 i M3.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.49

Przyrosty miesięczne depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

większy stopień wykorzystania środków z depozytów na działalność bieżącą. Średnie roczne oprocentowanie nowych złotych depozytów przedsiębiorstw w okresie czerwiec-sierpień wzrosło o 0,7 pkt. proc. w porównaniu z okresem luty-maj, do poziomu 4,1%.

Tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych ponownie przyspieszyło w okresie czerwiec-wrzesień 2011 r. Ich stan zwiększał się w tym okresie średniomiesięcznie o 3,9 mld zł, wobec średniego wzrostu o 2,3 mld zł w okresie luty-maj, a roczna dynamika wyniosła 11,4% we wrześniu br. wobec 10,5% w maju (Wykres 2.49, Wykres 2.50). Przyspieszeniu tempa wzrostu depozytów gospodarstw domowych w okresie czerwiec-sierpień 2011 r. towarzyszył wzrost oprocentowania nowych depozytów złotych (w tym okresie było ono o 0,5 pkt. proc. wyższe niż w okresie luty-maj br.).

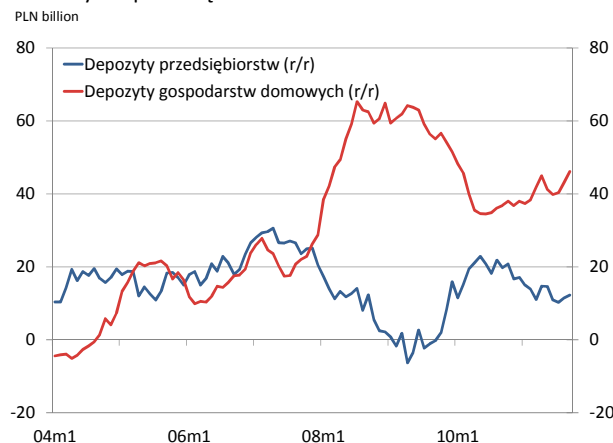
Wzrostowi depozytów w okresie maj-wrzesień sprzyjał spadek cen na rynku akcji. Przyczynił się on do zmniejszenia udziału bardziej ryzykownych aktywów w strukturze wszystkich aktywów finansowych gospodarstw domowych. W omawianym okresie wartość aktywów funduszy inwestycyjnych zmalała o 6,8 mld zł, z czego 0,6 mld zł stanowiły ujemne wpłaty netto nowych środków. Łączna wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych zmniejszyła się w tym okresie o 3,8 mld zł (spadek o 0,5%)⁴⁹.

2.6. Bilans płatniczy

Utrzymaniu relatywnie stabilnego wzrostu aktywności gospodarczej towarzyszyło dalsze stopniowe zwiększenie się deficytu obrotów bieżących, do czego w największym stopniu przyczynił się wzrost deficytu w handlu towarami i wzrost deficytu dochodów. Obserwowany wzrost deficytu w handlu zagranicznym był

Wykres 2.50

Przyrosty roczne depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

⁴⁹ Podana suma aktywów finansowych uwzględnia zarówno depozyty poniżej 2 lat, jak i depozyty powyżej 2 lat niezaliczane do agregatu M3.

związany nie tylko ze wzrostem importu w warunkach rosnącej aktywności gospodarczej w kraju, któremu nie towarzyszył równie silny wzrost eksportu w obliczu spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie, ale częściowo wynikał również z dalszego pogorszenia *terms-of-trade*. Dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw przełożyły się z kolei na wzrost dochodów zagranicznych właścicieli firm (wyplacanych w przeważającej części w postaci dywidend), który powiększył deficyt dochodów w rachunku obrotów bieżących. W kierunku obniżania deficytu obrotów bieżących nadal oddziaływało dodatnie saldo transferów bieżących oraz saldo usług.

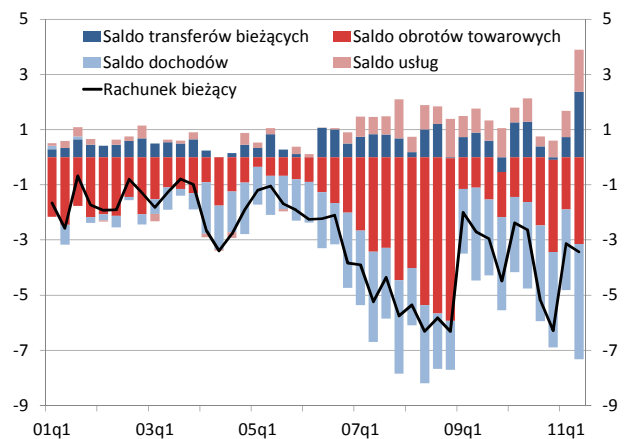
Deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego w II kw. 2011 r. wyniósł 3,4 mld EUR (wobec 2,6 mld EUR w II kw. 2010 r. i 3,1 mld EUR w I kw. 2011 r.; Wykres 2.51). Dane miesięczne o bilansie płatniczym w okresie lipiec-sierpień 2011 r. wskazują, że w tym okresie deficyt obrotów bieżących pogłębił się do 3,8 mld EUR (wobec 3,6 mld EUR w okresie lipiec-sierpień 2010 r.).

Równocześnie, wysokie wykorzystanie środków z UE na finansowanie projektów inwestycyjnych znalazło odzwierciedlenie w napływie środków na rachunek kapitałowy. Nadwyżka na tym rachunku wyniosła w II kw. 2011 r. 1,4 mld EUR (wobec 1,1 mld EUR w II kw. 2010 r. i 1,7 mld EUR w I kw. 2011 r.). W okresie lipiec-sierpień 2011 r. na rachunek kapitałowy napłynęło 1,2 mld EUR (wobec 1,0 mld EUR w tym samym okresie 2010 r.).

Zgodnie z danymi z rachunku finansowego, w II kw. 2011 r. w napływie netto kapitału do Polski dominowały inwestycje portfelowe, przy niewielkim odpływie kapitału netto w postaci inwestycji bezpośrednich związanym przede wszystkim z utrzymywaniem się na relatywnie wysokim poziomie polskich inwestycji za granicą. W II kw. 2011 r. nadwyżka na rachunku finansowym wyniosła 3,8 mld EUR (wobec 4,5 mld EUR w II kw. 2010 r. i 11,5 mld EUR w I kw. 2011 r.).

Wykres 2.51

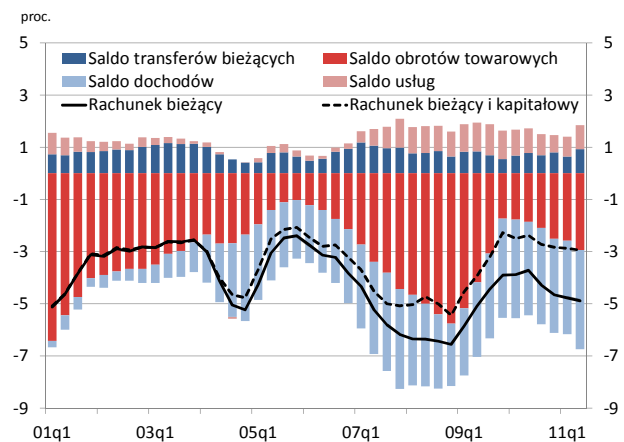
Saldo obrotów bieżących (mld EUR).



Źródło: Dane i szacunki NBP.

Wykres 2.52

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



Źródło: Dane NBP.

2011 r.). Również w okresie lipiec-sierpień 2011 r. kapitał netto napływał do Polski w przeważającej części w postaci inwestycji portfelowych, co jednak w połączeniu z silnym odpływem kapitału w postaci inwestycji pozostałych przełożyło się na deficyt na rachunku finansowym w wysokości 0,7 mld EUR (wobec nadwyżki w wysokości 7,8 mld EUR w tym samym okresie 2010 r.).

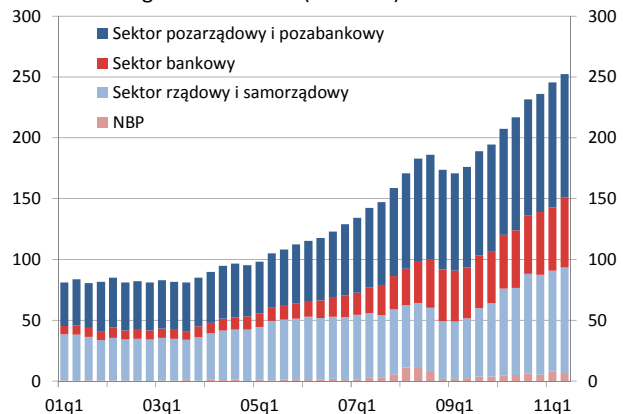
Deficyt na rachunku obrotów bieżących (w ujęciu czterech kolejnych kwartałów) na koniec II kw. 2011 r. wzrósł jedynie nieznacznie – do 4,9% PKB (wobec 4,8 % PKB w I kw. 2011 r.), natomiast na rachunku bieżącym i kapitałowym utrzymał się na poziomie 2,9% PKB (Wykres 2.52). Jednocześnie silniejszy odpływ polskich inwestycji bezpośrednich za granicę (w połączeniu z brakiem wyraźnego ożywienia w napływie zagranicznych inwestycji bezpośrednich do Polski) przełożył się na dalsze zmniejszenie pokrycia deficytu obrotów bieżących i kapitałowych napływem kapitału netto w postaci inwestycji bezpośrednich (Tabela 2.2). Pokrycie to maleje od połowy 2010 r. i z prawie 100% obniżyło się w II kw. 2011 r. do jedynie 6,0%.

Ze względu na wzrost zadłużenia sektora publicznego (z tytułu emisji obligacji) i bankowego (z tytułu napływu środków na rachunki bieżące i depozyty nierezydentów w polskich bankach) zadłużenie zagraniczne Polski wzrosło w II kw. 2011 r. o 6,9 mld EUR (do 252,2 mld EUR). Transakcje bilansu płatniczego spowodowały wzrost zadłużenia zagranicznego o 3,7 mld EUR, natomiast pozostały przyrost wynikał z dodatnich różnic kursowych, zmian wyceny i innych zmian (Wykres 2.53).

W II kw. 2011 r. nastąpiło nieznaczne dalsze pogorszenie podstawowych wskaźników obrazujących nierównowagę zewnętrzną Polski (Tabela 2.2). Jednocześnie na stosunkowo wysokim poziomie utrzymuje się relacja aktywów rezerwowych do importu, a relacja krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego do oficjalnych aktywów rezerwowych, ukazująca,

Wykres 2.53

Zadłużenie zagraniczne Polski (mld EUR).



Źródło: Dane NBP.

Tabela 2.2

Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej.

	2007	2008	2009	2010	2010				2011	
					q1	q2	q3	q4	q1	q2
Saldo obrotów bieżących/PKB (w %)	-6,2	-6,6	-3,9	-4,7	-3,9	-3,7	-4,3	-4,7	-4,8	-4,9
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB (w %)	-5,1	-5,4	-2,3	-2,8	-2,5	-2,4	-2,7	-2,8	-2,9	-2,9
Saldo obrotów towarowych/PKB (w %)	-4,4	-5,8	-1,7	-2,5	-1,8	-1,9	-2,1	-2,5	-2,6	-2,9
Inwestycje bezpośrednie/deficyt obrotów bieżących (w %)	69	30	49	15	62	59	28	15	7	4
Inwestycje bezpośrednie/deficyt obrotów bieżących i kapitałowych (w %)	84	36	85	25	96	93	44	25	12	6
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	3,9	3,3	5,3	5,4	5,8	6,0	5,9	5,4	5,6	5,4
Zadłużenie zagraniczne/PKB (w %)	51	48	63	67	64	65	67	67	68	68
Zadłużenie zagraniczne krótkoterminowe/oficjalne aktywa rezerwowe (w %)	93	106	88	82	79	77	79	82	90	87
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (w %)	-53	-48	-62	-65	-59	-58	-63	-65	-64	-65

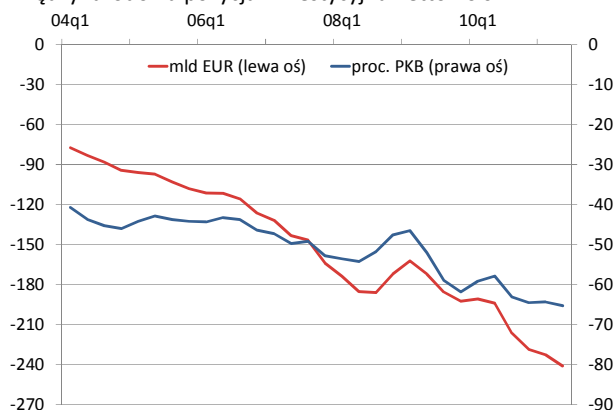
Źródło: Dane NBP.

jaką część rezerw walutowych bank centralny musiałby przeznaczyć na spłatę zagranicznego zadłużenia krótkoterminowego, poprawiła się⁵⁰.

Znaczna skala napływu kapitału zagranicznego do Polski, zwłaszcza w postaci inwestycji portfelowych i pozostałych inwestycji, przełożyła się na niewielkie pogłębienie ujemnej pozycji inwestycyjnej Polski (do ok. 65% PKB w II kw. 2011 r.; Wykres 2.54).

Wykres 2.54

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski.



Źródło: Dane NBP.

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

⁵⁰ Krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne obejmuje instrumenty dłużne o pierwotnym terminie zapadalności do jednego roku. W jego skład wchodzi przede wszystkim środki na rachunkach bieżących i depozytowych oraz zobowiązania z tytułu otrzymanych kredytów handlowych (łącznie z kredytami handlowymi otrzymanymi od udziałowców).

Rozdział 3

POLITYKA PIENIĘŻNA W OKRESIE LIPIEC-LISTOPAD 2011 R.

Na posiedzeniach w lipcu, wrześniu, październiku i listopadzie Rada utrzymywała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,50% w skali rocznej; stopa lombardowa 6,00% w skali rocznej; stopa depozytowa 3,00% w skali rocznej; stopa redyskonta weksli 4,75% w skali rocznej.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w lipcu, wrześniu oraz październiku br., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie br. *Opis dyskusji* na listopadowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 17 listopada br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 lipca 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała o sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, perspektywach wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, w tym perspektywach powrotu inflacji do celu inflacyjnego, a także o bieżących i przyszłych decyzjach dotyczących stóp procentowych NBP.

Omawiając zewnętrzne uwarunkowania wzrostu gospodarczego w Polsce, Rada wskazywała na zwiększoną niepewność co do perspektyw globalnej koniunktury, w tym na napływające ostatnio sygnały spowolnienia wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych oraz przedłużający się kryzys finansów publicznych w niektórych krajach strefy euro. W szczególności zwracano uwagę na nasilenie się obaw o destabilizację sytuacji gospodarczej w Grecji i związany z tym wzrost awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych.

Podkreślano, że kryzys zadłużeniowy może – poprzez zwiększenie niepewności w strefie euro – spowodować obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w tym regionie, co przełożyłoby się na osłabienie dynamiki PKB w Polsce. Niektórzy członkowie zaznaczali jednak, że aktywność gospodarcza w Polsce może rosnąć w stosunkowo wysokim tempie, nawet w przypadku umiarkowanego wzrostu PKB za granicą. Z kolei inni członkowie Rady wyrażali opinię, że wpływ zwiększonej skutec

problemów Grecji awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych na polską gospodarkę może nastąpić raczej poprzez deprecjację kursu złotego, która oddziaływałaby w kierunku utrzymania podwyższonej inflacji w Polsce.

Dyskutując na temat wzrostu gospodarczego w Polsce w najbliższych kwartałach, podkreślano, że dynamika PKB będzie najprawdopodobniej stopniowo słabła, na co wskazuje również lipcowa projekcja NBP. W tym kontekście zwracano uwagę na lekkie wyhamowanie wzrostowego trendu produkcji przemysłowej w ostatnich miesiącach oraz na spadki wskaźnika PMI, zapowiadające spowolnienie w sektorze przemysłowym w III kw. br. Oczekiwane obniżanie się dynamiki PKB będzie – zdaniem członków Rady – częściowo związane z zacieśnieniem polityki fiskalnej. Część członków Rady podkreślała, że w kierunku obniżenia wzrostu gospodarczego może także oddziaływać wzrost bieżącej inflacji, który zmniejsza tempo wzrostu realnych dochodów gospodarstw domowych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast na spadek depozytów gospodarstw domowych w ostatnim miesiącu, który może sygnalizować obniżenie skłonności do oszczędzania. Jednocześnie zwracano uwagę, że na podstawie danych z jednego miesiąca trudno ocenić, czy zjawisko to utrzyma się w dłuższym okresie. Wskazywano też, że w kierunku osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego, choć z pewnym opóźnieniem, mogą oddziaływać dokonane w tym roku podwyżki stóp procentowych. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że jak dotąd nie ma sygnałów, aby hamowały one akcję kredytową dla przedsiębiorstw i szybki wzrost kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.

Odnosząc się do perspektyw utrzymania tempa wzrostu PKB w Polsce w kolejnych latach na obecnym poziomie, członkowie Rady podkreślali ich dużą niepewność. Dotyczy ona, ich zdaniem, przede wszystkim kształtowania się inwestycji, w szczególności możliwości skompensowania spadku dynamiki inwestycji publicznych przez wzrost inwestycji przedsiębiorstw. Część członków Rady zwracała uwagę, że oczekiwany spadek inwestycji publicznych ograniczy efekt wypychania inwestycji prywatnych, zmniejszając presję na wzrost kosztów materiałów i prac budowlanych. Zaznaczano też, że wzrostowi inwestycji przedsiębiorstw będzie sprzyjał relatywnie wysoki obecnie stopień wykorzystania mocy produkcyjnych. Jednocześnie inni członkowie Rady wskazywali, że redukcja inwestycji publicznych, której skutkiem będzie zmniejszenie dynamiki popytu w gospodarce, może powodować ograniczenie inwestycji prywatnych. Odnosząc się do kształtowania się popytu w kolejnych latach, zwracano także uwagę, że podwyższona obecnie inflacja spowoduje zwiększenie wydatków sektora finansów publicznych w przyszłym roku w związku z waloryzacją rent i emerytur oraz świadczeń społecznych.

Dyskutując na temat inflacji, zaznaczano, że wzrost cen w Polsce pozostaje pod wyraźnym wpływem czynników zewnętrznych. W tym kontekście część członków Rady wskazywała na wysokie ryzyko utrzymania się zewnętrznych czynników podwyższających inflację w Polsce. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że obserwowane ostatnio wyhamowanie wzrostu cen surowców na rynkach światowych może mieć charakter przejściowy, zważywszy na perspektywy utrzymania się wysokiego globalnego popytu na surowce, przy ograniczonej możliwości zwiększenia ich podaży, a także przy znacznej nadpłynności na rynkach finansowych. Ich zdaniem ceny surowców w dłuższym okresie mogą pozostać w trendzie wzrostowym. Część członków wskazywała także na możliwość ponownego poluzowania przez niektóre kraje, w tym szczególnie Stany Zjednoczone, polityki pieniężnej i fiskalnej w celu stymulacji wzrostu gospodarczego, mimo rosnącej inflacji. Wśród innych potencjalnych zewnętrznych źródeł inflacji wymieniano zapowiadane obniżenie podatków w Niemczech, co zwiększyłoby presję popytową w tej gospodarce, a także nadal wysoką inflację w Chinach.

Odnosząc się do bieżącej inflacji w Polsce, a w szczególności do jej obecnego kształtowania się powyżej celu, niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że jest to wynik nie tylko zewnętrznych wstrząsów podażowych, ale także podwyższonej krajowej presji inflacyjnej. Wskazuje na to, ich zdaniem, wyższa inflacja w Polsce i silniejszy jej wzrost w ostatnich miesiącach niż w wielu innych krajach, które także doświadczyły zewnętrznych wstrząsów podażowych.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji w Polsce w bieżącym roku, podkreślano, że choć w maju br. inflacja CPI wyraźnie wzrosła (częściowo wskutek zmiany sposobu notowań cen towarów sezonowych przez GUS), a oczekiwania inflacyjne osób prywatnych pozostają na podwyższonym poziomie, to dostępne prognozy wskazują, że w najbliższych miesiącach inflacja powinna się stopniowo obniżać. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że mimo to – według tych prognoz – do końca bieżącego roku pozostanie ona wyraźnie powyżej celu inflacyjnego.

Podkreślano, że ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, kluczowe znaczenie mają średniookresowe perspektywy inflacji. Zwracano uwagę, że w latach 2012-2013, zgodnie z lipcową projekcją z modelu NECMOD, inflacja obniży się w okolice celu inflacyjnego. Będzie się do tego przyczyniać wolniejsze tempo wzrostu PKB, wyhamowanie wzrostu cen surowców na rynkach światowych oraz statystyczny efekt bazy. Jednocześnie część członków Rady wskazywała na ryzyko utrzymania się zewnętrznych źródeł inflacji, a także na możliwość szybszego niż wskazuje projekcja wzrostu krajowego PKB, co przełożyłoby się na wyższe niż w projekcji tempo wzrostu cen. Część członków Rady podkreślała, że ryzykiem dla powrotu inflacji CPI w okolice celu inflacyjnego jest utrzymywanie się w horyzoncie projekcji relatywnie wysokiej inflacji bazowej. Zdaniem tych członków Rady, oczekiwane w horyzoncie projekcji silne ograniczenie dynamiki cen żywności i energii jest mało prawdopodobne.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione. Część członków Rady oceniała, że dokonane od początku bieżącego roku podwyżki stóp procentowych NBP powinny umożliwić powrót inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie, na co wskazuje też lipcowa projekcja inflacji i PKB. Podkreślano również, że wszystkie dostępne prognozy inflacji zapowiadają jej obniżenie w horyzoncie roku. Jednocześnie większość członków Rady nie wykluczała możliwości ewentualnego dalszego podwyższenia stóp procentowych w przyszłości, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu, w tym wzrosło ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że istotnie wyższa od oczekiwań inflacja w maju br. i spodziewany tylko niewielki jej spadek do końca br., a także pogłębienie ujemnej realnej stopy procentowej w kraju, w sytuacji relatywnie szybkiego wzrostu gospodarczego, uzasadniają podwyżkę stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu.

Na posiedzeniu złożono wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 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 7 września 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej omawiała sytuację w otoczeniu polskiej gospodarki, perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, a także dyskutowała na temat przyszłych decyzji dotyczących stóp procentowych NBP.

Członkowie Rady zwracali uwagę na istotne pogorszenie się sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki w ostatnim okresie, w tym na silniejsze od oczekiwań spowolnienie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i strefie euro oraz osłabienie wzrostu PKB w gospodarkach wschodzących, w tym w Chinach, a także na nasilenie się zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych. Zwracano uwagę, że pogorszenie się nastrojów gospodarczych było związane w istotnym stopniu także z niepewnością dotyczącą skuteczności działań politycznych, mających na celu rozwiązanie kryzysu fiskalnego w strefie euro. Jednocześnie wskazywano na znaczące obniżenie prognoz uczestników rynków finansowych dotyczących wzrostu gospodarczego na świecie, a także na zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych przez banki centralne w wielu małych, otwartych gospodarkach rozwiniętych i niektórych gospodarkach wschodzących.

Część członków Rady oceniała, że w ostatnim okresie wzrosło ryzyko ponownego wystąpienia recesji na świecie. Zdaniem innych członków Rady, obecne spowolnienie wzrostu w głównych gospodarkach rozwiniętych nie stanowi sygnału recesji; jest ono raczej wyrazem obniżonych możliwości wzrostu tych gospodarek po światowym kryzysie finansowym. W tym kontekście członkowie ci zwracali w szczególności uwagę na niekorzystny wpływ silnego wzrostu wydatków publicznych w następstwie kryzysu finansowego na skłonność sektora prywatnego do inwestycji i konsumpcji oraz na ograniczoną możliwość finansowania wydatków sektora prywatnego poprzez zwiększanie jego zadłużenia ze względu na wysoki poziom tego zadłużenia. Podkreślano, że choć obecnie trudno ocenić, jak silne będzie spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej, to obecnie ryzyko gwałtownego załamania globalnej koniunktury pozostaje ograniczone.

Dyskutując na temat wpływu pogorszenia się koniunktury za granicą na perspektywy krajowego wzrostu gospodarczego, część członków Rady podkreślała, że Polska gospodarka charakteryzuje się relatywnie wysoką odpornością na zewnętrzne wstrząsy. Oceniali oni, że nawet w sytuacji niskiego wzrostu gospodarczego w otoczeniu Polski, wzrost PKB w kraju może kształtować się na umiarkowanym poziomie, w szczególności – zdaniem niektórych członków Rady – może utrzymać się relatywnie wysokie tempo wzrostu eksportu. Jednocześnie wskazywano jednak na ryzyko silniejszego osłabienia polskiego eksportu, gdyby wyraźnie spowolnił wzrost w gospodarce chińskiej, a w związku z tym także eksport z Niemiec do tego kraju.

Omawiając sytuację gospodarczą w Polsce, podkreślano, że choć dane o PKB wskazują na utrzymanie się relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego w II kw. br., to informacje napływające w ostatnim okresie sygnalizują jego osłabienie w kolejnych kwartałach. Część członków Rady zwracała uwagę, że czynnikiem ograniczającym skalę spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce może być silniejszy niż wskazuje lipcowa projekcja NBP wzrost inwestycji sektora prywatnego. Członkowie ci wskazywali, że taką ocenę wspiera wyższa od oczekiwań dynamika nakładów brutto na środki trwałe oraz wyraźne przyspieszenie wzrostu nakładów inwestycyjnych w dużych przedsiębiorstwach w II kw. br., a także bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw. Jednocześnie wskazywano jednak, że wzrost niepewności dotyczącej perspektyw popytu, jaki nastąpił w ostatnim okresie może zmniejszyć

skłonność przedsiębiorstw do inwestowania, na co wskazują także wyniki badań ankietowych. Zwracano także uwagę na spadek w ujęciu rocznym wartości kosztorysowej nowych inwestycji dużych firm w II kw. br., który może sygnalizować spowolnienie inwestycji przedsiębiorstw w kolejnych kwartałach.

Dyskutując na temat przebiegu procesów inflacyjnych w Polsce podkreślano, że mimo spadku w ostatnich miesiącach, częściowo związanego z czynnikami o charakterze sezonowym, inflacja CPI oraz inflacja bazowa nadal kształtuje się na podwyższonym poziomie. Wskazywano także na utrzymującą się wysoką dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu. Ponadto zwracano uwagę, że choć obniżyły się oczekiwania inflacyjne uczestników rynków finansowych, to oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych są nadal relatywnie wysokie. Podkreślano jednak, że wobec adaptacyjnego charakteru tych oczekiwań w przypadku obniżenia się bieżącej inflacji nastąpi ich spadek.

Wskazywano, że w świetle dostępnych prognoz można oczekiwać kształtowania się inflacji na podwyższonym poziomie do końca br., a następnie jej obniżenia się do poziomu celu inflacyjnego NBP w połowie 2012 r. Podkreślano, że spadkowi inflacji sprzyjać będzie dokonane w br. zacieśnienie polityki pieniężnej. Jednocześnie zwracano jednak uwagę, że czynnikiem ryzyka dla spadku inflacji CPI do pożądanego poziomu jest kształtowanie się kursu walutowego, zwłaszcza biorąc pod uwagę utrzymujące się napięcia na międzynarodowych rynkach finansowych. Zwracano także uwagę, że w przypadku silnego załamania koniunktury za granicą, niskiemu wzrostowi PKB w kraju towarzyszyłoby prawdopodobnie osłabienie kursu złotego, co ograniczałoby spadek inflacji. Wśród czynników ryzyka dla obniżania się inflacji wskazywano także na ewentualny ponowny wzrost cen surowców oraz silniejsze od obecnie oczekiwanych podwyżki cen paliw, żywności i cen administrowanych.

Odnosząc się do sytuacji na rynku kredytowym, część członków Rady oceniała, że obecne tempo wzrostu kredytu nie stanowi obecnie czynnika zwiększającego presję inflacyjną w gospodarce. Zwracali oni w szczególności uwagę na spadek kredytów konsumpcyjnych oraz stabilizację tempa wzrostu kredytów mieszkaniowych. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że relacja wartości udzielonych kredytów konsumpcyjnych do PKB w Polsce jest relatywnie wysoka w porównaniu z innymi krajami, a zmniejszanie się zadłużenia z tego tytułu jest korzystne, gdyż oddziałuje w kierunku większej stabilności makroekonomicznej gospodarki. Ponadto oceniali oni, że wobec kształtowania się dynamiki kredytów mieszkaniowych na wysokim poziomie oraz trwającego ożywienia akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw, sytuacja na rynku kredytowym oddziałuje w kierunku wzrostu zagregowanego popytu w gospodarce.

Omawiając sytuację na krajowym rynku pracy, zwracano uwagę na wyhamowanie wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w ostatnich miesiącach, po okresie jego silnego wzrostu, oraz na stabilizację stopy bezrobocia na relatywnie wysokim poziomie. Część członków Rady oceniała, że wobec pogorszenia się perspektyw popytu można oczekiwać stabilizacji zatrudnienia w przedsiębiorstwach lub nawet jego niewielkiego spadku. Wskazywano, że w takich warunkach presja płacowa pozostanie najprawdopodobniej ograniczona.

Dyskutując na temat prowadzenia polityki pieniężnej w sytuacji nasilających się niekorzystnych tendencji w otoczeniu polskiej gospodarki, członkowie Rady podkreślali, że polityka pieniężna powinna sprzyjać zachowaniu równowagi makroekonomicznej w gospodarce. Wskazywano, że uwzględnianie w polityce pieniężnej potrzeby zachowania stabilności makroekonomicznej będzie sprzyjać utrzymaniu stabilności cen.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, członkowie Rady byli zgodni, że na bieżącym posiedzeniu Rady powinny one pozostać niezmienione. Przemawiają za tym prognozowane obniżenie się inflacji w polskiej gospodarce oraz pogorszenie się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie, a w konsekwencji także w Polsce.

Członkowie Rady oceniali, że w ostatnim okresie bilans ryzyk dla inflacji zmienił się w kierunku bardziej zrównoważonego, podkreślając jednocześnie, że bieżąca ocena perspektyw inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce nie wskazuje na potrzebę obniżek stóp procentowych NBP. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że bieżący poziom stóp procentowych NBP jest niski w porównaniu z ich historycznym poziomem oraz w zestawieniu z szacunkami naturalnej stopy procentowej dla polskiej gospodarki. Zwracano także uwagę, że czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen jest wpływ sytuacji na rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego.

W ocenie Rady, dokonane od początku br. istotne zacieśnienie polityki pieniężnej powinno umożliwić powrót inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe na niezmienionym 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 5 października 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej omawiała wpływ uwarunkowań zewnętrznych na sytuację w polskiej gospodarce, bieżące i przyszłe kształtowanie się koniunktury w Polsce, prawdopodobny kształt polityki fiskalnej w nadchodzącym roku oraz perspektywy powrotu inflacji do celu inflacyjnego. W tym kontekście Rada dyskutowała na temat bieżącej i możliwych przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej.

Omawiając zewnętrzne uwarunkowania sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę na napływające w ostatnim okresie sygnały dalszego osłabiania się aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, strefie euro oraz w niektórych gospodarkach wschodzących, w tym przede wszystkim w Chinach. Wskazywano, że pogorszenie perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego znalazło odzwierciedlenie w znaczącym obniżeniu przez międzynarodowe instytucje finansowe prognoz PKB dla największych gospodarek rozwiniętych oraz rozwijających się. Pogorszenie perspektyw globalnej aktywności gospodarczej w połączeniu z problemami fiskalnymi niektórych państw strefy euro przyczyniły się do wzrostu awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych i w konsekwencji do osłabienia kursów walut krajów wschodzących, w tym kursu złotego.

Dyskutując na temat perspektyw gospodarki światowej w dłuższym horyzoncie czasowym, część członków Rady podkreślała, że istotnym wyzwaniem stojącym obecnie przed polityką gospodarczą w Stanach Zjednoczonych jest obniżenie zadłużenia sektora prywatnego, natomiast w strefie euro – rozwiązanie problemu kryzysu zadłużeniowego sektora publicznego. Biorąc to pod uwagę, zdaniem tych członków Rady, można oczekiwać długotrwałego obniżenia tempa wzrostu PKB w obu gospodarkach. Zdaniem niektórych członków Rady odmienne cechy strukturalne tych gospodarek

powodują jednak, że Stany Zjednoczone szybciej odnotują poprawę koniunktury niż strefa euro. W opinii części członków Rady, pewnego osłabienia aktywności gospodarczej w dłuższej perspektywie można też oczekiwać w Chinach, gdzie ograniczone możliwości dalszego wzrostu eksportu oznaczają, że konieczne będzie zwiększenie roli popytu wewnętrznego, co ze względu na czynniki demograficzne i brak systemu zabezpieczeń społecznych będzie procesem trudnym. W sumie, w ocenie tych członków Rady, w następstwie kryzysu zadłużeniowego, a w dłuższym horyzoncie także czynników strukturalnych (głównie demograficznych), w gospodarce światowej możliwy jest wieloletni okres wolniejszego wzrostu gospodarczego. Wzrost ten może być również mniej stabilny, w szczególności biorąc pod uwagę ograniczone możliwości stabilizowania koniunktury. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto na silnie ekspansywną politykę pieniężną prowadzoną przez główne banki centralne jako na dodatkowy czynnik spowalniający w dłuższej perspektywie wzrost gospodarczy w krajach rozwiniętych. W ich ocenie polityka ta, hamując efektywną realokację zasobów, opóźnia restrukturyzację gospodarek.

Oceniając sytuację w gospodarce polskiej, część członków Rady podkreślała, że mimo jej stosunkowo dobrych fundamentów, oczekiwane pogorszenie koniunktury za granicą – głównie w strefie euro, w tym przede wszystkim w Niemczech – zwiększa ryzyko osłabienia dynamiki polskiego eksportu, a tym samym istotnego spowolnienia tempa wzrostu PKB w najbliższych kwartałach. Zdaniem tych członków Rady również powiązania systemów finansowych w Europie, mimo większej odporności polskiego systemu finansowego w porównaniu do innych krajów regionu, mogą zwiększać negatywny wpływ uwarunkowań zewnętrznych na aktywność gospodarczą w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że mimo wyraźnie niższego tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro, eksport z Polski nadal rośnie stosunkowo szybko. Relatywnie szybki wzrost eksportu pozwala oczekiwać, że tempo wzrostu PKB w kraju nie ulegnie znaczącemu spowolnieniu w warunkach spodziewanego pogorszenia koniunktury za granicą. Omawiając stan koniunktury w Polsce, niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na sierpniowe dane o wyraźnym przyroście depozytów przedsiębiorstw i pewnym spadku dynamiki kredytów dla tego sektora, które – ich zdaniem – mogą sygnalizować zmniejszanie się skłonności przedsiębiorstw do inwestowania w warunkach pogorszenia perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na słabości strukturalne polskiej gospodarki, które mogą ograniczać tempo wzrostu gospodarczego.

Dyskutując na temat wpływu sytuacji w sektorze finansów publicznych w Polsce na wzrost gospodarczy, część członków Rady wskazywała na prawdopodobne istotne zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych w 2011 r. oraz na zapowiedzi kontynuacji zacieśniania polityki fiskalnej w 2012 r. W tym kontekście zwracano uwagę, że choć dalsze silne ograniczanie nierównowagi fiskalnej będzie w krótkim okresie hamować wzrost PKB, to jego zaniechanie byłoby z kolei negatywnie oceniane przez rynki finansowe, co zwiększałoby koszt obsługi długu publicznego i ryzyko destabilizacji makroekonomicznej. Część członków Rady podkreślała, że ważny jest sposób ograniczania nierównowagi fiskalnej. Jeśli bowiem będzie ono dokonywane poprzez ograniczenie wydatków, to – zmniejszając obawy o przyszły wzrost obciążeń podatkowych oraz łagodząc presję na wzrost wynagrodzeń – może przyczynić się do zwiększenia skłonności przedsiębiorstw do inwestowania. Zdaniem innych członków Rady, w 2012 r. zacieśnienie fiskalne może być znacząco mniejsze niż w br. oraz mniejsze niż założone przez rząd w *Wieloletnim planie finansowym państwa*.

Omawiając bieżące dane dotyczące procesów inflacyjnych w Polsce, zwracano uwagę na wzrost w sierpniu br. zarówno inflacji CPI, jak i inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy

tym na jednoczesne przyspieszenie wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz wyższy od oczekiwanego wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, jako na czynniki mogące sygnalizować wyższą niż oczekiwano inflację w przyszłości. Z kolei wśród czynników oddziałujących w kierunku ograniczenia presji inflacyjnej niektórzy członkowie Rady wymieniali utrzymującą się na podwyższonym poziomie stopę bezrobocia oraz osłabienie dynamiki dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Sygnałem braku nasilania się presji inflacyjnej może być także – zdaniem niektórych członków Rady – pewne obniżenie w sierpniu br. dynamiki kredytów dla sektora prywatnego.

Wskazywano, że w świetle wewnętrznych prognoz krótkookresowych NBP można oczekiwać podwyższonego poziomu inflacji do końca br., po czym w I połowie 2012 r. powinno nastąpić obniżenie inflacji w okolice celu. Takiemu przebiegowi wskaźnika inflacji będzie sprzyjać wygasanie efektów wcześniejszych wzrostów cen żywności i energii, a także podwyżki VAT na początku br., mimo jednoczesnego prognozowanego utrzymania się wysokiej dynamiki cen administrowanych. Podkreślano, że spadkowi presji inflacyjnej w najbliższych kwartałach będzie sprzyjać oczekiwane obniżenie dynamiki PKB w warunkach dokonanego w pierwszym półroczu br. zacieśnienia polityki pieniężnej oraz dokonywanego zacieśnienia polityki fiskalnej, a także spodziewanego osłabienia aktywności gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki. W kontekście perspektyw inflacji wskazywano też na najnowsze wyniki badań koniunktury, z których wynika, że więcej przedsiębiorstw zamierza obecnie zredukować zatrudnienie niż je zwiększać oraz że spadł odsetek przedsiębiorstw planujących wzrost płac, co sygnalizuje, że presja płacowa w gospodarce pozostaje ograniczona.

Jednocześnie zaznaczono, że w warunkach utrzymywania się napięć na międzynarodowych rynkach finansowych, istotnym czynnikiem ryzyka dla spadku inflacji CPI do poziomu celu inflacyjnego może być osłabienie się kursu złotego. Część członków Rady zwracała uwagę, że w przypadku silnego załamania aktywności gospodarczej za granicą może nastąpić dalsze osłabienie złotego, przez co inflacja utrzyma się na podwyższonym poziomie, mimo spowolnienia tempa wzrostu krajowego PKB. Niektórzy członkowie Rady wskazywali też, że zagrożeniem dla spadku inflacji w Polsce mogą okazać się wciąż wysokie oczekiwania inflacyjne osób prywatnych. Choć w przeszłości były one silnie adaptacyjne, a w sierpniu br. obniżyły się, to niemal nieprzerwanie od końca 2007 r. kształtują się powyżej celu inflacyjnego.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, Rada uznała, że powinny one pozostać niezmiennione. W uzasadnieniu tej decyzji zwracano uwagę na oczekiwane obniżenie się inflacji w polskiej gospodarce, zwłaszcza w warunkach pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i w konsekwencji w Polsce. Jednocześnie wskazywano, że głównym czynnikiem ryzyka dla stabilności cen w Polsce jest obecnie wpływ niestabilnej sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że stopy procentowe NBP mogą być obecnie utrzymywane na niższym poziomie niż byłoby to uzasadnione w warunkach sprzed okresu globalnego kryzysu finansowego. Ich zdaniem, wynika to z jednej strony z występowania zwiększonych na skutek kryzysu frykcji na rynkach finansowych, a z drugiej strony z prawdopodobnego zmniejszenia się tempa wzrostu produktywności czynników wytwórczych prowadzącego do obniżenia się naturalnej stopy procentowej.

Dyskutując na temat kierunku przyszłej polityki pieniężnej, Rada była zdania, że przy obecnie oczekiwanym scenariuszu makroekonomicznym zakładającym pewne spowolnienie wzrostu

gospodarczego i jednocześnie stopniowe obniżenie się inflacji, możliwa jest stabilizacja stóp procentowych na obecnym poziomie w kolejnych kwartałach. Wskazywano, że stabilizacja parametrów polityki pieniężnej sprzyja, szczególnie w warunkach podwyższonej niepewności, utrzymaniu stabilności makroekonomicznej. Część członków Rady była jednocześnie zdania, że w kolejnych kwartałach prawdopodobieństwo podwyżek stóp jest większe niż obniżek, szczególnie jeśli inflacja – na skutek osłabienia się kursu złotego wywołanego przez napięcia na międzynarodowych rynkach finansowych – będzie się utrzymywała powyżej celu inflacyjnego dłużej niż się obecnie oczekuje. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że ewentualne istotne spowolnienie tempa wzrostu PKB w Polsce w reakcji na znaczące wyhamowanie aktywności gospodarczej za granicą, może – w sytuacji oczekiwanego obniżania się inflacji – uzasadniać obniżenie stóp procentowych NBP w pewnej perspektywie.

Rada dyskutowała także na temat długofalowych wyzwań dla polityki gospodarczej. Zwracano uwagę na potrzebę podejmowania działań mających na celu wzmocnienie polityki makro-ostrożnościowej, w tym wypracowanie przez bank centralny oraz inne instytucje odpowiedzialne za system finansowy nowych instrumentów ograniczających ryzyko systemowe w sektorze finansowym. Wskazywano także na potrzebę koordynacji polityk regulacyjnych i makroekonomicznych w celu utrzymania stabilności makroekonomicznej, w tym stabilności systemu finansowego.

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%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 8-9 listopada 2011 r.

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

W III kw. nastąpiło znaczące pogorszenie nastrojów w gospodarce światowej, w tym w szczególności w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. Napływające dane, w tym wstępne dane o PKB w III kw. w Stanach Zjednoczonych, nie potwierdziły jednak jak dotychczas dalszego spowolnienia aktywności w tych gospodarkach. Nadal obniżane były natomiast prognozy wzrostu gospodarczego na 2012 r., a inflacja pozostała na podwyższonym poziomie. Utrzymuje się podwyższona niepewność co do rozwoju koniunktury światowej w najbliższych kwartałach, w tym co do skali spowolnienia wzrostu gospodarczego w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski.

Ryzyko spowolnienia aktywności gospodarczej na świecie wraz z problemami fiskalnymi niektórych krajów powodują utrzymywanie się napięć na światowych rynkach finansowych. Ustalenia ze szczytu państw strefy euro sprzyjały poprawie nastrojów na rynkach finansowych, jednak wobec wciąż niepewnej sytuacji w Grecji, awersja do ryzyka pozostaje podwyższona, co podtrzymuje zwiększoną zmienność cen aktywów, w tym kursów walutowych. Do zwiększonej zmienności cen aktywów nadal przyczynia się także duża nadpłynność na globalnych rynkach finansowych, związana z silnie ekspansywną polityką pieniężną głównych banków centralnych.

Napływające informacje dotyczące Polski – w tym korzystne dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz o sprzedaży detalicznej – wskazują, że w III kw. wzrost PKB był nadal relatywnie wysoki i prawdopodobnie zbliżony do odnotowanego w II kw. br. Jednocześnie, większość wskaźników koniunktury sygnalizuje możliwość pewnego obniżenia się aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach, co związane jest w znacznym stopniu z oczekiwanym spowolnieniem wzrostu u głównych partnerów handlowych Polski. Dane z sektora przedsiębiorstw wskazują na utrzymywanie się umiarkowanej dynamiki wynagrodzeń, przy jednoczesnym dalszym obniżaniu się zatrudnienia. Stopa bezrobocia pozostaje na podwyższonym poziomie. Rośnie akcja kredytowa dla przedsiębiorstw, utrzymuje się też relatywnie szybki wzrost kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych przy wciąż ujemnej rocznej dynamice kredytów konsumpcyjnych.

We wrześniu roczna inflacja CPI obniżyła się do poziomu 3,9%, pozostając jednak wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Obniżenie inflacji było związane z dalszym spadkiem cen żywności, mimo wciąż silnie rosnących cen energii. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii nieznacznie się obniżyła. Jednocześnie nadal silnie rosły ceny produkcji sprzedanej przemysłu, a oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych nieco wzrosły.

W najbliższych miesiącach roczny wskaźnik CPI będzie nadal kształtować się na podwyższonym poziomie, co jest związane głównie z wcześniejszym silnym wzrostem cen surowców na rynkach światowych oraz występującym w ostatnich miesiącach osłabieniem kursu złotego. Wygasanie wpływu podwyżki stawek VAT oraz znacznych wzrostów cen żywności i energii z I połowy 2011 r., będzie oddziaływało w kierunku obniżenia inflacji na początku 2012 r.

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

W ocenie Rady, w średnim okresie inflacja będzie ograniczana przez nieco niższą dynamikę krajowego wzrostu gospodarczego w warunkach zacieśnienia polityki fiskalnej, w tym obniżenia inwestycji publicznych, a także dokonanego w I połowie br. podwyższenia stóp procentowych NBP oraz oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie. Taką ocenę wspiera też listopadowa projekcja inflacji i PKB. Czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen pozostaje wpływ sytuacji na rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego.

W ocenie Rady, dokonane w I połowie br. istotne zacieśnienie polityki pieniężnej powinno umożliwić powrót inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Rada nie wyklucza w przyszłości dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu.

Rada przyjęła *Raport o Inflacji – Listopad 2011*.

Rozdział 4

PROJEKCJA INFLACJI I PKB

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

Projekcja listopadowa z modelu NECMOD obejmuje okres od IV kw. 2011 r. do IV kw. 2013 r. Punktem startowym projekcji jest III kw. 2011 r. Datą zamknięcia bazy danych dla projekcji jest 28 września 2011 r.

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

4.1. Synteza

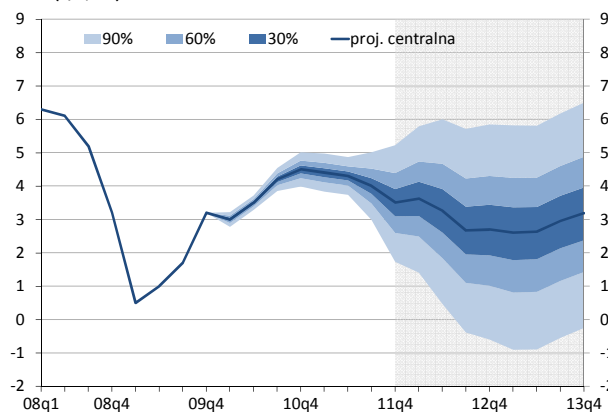
Przedstawiony w poprzedniej projekcji scenariusz rozwoju sytuacji w otoczeniu gospodarczym Polski zakładał stopniowe ożywienie koniunktury za granicą, któremu towarzyszy utrzymanie się cen surowców na wysokim poziomie oraz względna stabilność sytuacji na rynkach finansowych. Wśród czynników krajowych, istotnym uwarunkowaniem projekcji lipcowej było stopniowe zacieśnienie fiskalne i związane z nim wygaszanie korzystnego efektu transferów z UE przeznaczanych m.in. na finansowanie inwestycji publicznych. Konsekwencją tych założeń było prognozowane obniżenie dynamiki PKB w latach 2012-2013 oraz stosunkowo szybki powrót inflacji do celu.

Główne czynniki zmieniające zarysowany powyżej scenariusz projekcyjny pomiędzy rundą lipcową a listopadową powiązane są z narastającym kryzysem zadłużeniowym w strefie euro. Od czasu opublikowania ostatniej projekcji obniżyły się prognozy wzrostu gospodarczego w strefie euro i Stanach Zjednoczonych, zwłaszcza w perspektywie przyszłego roku, oraz silnie osłabił się kurs złotego. Wpływ tych zmian na projekcję PKB jest umiarkowany, gdyż oddziałują one na aktywność gospodarczą w kraju w przeciwnych kierunkach i ze zbliżoną siłą. Podobnie więc jak w lipcowej rundzie prognostycznej, nadal oczekujemy więc istotnego obniżenia tempa wzrostu PKB w latach 2012-2013 (o około 1 pkt. proc., Tabela 4.1.). Jednocześnie, ze względu na słabszy kurs złotego, bieżąca projekcja przewiduje wydłużenie czasu powrotu inflacji do celu.

Bieżące dane wskazują na utrzymanie się w III kw. br. dynamiki PKB zbliżonej do 4% r/r, której sprzyja rosnąca absorpcja transferów z UE i, powiązane z nimi, rosnące inwestycje publiczne. Istotnym czynnikiem wzrostu pozostaje konsumpcja. Umiarkowanie rosną natomiast nakłady na środki trwałe przedsiębiorstw. Według

Wykres 4.1

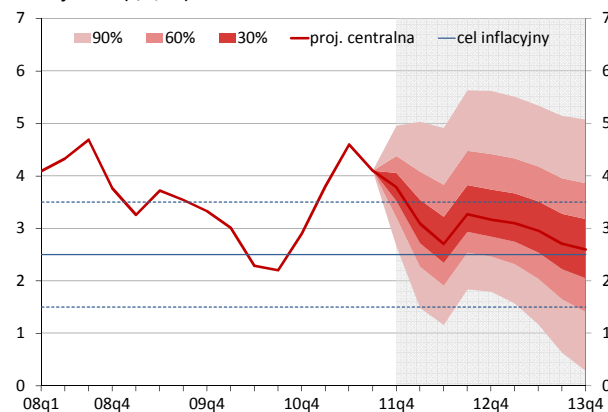
PKB (r/r, %).



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

Wykres 4.2

Inflacja CPI (r/r, %).



badania NBP, pomimo dobrej sytuacji finansowej firm oraz rosnącego stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych, przedsiębiorstwa odkładają w czasie decyzje inwestycyjne ze względu na zwiększoną niepewność dotyczącą przyszłej koniunktury.

W związku z jej pogorszeniem u głównych partnerów handlowych Polski, oczekiwanym zacieśnieniem fiskalnym oraz spadającymi transferami z UE, w 2012 r. poprawa sytuacji gospodarstw domowych i przedsiębiorstw będzie ograniczona. Ponadto ocenia się, że ceny surowców energetycznych na rynkach światowych pozostaną w horyzoncie projekcji na wysokim poziomie ze względu na utrzymujący się wysoki popyt krajów rozwijających się. W konsekwencji w przyszłym roku oczekiwać można umiarkowanego wzrostu popytu gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, co przełoży się na obniżenie dynamiki PKB do 3%. Skala spowolnienia zostanie ograniczona przez, oddziałujące z opóźnieniem, osłabienie złotego, jakie nastąpiło we wrześniu br. i przyniosło poprawę konkurencyjności cenowej krajowej produkcji. W 2013 r. efekty osłabienia złotego wygasną, a wzrost PKB na poziomie zbliżonym do 3% będzie podtrzymany przez poprawę koniunktury za granicą.

Inflacja CPI utrzyma się do końca roku na wysokim poziomie, zbliżonym do 4% r/r (Wykres 4.2), co jest skutkiem niekorzystnych uwarunkowań podażowych, utrzymujących krajowe ceny żywności i energii na wysokim poziomie, oraz zmiany stawek VAT dokonanych na początku bieżącego roku. Dodatkowo, w krótkim horyzoncie projekcji wzrost cen konsumenta będzie efektem osłabienia złotego we wrześniu br. W konsekwencji powrót inflacji w okolice celu inflacyjnego (2,5%) wydłuży się, pomimo zmniejszenia presji popytowej związanej ze spowolnieniem gospodarczym.

Głównym źródłem niepewności dla prognozy inflacji i PKB jest rozwój sytuacji w strefie euro. W

przypadku zaostżenia kryzysu zadłużeniowego, spodziewane jest dalsze pogorszenie perspektyw wzrostu za granicą oraz osłabienie złotego, co przełożyłoby się na wyższą inflację i nieco niższy wzrost PKB w Polsce. Możliwość realizacji takiego scenariusza odzwierciedlona jest w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1 i 4.2), wskazujących na dodatnią asymetrię rozkładu niepewności dla projekcji inflacji i lekko ujemną dla PKB.

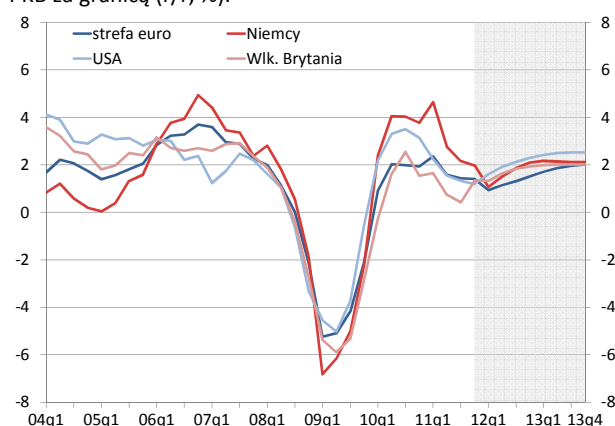
4.2. Otoczenie zewnętrzne

Ścieżki wzrostu PKB w krajach głównych partnerów gospodarczych Polski w horyzoncie bieżącej projekcji zostały zrewidowane w dół, w porównaniu z założeniami przyjętymi w lipcowej rundzie progностycznej. W szczególności, w obecnej projekcji przyjęto, że wzrost gospodarczy w strefie euro spowolni w 2012 r. do 1,2% (wobec 1,8% założonych w projekcji lipcowej), a w Stanach Zjednoczonych do 2,0% (wobec 3,1% w poprzedniej rundzie progностycznej; Wykres 4.3). W 2013 r. wzrost gospodarczy w krajach głównych partnerów handlowych Polski przyspieszy, ale do końca horyzontu projekcji PKB w tych gospodarkach utrzymywać się będzie poniżej poziomu potencjalnego.

Obok gorszych od oczekiwań danych o wzroście PKB w II kw. br. w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii oraz w strefie euro, słabsze perspektywy rozwoju sytuacji gospodarczej za granicą wiążą się ze znacznym wzrostem niepewności na światowych rynkach finansowych. Wynika on m.in. z obaw o niewypłacalność Grecji oraz o sytuację fiskalną w innych krajach strefy euro, co przekłada się na istotne pogorszenie wskaźników zaufania zarówno producentów, jak i konsumentów. Rewizja prognoz dla Niemiec, głównego partnera handlowego Polski, wiąże się dodatkowo z obawami odnośnie do kształtowania się ich eksportu przy słabszym światowym wzroście gospodarczym. Pomimo istotnej korekty w dół,

Wykres 4.3

PKB za granicą (r/r, %).



przyjęty w bieżącej projekcji scenariusz kształtowania się koniunktury za granicą nie zakłada jednak niekontrolowanej eskalacji kryzysu zadłużeniowego oraz załamania na światowych rynkach finansowych.

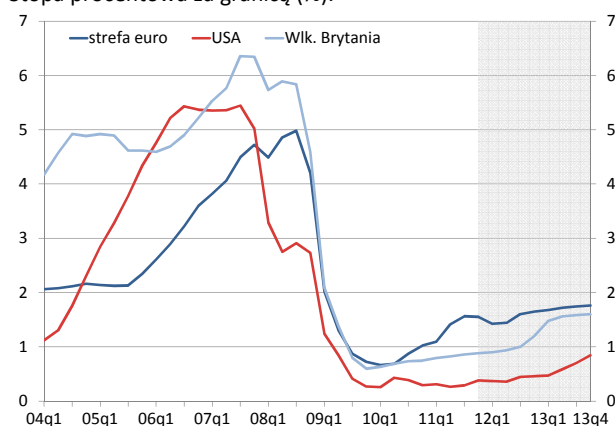
Rosnąca niepewność co do trwałości ożywienia wzrostu gospodarczego na świecie po ostatnim kryzysie oraz obawy związane z sytuacją fiskalną niektórych krajów strefy euro sprawiają, że w bieżącej projekcji zakłada się odłożenie w czasie procesu wycofywania się banków centralnych z akomodacyjnej polityki monetarnej (Wykres 4.4).

Prognoza cen surowców energetycznych na rynkach światowych nie zmieniała się znacząco względem poprzedniej projekcji (Wykres 4.5). Mimo słabszych niż zakładano w lipcu perspektyw wzrostu PKB na świecie, szczególnie w grupie krajów rozwiniętych, utrzymuje się stosunkowo wysoki popyt na surowce energetyczne z krajów rozwijających się. W horyzoncie projekcji ceny ropy naftowej w ujęciu realnym utrzymują się na stabilnym poziomie, przy umiarkowanym wzroście popytu (ok. 1-1,5% r/r) i zbliżonym do niego wzroście podaży.

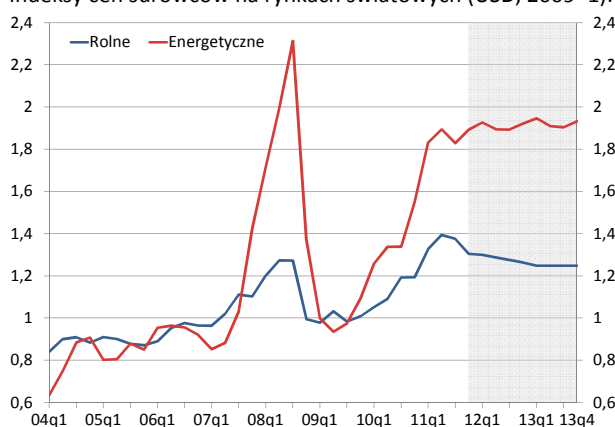
Indeks cen surowców rolnych w II kw. 2011 r. ukształtował się na poziomie wyższym o ok. 4% od przyjętego w projekcji lipcowej ze względu na wyższe od oczekiwań ceny oleju rzepakowego, uwarunkowane spodziewanym pogorszeniem sytuacji podażowej na rynku tego surowca w sezonie 2011/2012. W horyzoncie projekcji oczekuje się umiarkowanego spadku cen surowców rolnych (które pozostaną jednak na relatywnie wysokim poziomie) wraz z prognozowanym wzrostem ich podaży w kolejnych sezonach (Wykres 4.5).

Wykres 4.4

Stopa procentowa za granicą (%).

**Wykres 4.5**

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



4.3. Gospodarka polska w latach 2011-2013

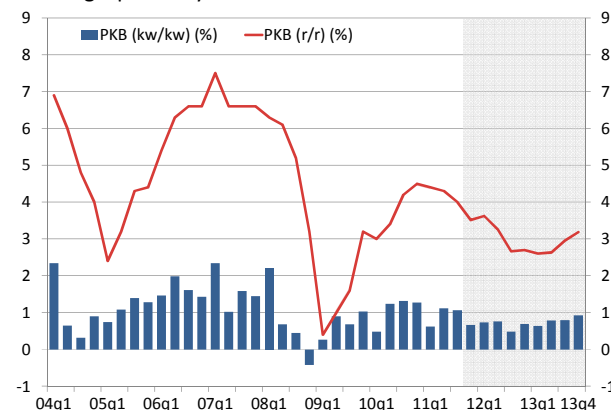
Popyt zagregowany

Stosunkowo szybka odbudowa popytu krajowego, będąca głównym źródłem wzrostu w 2010 r., kontynuowana jest także w roku bieżącym. W latach 2012-2013, w wyniku działań obniżających deficyt SFP, zmniejszonej absorpcji transferów z UE, ograniczenia tempa wzrostu konsumpcji oraz zakończenia procesu odbudowy zapasów, dynamika popytu krajowego istotnie obniży się, do poziomu zbliżonego do 2% r/r. Ze względu na amortyzujące działanie handlu zagranicznego, któremu sprzyjać będą skutki osłabienia złotego we wrześniu 2011 r., w mniejszym stopniu obniżeniu ulegnie tempo wzrostu PKB: z 4,1% w 2011 r., do około 3% w latach 2012-2013 (Wykres 4.6, Wykres 4.7).

W 2011 r., pomimo względnie wysokiego wzrostu nominalnego funduszu płac, dynamika realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych pozostanie na niskim, bliskim zera, poziomie. Wynikać to będzie z wysokiej inflacji CPI oraz obniżenia tempa wzrostu transferów socjalnych w tym okresie (wynikającego m.in. z niższego niż w 2010 r. wskaźnika waloryzacji rent i emerytur oraz ze zmian systemowych obniżających te wydatki). Wzrost spożycia indywidualnego w bieżącym roku (3,5%, Wykres 4.8) będzie więc finansowany w dużym stopniu spadkiem stopy oszczędności. W latach 2012-2013, pomimo obniżenia tempa wzrostu konsumpcji, pozostanie ona istotnym czynnikiem wzrostu PKB. Barierą dla szybszego wzrostu konsumpcji w tym okresie będzie umiarkowany wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, w tym funduszu płac (efekt relatywnie słabej sytuacji na rynku pracy) oraz dochodów z działalności na własny rachunek (efekt obniżenia aktywności gospodarczej w długim horyzoncie projekcji). W

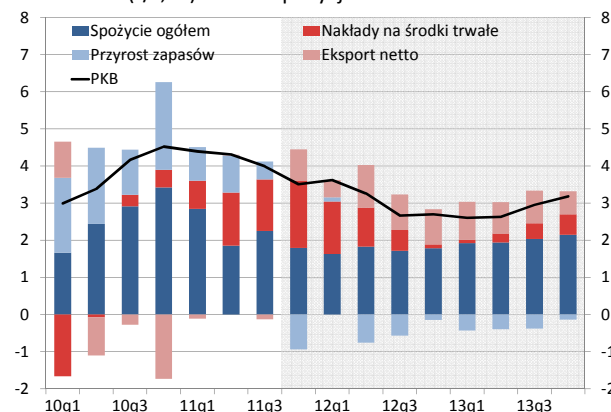
Wykres 4.6

Wzrost gospodarczy.



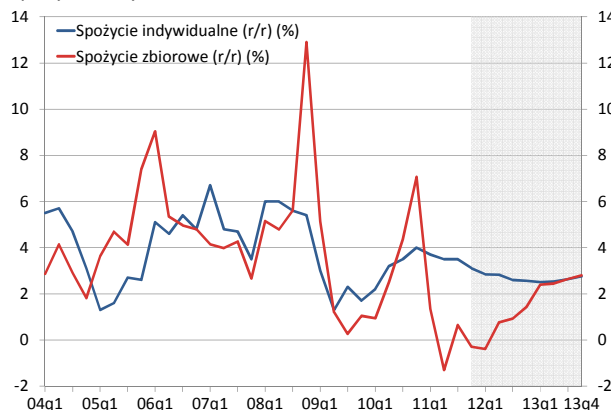
Wykres 4.7

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



Wykres 4.8

Spożycie indywidualne i zbiorowe.

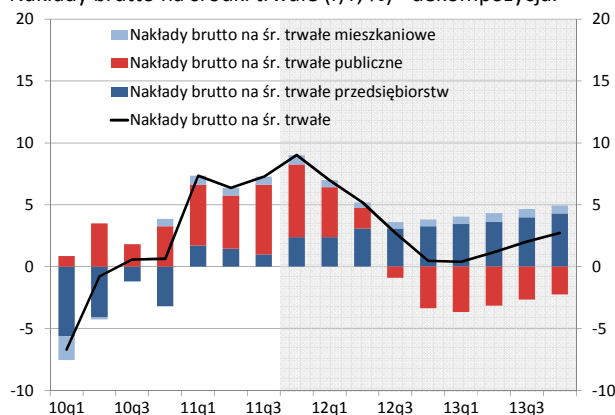


horyzoncie projekcji utrzymuje się niska dynamika spożycia zbiorowego związana z zamrożeniem płac w sferze budżetowej w latach 2011-2012 oraz ograniczeniem innych wydatków bieżących sektora finansów publicznych.

Po wzroście w 2011 r., stopa inwestycji od początku 2012 r. będzie nieznacznie się obniżać, przy średniej dynamice nakładów brutto na środki trwałe 2,7% r/r w latach 2012-2013 (Wykres 4.9). W krótkim horyzoncie projekcji na wzrost inwestycji ogółem będzie wpływać przede wszystkim wysoka dynamika nakładów w sektorze publicznym, finansowanych w istotnej części napływem funduszy strukturalnych UE (Wykres 4.10). W 2012 r. absorpcja funduszy UE oraz wydatki sektora finansów publicznych na jej współfinansowanie ukształtują się na poziomie zbliżonym do tegorocznego, natomiast w 2013 r. zmniejszą się. W rezultacie w latach 2012-2013 nastąpi istotne obniżenie dynamiki inwestycji publicznych. Argumentem przemawiającym za tym scenariuszem są plany rządowe przedstawione w projekcie *Ustawy budżetowej na rok 2012* oraz *Programie Budowy Dróg Krajowych na lata 2011-2015*, a także możliwe ograniczenie nakładów inwestycyjnych przez jednostki samorządu terytorialnego, ze względu na wzrost ich zadłużenia oraz obowiązujące reguły fiskalne. Wzrost nakładów brutto na środki trwałe będzie wspierany przez rosnący popyt inwestycyjny przedsiębiorstw, którego dynamika przewyższać będzie w horyzoncie projekcji tempo wzrostu PKB. Do stopniowego wzrostu inwestycji przedsiębiorstw przyczyni się rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych, ich dobra sytuacja finansowa oraz względnie niski koszt użytkowania kapitału (wynikający z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP). Jednak wysoka niepewność związana z rozwojem sytuacji za granicą oraz pozostające na wysokim poziomie ceny surowców energetycznych (wyrażone w złotych) ograniczą tempo wzrostu inwestycji przedsiębiorstw do jednocyfrowego poziomu. Dynamika inwestycji

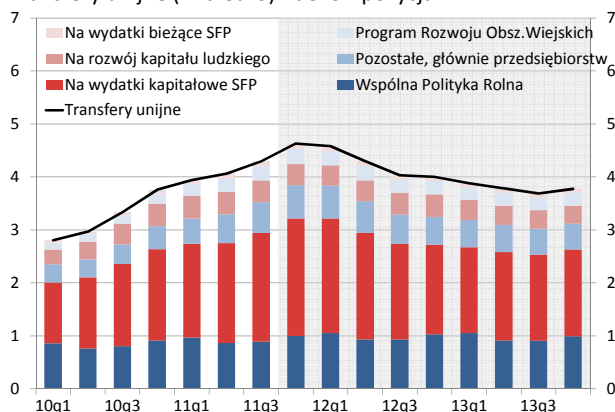
Wykres 4.9

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



Wykres 4.10

Transfery unijne (mld euro) - dekompozycja.



mieszkaniowych w horyzoncie projekcji nieco przewyższać będzie tempo wzrostu konsumpcji, czemu sprzyjać będzie, oprócz względnie niskich realnych stóp procentowych, wysoka stopa zwrotu z inwestycji deweloperskich przy obecnej relacji cen mieszkań do kosztów ich budowy (por. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w II kwartale 2011 r.*).

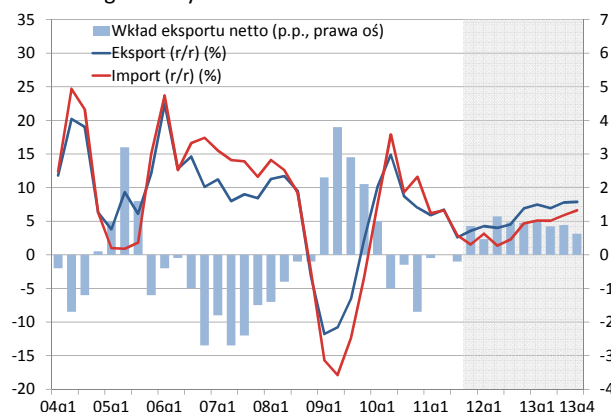
Po szybkim wzroście eksportu i importu w 2010 r. i I połowie 2011 r., związanym z odbudową relacji handlowych po światowym kryzysie finansowym, w najbliższych kwartałach oczekuje się spadku ich dynamik, ze względu na niższy wzrost za granicą i osłabienie popytu wewnętrznego w Polsce (Wykres 4.11). Obniżenie tempa wzrostu eksportu będzie jednak mniejsze niż importu ze względu na skutki osłabienia złotego we wrześniu 2011 r., które poprawia konkurencyjność cenową producentów krajowych. W konsekwencji, wkład eksportu netto do wzrostu PKB wzrośnie do 0,9 pkt. proc. w przyszłym roku i utrzyma się na zbliżonym poziomie w 2013 r., na co wpłynie wspierająca eksport poprawa koniunktury za granicą, przy wciąż niskiej dynamice popytu krajowego.

Równowaga makroekonomiczna

Stosunkowo szybki wzrost PKB w 2011 r. przy obniżonej, po okresie światowego kryzysu finansowego, dynamice produktu potencjalnego przełoży się na wzrost luki popytowej do 0,9% na początku 2012 r. Od II połowy 2012 r. dynamika potencjalnego PKB będzie stopniowo przyspieszać, co przy wolniejszym wzroście gospodarczym obniżyć będzie lukę popytową (która pozostanie jednak w całym horyzoncie projekcji na umiarkowanie dodatnim poziomie; Wykres 4.12).

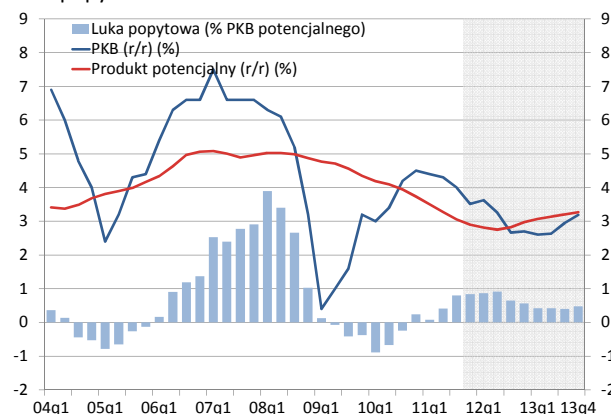
Wykres 4.11

Handel zagraniczny.



Wykres 4.12

Luka popytowa.



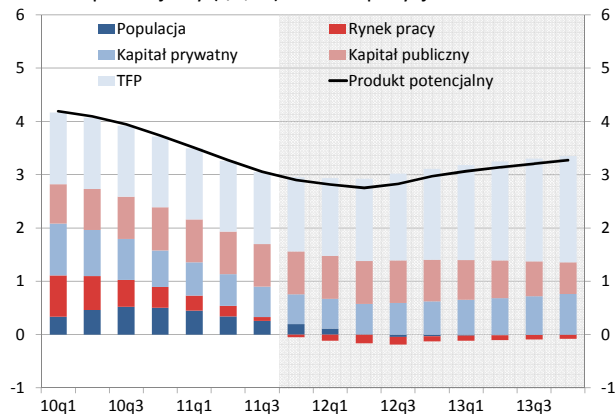
Oprócz wolniejszego tempa akumulacji kapitału prywatnego (związanego z oddziaływaniem z opóźnieniem zmniejszeniem inwestycji przedsiębiorstw w latach 2009-2010), czynnikiem obniżającym dynamikę produktu potencjalnego w krótkim horyzoncie projekcji (Wykres 4.13) jest wyhamowanie wzrostu stopy aktywności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

W krótkim horyzoncie projekcji, wraz z oczekiwanym spowolnieniem tempa wzrostu gospodarczego, obserwowana w 2010 i 2011 r. poprawa na rynku pracy ulega wyhamowaniu – obniża się dynamika zatrudnienia i stabilizuje się dynamika wynagrodzeń (Wykres 4.14, Wykres 4.15, Wykres 4.16). Od końca 2012 r. liczba pracujących zaczyna spadać, jednak ze względu na jednoczesne zmniejszanie się liczby osób aktywnych zawodowo, stopa bezrobocia obniża się w całym horyzoncie projekcji, łącznie o ok. 0,5 pkt. proc. Ze względu na relatywnie stabilną stopę bezrobocia równowagi (NAWRU), zwiększeniu ulegnie luka na bezrobociu, co ograniczy przełożenie się spowolnienia gospodarczego na płace. W latach 2012-2013 dynamika płac realnych zbliżona będzie do tempa wzrostu wydajności pracy (około 3% r/r), dynamika jednostkowych kosztów pracy także się ustabilizuje, na poziomie 3% r/r.

Utrzymujący się w horyzoncie projekcji deficyt dochodów oraz obrotów handlowych w dużym

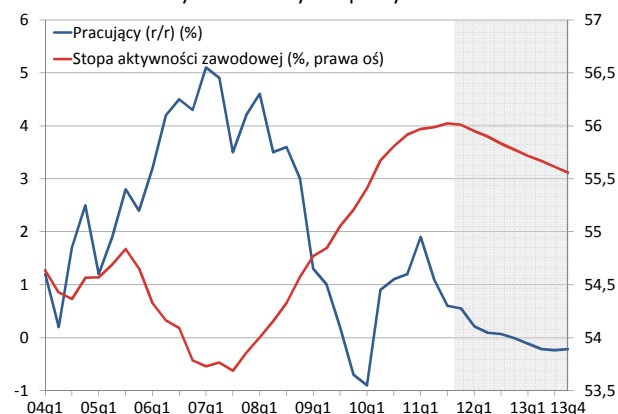
Wykres 4.13

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



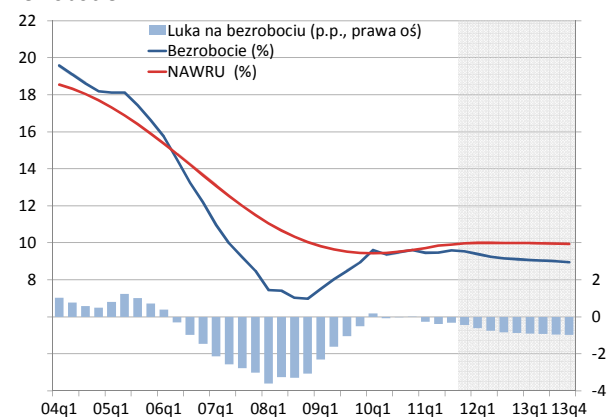
Wykres 4.14

Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy.



Wykres 4.15

Bezrobocie.



stopniu kompensowany będzie napływem funduszy unijnych. Nierównowaga zewnętrzna, mierzona stosunkiem deficytu obrotów bieżących i kapitałowych do PKB ulega nieznacznej poprawie w horyzoncie projekcji (obniża się z 2,2% w br. do 1,3%-1,7% w latach 2012-2013) ze względu na poprawę bilansu handlowego, przy zmniejszającym się po zakończeniu przygotowań do mistrzostw Europy w piłce nożnej (EURO 2012) napływie transferów z UE.

Kurs walutowy i inflacja

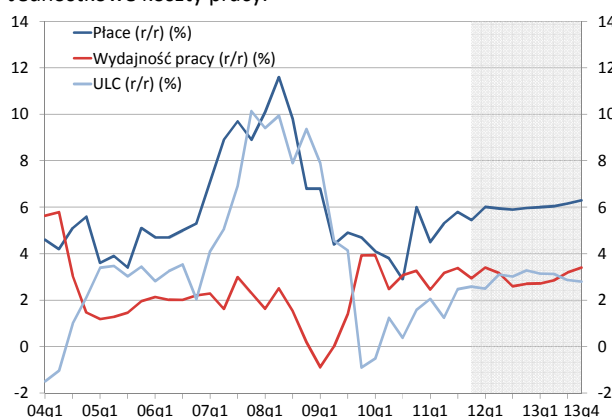
We wrześniu 2011 roku kurs złotego istotnie osłabił się, ze względu na rosnące obawy związane z poziomem zadłużeniem niektórych krajów strefy euro oraz problemami płynnościowymi części banków europejskich. W horyzoncie projekcji efektywny kurs złotego będzie się stopniowo umacniał, zbliżając się do poziomu równowagi. Skala umocnienia kursu będzie jednak ograniczana przez niski wzrost w kraju i za granicą, co ograniczać będzie napływ inwestycji bezpośrednich i portfelowych do Polski, oraz zmniejszający się dysparytet stóp procentowych, wynikający z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP.

Wzrost inflacji bazowej w krótkim horyzoncie projekcji będzie w dużym stopniu efektem szybko rosnących w 2011 r., i oddziałujących z opóźnieniem, cen importu (Wykres 4.17, Wykres 4.18). W dłuższym horyzoncie projekcji, wraz z umacniającym się kursem złotego, dynamika cen importu obniży się, co przełoży się na obniżenie inflacji bazowej do 2,5% w 2013 r. Spadek inflacji bazowej będzie ograniczony przez rosnące w nieco szybszym tempie jednostkowe koszty pracy.

W I połowie 2011 r. istotnie wzrosły krajowe ceny żywności ze względu na niską podaż na rynku krajowym i wysokie ceny surowców rolnych na rynkach światowych. W horyzoncie projekcji zaburzenia podnoszące poziom tych cen będą

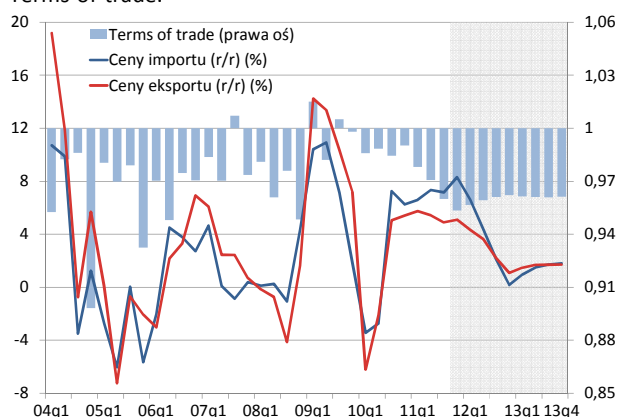
Wykres 4.16

Jednostkowe koszty pracy.



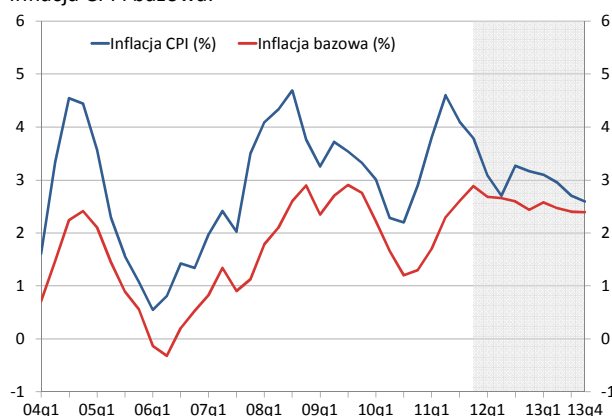
Wykres 4.17

Terms-of-trade.



Wykres 4.18

Inflacja CPI i bazowa.



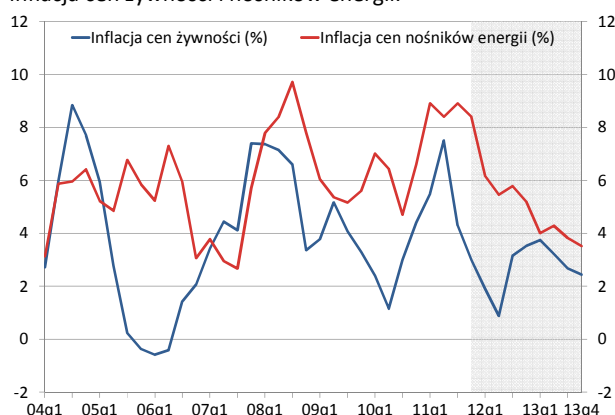
stopniowo wygasać, nastąpi umiarkowany spadek cen surowców rolnych na rynkach światowych (Wykres 4.5), a podaż na rynku krajowym powróci do przeciętnego poziomu. W konsekwencji w długim horyzoncie projekcji inflacja cen żywności obniży się do 2,4% r/r, przy czym w krótkim horyzoncie znaczące fluktuacje tego wskaźnika wynikają z tzw. efektu bazy (dynamika cen żywności przejściowo spadnie do ok. 1% r/r w II kw. 2012 r. ze względu na odniesienie do wysokich cen w II kw. br., Wykres 4.19).

Inflacja cen energii w krótkim horyzoncie projekcji utrzyma się na wysokim poziomie ze względu na wysokie ceny surowców energetycznych na rynkach światowych, wzrost od początku 2011 r. stawki podatku VAT oraz zatwierdzone przez URE podwyżki cen administrowanych nośników energii. W średnim i długim horyzoncie projekcji ceny surowców energetycznych na rynkach światowych ustabilizują się przy jednoczesnej stopniowej aprecjacji złotego, co obniży dynamikę cen energii, jednak pozostanie ona wyższa niż inflacja ogółem. W 2013 r. inflacja cen energii będzie podtrzymywana przez możliwe przełożenie na ceny wzrostu kosztów sektora energetycznego związanego z zakupami uprawnień do emisji CO₂.

Dynamika CPI w 2011 r. będzie istotnie wyższa niż w roku ubiegłym (Wykres 4.20). Przyczyną wzrostu inflacji są czynniki podażowe, wpływające na wysoki wzrost cen żywności i energii, oraz zmiana stawek VAT od początku stycznia 2011 r. W długim horyzoncie projekcji inflacja obniży się do poziomu zbliżonego do celu inflacyjnego. Stopę inflacji w średnim i długim horyzoncie projekcji zwiększać będą rosnące koszty pracy, natomiast ograniczony popyt wewnętrzny, obniżająca się dynamika cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych oraz umacniający się kurs złotego będą czynnikami zmniejszającymi wzrost cen konsumenta. Przy założeniu braku zmian stopy

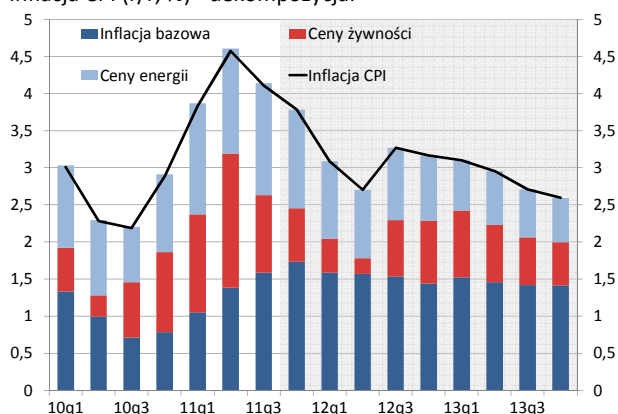
Wykres 4.19

Inflacja cen żywności i nośników energii.



Wykres 4.20

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



referencyjnej NBP w całym horyzoncie projekcji, prawdopodobieństwo ukształtowania się średniorocznej inflacji w przedziale (1,5%-3,5%) rośnie z 33% w IV kw. 2011 r. do średnio 51% w latach 2012-2013.

4.4. Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Głównymi czynnikami zmieniającymi ścieżkę inflacji i PKB pomiędzy lipcową a listopadową rundą prognostyczną są: słabszy kurs złotego, pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego za granicą oraz dane o PKB i inflacji CPI, które ukazały się od zamknięcia poprzedniej projekcji. W efekcie tych zmian prognozowana roczna dynamika cen konsumenta w 2011 nie zmieni się, natomiast wzrośnie w latach 2012-2013. Projekcja wzrostu gospodarczego ukształtuje się w 2011 r. nieznacznie powyżej, a w średnim horyzoncie projekcji – poniżej wartości z projekcji lipcowej (Tabela 4.1). Szczegółowo przyczyny różnic pomiędzy projekcją lipcową a listopadową omówiono poniżej.

PKB

W 2011 r. wyższy wkład eksportu netto do wzrostu skompensowany został w znacznym stopniu obniżeniem popytu krajowego, w tym przede wszystkim spożycia ogółem (Wykres 4.22). Zmiana dekompozycji wzrostu pomiędzy projekcjami wynika przede wszystkim z wpływu danych o rachunkach narodowych. Opublikowane przez GUS szacunki za II kw. br. wskazują na niższe niż prognozowano w projekcji lipcowej tempo wzrostu spożycia indywidualnego i zbiorowego, przy wyższym wkładzie eksportu netto do wzrostu.

Wyraźniejsze obniżenie prognozy dynamiki PKB dotyczy 2012 r. i wynika z negatywnego wpływu na gospodarkę krajową pogorszenia perspektyw wzrostu u naszych głównych partnerów

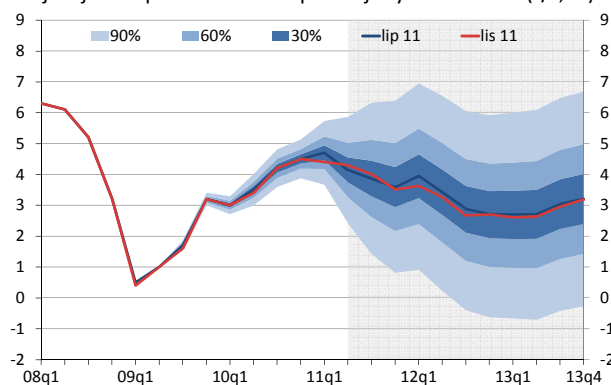
Tabela 4.1

Projekcja listopadowa na tle lipcowej.

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

Wykres 4.21

Projekcja listopadowa na tle lipcowej: dynamika PKB (r/r, %).



handlowych, w tym zwłaszcza w strefie euro. Efekt ten w części kompensowany będzie słabszym niż w projekcji lipcowej kursem złotego (skutek istotnego osłabienia waluty krajowej we wrześniu br., związanego z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro) oraz obniżeniem realnej stopy procentowej (wynik wzrostu inflacji i założenia o stałej stopie referencyjnej). W 2013 r. wygaśnie efekt słabszego kursu złotego, a wzrost za granicą wzrośnie do poziomu zbliżonego do zakładanego w lipcu, co zmniejszy różnicę pomiędzy dynamikami PKB w obu rundach progностycznych.

Inflacja

W 2011 r. prognozowany wzrost cen konsumenta pozostał na poziomie z projekcji lipcowej. Pomimo wyższych niż w poprzedniej rundzie progностycznej cen surowców rolnych na rynkach światowych, krajowe ceny żywności obniżyły się w wyniku relatywnie słabego poziomu popytu krajowego. Wpływ tego spadku na CPI ogółem został jednak skompensowany wzrostem inflacji bazowej w wyniku wyższych niż oczekiwano cen towarów importowanych.

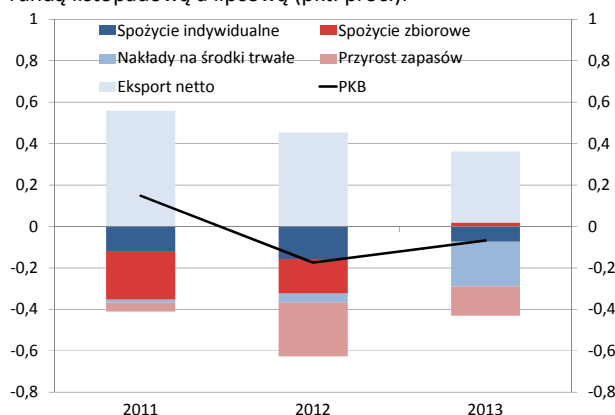
Deprecjacja kursu złotego, zwiększająca ceny importu oraz ceny surowców rolnych i energetycznych wyrażonych w złotych oddziaływać będzie w kierunku wyższej stopy inflacji w latach 2012-2013. Mniejszy wpływ będzie miało związane ze spowolnieniem gospodarczym obniżenie presji popytowej i kosztowej. W rezultacie inflacja CPI w latach 2012-2013 ukształtuje się średnio o 0,4 pkt. proc. powyżej rundy lipcowej.

4.5. Źródła niepewności projekcji

Ocenia się, że w horyzoncie projekcji bilans różnorodnych czynników ryzyka wskazuje na nieco wyższe prawdopodobieństwo ukształtowania się ścieżki PKB poniżej, natomiast

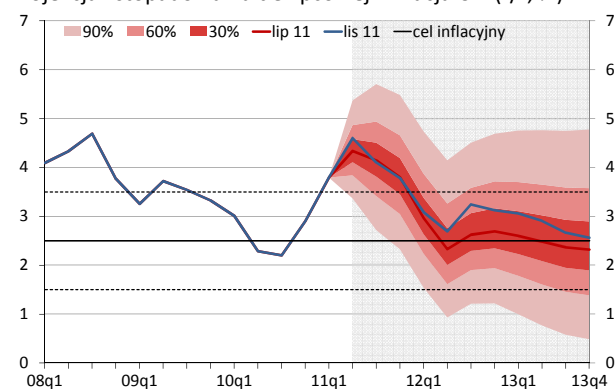
Wykres 4.22

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



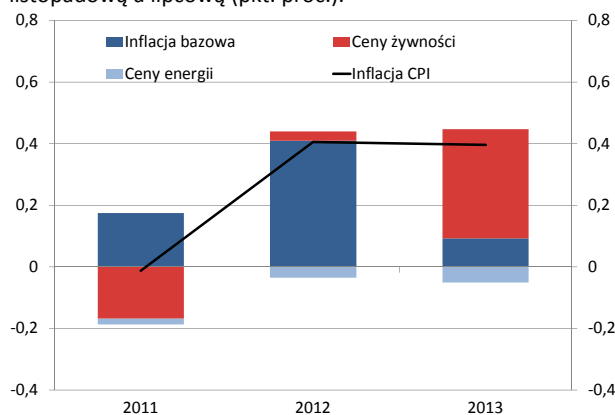
Wykres 4.23

Projekcja listopadowa na tle lipcowej: inflacja CPI (r/r, %).



Wykres 4.24

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



stopy inflacji – powyżej ścieżki centralnej projekcji (Tabela 4.2). Najważniejsze źródła niepewności projekcji wymieniono poniżej.

Otoczenie zewnętrzne i kurs walutowy

Otoczenie zewnętrzne pozostaje najważniejszym źródłem niepewności projekcji inflacji i PKB. Prognozy wzrostu gospodarczego dla krajów rozwiniętych, w tym zwłaszcza krajów członkowskich UE, wykazują tendencję zniżkową, zwłaszcza w krótkim horyzoncie projekcji. Istnieje prawdopodobieństwo powrotu kryzysu finansowego związanego z rosnącym zadłużeniem niektórych krajów strefy euro oraz narastającymi problemami płynnościowymi części banków europejskich, co może spowodować ograniczenie akcji kredytowej dla sektora prywatnego (także przez powiązane kapitałowo z bankami strefy euro banki działające w Polsce) i obniżenie tempa wzrostu gospodarczego. Trudna do przewidzenia pozostaje reakcja rządów i banków centralnych krajów rozwiniętych w tej sytuacji. Istotnym źródłem niepewności pozostaje także rozwój sytuacji na rynkach surowców rolnych i energetycznych.

Nieuniknionym źródłem niepewności projekcji inflacji i PKB jest przyszłe kształtowanie się kursu złotego, szczególnie przy obecnym poziomie niepewności na światowych rynkach finansowych.

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

Popyt wewnętrzny

W związku z oczekiwanym zacieśnieniem fiskalnym w horyzoncie projekcji, istotnym źródłem niepewności dla projekcji jest reakcja

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%)
11q4	0,00	0,03	0,33	0,49	0,33
12q1	0,05	0,25	0,60	0,45	0,55
12q2	0,08	0,34	0,68	0,41	0,59
12q3	0,02	0,14	0,46	0,38	0,44
12q4	0,02	0,15	0,47	0,36	0,46
13q1	0,03	0,20	0,52	0,39	0,49
13q2	0,08	0,29	0,60	0,43	0,52
13q3	0,16	0,40	0,68	0,46	0,52
13q4	0,21	0,46	0,72	0,48	0,51

popytu gospodarstw domowych i sektora przedsiębiorstw. Historycznie stabilny wzrost spożycia indywidualnego, rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych w gospodarce, wysoka płynność finansowa przedsiębiorstw oraz niskie realne stopy procentowe mogą przełożyć się na względnie wysoki wzrost konsumpcji i inwestycji przedsiębiorstw w przyszłości. Taki scenariusz byłby możliwy, gdyby w wyniku rozwoju sytuacji za granicą nastąpiła poprawa postrzegania Polski, łącząca się ze wzrostem napływu kapitału, w tym inwestycji bezpośrednich.

Polityka fiskalna

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

Ceny żywności i energii w Polsce

W związku z istotnym wpływem polityki regulacyjnej na kształtowanie się cen energii i żywności, podobnie jak w poprzednich rundach progностycznych pozostaje ona istotnym źródłem niepewności projekcji inflacji. Znacząca niepewność związana jest z przyszłą polityką Unii

Europejskiej w zakresie ochrony środowiska (w tym stosowania wymogów dotyczących emisji CO₂), działaniami regulacyjnymi na rynku żywności oraz przyszłą polityką taryfową URE.

4.6. Omówienie danych, które napłynęły po 28 września 2011 r.

Po dacie zamknięcia bazy danych dla projekcji (28 września br.) wyraźnie obniżyły się oczekiwania dla wzrostu gospodarczego w strefie euro w 2012 r. oraz spadły prognozowane w oparciu o kontrakty terminowe ceny surowców energetycznych dla lat 2012-2013. Informacje te zwiększają prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji i PKB poniżej ścieżki centralnej projekcji.

Tabela 4.3

Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB.

	2009	2010	2011	2012	2013
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	3,5	2,6	4,0	3,1	2,8
Ceny żywności (% r/r)	4,1	2,7	5,0	2,4	3,0
Ceny energii (% r/r)	5,5	6,2	8,6	5,6	3,9
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	2,7	1,6	2,4	2,6	2,5
PKB (% r/r)	1,6	3,8	4,1	3,1	2,8
Popyt krajowy (% r/r)	-1,1	4,4	3,9	2,2	2,0
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,1	3,2	3,5	2,7	2,6
Spożycie zbiorowe (% r/r)	1,9	3,8	0,7	0,7	2,6
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	-1,2	-1,0	7,5	3,8	1,6
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	2,7	-0,6	0,2	0,9	0,8
Eksport (% r/r)	-6,8	10,1	5,5	4,9	7,5
Import (% r/r)	-12,4	11,5	5,0	2,8	5,7
Płace brutto (% r/r)	5,2	4,2	5,4	6,0	6,1
Liczba pracujących (% r/r)	0,4	0,6	1,0	0,1	-0,2
Stopa bezrobocia (%)	8,2	9,5	9,5	9,2	9,0
NAWRU (%)	9,6	9,5	9,9	10,0	10,0
Stopa aktywności zawodowej (%)	55,0	55,7	56,0	55,9	55,6
Wydajność pracy (% r/r)	1,2	3,2	3,1	3,0	3,0
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	3,8	0,7	2,1	3,0	3,0
Produkt potencjalny (% r/r)	4,6	4,0	3,2	2,8	3,2
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-0,2	-0,4	0,5	0,7	0,4
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2009=1,00)	1,00	1,13	1,35	1,28	1,25
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2009=1,00)	1,00	1,37	1,86	1,91	1,92
Poziom cen za granicą (% r/r)	1,3	0,7	1,5	1,6	1,9
PKB za granicą (% r/r)	-4,4	2,2	1,9	1,4	2,0
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	-2,2	-2,6	-2,2	-1,3	-1,7
WIBOR 3M (%)	4,32	3,89	4,49	4,72	4,72

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 CZERWIEC-WRZESIEŃ 2011 R.

- **Data:** 8 czerwca 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o symetryczne zawężenie korytarza między stopą depozytową a stopą lombardową NBP o 0,5 punktu procentowego.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski

A. Rzońca

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: M. Belka

E. Chojna-Duch

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

J. Winiecki

- **Data:** 8 czerwca 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 9/2011 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Decyzja RPP:

Podwyższono stopy procentowe NBP o 25 punktów bazowych.

Wyniki głosowania członków RPP:**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: E. Chojna-Duch**• Data: 6 lipca 2011 r.****Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:**Za:** A. Kaźmierczak**Przeciw:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

• Data: 23 sierpnia 2011 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 10/2011 w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2012.

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:** 20 września 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 11/2011 w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez Narodowy Bank Polski pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych.

Wyniki głosowania członków RPP:**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw:

Z. Gilowska oraz A. Rzońca byli nieobecni na posiedzeniu.