

Raport o inflacji

listopad 2012 r.

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, listopad 2012 r.

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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 25 października 2012 r.

SPIS TREŚCI

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki.....	9
1.1. Aktywność gospodarcza na świecie	9
Ramka 1. Delewarowanie (ograniczanie zadłużenia) podmiotów prywatnych sektora niefinansowego w gospodarkach rozwiniętych	12
1.2. Procesy inflacyjne za granicą	16
1.3. Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe	18
Ramka 2. Programy płynnościowe głównych banków centralnych	21
1.4. Światowe rynki surowców	23
2. Gospodarka krajowa.....	25
2.1. Procesy inflacyjne	25
2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych	25
2.1.2. Inflacja bazowa	26
2.1.3. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu	26
2.1.4. Ceny importu	27
2.1.5. Oczekiwania inflacyjne	27
2.2. Popyt i produkcja	29
2.2.1. Popyt konsumpcyjny	30
2.2.2. Popyt inwestycyjny	31
2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych	33
2.2.4. Eksport i import	35
2.2.5. Produkcja	36
2.3. Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw	38
2.4. Rynek pracy	40
2.4.1. Zatrudnienie i bezrobocie	40
2.4.2. Płace i wydajność	42
2.5. Rynki aktywów	43
2.5.1. Stopy procentowe i ceny aktywów finansowych	43
2.5.2. Kurs walutowy	44
2.5.3. Ceny mieszkań	45
Ramka 3. Jak usztywnienie kursu złotego wobec euro przed kryzysem finansowym wpłynęłoby na cykl koniunkturalny w Polsce?	46
2.6. Kredyt i pieniądz	48
2.6.1. Kredyty	48
2.6.2. Depozyty i agregaty monetarne	50
2.7. Bilans płatniczy	51

3. Polityka pieniężna w okresie lipiec-listopad 2012 r.	55
4. Projekcja inflacji i PKB.....	67
4.1. Synteza.....	68
4.2. Otoczenie zewnętrzne	70
4.3. Gospodarka polska w latach 2012-2014.....	72
4.4. Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	80
4.5. Źródła niepewności projekcji	83
5. Wyniki głosowań RPP w okresie czerwiec - wrzesień 2012 r.	89

SYNTEZA

Aktywność gospodarcza na świecie w II kw. 2012 r. – i najprawdopodobniej również w III kw. – pozostała niska. W II kw. w strefie euro trwała recesja, a wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych w ujęciu kwartalnym nieznacznie spowolnił i nadal był umiarkowany. Równocześnie w największych gospodarkach wschodzących tempo rocznego wzrostu gospodarczego dalej się obniżało, choć wciąż było znacząco wyższe niż w krajach rozwiniętych. Na utrzymanie się niskiej – mimo pewnej poprawy – aktywności gospodarczej w III kw. wskazują napływające dane dotyczące III kw. br., w tym wskaźniki globalnej koniunktury oraz wstępne dane o PKB w Stanach Zjednoczonych. Wzrost gospodarczy w części gospodarek rozwiniętych jest nadal ograniczany przez proces zmniejszania zadłużenia w sektorze publicznym i prywatnym, a także przez utrzymującą się niekorzystną sytuację na rynku pracy i rynku nieruchomości. Niski popyt ze strony gospodarek rozwiniętych negatywnie oddziałuje na aktywność gospodarczą w krajach wschodzących. W gospodarkach rozwiniętych i rozwijających się niebędących eksporterami surowców, czynnikiem spowalniającym dynamikę PKB są wciąż wysokie – mimo przejściowego obniżenia się – ceny surowców.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* w większości gospodarek rozwiniętych, jak i wschodzących nastąpił dalszy spadek inflacji, choć w ostatnich miesiącach ponownie odnotowano jej lekki wzrost. Spadkowi inflacji sprzyjało przejściowe obniżenie się cen surowców na rynkach światowych oraz niska presja popytowa w wielu krajach.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* główne banki centralne nadal łagodziły politykę pieniężną, utrzymując stopy procentowe na historycznie niskim poziomie lub je obniżając. Ponadto rozszerzyły one istniejące już programy płynnościowe lub ogłosiły rozpoczęcie nowych. Jednocześnie wiele banków centralnych z gospodarek wschodzących oraz małych gospodarek rozwiniętych kontynuowało luzowanie polityki pieniężnej.

Do połowy września oczekiwane wprowadzenie nowych programów luzowania ilościowego przez główne banki centralne, zapowiedzi reform instytucjonalnych strefy euro i publikacje lepszych od oczekiwań danych z gospodarki amerykańskiej poprawiały nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych, przyczyniając się do wzrostu popytu na ryzykowne aktywa. Natomiast od połowy września br. publikacja kolejnych gorszych od oczekiwań danych gospodarczych ze strefy euro oraz krajów wschodzących, w tym z Chin, spowodowała zahamowanie poprawy nastrojów na światowych rynkach – mimo złagodzenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku pogorszenia nastrojów był wzrost niepewności co do skali przyszłego zacieśnienia fiskalnego w krajach strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym i w Stanach Zjednoczonych.

W Polsce roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach stopniowo się obniżała (do 3,8% we wrześniu br.), pozostając jednak powyżej górnej granicy odchyłeń od celu inflacyjnego. Do spadku inflacji przyczyniło się wygaśnięcie niekorzystnych efektów bazy podwyższających wcześniej dynamikę cen administrowanych oraz cen niektórych kategorii usług nieadministrowanych. Obniżeniu się dynamiki cen sprzyjała także obserwowana od maja br.

aprecjacja złotego oraz spowalniająca dynamika popytu w gospodarce. Równocześnie nastąpił spadek większości miar inflacji bazowej oraz rocznej dynamiki cen produkcji sprzedanej. Prognozy analityków sektora finansowego dotyczące inflacji w horyzoncie 12 miesięcy utrzymywały się na poziomie wyższym, ale zbliżonym do celu inflacyjnego (2,7%). Jednocześnie obniżyły się oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw oraz osób prywatnych, choć wciąż kształtują się one powyżej celu inflacyjnego (odpowiednio 3,2% i 3,8%).

W II kw. 2012 r. tempo wzrostu PKB ponownie się obniżyło. Według zaktualizowanych szacunków GUS wyniosło ono 2,3% r/r w II kw. br. wobec 3,6% r/r w I kw. br. Spadek rocznej dynamiki PKB wynikał z silnego ograniczenia dynamiki popytu krajowego, co wynikało z obniżenia się dynamiki zarówno konsumpcji, jak i inwestycji, oraz zmniejszenia przyrostu zapasów. Jednocześnie wzrost PKB w II kw. 2012 r. był podtrzymywany przez wysoki wkład eksportu netto, do którego przyczynił się spadek importu przy utrzymaniu niewielkiego – mimo osłabienia – wzrostu eksportu. Słabnącej aktywności gospodarczej towarzyszyło pogorszenie się w II kw. 2012 r. sytuacji finansowej przedsiębiorstw.

W II kw. 2012 r., wraz z obniżającym się wzrostem PKB, dynamika roczna liczby pracujących w gospodarce oraz w sektorze przedsiębiorstw wyhamowała. Równocześnie skutek dalszego wzrostu liczby aktywnych zawodowo, stopa bezrobocia była wyższa niż rok wcześniej. Napływające w ostatnim okresie dane wskazują na brak presji płacowej. Zarówno nominalna roczna dynamika wynagrodzeń w gospodarce, jak i nominalna roczna dynamika jednostkowych kosztów pracy w II kw. 2012 r. obniżyły się w porównaniu do I kw. 2012 r. Dane z sektora przedsiębiorstw w III kw. wskazują, że roczna dynamika zatrudnienia wyhamowała do zera. Nastąpił także dalszy spadek rocznej dynamiki wynagrodzeń w tym sektorze.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopę referencyjną NBP na niezmiennym poziomie 4,75%¹. Jednocześnie pojawienie się oczekiwań na obniżenie stopy referencyjnej NBP w kolejnych miesiącach znalazło odzwierciedlenie w spadku rynkowych stóp procentowych, zaś spread pomiędzy WIBOR a OIS 3M, przybliżający poziom premii za ryzyko kredytowe na rynku międzybankowym, nieznacznie spadł. Równocześnie rentowności polskich obligacji skarbowych obniżyły się, przejściowo osiągając najniższe historycznie poziomy. Spadły także stawki CDS dla Polski, które pozostają niższe niż przeciętnie w gospodarkach wschodzących. Ceny akcji na GPW w Warszawie kształtowały się pod wpływem nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych (do połowy września br. indeksy giełdowe pozostawały w trendzie wzrostowym, a następnie ustabilizowały się). W II i III kw. br. ceny na rynku mieszkaniowym nadal się obniżały.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* złoty aprecjonował na skutek – widocznej do połowy września br. – poprawy nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych. W omawianym czasie miały jednak miejsce okresy przejściowej deprecjacji złotego, do czego przyczyniały się publikacje danych wskazujących na silniejsze od oczekiwanego spowolnienie gospodarcze i związany z tym wzrost oczekiwań na łagodzenie polityki pieniężnej w Polsce. W kierunku osłabienia złotego oddziaływały także dokonane obniżki stóp procentowych w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.

¹ *Raport o inflacji* uwzględnia dane dostępne do 25 października 2012 r. Na posiedzeniu 7 listopada br. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc., w tym stopę referencyjną do poziomu 4,50%. Informacja o tej decyzji zawarta jest w rozdz. 3 niniejszego Raportu.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* wzrost krajowej akcji kredytowej pozostał umiarkowany, co dotyczy zarówno rocznej dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw, jak i kredytów dla gospodarstw domowych. Również roczne tempo wzrostu szerokiego pieniądza utrzymało się na umiarkowanym poziomie, choć wciąż było wyższe od rocznej dynamiki nominalnego PKB. Nadal obniżały się depozyty przedsiębiorstw, choć znacząco słabiej niż w poprzednim okresie. Równocześnie nastąpił wzrost depozytów gospodarstw domowych, który przełożył się na umiarkowany wzrost łącznej wartości aktywów finansowych tego sektora.

Spowolnieniu aktywności gospodarczej w kraju i za granicą w II kw. 2012 r. towarzyszyło wyraźne zmniejszenie deficytu na rachunku obrotów bieżących. Do zmniejszenia deficytu na rachunku obrotów bieżących przyczyniło się przede wszystkim obniżenie deficytu w obrotach towarowych, a także zmniejszenie ujemnego salda dochodów. Nadwyżka na rachunku finansowym w II kw. 2012 r. obniżyła się w stosunku do II kw. 2011 r., do czego przyczynił się głównie spadek środków lokowanych przez nierezydentów w polskich bankach. Jednocześnie najważniejszym źródłem napływu środków na rachunek finansowy pozostał – pomimo pewnego obniżenia – napływ inwestycji portfelowych. Po nieznacznym pogorszeniu części wskaźników nierównowagi zewnętrznej w I kw. 2012 r., w II kw. br. niektóre z nich uległy poprawie.

Raport o inflacji ma następującą strukturę: W Rozdziale 1 przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w Rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie lipiec-październik wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie br. umieszczone są w Rozdziale 3. *Opis dyskusji* na listopadowym posiedzeniu zostanie opublikowany 22 listopada br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań RPP w okresie czerwiec-wrzesień 2012 r. znajdują się w Rozdziale 5. Ponadto w Rozdziale 1 i 2 niniejszego *Raportu* zamieszczono trzy ramki: „Delewarowanie podmiotów prywatnych sektora niefinansowego w gospodarkach rozwiniętych”, „Programy płynnościowe głównych banków centralnych” oraz „Jak usztywnienie kursu złotego wobec euro przed kryzysem finansowym wpłynęłoby na cykl koniunkturalny w Polsce?”.

W Rozdziale 4 *Raportu* przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których RPP podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z listopadową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 18 października 2012 r. (cut-off date projekcji) – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,7-3,9% w 2012 r. (wobec 3,6-4,2% w projekcji lipcowej), 1,8-3,1% w 2013 r. (wobec 2,0-3,4%) oraz 0,7-2,4% w 2014 r. (wobec 1,0-2,7%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,0-2,6% w 2012 r. (wobec 2,3-3,6% w projekcji lipcowej), 0,5-2,5% w 2013 r. (wobec 1,0-3,2%) oraz 1,1-3,5% w 2014 r. (wobec 1,7-4,2%).

Rozdział 1

OTOCZENIE POLSKIEJ GOSPODARKI

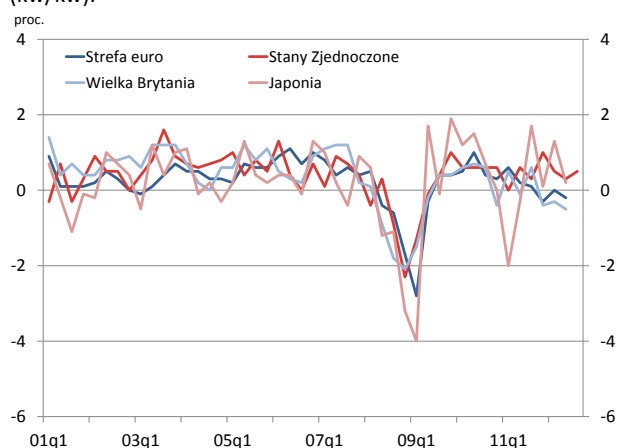
1.1. Aktywność gospodarcza na świecie

Aktywność gospodarcza na świecie w II kw. 2012 r. – i najprawdopodobniej również w III kw. – pozostała niska. W II kw. w strefie euro trwała recesja, a wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych nieznacznie spowolnił i nadal był umiarkowany (Wykres 1.1)². Równocześnie w największych gospodarkach wschodzących tempo wzrostu gospodarczego dalej się obniżało, choć wciąż było znacząco wyższe niż w krajach rozwiniętych (Wykres 1.9). Na utrzymanie się niskiej – mimo pewnej poprawy – aktywności gospodarczej w III kw. wskazują napływające dane dotyczące III kw. br., w tym wskaźniki globalnej koniunktury oraz wstępne dane o PKB w Stanach Zjednoczonych (Wykres 1.2).

Wzrost gospodarczy w części gospodarek rozwiniętych jest nadal ograniczany przez proces zmniejszania zadłużenia w sektorze publicznym i prywatnym (por. Ramka 1 *Delewarowanie podmiotów prywatnych sektora niefinansowego w gospodarkach rozwiniętych*), a także przez utrzymującą się niekorzystną sytuację na rynku pracy i rynku nieruchomości. Niski popyt ze strony gospodarek rozwiniętych niekorzystnie oddziałuje na aktywność gospodarczą w krajach

Wykres 1.1

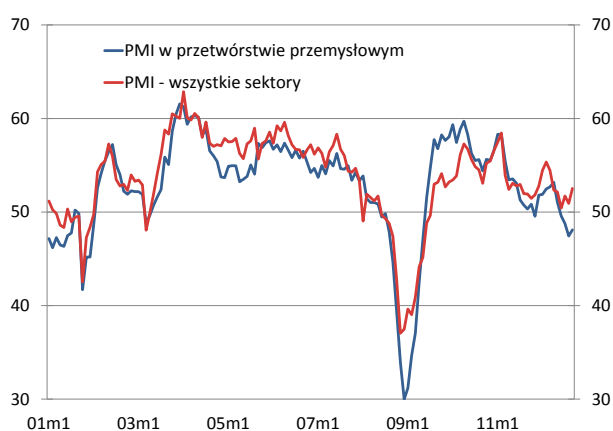
Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach rozwiniętych (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.2

Indeks PMI w gospodarce światowej.



Źródło: Dane Markit.

² Prezentowane w tym rozdziale kwartalne tempa wzrostu są wyrównane sezonowo.

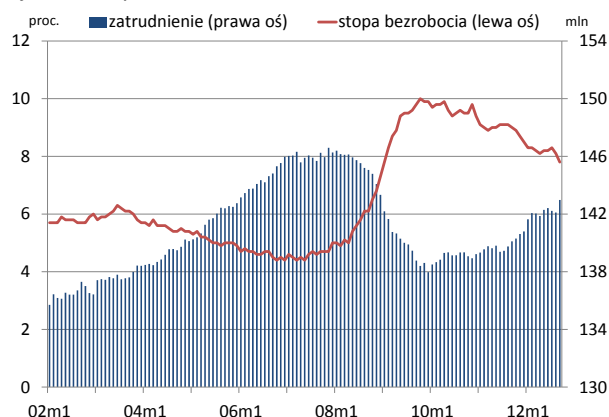
wschodzących. W gospodarkach rozwiniętych i rozwijających się niebędących eksporterami surowców, czynnikiem spowalniającym dynamikę PKB są ceny surowców, które w III kw. br. ponownie wzrosły.

Tempo wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych – po przejściowym obniżeniu się w II kw. – w III kw. 2012 r. nieznacznie przyspieszyło i wyniosło 0,5% kw/kw (wobec 0,3% kw/kw w II kw. br., Wykres 1.1)³. Wzrost konsumpcji utrzymał się na umiarkowanym poziomie, pozytywnie wpływając na wzrost popytu. Również wpływ wydatków rządowych na wzrost PKB w III kw. był dodatni, co wynikało głównie z silnego wzrostu wydatków na obronność. Tempo wzrostu inwestycji po raz kolejny obniżyło się, a ich wkład do dynamiki PKB był znikomy. Negatywnie na wzrost popytu wpłynął natomiast eksport netto (co wynikało głównie z silnego obniżenia się dynamiki eksportu) oraz zmiana zapasów.

Umiarkowaną aktywność gospodarczą w Stanach Zjednoczonych w III kw. potwierdzały również wcześniej napływające dane miesięczne. Brak wyraźnej poprawy na rynku pracy był przedstawiany przez Bank Rezerwy Federalnej jako główny powód dalszego poluzowania polityki pieniężnej w połowie września br. (por. rozdz. 1.3. *Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe*). Niemniej jednak pozytywnym sygnałem dotyczącym gospodarki amerykańskiej jest – wynikające ze wzrostu zatrudnienia – znaczne obniżenie się stopy bezrobocia we wrześniu br. (Wykres 1.3). Spadkowi stopy bezrobocia towarzyszyła istotna poprawa wskaźników koniunktury konsumenckiej. W ostatnich miesiącach miało także miejsce przyspieszenie sprzedaży detalicznej oraz wzrost cen na rynku nieruchomości (choć ceny te wciąż pozostają niskie w porównaniu z okresem sprzed kryzysu). Z kolei produkcja przemysłowa w III kw. br. obniżyła się, a wskaźnik PMI utrzymał się na

Wykres 1.3

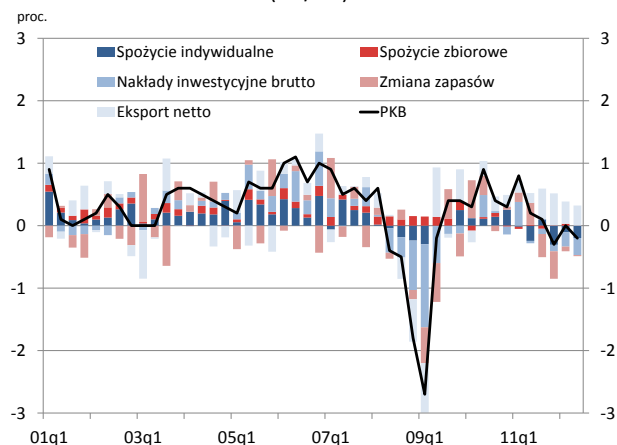
Stopa bezrobocia i poziom zatrudnienia w Stanach Zjednoczonych.



Źródło: Dane BLS.

Wykres 1.4

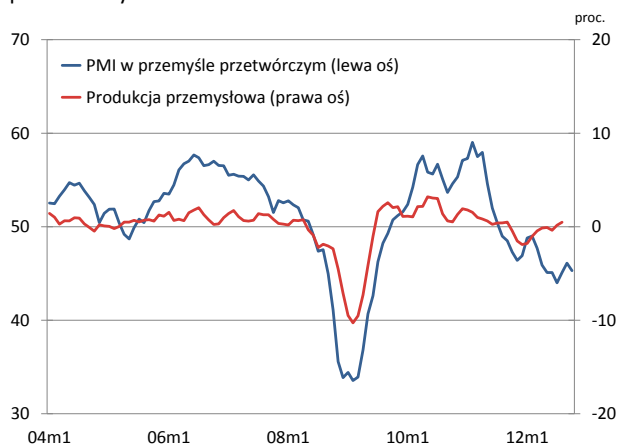
Wzrost PKB w strefie euro (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.5

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.

³ W ujęciu zannualizowanym wzrost PKB w III kw. 2012 r. wyniósł odpowiednio 2,0% kw/kw, wobec 1,3% kw/kw w II kw. 2012 r.

niskim – choć przekraczającym wartości charakteryzujące okresy recesji – poziomie.

W strefie euro tempo wzrostu PKB w II kw. 2012 r. wyniosło -0,2% (wobec 0,0% kw/kw w I kw. 2012 r.; Wykres 1.4). Negatywnie na wzrost gospodarczy wpłynęło obniżenie się inwestycji oraz – w nieco mniejszym stopniu – utrzymujący się spadek konsumpcji prywatnej. Konsumpcja publiczna pozostawała w stagnacji i jej wkład do wzrostu PKB był – podobnie jak wkład zmiany zapasów – zbliżony do zera. Równocześnie dodatni wkład do wzrostu PKB miał eksport netto, przy czym wzrost zarówno eksportu, jak i – choć w nieco mniejszym stopniu – import.

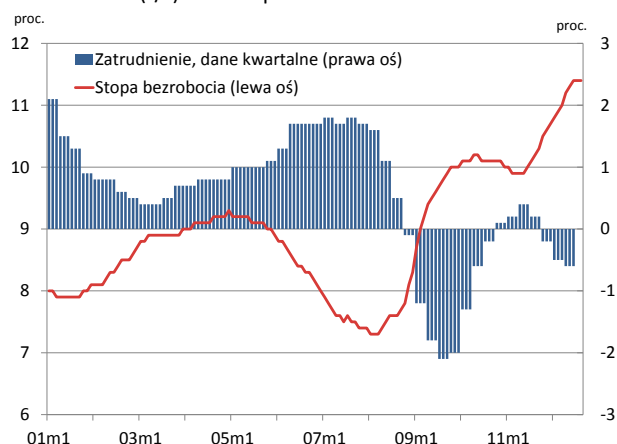
Podobnie jak w poprzednich kwartałach, w II kw. br. tempo wzrostu gospodarczego w poszczególnych krajach strefy euro było zróżnicowane. W okresie ostatnich dwóch lat PKB rósł na Słowacji, w Estonii, Niemczech i Austrii, podczas gdy w Portugalii i w Grecji systematycznie spadał.

W Niemczech na utrzymanie dodatniej – choć nieco niższej niż w I kw. br. – dynamiki PKB w II kw. złożył się zarówno dalszy wzrost popytu zagranicznego (przede wszystkim spoza strefy euro), jak również popytu konsumpcyjnego, wspieranego przez wciąż rosnące zatrudnienie, spadek bezrobocia i wzrost wynagrodzeń. We Francji, mimo wzrostu popytu wewnętrznego, spadek wkładu eksportu netto do wzrostu, doprowadził do utrzymania się stagnacji PKB.

W dużych gospodarkach dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, tzn. we Włoszech i Hiszpanii, trwała recesja. Negatywnie na popyt w tych krajach wpływała w szczególności utrzymująca się niekorzystna sytuacja na rynku pracy, proces ograniczania nierównowag w sektorze publicznym i prywatnym oraz spadek akcji kredytowej.

Wykres 1.6

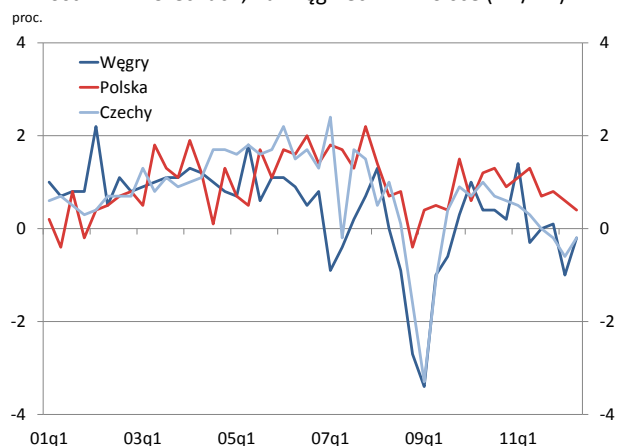
Zatrudnienie (r/r) oraz stopa bezrobocia w strefie euro.



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.7

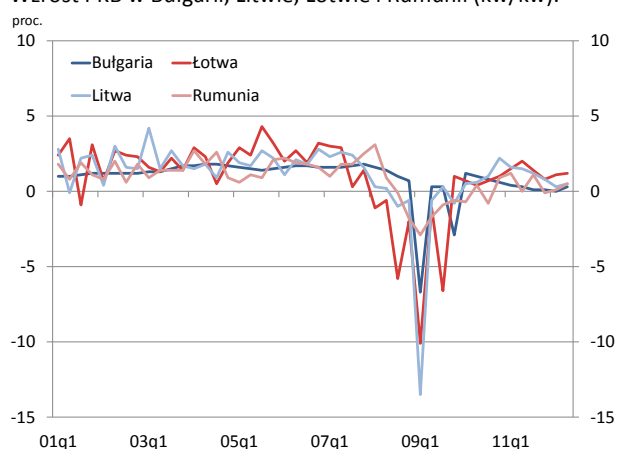
Wzrost PKB w Czechach, na Węgrzech i w Polsce (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.8

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



Źródło: Dane Eurostat.

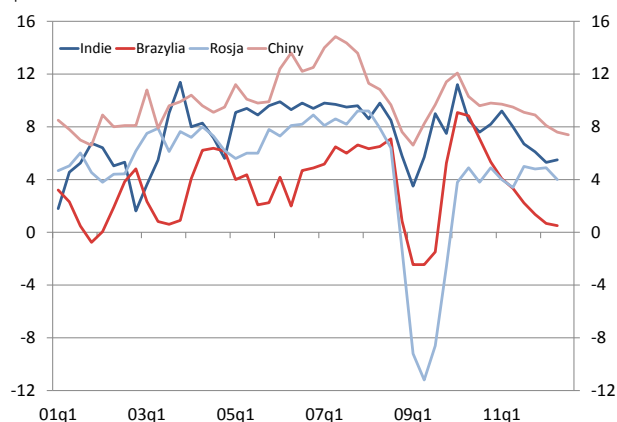
Napływające dane za III kw. sugerują utrzymanie się niskiej aktywności gospodarczej w strefie euro. Stagnacja sprzedaży detalicznej wskazywała na słabość popytu wewnętrznego, która w szczególności wynikała z pogarszającej się w wielu gospodarkach sytuacji na rynku pracy, w tym ze znacznego wzrostu stopy bezrobocia (dotyczyło to szczególnie krajów najsilniej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym; Wykres 1.6). Z kolei w ostatnich miesiącach produkcja przemysłowa wzrosła, choć wskaźnik PMI pozostał na poziomie sygnalizującym recesję (Wykres 1.5).

W nowych krajach członkowskich UE spoza strefy euro wzrost PKB w II kw. 2012 r. był także zróżnicowany (Wykres 1.7, Wykres 1.8). W części krajów (zwłaszcza na Łotwie i Litwie) tempo wzrostu PKB pozostało relatywnie wysokie, podczas gdy w Czechach oraz na Węgrzech produkcja wciąż się obniżała, co wynikało w szczególności z procesu zmniejszania deficytu sektora finansów publicznych oraz ograniczonego popytu z zagranicy (mającego istotne znaczenie zwłaszcza w przypadku Czech).

W największych gospodarkach rozwijających się wzrost PKB spowalniał (w Chinach, Brazylii i Rosji) lub też utrzymał się na niskim – w porównaniu z poprzednimi latami – poziomie (w Indiach) (Wykres 1.9). Wzrost PKB w Chinach ponownie obniżył się (do 7,4% r/r w III kw. br. wobec 7,6% r/r w II kw. br.). Negatywnie na koniunkturę w tej gospodarce oddziaływało w szczególności osłabienie popytu zagranicznego, w tym zwłaszcza z krajów Unii Europejskiej.

Wykres 1.9

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



Źródło: Dane Ecwin.

Ramka 1. Delewarowanie (ograniczanie zadłużenia) podmiotów prywatnych sektora niefinansowego w gospodarkach rozwiniętych

W I dekadzie XXI w. historycznie niskie stopy procentowe, innowacje w sektorze finansowym oraz niedostateczny nadzór finansowy przyczyniły się w wielu gospodarkach rozwiniętych do znacznego wzrostu zadłużenia podmiotów gospodarczych, w tym gospodarstw domowych i przedsiębiorstw (Tabela R.1.1). W szczególności silnie wzrosło zadłużenie gospodarstw domowych, które poprzez zaciąganie długu finansowały zakup nieruchomości. Wyższy popyt na nieruchomości prowadził do wzrostu ich cen. Tym samym rosła również wartość aktywów posiadanych przez gospodarstwa domowe, stanowiących potencjalne zabezpieczenie kredytu, co zwiększało zdolność

kredytową pożyczkobiorców i – przy niedostatecznym uwzględnianiu rosnącego ryzyka przez instytucje finansowe – prowadziło do dalszego wzrostu akcji kredytowej.

W drugiej połowie ubiegłej dekady, po pęknięciu bańki na rynku nieruchomości, początkowo w Stanach Zjednoczonych, a następnie w innych gospodarkach rozwiniętych (w tym m.in. w Irlandii i Hiszpanii; Wykres R.1.1) i eskalacji kryzysu finansowego na świecie, w części gospodarek rozpoczął się proces ograniczania zadłużenia podmiotów gospodarczych. Spadek dynamiki akcji kredytowej w tych gospodarkach obniża popyt i aktywność gospodarczą na świecie.

Tabela R.1.1

Zadłużenie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w wybranych gospodarkach rozwiniętych.

	zadłużenie gospodarstw domowych w relacji do dochodu rozporządzalnego (w %)			zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w relacji do PKB (w %)		
	2000	2007	2011**	2000	2007	2011**
Stany Zjednoczone*	101	138	118	113	117	107
Japonia*	144	137	124	173	148	153
Niemcy	116	103	94	79	78	75
Francja	70	93	101	82	90	104
Włochy	45	71	80	67	88	93
Wielka Brytania*	117	183	161	93	117	113
Kanada*	113	137	184	111	101	104
Australia	124	186	184	73	84	74
Belgia	68	84	92	79	72	73
Grecja	29	75	98	48	64	68
Irlandia*	b.d.	228	229	b.d.	167	298
Korea Południowa*	96	146	155	b.d.	144	159
Holandia	174	261	290	137	118	111
Portugalia	112	154	154	119	129	149
Hiszpania	86	147	140	73	128	133
Szwecja	109	160	169	119	139	148
Szwajcaria*	186	201	213	84	88	99
Strefa euro	85	106	108	79	91	97

* Dług nieskonsolidowany.

** III kw. 2011 r.

Źródło: OECD (2012).

W latach 2000-2007 wzrost relacji zadłużenie do PKB był ograniczany przez szybko rosnący PKB, natomiast w latach 2007-2011 w kierunku zwiększenia relacji zadłużenia do PKB oddziaływał spadek aktywności gospodarczej w wielu gospodarkach.

Doświadczenia z przeszłości potwierdzają, że nadmierne zadłużenie podmiotów prywatnych, a następnie proces jego ograniczenia może silnie negatywnie wpłynąć na koniunkturę gospodarczą, czego skrajnym przykładem jest kryzys z lat 30-tych XX w.⁴ Wówczas zmniejszenie nadmiernego zadłużenia odbywało się głównie poprzez masowe bankructwa zadłużonych podmiotów, co sprawiało, że proces ten był gwałtowny i prowadził do znacznego spadku PKB. Obecnie delewarowanie w wielu krajach przebiega bardziej stopniowo i jest przeprowadzane w innych warunkach gospodarczych. Przede wszystkim towarzyszy mu aktywna i silnie ekspansywna polityka pieniężna. Obecne ograniczenie aktywności gospodarczej – następujące po okresie silnego ożywienia gospodarczego – nie jest tak znaczące, jak w latach 30-tych ubiegłego wieku. Mimo to wysoki poziom zadłużenia sugeruje, że aktualnie trwający proces delewarowania może być długotrwały i w związku z tym może powodować obniżenie wzrostu gospodarczego w dłuższym okresie.

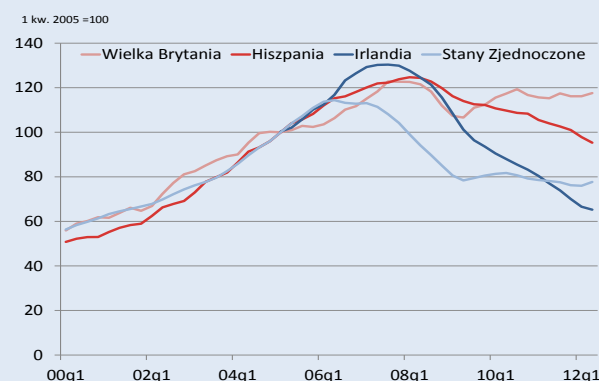
W ujęciu teoretycznym zadłużanie się umożliwia przedsiębiorcom pozyskanie kapitału na inwestycje, co w przypadku, gdy okażą się one rentowne, przyczynia się do zwiększenia efektywności alokacji kapitału, potencjału produkcyjnego gospodarki i wzrostu PKB. Gospodarstwom domowym zadłużanie pozwala wygładzać konsumpcję w ramach tzw. cyklu życia, a także cyklu koniunkturalnego, co zmniejsza zmienność konsumpcji w czasie.

⁴ W niniejszej ramce omawiane są kwestie związane z zadłużeniem prywatnych podmiotów, jednak należy podkreślić, że problem nadmiernego zadłużenia może dotyczyć także sektora publicznego, co widoczne jest choćby obecnie w niektórych krajach strefy euro. Ponadto problem nadmiernego zadłużenia sektora prywatnego może się przerodzić w problem zadłużenia sektora publicznego (jak to miało miejsce w Irlandii w ostatnich latach). Więcej na temat negatywnych skutków nadmiernego zadłużenia sektora publicznego można znaleźć np. w Reinhart i Rogoff (2009) lub Kumar i Woo (2010).

Zadłużanie może jednak negatywnie wpływać na procesy gospodarcze, gdy staje się nadmierne. Taka sytuacja występuje, gdy podmioty gospodarcze zbyt optymistyczne postrzegają perspektywy swojej własnej sytuacji lub sytuacji ogólnogospodarczej. Przedsiębiorstwa zaciągają wówczas dług na sfinansowanie nierentownych – jak się okazuje *ex post* – projektów inwestycyjnych, a gospodarstwa domowe na sfinansowanie nadmiernych – w stosunku do ich długookresowego ograniczenia budżetowego – wydatków, w tym konsumpcyjnych i mieszkaniowych. Dodatkowo podmioty gospodarcze mogą finansować kredytem spekulacyjne zakupy aktywów, w tym nieruchomości, co może prowadzić do utworzenia się bańki cenowej na rynku tych aktywów. Wraz z pęknięciem bańki, wartość aktywów zadłużonych podmiotów gospodarczych obniża się, przy jednocześnie niezmienniej wysokości zadłużenia (lub nawet jego wzroście wskutek wzrostu kosztów obsługi zadłużenia odzwierciedlających wzrost awersji do ryzyka wśród pożyczkodawców). W rezultacie zmniejsza się majątek netto pożyczkobiorców, powodując presję na ograniczenie ich wydatków i zadłużenia. Ponadto gdy ceny aktywów spadają (np. papierów dłużnych opartych na kredytach, akcji instytucji finansowych) zmniejsza się wartość majątku oszczędzających, co z kolei powoduje ograniczenie ich wydatków. To ogranicza popyt i dochody w gospodarce, a tym samym może prowadzić do jeszcze większych problemów ze spłatą zadłużenia oraz dalszego spadku cen aktywów. Proces ograniczania zadłużenia negatywnie wpływa na zagregowany popyt w gospodarce tym bardziej, że pożyczkobiorcy zazwyczaj charakteryzują się wyższą skłonnością do konsumpcji lub inwestycji niż pożyczkodawcy. Obecnie znaczne ograniczenie akcji kredytowej można zaobserwować w krajach, w których przyrost zadłużenia sektora prywatnego był największy, jak Hiszpania, Irlandia czy Wielka Brytania.

Wykres R.1.1

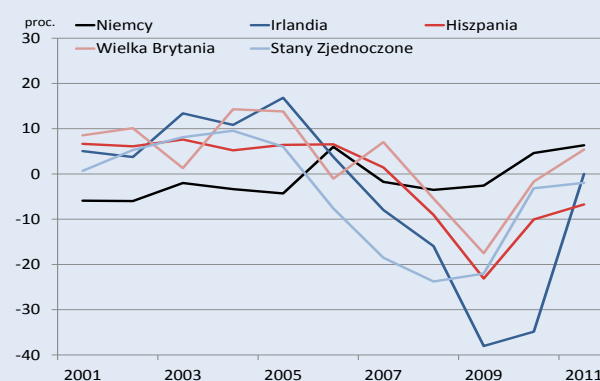
Ceny nieruchomości w wybranych krajach (I kw. 2005 = 100).



Źródło: BIS, Fred.

Wykres R.1.2

Nakłady brutto na środki trwałe w sektorze mieszkaniowym (r/r).



Źródło: OECD.

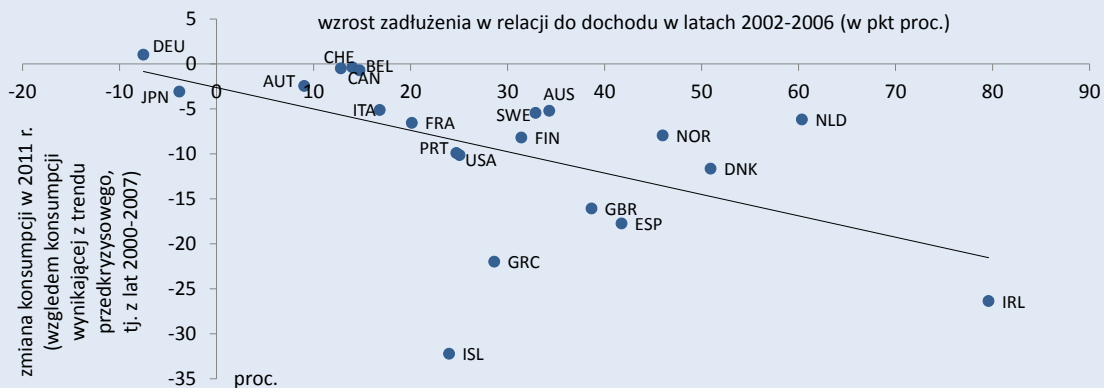
Badania potwierdzają, że wysoki poziom zadłużenia może zniechęcać pożyczkobiorców do dalszego zadłużania się w celu wygładzenia konsumpcji lub finansowania zyskownych inwestycji (BIS 2012, Isaksen et al. 2011). MFW (2012) oraz Mian et al. (2011) dowodzą, że recesje, które są poprzedzane znacznym przyrostem zadłużenia gospodarstw domowych są głębsze i dłuższe (Wykres R.1.3). McKinsey (2010, 2012) sugeruje, że w przeszłości delewarowanie rozpoczynało się zazwyczaj 2 lata po wybuchu kryzysu finansowego i trwało średnio 6-7 lat. Po okresie ograniczenia zadłużenia podmiotów gospodarczych, wzrost gospodarczy wraca jednak do długookresowego trendu. Z kolei Koo (2008) pokazuje na przykładzie znacznego wzrostu zadłużenia w Japonii pod koniec lat 80-tych XX w. i późniejszego pęknięcia bańki na rynku aktywów w tym kraju, że proces ograniczania zadłużenia może negatywnie oddziaływać na zagregowany popyt w gospodarce nawet przez 16 lat.

Trudno jest jednoznacznie oszacować poziom, powyżej którego zadłużenie prywatnych podmiotów może negatywnie wpływać na wzrost gospodarczy. Niektórzy autorzy (Cecchetti et al. 2011) szacują jednak, że średnio w krajach OECD, po przekroczeniu przez dług przedsiębiorstw granicy ok. 90% PKB, a w przypadku gospodarstw domowych – ok. 85% PKB, zadłużenie zaczyna negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy w kolejnych latach (choć autorzy zastrzegają niską istotność statystyczną wyniku dla gospodarstw domowych)⁵.

⁵ Należy podkreślić, że ze względu na różnice strukturalne, poziom ten może się znacząco różnić między krajami, ponadto może być on zmienny w czasie.

Wykres R.1.3

Wzrost zadłużenia gospodarstw domowych w latach 2002-2006 oraz obniżenie ich konsumpcji w 2011 r.



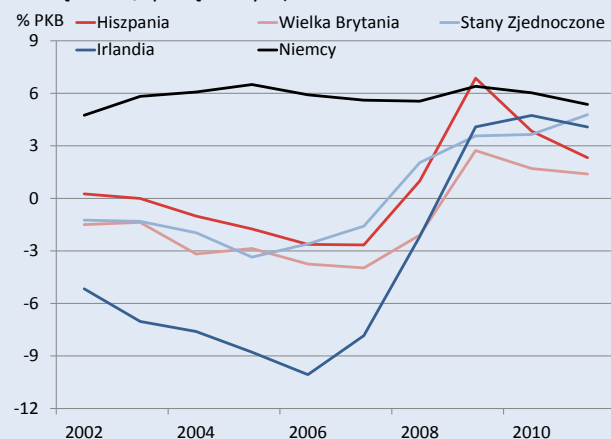
Źródło: MFW (2012), Eurostat.

W przypadku Australii i Kanady dane za 2010 r.

Z punktu widzenia banku centralnego, istotne jest to, że dążenie podmiotów gospodarczych do zmniejszenia zadłużenia może ograniczać skuteczność akomodacyjnej polityki pieniężnej w pobudzaniu popytu w czasie kryzysu gospodarczego, na co wskazuje obecna sytuacja gospodarcza w niektórych krajach. W przeciwieństwie do lat poprzedzających kryzys finansowy, kiedy wzrost gospodarczy był wspierany przez rosnącą akcję kredytową, w ostatnich latach, mimo historycznie niskich stóp procentowych oraz znacznego zwiększenia bazy monetarnej przez największe banki centralne, podmioty prywatne w niektórych gospodarkach nie zaciągają kredytów, natomiast spłacają uprzednio zaciągnięte zobowiązania (Wykres R.1.4, Wykres R.1.5). Proces ograniczania zadłużenia, występujący obecnie w warunkach spowolnienia aktywności gospodarczej na świecie, dodatkowo ogranicza konsumpcję i inwestycje w wielu krajach, pogłębiając spadek aktywności gospodarczej (Wykres R.1.2, Wykres R.1.6).

Wykres R.1.4

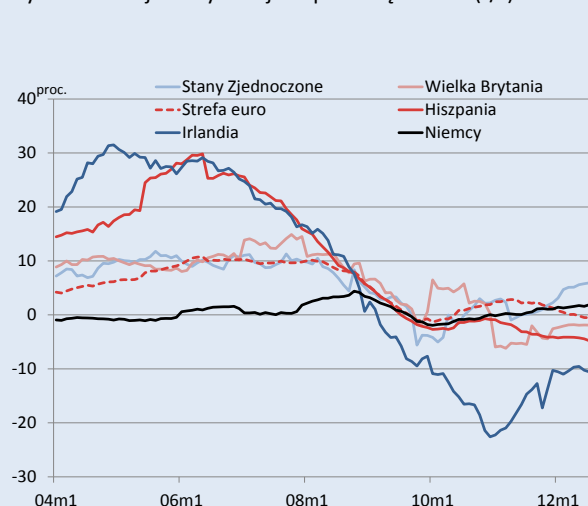
Kredyty netto gospodarstw domowych w relacji do PKB (wartości ujemne oznaczają zadłużanie się, zaś dodatnie – oszczędności/spłatę kredytu).



Źródło: Ameco.

Wykres R.1.5

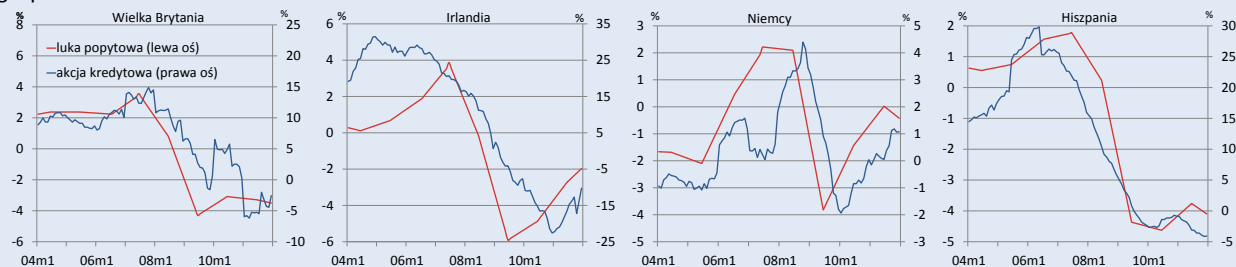
Dynamika akcji kredytowej dla przedsiębiorstw (r/r).



Źródło: EBC, Bank Anglii.

Wykresy R.1.6

Dynamika akcji kredytowej dla sektora prywatnego (r/r) oraz luka popytowa (% potencjalnego PKB) w wybranych gospodarkach.



Źródło: Ameco, EBC, Bank Anglii.

Podsumowując, możliwość zaciągania długu przez podmioty prywatne wspiera długofalowy wzrost gospodarczy oraz może zmniejszać wahania koniunkturalne. Jednak nadmierny przyrost zadłużenia może zwiększyć skalę lub trwałość wahań koniunktury gospodarczej, w skrajnym przypadku powodując najpierw boom kredytowy, a następnie kryzys finansowy. Z tego względu istotna jest właściwa polityka gospodarcza, w tym polityka pieniężna i nadzorcza przeciwdziałająca nadmiernemu wzrostowi zadłużenia podmiotów prywatnych.

Biorąc pod uwagę silny przyrost zadłużenia podmiotów prywatnych przed kryzysem finansowym, można oczekiwać, że wzrost gospodarczy w najbliższych latach będzie w wielu gospodarkach rozwiniętych nadal ograniczany przez skutki wysokiego zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w tych krajach.

Bibliografia:

- Cecchetti S., Mohanty M., Zampolli F., (2011), *The real effects of debt*, BIS Working Papers 353, wrzesień.
 Drehmann M., Juselius M., (2012), *Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability?*, BIS Quarterly Review, wrzesień.
 Isaksen J., Kramp P., Sørensen L., Sørensen S., (2011), *Household Balance Sheets and Debt—An International Country Study*, Danmarks Nationalbank, Monetary Review, 4.
 Koo R., (2008), *The Holy Grail of Macroeconomics. Lessons from Japan's Great Depression*, John Wiley & Sons, Singapur.
 Kumar M., Woo J., (2010), *Public debt and growth*, IMF Working Papers 10/174, lipiec.
 McKinsey Global Institute, (2010), *Debt and deleveraging, The global credit bubble and its economic consequences*, styczeń.
 McKinsey Global Institute, (2012), *Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth*, styczeń.
 MFW, (2012), *Dealing with Households debt*, World Economic Outlook, kwiecień.
 Mian A., Rao K., Sufi A., (2011), *Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump*, University of Chicago Booth School of Business Working Paper.
 Reinhart C., Rogoff K., (2009), *This time is different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

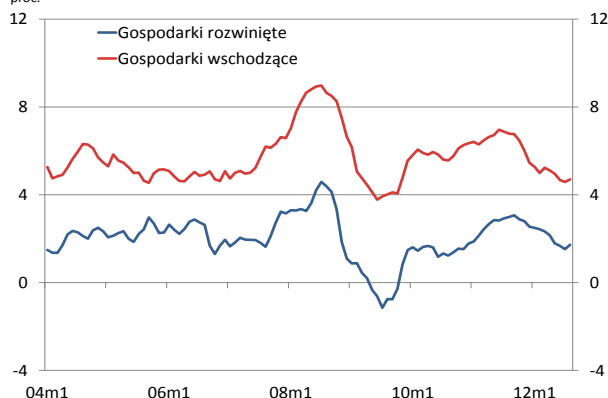
1.2. Procesy inflacyjne za granicą

Od publikacji poprzedniego *Raportu* zarówno w większości gospodarek rozwiniętych, jak i wschodzących nastąpił dalszy spadek inflacji, choć w ostatnich miesiącach ponownie odnotowano jej lekki wzrost (Wykres 1.10). Spadkowi inflacji sprzyjało przejściowe obniżenie się cen surowców na rynkach światowych oraz niska presja popytowa w wielu krajach, natomiast jej pewien wzrost pod koniec analizowanego okresu w znacznej liczbie gospodarek wynikał z ponownego przyspieszenia cen energii.

W III kw. inflacja w Stanach Zjednoczonych była niska, choć we wrześniu wzrosła do 2,0% r/r

Wykres 1.10

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



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

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

(wobec 1,4% r/r w lipcu br.; Wykres 1.11). Wzrost inflacji był związany w szczególności z przyspieszeniem wzrostu cen paliw. Równocześnie we wrześniu wyhamowało stopniowe obniżanie się inflacji bazowej, następujące w warunkach umiarkowanego wzrostu popytu w gospodarce. W kierunku obniżenia inflacji oddziaływał systematyczny spadek dynamiki cen żywności.

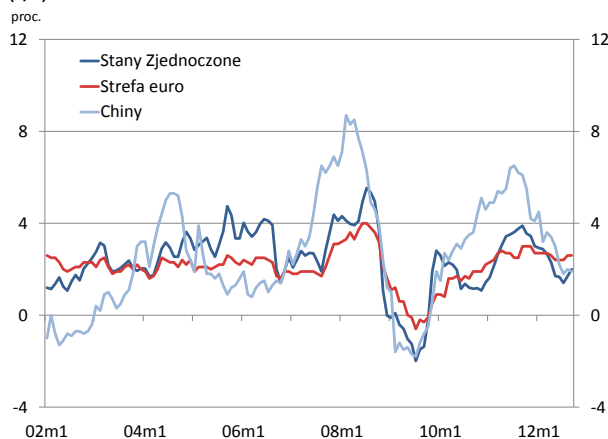
W strefie euro inflacja, po pewnym obniżeniu w poprzednich miesiącach, w sierpniu i wrześniu ponownie wzrosła (do 2,6% r/r, wobec 2,4% r/r w okresie maj-lipiec br.), utrzymując się na podwyższonym poziomie (Wykres 1.11). Wzrost inflacji był rezultatem ponownego przyspieszenia dynamiki cen energii (które nastąpiło wraz z wcześniejszą deprecjacją euro względem dolara w ujęciu rocznym), jak również podwyżek podatków pośrednich i cen administrowanych w części krajów. Niska presja popytowa sprzyjała natomiast obniżaniu się inflacji bazowej.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* inflacja w gospodarkach wschodzących obniżała się, co wynikało ze spowalniania aktywności gospodarczej oraz obniżenia się dynamiki cen energii w tych gospodarkach. W szczególności dalej spadała inflacja w Chinach, we wrześniu kształtując się na poziomie 1,9% r/r (wobec 3,0% r/r w maju br.). Obniżenie się inflacji wynikało przede wszystkim z ograniczenia dynamiki cen żywności i energii, przy stabilnym poziomie inflacji bazowej. W niektórych gospodarkach wschodzących (w szczególności w części gospodarek Ameryki łacińskiej) inflacja, choć obniżyła się, pozostała podwyższona.

W ostatnich miesiącach w krajach Europy Środkowo-Wschodniej inflacja – pomimo ograniczonej presji płacowej – wzrosła, do czego przyczyniło się w szczególności przyspieszenie dynamiki cen żywności (Wykres 1.12). W Czechach i na Węgrzech roczny wskaźnik inflacji pozostawał podwyższony ze względu na wcześniejszy wzrost podatków pośrednich oraz słabszy niż przed rokiem kurs walutowy.

Wykres 1.11

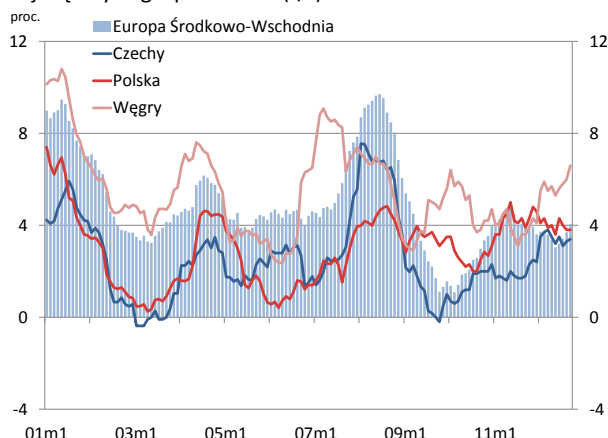
Inflacja CPI (Stany Zjednoczone i Chiny) oraz HICP (strefa euro) (r/r).



Źródło: Dane OECD, Eurostat.

Wykres 1.12

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



Źródło: Dane krajowych urzędów statystycznych.

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

1.3. Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe

Od publikacji poprzedniego *Raportu* główne banki centralne nadal łagodziły politykę pieniężną, utrzymując stopy procentowe na historycznie niskim poziomie lub je obniżając. Ponadto rozszerzyły one istniejące już programy płynnościowe lub ogłosiły rozpoczęcie nowych (Wykres 1.13, Wykres 1.14, Ramka 2 *Programy płynnościowe głównych banków centralnych*).

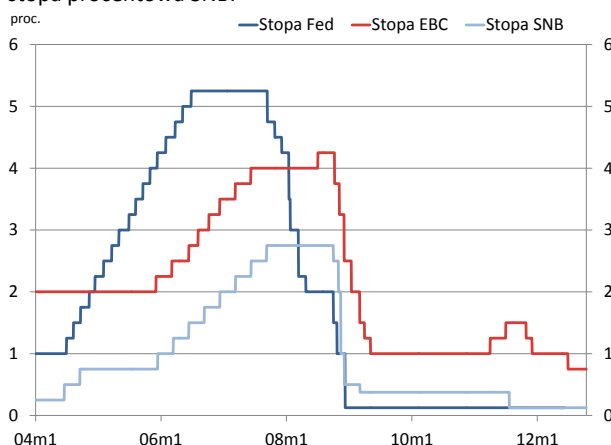
Fed pozostawił krótkoterminowe stopy procentowe na poziomie bliskim zera (0,00-0,25%) i przesunął deklarowany najwcześniejszy termin, w którym powinny one być podniesione, z końca 2014 r. na połowę 2015 r. Uruchomił również nowy program zakupu aktywów, w ramach którego skupowane będą sekurytyzowane papiery wartościowe MBS (*mortgage-backed securities*) gwarantowane przez agencje wspomagane przez rząd. Ponadto amerykański bank centralny kontynuował program wydłużenia terminu zapadalności posiadanych obligacji skarbowych, utrzymując dotychczasowy termin jego wygaśnięcia (koniec 2012 r.) i łączną skalę zakupów na poziomie 667 mld USD.

EBC w lipcu br. obniżył stopy procentowe o 0,25 pkt proc., w tym stopę operacji refinansujących do poziomu 0,75% oraz stopę depozytową do poziomu 0,00%. Zapowiedział również wprowadzenie nowego programu zakupu obligacji skarbowych krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, równocześnie kończąc poprzedni program zakupu tych obligacji. EBC kontynuował program zakupu listów zastawnych. Zdecydował również o rozszerzeniu zakresu zabezpieczeń na potrzeby operacji kredytowych.

Bank Anglii nie zmienił krótkoterminowych stóp procentowych, utrzymując główną stopę procentową na poziomie 0,50%. Ponadto zwiększył skalę programu zakupu aktywów o 50 mld GBP, do

Wykres 1.13

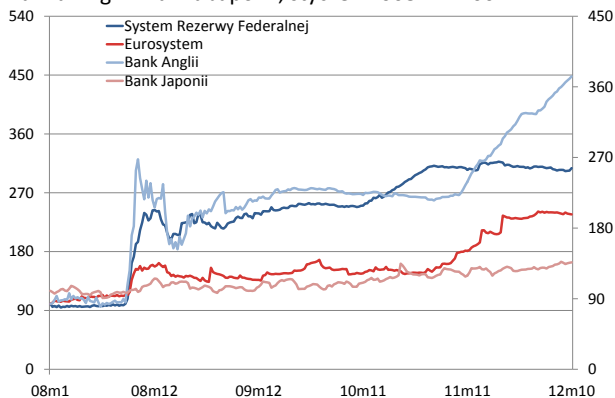
Stopa funduszy federalnych Fed, stopa refinansowa EBC i stopa procentowa SNB.



Źródło: Dane banków centralnych.

Wykres 1.14

Suma bilansowa Systemu Rezerwy Federalnej, Eurosystemu, Banku Anglii i Banku Japonii, styczeń 2008 r. = 100.



Źródło: Dane banków centralnych.

poziomu 375 mld GBP, a także wprowadził nowy program płynnościowy, stanowiący dodatkowy element luzowania ilościowego.

Także Bank Japonii utrzymywał krótkoterminowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie (0,00-0,10%), zwiększając równocześnie program zakupu aktywów o łącznie 21 bln JPY (do 91 bln JPY). Ponadto Bank Japonii ogłosił nowy program płynnościowy mający na celu zwiększenie akcji kredytowej japońskiego sektora bankowego.

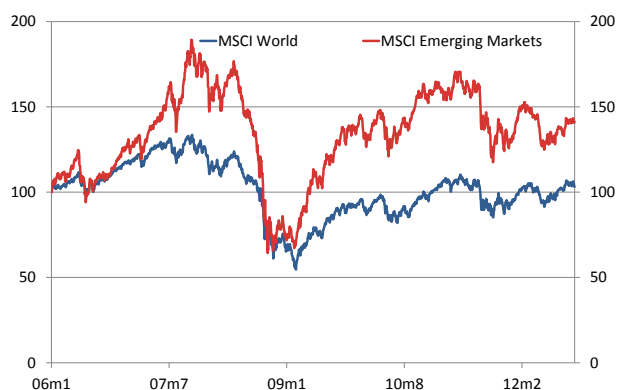
Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) utrzymał pasmo wahań dla 3-miesięcznej stopy LIBOR w przedziale 0,00-0,25%. Jednocześnie stopa depozytowa SARON⁶ kształtowała się blisko zera lub na lekko ujemnym poziomie. Ponadto SNB podtrzymywał gotowość do dalszych nieograniczonych interwencji walutowych w celu obrony dolnej granicy kursu walutowego na poziomie 1,20 EUR/CHF.

Wiele banków centralnych z gospodarek wschodzących oraz małych gospodarek rozwiniętych kontynuowało luzowanie polityki pieniężnej lub nie zmieniało stóp procentowych⁷.

Do połowy września br. oczekiwane wprowadzenie wymienionych wyżej nowych programów luzowania ilościowego przez główne banki centralne, zapowiedzi reform instytucjonalnych strefy euro i publikacje lepszych od oczekiwań danych z gospodarki amerykańskiej poprawiały nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych, przyczyniając się do wzrostu popytu na ryzykowne aktywa. Tendencje te znalazły odzwierciedlenie we wzrostach cen akcji na światowych giełdach. Natomiast od połowy września br. publikacja kolejnych gorszych od oczekiwań danych gospodarczych ze strefy euro oraz krajów wschodzących, w tym z Chin, spowodowała wyhamowanie poprawy nastrojów na światowych giełdach – mimo złagodzenia

Wykres 1.15

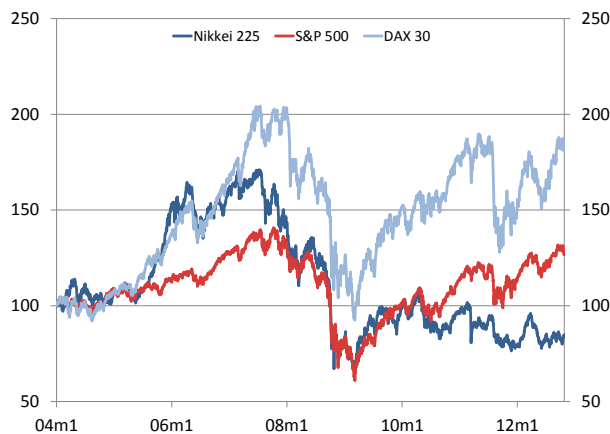
Indeksy giełdowe na świecie (MSCI World) i na rynkach wschodzących (MSCI Emerging Markets), styczeń 2006 r. = 100.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 1.16

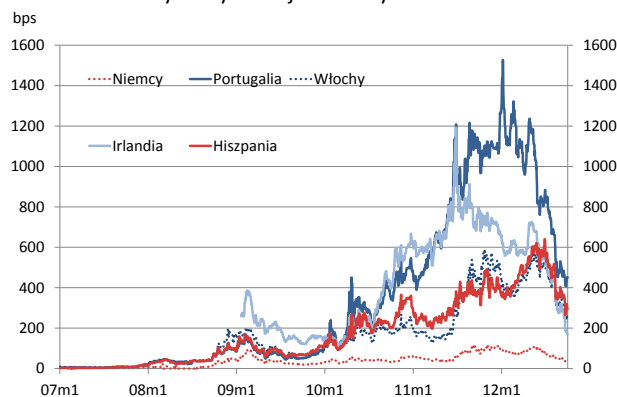
Indeksy giełdowe w Niemczech (DAX 30), Japonii (Nikkei 225) i Stanach Zjednoczonych (S&P 500), styczeń 2004 r. = 100.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 1.17

Stawki CDS w wybranych krajach strefy euro.



Źródło: Dane Bloomberg.

⁶ Swiss Average Rate Overnight.

⁷ Niektóre banki centralne zaostrzyły politykę pieniężną (Bank Rosji) lub zasygnalizowały możliwość takiego zaostrzenia (Narodowy Bank Rumunii i Bank Meksyku).

polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku pogorszenia nastrojów był wzrost niepewności co do skali przyszłego zacieśnienia fiskalnego w krajach strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym i w Stanach Zjednoczonych (Wykres 1.15, Wykres 1.16).

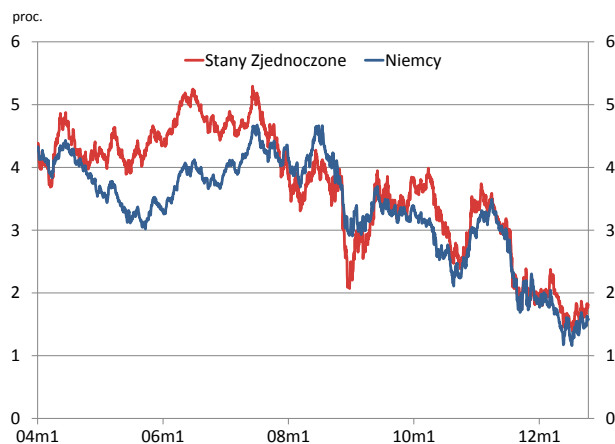
Oczekiwania inwestorów na wprowadzenie, a następnie ogłoszenie gotowości do uruchomienia programu zakupu obligacji skarbowych przez EBC oraz kontynuacja działań mających na celu ograniczenie nierównowagi sektora finansów publicznych w krajach strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym wpłynęły na znaczne obniżenie oceny ryzyka kredytowego tych krajów. Wzrost wiarygodności kredytowej znalazł odzwierciedlenie w silnym spadku stawek CDS dla ich obligacji skarbowych. Obniżenie oceny ryzyka kredytowego przez inwestorów dotyczyło również krajów strefy euro niedotkniętych kryzysem zadłużeniowym (Wykres 1.17).

Z uwagi na obniżenie awersji do ryzyka, rentowności aktywów uznawanych przez inwestorów za bezpieczne (amerykańskich i niemieckich obligacji skarbowych) nieco wzrosły, jednak pozostają one blisko historycznie niskich poziomów (Wykres 1.18).

Równocześnie wzrost apetytu na ryzyko przekładający się na odpływ inwestorów do bardziej ryzykownych aktywów znalazł odzwierciedlenie w deprecjacji kursu dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego wobec euro. Tym samym kurs franka szwajcarskiego wobec euro oddalił się nieco od deklarowanej przez Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) dolnej granicy 1,20 EUR/CHF (Wykres 1.19). Deprecjacji dolara amerykańskiego wobec euro sprzyjało również oczekiwanie na wprowadzenie kolejnej rundy łagodzenia ilościowego w Stanach Zjednoczonych. Równocześnie kursy wielu walut wschodzących umocniły się (Wykres 1.20). Aprecjacja walut rynków wschodzących i euro wyhamowała w połowie września br. wraz z

Wykres 1.18

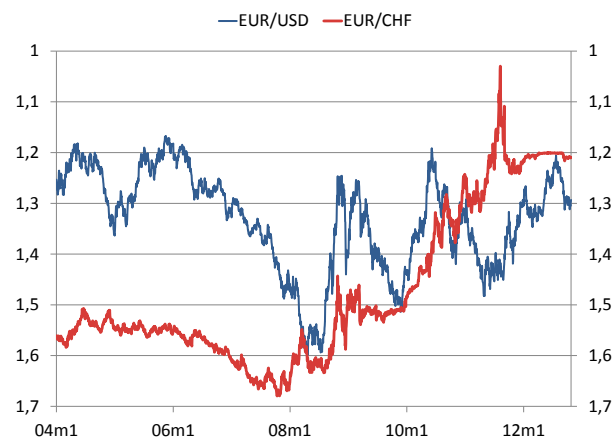
Rentowność 10-letnich obligacji w Stanach Zjednoczonych i w Niemczech.



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 1.19

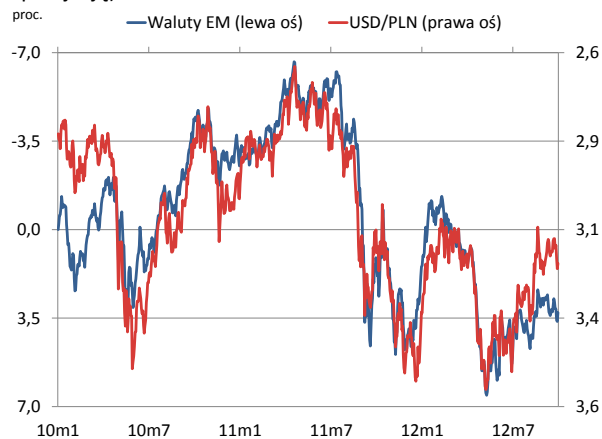
Kurs euro względem dolara i franka szwajcarskiego (wzrost oznacza aprecjację walut kwotowanych).



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 1.20

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



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

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

zahamowaniem poprawy nastrojów na rynkach finansowych.

Ramka 2. Programy płynnościowe głównych banków centralnych

W ostatnich miesiącach główne banki centralne wprowadziły nowe programy tzw. luzowania ilościowego polityki pieniężnej. Poniżej przedstawiono najważniejsze elementy tych programów.

System Rezerwy Federalnej: Large-Scale Asset Purchase Programme 3 (LSAP 3)

13 września 2012 r. Federalny Komitet Otwartego Rynku (*Federal Open Market Committee, FOMC*) ogłosił nowy program zakupu sekurytyzowanych papierów wartościowych, których aktywami bazowymi są kredyty hipoteczne (ang. *mortgage-backed securities, MBS*). Obligacje te są gwarantowane przez agencje wspomagane przez rząd (*Federal National Mortgage Association, FNMA* lub *Fannie Mae, Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC* lub *Freddie Mac* i *Government National Mortgage Association, GNMA* lub *Ginnie Mae*). Program został uruchomiony bezpośrednio po jego ogłoszeniu.

W przeciwieństwie do poprzednich programów zakupu aktywów, termin zakończenia programu jest warunkowy, ponieważ zakupy mają być prowadzone do chwili, gdy nastąpi wyraźna poprawa na amerykańskim rynku pracy (w warunkach zachowania stabilności cen). W związku z tym FOMC nie określił jego docelowej kwoty, jak to miało miejsce w przypadku dotychczasowych programów. Określono natomiast miesięczną skalę zakupu MBS (40 mld USD).

Inną różnicą w stosunku do poprzednich programów skupu aktywów jest to, że program koncentruje się na MBS, a nie – jak w przypadku poprzedniego programu zakupu aktywów – na obligacjach skarbowych⁸. Może to wynikać z równoległego obowiązywania programu wydłużania średniej zapadalności obligacji skarbowych w portfelu Fed (*Maturity Extension Program, MEP*). Ponadto dostępne badania (Coronado i in. 2010, Swanson i in. 2011, Meaning i Zhu 2011) wskazują, że pierwszy program zakupu aktywów, w którym skupowano również MBS, relatywnie w największym stopniu przyczynił się do obniżenia długoterminowych stóp procentowych, w tym oprocentowania kredytów hipotecznych.

Poprzez zakup MBS Fed zamierza wpływać na wysokość oprocentowania kredytów hipotecznych. Jego obniżenie może przyczynić się do poprawy sytuacji na amerykańskim rynku nieruchomości, a następnie – poprzez efekty majątkowe – oddziaływać w kierunku wyższej konsumpcji oraz inwestycji, co – zdaniem większości członków FOMC – przełoży się na poprawę sytuacji na rynku pracy.

Eurosystem: Outright Monetary Transactions (OMT)

Program OMT (*Outright Monetary Transactions*) został wprowadzony decyzją Rady Prezesów EBC z 6 września 2012 r. Celem programu według EBC jest zapewnienie efektywności jednolitej polityki pieniężnej EBC poprzez poprawę funkcjonowania mechanizmu transmisji monetarnej na sferę realną we wszystkich krajach strefy euro oraz zapobieżenie ponownej intensyfikacji zaburzeń na rynkach papierów dłużnych w strefie euro w związku z obawami inwestorów o możliwość rozpadu unii monetarnej.

Zakup papierów wartościowych przez banki centralne Eurosystemu w ramach OMT ma się odbywać wyłącznie na rynku wtórnym i dotyczyć papierów skarbowych o maksymalnie trzyletnim terminie zapadalności, emitowanych przez rządy państw członkowskich strefy euro. Eurosystem nie będzie podmiotem uprzywilejowanym na rynku

⁸ Pierwszy program zakupu aktywów Fed, obowiązujący od października 2008 r. do października 2009 r., obejmował, obok obligacji, bonów skarbowych i papierów wartościowych emitowanych przez wspomagane przez rząd agencje, również papiery wartościowe typu MBS gwarantowane przez te agencje. Natomiast drugi program zakupu aktywów, obowiązujący od października 2010 r. do czerwca 2011 r., obejmował jedynie obligacje skarbowe o dłuższym terminie zapadalności.

obligacji skarbowych i będzie angażował się w transakcje na tym rynku na równi (*pari passu*) z innymi inwestorami.

Warunkiem dopuszczenia obligacji skarbowych kraju członkowskiego do udziału w OMT jest przystąpienie tego kraju do programów EFSF/ESM, w ramach których przewiduje się możliwość wykupu obligacji skarbowych na rynku pierwotnym przez EFSF/ESM⁹. Kraje członkowskie dopuszczone do udziału w OMT muszą wypełniać zobowiązania określone w porozumieniu z EFSF/ESM, m.in. w zakresie zacieśnienia fiskalnego i reform strukturalnych¹⁰. W OMT mogą uczestniczyć również kraje biorące udział w programach pomocowych MFW/UE, które wprowadzą ponownie na rynek swoje obligacje skarbowe.

Rada Prezesów podejmie decyzję o przeprowadzeniu transakcji OMT, gdy będzie ona uzasadniona z punktu widzenia polityki pieniężnej. Równocześnie Rada Prezesów nie określiła łącznej kwoty zakupu papierów wartościowych oraz zakładanego okresu trwania programu. Wraz z uruchomieniem programu OMT utrzymane zostaną operacje dostrajające mające na celu sterylizację płynności generowanej w wyniku zakupu dłużnych papierów wartościowych.

Wraz z podjęciem decyzji o wprowadzeniu programu OMT wygaszono poprzedni program zakupu obligacji, tj. SMP (*Securities Markets Programme*), który funkcjonował od maja 2010 r.¹¹ Z chwilą zakończenia tego programu wartość zakupionych w ramach SMP aktywów wyniosła 208,8 mld EUR. Papiery skarbowe zakupione w trakcie obowiązywania programu SMP będą utrzymywane do terminu ich zapadalności.

Bank Anglii: Funding for Lending Scheme (FLS)

13 czerwca 2012 r. Bank Anglii ogłosił uruchomienie programu FLS (*Funding for Lending Scheme*) będącego uzupełnieniem obowiązującego od 2009 r. programu zakupu aktywów (*Asset Purchase Programme*)¹². Program FLS został uruchomiony na początku sierpnia br. Ma na celu pobudzenie realnej sfery gospodarki Wielkiej Brytanii poprzez zapewnienie sektorowi finansowemu łatwiejszego i tańszego średniookresowego finansowania i w konsekwencji zwiększenia skali akcji kredytowej dla gospodarstw domowych oraz prywatnych przedsiębiorstw sektora niefinansowego.

W ramach programu FLS instytucje finansowe będą miały możliwość pozyskania dodatkowej płynności poprzez wymianę aktywów z Bankiem Anglii, tj. nabycie od banku centralnego bonów skarbowych (*UK Treasury Bills*) w zamian za posiadane papiery wartościowe na okres czterech lat. Zarówno maksymalny poziom zasilenia danej instytucji finansowej w ramach FLS, jak i koszt tego zasilenia są uzależnione od wysokości udzielanych przez tę instytucję kredytów¹³. Zdaniem Banku Anglii taka zależność może być dodatkowym bodźcem do zwiększania akcji kredytowej w brytyjskiej gospodarce.

⁹ Chodzi o program dostosowań makroekonomicznych (*macroeconomic adjustment programme*) oraz program zapobiegawczy (*precautionary programme*), w tym wspomagającą uwarunkowaną linię kredytową (*Enhanced Conditions Credit Line*). Równoczesne uczestnictwo danego kraju w programie MFW jest podstawą do wprowadzenia specyficznych dla tego kraju wymogów jego uczestnictwa w OMT.

¹⁰ Niespełnienie warunków programów pomocowych ma skutkować zaprzestaniem programu wobec danego kraju. Podstawą do zakończenia OMT ma być również zakończenie przez dany kraj uczestnictwa w programie pomocowym.

¹¹ Z przerwą w okresie od kwietnia do sierpnia 2011 r.

¹² Na dzień publikacji *Raportu* dane na temat wielkości operacji bieżących nie były dostępne. Będą one opublikowane w pierwszy poniedziałek trzeciego miesiąca następującego po kwartale, którego te dane dotyczą, a więc dane o operacjach w III kw. br. będą dostępne 3 grudnia br.

¹³ Każda instytucja finansowa będzie mogła w ramach programu wymienić aktywa, których równowartość stanowi 5% stanu udzielonych sektorowi realnemu kredytów na koniec czerwca 2012 r. powiększonych o kwotę nowoudzielonych kredytów dla sektora realnego w okresie od końca czerwca 2012 r. do końca 2013 r. Nie ma przy tym ogólnych limitów ani wielkości programu, ani zakresu finansowania poszczególnych banków. Koszt wymiany aktywów wyniesie 0,25% ich wartości, jeżeli poziom akcji kredytowej podmiotu uczestniczącego wzrośnie bądź zostanie utrzymany w okresie od końca lipca 2012 r. do końca 2013 r. Koszt ten będzie jednak rósł w przypadku obniżenia wolumenu wskazanych kredytów.

Bank Japonii: Stimulating Bank Lending Facility (SBLF)

30 października 2012 r. Bank Japonii ogłosił program SBLF (*Stimulating Bank Lending Facility*), który w swojej konstrukcji przypomina program FLS Banku Anglii. Nowy program ma na celu wsparcie akcji kredytowej japońskiego sektora bankowego. W ramach tego programu japońskie instytucje depozytowe będą mogły otrzymać zabezpieczony kredyt od Banku Japonii po stopie referencyjnej, o odległym terminie zapadalności. Podobnie jak w przypadku programu Banku Anglii, limit zasilenia instytucji depozytowych w ramach SBLF ma być uzależniony od wysokości kredytów udzielonych przez tę instytucję sektorowi niefinansowemu, z wyłączeniem instytucji publicznych. Wielkość programu SBLF jest nielimitowana, a Bank Japonii nie określił terminu jego zakończenia.

Bibliografia

Bernanke B. (2012), *Five questions about the Federal Reserve and monetary policy*, The Economic Club of Indiana, Indianapolis, 1 październik.
 Coronado J., Baygun B., Fisher M-B. (2010), *US FOMC: How much QE?*, BNP Paribas Market Mover, 21 październik.
 Draghi M. (2012), *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, Frankfurt am Main, 6 wrzesień.
Enhancement of Monetary Easing (2012), Bank of Japan, 30 październik.
FOMC press release (2012), 13 wrzesień.
Funding for Lending Scheme (2012), Bank of England market notice, 13 lipiec.
 Kraemer J., Wagner M. (2012), *Japan: Central bank surprises with new programme*, Commerzbank Economic Research, 30 październik.
 Meaning J., Zhu F. (2011), *The impact of recent central bank asset purchase programmes*, BIS Quarterly Review, No. 12/2011.
Monetary policy measures decided by the Governing Council on 6 September 2012 (2012), ECB Monthly Bulletin, wrzesień.
 Swanson E.T., Reichlin L., Wright J.H. (2011), *Let's twist again: A high-frequency event-study analysis of Operation Twist and its implications for QE2*, Brookings Paper on Economic Activity, wiosna.

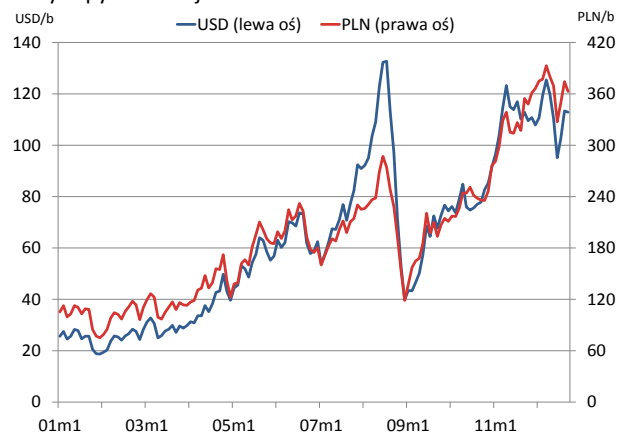
1.4. Światowe rynki surowców

Mimo utrzymującej się na niskim poziomie globalnej aktywności gospodarczej, w III kw. br. większość cen na światowych rynkach surowców ponownie wzrosła (po wyraźnym spadku w II kw. 2012 r.). W szczególności wzrost cen ropy naftowej i surowców rolnych w dużym stopniu wynikał z niekorzystnego oddziaływania czynników podażowych.

Po spadkach w II kw. 2012 r. ceny ropy w III kw. br. wzrosły, co było przede wszystkim związane z zakłóceniami w dostawach ropy naftowej z krajów niezrzeszonych w ramach OPEC w lipcu i sierpniu br. (w tym także z zakłóceniami powstałymi na skutek huraganu Isaac w Stanach Zjednoczonych) oraz wzrostem obaw o bezpieczeństwo przyszłych dostaw po wejściu w życie embarga UE na import ropy z Iranu (Wykres. 1.21). Równocześnie w III kw. 2012 r. do wzrostu cen ropy przyczyniły się rosnące oczekiwania inwestorów na kolejne programy luzowania ilościowego EBC i Fed (które zostały wprowadzone we wrześniu) oraz zapowiedziany przez Chiny program inwestycji infrastrukturalnych.

Wykres 1.21

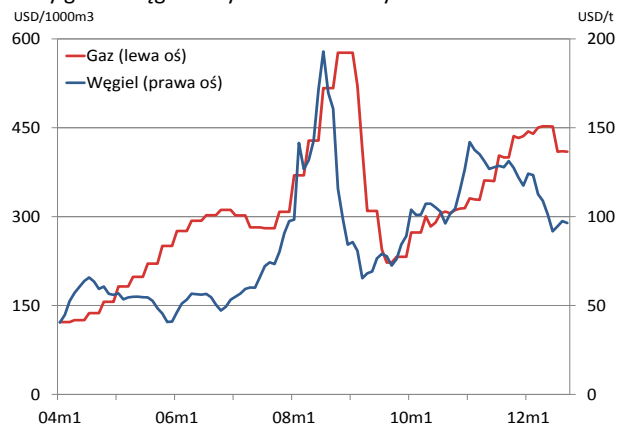
Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.



Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

Wykres 1.22

Ceny gazu i węgla na rynkach światowych.



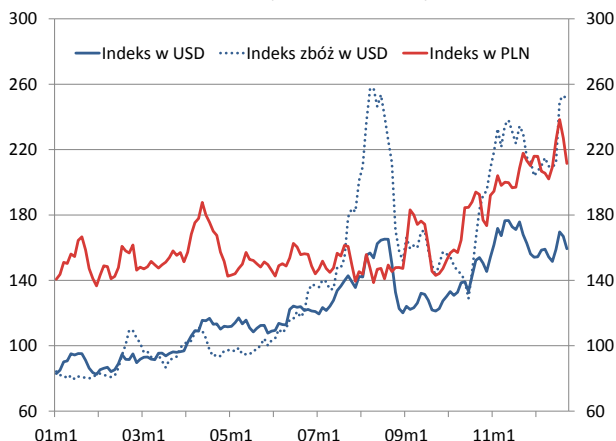
Źródło: Dane MFW.

W III kw. br. nastąpiło zahamowanie spadku cen węgla (Wykres 1.22). Jednocześnie ceny gazu ziemnego po ponad 2 latach silnego wzrostu, w III kw. br. istotnie się obniżyły, choć pozostały wysokie. Spadek cen gazu ziemnego był związany z wcześniejszym spadkiem cen ropy naftowej, które z opóźnieniem przekładają się na notowania tego surowca.

W III kw. br. ceny żywności na światowych rynkach rolnych podlegały silnym wahaniom, choć we wrześniu powróciły do poziomu odnotowanego w II kw. br. (Wykres 1.23). Ich początkowy silny wzrost w lipcu był związany z wyższymi cenami pszenicy, soi i kukurydzy w efekcie suszy w środkowo-zachodniej części Stanów Zjednoczonych. Z kolei znaczne obniżenie się cen mięsa wieprzowego we wrześniu br. wpłynęło na spadek indeksu cen surowców rolnych pod koniec analizowanego okresu.

Wykres 1.23

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



Źródło: Dane MFW, obliczenia NBP.

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

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

Rozdział 2

GOSPODARKA KRAJOWA

2.1. Procesy inflacyjne

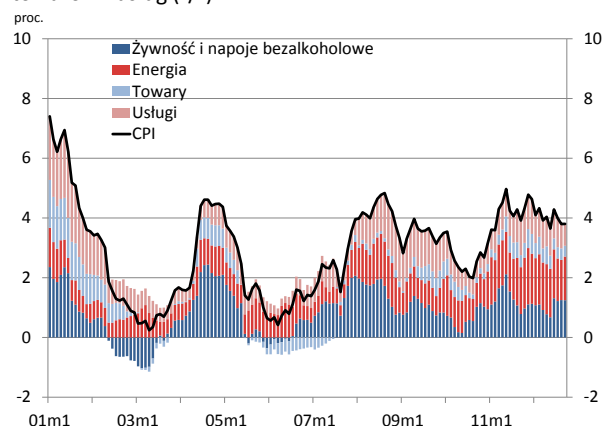
2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

W ostatnich miesiącach roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce stopniowo się obniżała (do 3,8% we wrześniu br.), pozostając jednak powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (Wykres 2.1, Tabela 2.1).

W kierunku obniżania się rocznego wskaźnika inflacji oddziaływał spadek rocznej dynamiki cen administrowanych oraz cen niektórych kategorii usług nieadministrowanych. Do spadku dynamiki tych cen przyczyniło się wygaśnięcie niekorzystnych efektów bazy, które w ostatnim roku podtrzymywały inflację na podwyższonym poziomie¹⁴. Obniżeniu się inflacji sprzyjała też obserwowana od maja br. aprecjacja złotego, która w szczególności osłabiała wpływ na ceny krajowe wzrostu cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych, jaki nastąpił od lipca br., a także zmniejszała dynamikę cen części towarów (por. rozdz. 1.4. *Światowe rynki surowców*, rozdz. 2.1.2. *Inflacja bazowa*). Ponadto wzrost cen był ograniczany przez

Wykres 2.1

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 2.1

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

	2012								
	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz
CPI (%)	4,1	4,3	3,9	4,0	3,6	4,3	4,0	3,8	3,8
Żywność i napoje bezalkohol. (pkt proc.)	1,1	1,1	0,9	0,8	0,7	1,3	1,2	1,3	1,2
Energia (pkt proc.)	1,6	1,7	1,6	1,7	1,6	1,6	1,4	1,3	1,5
Towary (pkt proc.)	0,5	0,6	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Usługi (pkt proc.)	0,9	1,0	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0	0,8	0,7

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

¹⁴ W lipcu i sierpniu ub.r. znacząco wzrosły ceny gazu, ceny usług kanalizacyjnych oraz biletów komunikacji miejskiej, w sierpniu ub.r. ceny usług telekomunikacyjnych (wzrost opłat za abonament telefoniczny), a we wrześniu ub.r. ceny usług w zakresie rekreacji i kultury (wzrost opłat za telewizję kablową) oraz w zakresie edukacji (wzrost opłat za przedszkola).

spowalniającą dynamikę popytu w gospodarce. O słabnącym wzroście popytu w gospodarce świadczy obniżająca się dynamika spożycia oraz sprzedaży detalicznej.

2.1.2. Inflacja bazowa

Od publikacji poprzedniego *Raportu* obniżaniu się inflacji CPI towarzyszył spadek większości miar inflacji bazowej (Wykres 2.4). Wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii od początku br. wykazuje tendencję spadkową. W okresie maj-lipiec br. wskaźnik ten ustabilizował się na poziomie 2,3%. We wrześniu br. obniżył się on do 1,9%, osiągając najniższy poziom od lutego ub.r.

Do obniżenia inflacji bazowej w analizowanym okresie przyczyniła się – oprócz słabnącej dynamiki popytu – niższa niż w ub.r. dynamika cen towarów akcyzowych, w tym głównie tytoniowych, a także wspomniane wcześniej wygasanie niekorzystnych efektów bazy, które dotyczyło cen niektórych kategorii usług. W kierunku spadku inflacji bazowej – podobnie jak w przypadku wskaźnika CPI – oddziaływała także aprecjacja złotego od maja br., obniżająca dynamikę cen towarów pochodzących z importu.

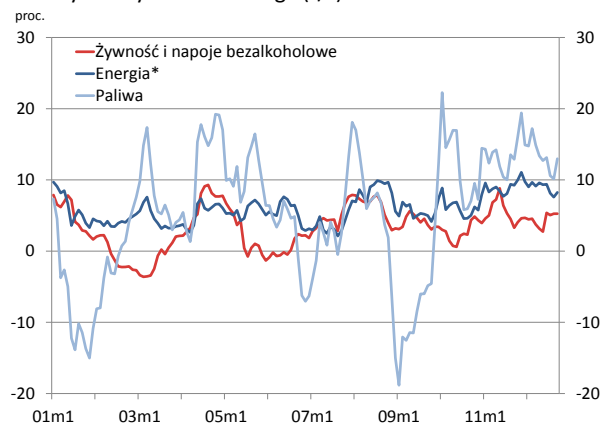
2.1.3. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) wzrósł w III kw. 2012 r. o 2,8% wobec wzrostu o 4,7% w poprzednim kwartale (Wykres 2.6). Spadek rocznej dynamiki PPI wynikał głównie ze spadku dynamiki cen w przetwórstwie przemysłowym i był związany z niższym niż w II kw. br. tempem deprecjacji złotego w ujęciu rocznym w III kw. br.

Roczna dynamika cen producenta na rynku krajowym obniżyła się w okresie lipiec-sierpień br. do średnio 3,3% (wobec 4,2% w II kw. br.), a na rynku dóbr eksportowanych – do 2,9% (wobec 5,3% w II kw. br.). Silniejszy spadek dynamiki cen w bardziej importochłonnym sektorze

Wykres 2.2

Zmiany cen żywności i energii (r/r).

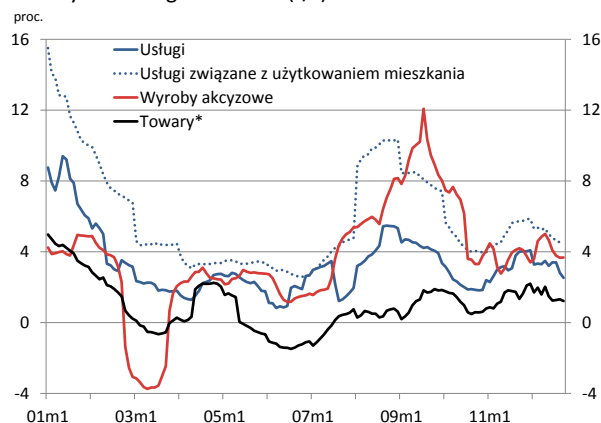


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.3

Zmiany cen usług i towarów (r/r).

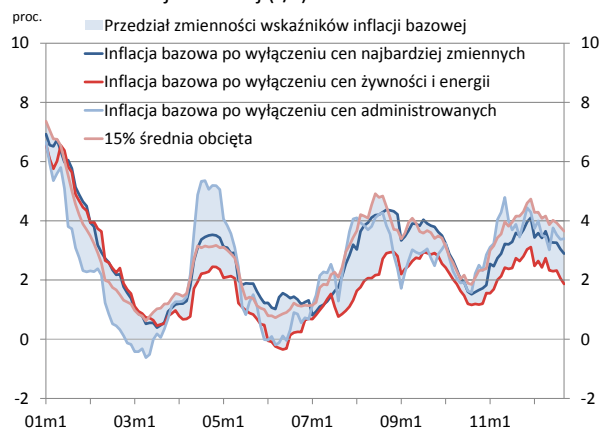


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.4

Wskaźniki inflacji bazowej (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

eksportowym wiązał się z większą wrażliwością cen w tym sektorze na zmiany kursu złotego, który w tym okresie osłabił się w ujęciu rocznym mniej niż w II kw. br.

2.1.4. Ceny importu

Po silnym wzroście w IV kw. ub.r. (do 14,6%), roczna dynamika cen towarów importowanych wyrażonych w złotych w I półroczu br. stopniowo się obniżała – do 12,1% w I kw. i 9,8% w II kw. (Wykres 2.7). Spadek tej dynamiki był związany z wyraźnym osłabieniem dynamiki cen w handlu światowym w I połowie br., wynikającym z globalnego spowolnienia wzrostu popytu (Wykres 2.8). Towarzyszył temu jednak słabszy niż rok wcześniej kurs złotego, powodujący, że roczna dynamika cen importu wyrażonych w złotych była nadal relatywnie wysoka.

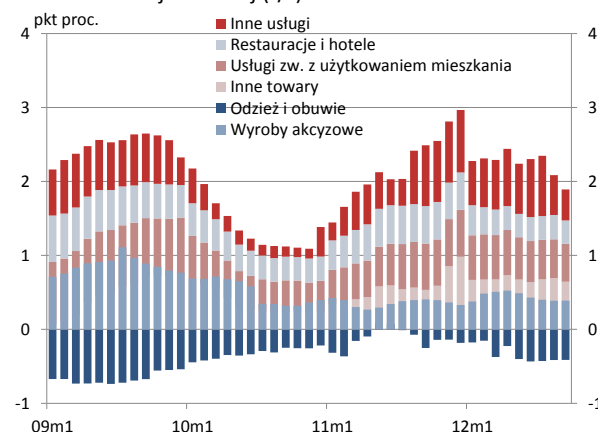
2.1.5. Oczekiwania inflacyjne

Od publikacji poprzedniego *Raportu* oczekiwania analityków sektora finansowego dotyczące inflacji w horyzoncie 12 miesięcy utrzymywały się na poziomie 2,7% (z wyjątkiem września br., gdy wzrosły do 2,8%; Wykres 2.9). Równocześnie nieznacznie obniżyły się prognozy inflacji średniorocznej w 2012 r. i w 2013 r. (odpowiednio z 3,9% do 3,8% oraz z 2,9% do 2,6%), a prognozy na 2014 r. utrzymały się na poziomie 2,8%.

Na podobne oczekiwania dotyczące inflacji średniorocznej w latach 2012-2014 wskazują też wyniki *Ankiety Makroekonomicznej NBP* z września br.¹⁵ Mediana punktowych prognoz centralnych ankietowanych ekspertów wynosi na 2012 r. 3,8%, na 2013 r. 2,8%, a na 2014 r. 2,7%. Na zmniejszenie się odchylenia inflacji od celu NBP (2,5%) w latach 2013 i 2014 wskazuje także

Wykres 2.5

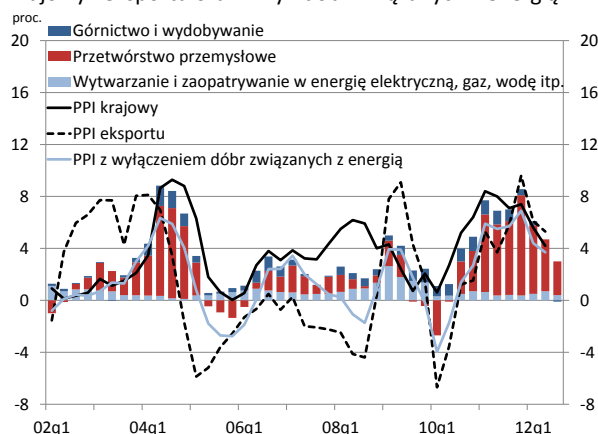
Struktura inflacji bazowej (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.6

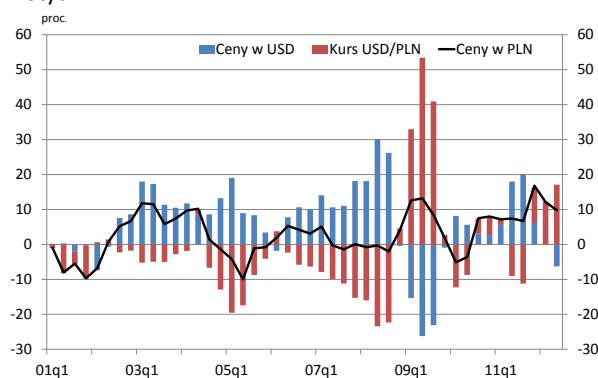
Struktura rocznej dynamiki PPI według sekcji przemysłu, PPI krajowy i eksportu oraz z wył. dóbr związanych z energią.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.7

Struktura rocznej dynamiki cen importu wyrażonych w złotych.



Źródło: Dane GUS i CPB, obliczenia NBP.

¹⁵ *Ankieta Makroekonomiczna NBP* jest przeprowadzana z częstotliwością kwartalną. Uczestniczą w niej eksperci z instytucji finansowych, ośrodków badawczych oraz organizacji pracodawców i pracobiorców. Ich prognozy są formułowane w kategoriach probabilistycznych, co pozwala uwzględnić różne scenariusze rozwoju sytuacji gospodarczej i ocenić stopień zgodności prognoz. Szczegółowe omówienie wyników ankiety – por. <http://amakro.nbp.pl>

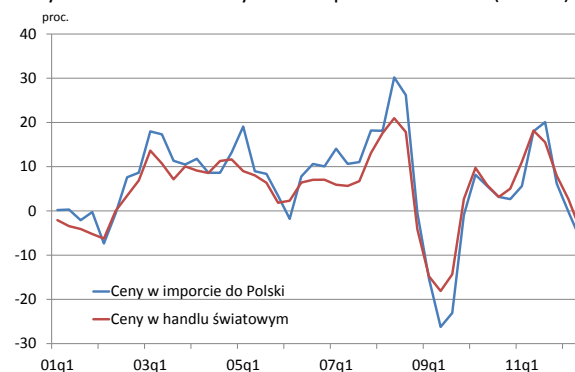
zagregowana prognoza probabilistyczna (powstała w wyniku agregacji indywidualnych prognoz przedziałowych). Zgodnie z tą prognozą, prawdopodobieństwo ukształtowania się średniorocznej inflacji w przedziale odchylen od celu inflacyjnego, tj. 1,5%-3,5%, w 2013 r. wynosi ok. 80%, a w 2014 r. ok. 70% (wobec ok. 70% w obu latach według ankiety z czerwca br.; Tabela 2.2).

Oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw w horyzoncie 12 miesięcy dalej stopniowo się obniżały i w III kw. wyniosły 3,2% (wobec 3,3% w II kw. i 3,6% w I kw.; miara zobiektywizowana). W poprzednich kwartałach br. spadek oczekiwań wynikał w większym stopniu ze zmian struktury odpowiedzi przedsiębiorstw na pytanie ankietowe niż ze zmian bieżącej inflacji. W III kw.br. poprawa wyników była w całości efektem korzystnych zmian w strukturze odpowiedzi¹⁶.

Obserwowany od początku 2012 r. systematyczny spadek oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, w sierpniu został przejściowo zahamowany, głównie z powodu wzrostu bieżącej inflacji znanej osobom ankietowanym podczas przeprowadzania badania. Dane za wrzesień i październik br. wskazują na ponowny spadek oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, które obecnie kształtują się na poziomie 3,8%. O ile spadek tych oczekiwań we wrześniu br. wynikał wyłącznie ze zmiany inflacji bieżącej, to w październiku br. przyczyniła się do niego także poprawa struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe. Nadal stosunkowo wysokie oczekiwania inflacyjne osób prywatnych są prawdopodobnie związane z wciąż wysokimi cenami niektórych kategorii towarów i usług często kupowanych (żywność, paliwa, energia), na które osoby prywatne zwracają dużą uwagę.

Wykres 2.8

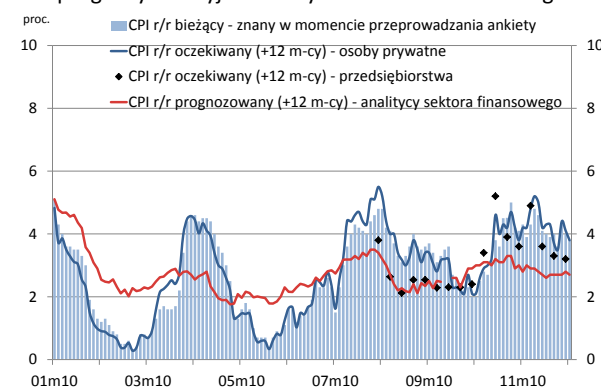
Ceny w handlu światowym i w imporcie do Polski (w USD).



Źródło: Dane GUS i CPB, obliczenia NBP.

Wykres 2.9

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.

Tabela 2.2

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

Horyzont	Mediana rozkładu zagregowanego	Przedział 50%	Przedział 90%	Prawdopodobieństwo przedziału 1,5-3,5%
2012	3,8	3,6-3,9	3,1-4,3	12%
2013	2,8	2,3-3,2	1,3-4,2	79%
2014	2,8	2,3-3,3	1,0-4,8	69%

Źródło: Ankieta Makroekonomiczna NBP z września 2012 r.

¹⁶ Pytanie ankietowe adresowane do przedsiębiorstw jest formułowane w odniesieniu do bieżącej inflacji. W ostatnim badaniu brzmiało ono następująco: „W lipcu br. wskaźnik CPI (inflacja) wyniósł 4,0% w relacji rocznej. Zdaniem przedsiębiorstwa w ciągu najbliższych 12 miesięcy ceny: (1) będą rosły szybciej niż dotychczas, (2) będą rosły w tym samym tempie, (3) będą rosły wolniej, (4) pozostaną bez zmian, (5) spadną, (6) nie wiem”.

2.2. Popyt i produkcja

W II kw. 2012 r. tempo wzrostu PKB ponownie się obniżyło. Według zaktualizowanych szacunków GUS dynamika PKB wyniosła 2,3% r/r w II kw. br. wobec 3,6% r/r w I kw. br. (Wykres 2.10, Tabela 2.3). Zgodnie z szacunkami NBP, w ujęciu kwartalnym, tempo wzrostu PKB w II kw. 2012 r. pozostało niskie i wyniosło 0,2% kw/kw wobec 0,3% kw/kw w I kw. br. (po usunięciu wpływu wahań sezonowych).

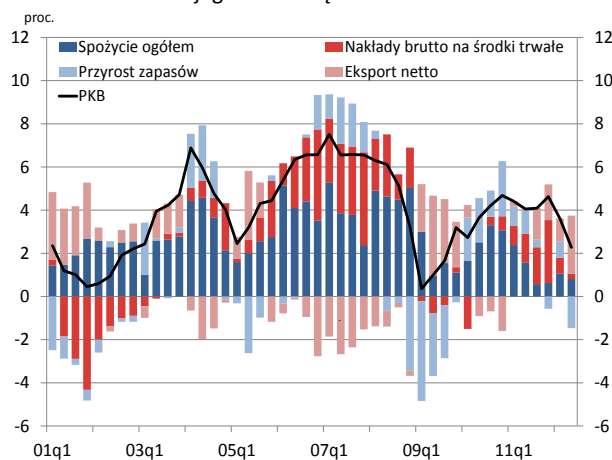
Obniżenie rocznej dynamiki PKB wynikało z silnego spadku dynamiki popytu krajowego (do -0,4% r/r w II kw. 2012 r. wobec 2,5% r/r w I kw. br.), do czego w największym stopniu przyczynił się spadek akumulacji. Jednocześnie wzrost PKB w II kw. 2012 r. był podtrzymywany przez wysoki wkład eksportu netto.

W II kw. 2012 r. ponownie osłabił się popyt konsumpcyjny. Obniżenie dynamiki spożycia indywidualnego związane było z dalszym spadkiem dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, będącym skutkiem pogarszającej się sytuacji na rynku pracy, ze spowolnieniem akcji kredytowej dla gospodarstw domowych, a także z utrzymywaniem się niekorzystnych nastrojów konsumenckich. Ponadto w II kw. 2012 r. spożycie publiczne wzrosło jedynie nieznacznie (o 0,5% r/r wobec spadku o 1,3% r/r w I kw. br.), co jest konsekwencją działań ograniczających deficyt sektora finansów publicznych. W efekcie dynamika spożycia ogółem obniżyła się do 1,0% r/r w II kw. 2012 r. (wobec 1,2% r/r w I kw. br.).

W II kw. 2012 r. spowolnił także wzrost inwestycji, na co złożyło się obniżenie dynamik inwestycji przedsiębiorstw i gospodarstw domowych oraz utrzymanie na niskim poziomie dynamiki inwestycji publicznych. Istotnie spadł wkład zmiany stanu zapasów do wzrostu PKB, co jest typowe dla okresów spowolnienia gospodarczego i wskazuje na pogorszenie się perspektyw

Wykres 2.10

Wzrost PKB wraz z jego strukturą.



Źródło: Dane GUS.

Tabela 2.3

Tempo wzrostu PKB (r/r)

	2008	2009	2010	2011	2011				2012	
					q1	q2	q3	q4	q1	q2
PKB (%)	5,1	1,6	3,9	4,3	4,4	4,1	4,1	4,6	3,6	2,3
Spożycie ogółem (%)	6,1	2,0	3,4	1,5	2,7	1,9	0,7	0,9	1,2	1,0
Nakłady brutto na środki trwałe (%)	9,6	-1,2	-0,4	9,0	7,3	7,5	9,0	10,4	6,0	1,3
Przyrost zapasów (pkt proc.)	-1,1	-2,4	2,0	0,4	0,9	1,1	0,4	-0,5	0,8	-1,5
Eksport netto (pkt proc.)	-0,6	2,7	-0,7	0,9	0,2	0,0	1,4	1,6	1,1	2,7

Źródło: Dane GUS.

wzrostu. Wkład ten w II kw. 2012 r. wyniósł -1,5 pkt proc. wobec dodatniego wkładu na poziomie 0,8 pkt proc. w I kw. br.

W II kw. 2012 r. nadal obniżala się – choć pozostała dodatnia – dynamika eksportu (do 2,6% r/r wobec 3,9% r/r w I kw. br.), natomiast dynamika importu spadła do ujemnego poziomu (do -3,1% r/r w II kw. br. wobec 1,6% r/r w I kw. br.)¹⁷. Silniejszy spadek dynamiki importu niż eksportu wynikał z silnej wrażliwości importu na zmiany popytu krajowego, a w szczególności zmiany zapasów oraz deprecjacji efektywnego kursu walutowego w ujęciu rocznym, która poprawiała konkurencyjność cenową produkcji krajowej względem dóbr importowanych. W konsekwencji wkład eksportu netto do wzrostu PKB wzrósł do 2,7 pkt proc. w II kw. 2012 r. (z 1,1 pkt proc. w I kw. br.).

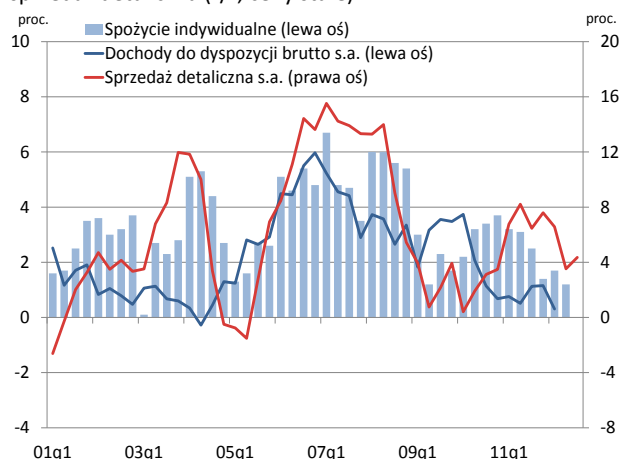
2.2.1. Popyt konsumpcyjny

W II kw. br. tempo wzrostu popytu konsumpcyjnego obniżyło się. Dynamika spożycia indywidualnego spadła do 1,2% r/r w II kw. 2012 r. (wobec 1,7% r/r I kw. 2012 r.; Wykres 2.11). Jednak według szacunków NBP, w ujęciu kwartalnym, tempo wzrostu spożycia indywidualnego nieco wzrosło (do 0,5% kw/kw w II kw. 2012 r. wobec 0,0% kw/kw w I kw. 2012 r.; po usunięciu wpływu wahań sezonowych).

Ponadto w I kw. br. stopa oszczędzania gospodarstw domowych spadła do zera i pozostała znacząco niższa od stopy inwestowania (Wykres 2.13)¹⁸. Utrzymująca się niska stopa oszczędzania tego sektora ogranicza możliwość wygładzania ścieżki spożycia indywidualnego przez gospodarstwa domowe.

Wykres 2.11

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia i szacunki NBP.

Wykres 2.12

Wskaźniki ufności konsumenckiej.



Źródło: Dane GUS.

¹⁷ Przedstawione dynamiki pochodzą z rachunków narodowych GUS (w PLN) i mogą się różnić od prezentowanych w rozdziale 2.2.4 *Eksport i import*, gdzie uwzględnione są dane GUS o handlu zagranicznym wyrównane sezonowo (w EUR).

¹⁸ Stopa oszczędzania stanowi relację oszczędności brutto do dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, zaś stopa inwestowania – relację nakładów na środki trwałe brutto do dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych.

Oslabieniu popytu konsumpcyjnego w II kw. 2012 r. towarzyszyło istotne obniżenie rocznej dynamiki sprzedaży detalicznej w porównaniu z poprzednimi kwartałami¹⁹. Z kolei dane o sprzedaży detalicznej w III kw. br. wskazują na możliwe dalsze ograniczenie popytu konsumpcyjnego w III kw. br.

Niska dynamika konsumpcji w II i prawdopodobnie w III kw. br. była związana z niską dynamiką wynagrodzeń realnych i wyhamowywaniem wzrostu zatrudnienia (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*), spowolnieniem akcji kredytowej dla gospodarstw domowych (por. rozdz. 2.6 *Kredyt i pieniądź*) oraz utrzymującymi się niekorzystnymi ocenami dotyczącymi sytuacji gospodarczej widocznymi w niskich poziomach wskaźników koniunktury konsumenckiej (Wykres 2.12).

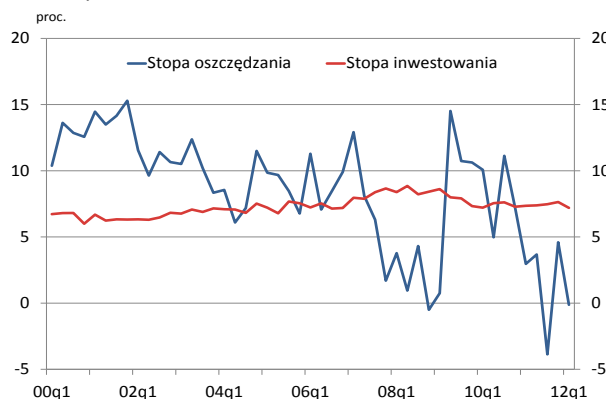
2.2.2. Popyt inwestycyjny

W II kw. 2012 r. wzrost inwestycji w gospodarce wyraźnie spowolnił, co można wiązać z pogarszającymi się perspektywami wzrostu aktywności za granicą i w kraju. Roczna dynamika nakładów brutto na środki trwałe wyniosła 1,3% r/r (wobec 6,0% r/r w I kw. 2012 r.). Zgodnie z szacunkami NBP, w ujęciu kwartalnym, tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe wyniosło w II kw. 2012 r. -0,4% kw/kw wobec 0,0% kw/kw w I kw. br. (po usunięciu wpływu wahań sezonowych).

Zgodnie z szacunkami NBP, w II kw. 2012 r. wyhamowała dynamika nakładów inwestycyjnych sektora finansów publicznych oraz silnie obniżyła się dynamika inwestycji w sektorze przedsiębiorstw. Równocześnie nieco osłabło

Wykres 2.13

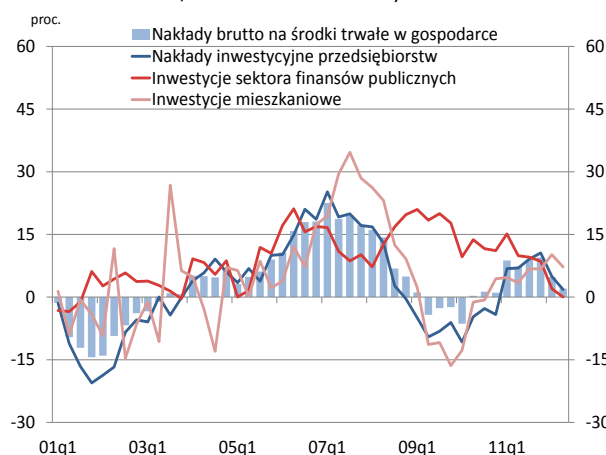
Stopa oszczędzania i inwestowania w sektorze gospodarstw domowych.



Źródło: Dane GUS, obliczenia i szacunki NBP.

Wykres 2.14

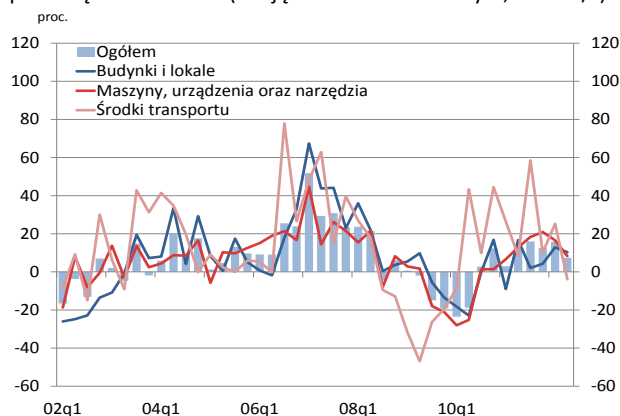
Inwestycje w gospodarce (r/r, szacunki NBP na potrzeby modelu NECMOD; dane odsezonowane).



Źródło: Szacunki NBP.

Wykres 2.15

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁹ Ukazujące się co miesiąc dane o sprzedaży detalicznej odnoszą się do sprzedaży w przedsiębiorstwach o liczbie pracujących powyżej 9 osób. Natomiast dane o sprzedaży detalicznej ogółem (obejmującej także przedsiębiorstwa zatrudniające 9 osób i mniej) są publikowane tylko dla okresów rocznych. Z częstotliwością miesięczną dostępne są także dane o obrotach w handlu detalicznym, obejmującym pełną zbiorowość przedsiębiorstw. Dane te są jednak słabiej związane z wielkością konsumpcji niż dane o sprzedaży detalicznej. Stąd w *Raporcie* omawiane są miesięczne dane o sprzedaży detalicznej.

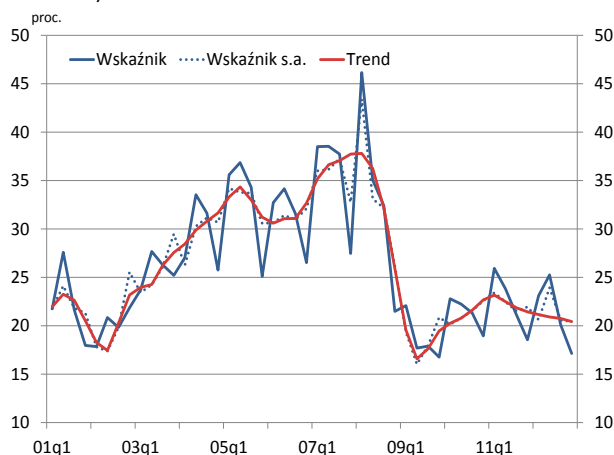
tempo wzrostu inwestycji mieszkaniowych sektora gospodarstw domowych (Wykres 2.14).

W II kw. 2012 r. istotnie zmieniła się struktura wzrostu inwestycji dużych i średnich przedsiębiorstw (Wykres 2.15). Przede wszystkim wyraźnie spowolniła dynamika inwestycji w maszyny, urządzenia oraz narzędzia (do 8,3% r/r w II kw. wobec 16,6% r/r w I kw. br.), przy równoczesnym spadku – po okresie ich bardzo silnego wzrostu – nakładów przedsiębiorstw na środki transportu (do -3,9% r/r w II kw. wobec 25,2% r/r w I kw. br.). W efekcie znacząco zmniejszyły się wkłady tych kategorii do wzrostu inwestycji ogółem, przy utrzymaniu stabilnego wkładu nakładów firm na budynki i lokale.

Jak pokazują badania koniunktury NBP, przedsiębiorstwa spodziewały się wyraźnego spowolnienia gospodarczego w perspektywie III i IV kw. 2012 r., o czym świadczyły istotne spadki wskaźników prognoz popytu, zamówień oraz produkcji²⁰. Na osłabienie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw wskazuje utrzymujący się poniżej długoletniej średniej wskaźnik nowych inwestycji (po wyrównaniu sezonowym, Wykres 2.16). Wskaźnik ten w IV kw. br. ponownie obniżył się w sektorze MSP, podczas gdy w sektorze dużych przedsiębiorstw wzrósł. O dalszym spowolnieniu dynamiki inwestycji świadczy obniżenie szacunków przedsiębiorstw dotyczących wysokości kwartalnych wydatków na inwestycje ogółem i pozostający na umiarkowanym poziomie wskaźnik wykorzystania mocy produkcyjnych, który według ostatnich badań GUS i NBP uległ obniżeniu (po wyrównaniu sezonowym, Wykres 2.17). Ponadto dane GUS dotyczące wartości kosztorysowej wskazują, że w II kw. 2012 r. przedsiębiorstwa rozpoczęły mniejsze inwestycje niż w analogicznym okresie poprzedniego roku.

Wykres 2.16

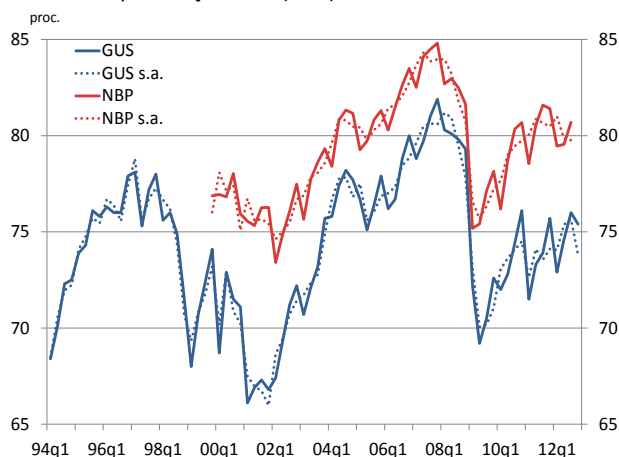
Wskaźnik nowych inwestycji (odsetek przedsiębiorstw planujących rozpocząć nowe inwestycje w perspektywie kwartału).



Źródło: Badania koniunktury NBP.

Wykres 2.17

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



Źródło: Dane GUS, badania koniunktury NBP.

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

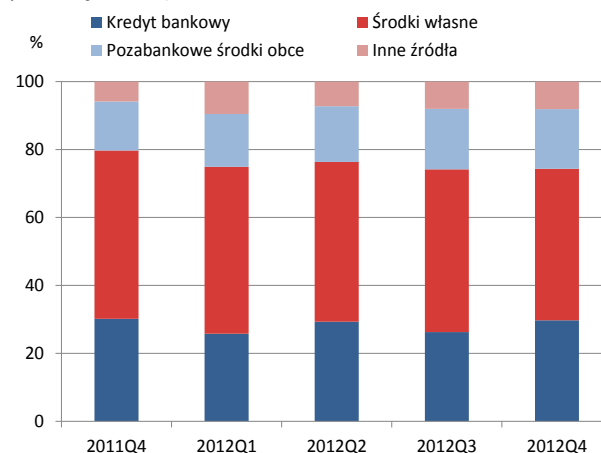
²⁰ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na III kw. 2012, NBP, Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2012, NBP.

Oczekiwany dalszy spadek dynamiki nakładów inwestycyjnych w II połowie 2012 r. może być nieco ograniczany przez aktywność inwestycyjną największych przedsiębiorstw (powyżej 1999 pracowników), w których wskaźnik nowych inwestycji – mimo pewnego obniżenia – pozostał wysoki.

Jednocześnie w IV kw. 2012 r. spadł udział przedsiębiorstw, które planują finansować nowe inwestycje głównie ze środków własnych, choć pozostał on na poziomie zbliżonym do wieloletniej średniej. Nieco zwiększyła się natomiast rola kredytu bankowego w finansowaniu inwestycji firm (Wykres 2.18).

Wykres 2.18

Główne źródła finansowania nowych inwestycji (% przedsiębiorstw).



Źródło: Badania koniunktury NBP.

2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych

W okresie styczeń-wrzesień 2012 r. deficyt budżetu państwa wyniósł ok. 21,1 mld zł, co stanowi 60,3% planu rocznego²¹.

Dochody ogółem budżetu państwa po wrześniu br. były wyższe o 4,3% r/r w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku, przy czym dochody podatkowe wzrosły w tym okresie o 2,7% r/r. Najważniejszym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia tempa wzrostu dochodów podatkowych ogółem był spadek wpływów z VAT (o 1,6% r/r), związany z wysokimi kwotami zwrotów tego podatku, a także z niskim realnym wzrostem spożycia indywidualnego w pierwszym półroczu br. (1,8%).

Tempo wzrostu wydatków budżetu państwa w tym samym okresie wyniosło 3,6% r/r, tj. było wyraźnie niższe od zaplanowanego w *Ustawie budżetowej* na cały rok (8,6%). Mniejszy od zaplanowanego wzrost wydatków wynikał z niskiego zaawansowania wydatków bieżących oraz wydatków inwestycyjnych jednostek budżetowych, a także niskiego zaawansowania wydatków na projekty współfinansowane ze środków UE. W kierunku zwiększenia dynamiki

²¹ W ub.r. po wrześniu zrealizowano deficyt na poziomie 87,1% rocznego wykonania.

wydatków oddziaływały natomiast wyraźnie wyższe niż przed rokiem wydatki na obsługę długu publicznego (o 19,9% r/r) oraz składka do budżetu UE (o 29,4% r/r).

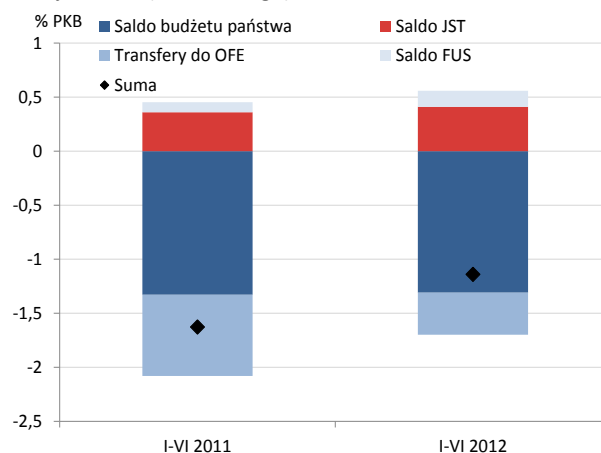
Jednostki samorządu terytorialnego (JST) zanotowały w I połowie 2012 r. nadwyżkę w wysokości 6,6 mld zł, tj. o 1,1 mld zł wyższą niż w ub.r. (Wykres 2.19). Przyczyniła się do tego przede wszystkim kontynuacja tendencji ograniczania wzrostu wydatków samorządów. W całym pierwszym półroczu wydatki samorządów wzrosły o 4,2% r/r, przy czym w II kw. wzrost ten wyniósł 1,3% r/r. Samorządy ograniczały wydatki majątkowe. W pierwszym półroczu 2012 r. zmniejszyły się one o 5,3% r/r. Wydatki bieżące wzrosły natomiast o 5,6% r/r.

W I połowie 2012 r. Fundusz Ubezpieczeń Społecznych odnotował nadwyżkę w wysokości 2,4 mld zł, tj. o 1 mld zł wyższą niż w ub.r., do czego przyczynił się w szczególności spadek przeciętnej liczby emerytów i rencistów o 0,9% r/r oraz podwyżka składki rentowej od lutego br. Natomiast sytuacja finansowa pozostałych głównych funduszy celowych w tym samym okresie była zbliżona do odnotowanej w ubiegłym roku²².

Zgodnie z prognozą Ministerstwa Finansów, zawartą w jesiennej notyfikacji fiskalnej, opublikowanej przez Eurostat 22 października br., deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA95) w relacji do PKB w 2012 r. będzie niższy o 1,6 pkt proc. niż w 2011 r. i wyniesie 3,4% PKB. W 2013 r. planowane jest jego dalsze ograniczenie, do poziomu bliskiego 3% PKB²³. Ze względu na głębsze niż wcześniej przewidywano spowolnienie gospodarcze, odpowiadające w szczególności za niższe od zakładanych wpływy z VAT, tempo ograniczania nierównowagi w finansach

Wykres 2.19

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



Źródło: Dane MF i ZUS.

²² Wprawdzie Fundusz Pracy odnotował w I półroczu br. wyższą nadwyżkę, niż w ub.r., jednak różnica ta była w głównej mierze efektem zwrotu do Funduszu Pracy niewykorzystanych środków w kwocie 952 mln zł przez Fundusz Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych. Ta jednorazowa operacja dokonywana pomiędzy jednostkami sektora finansów publicznych nie ma wpływu na saldo sektora.

²³ Zgodnie z wypowiedzią Ministra Finansów z 10 października br.

publicznych będzie prawdopodobnie wolniejsze, niż przewidywał to *Program Konwergencji. Aktualizacja 2012*. Zgodnie z *Programem*, deficyt w ujęciu ESA95 miał zostać obniżony do 2,9% PKB w 2012 r. oraz 2,2% PKB w 2013 r. Szczegółowe omówienie sytuacji sektora finansów publicznych w 2013 r. zostanie przedstawione w *Opinii Rady Polityki Pieniężnej do projektu Ustawy budżetowej na rok 2013*.

2.2.4. Eksport i import

Handel zagraniczny Polski w II kw. 2012 r. w dalszym ciągu spowalniał²⁴. Dynamika eksportu ustabilizowała się na niskim poziomie (2,2% r/r w II kw. 2012 r. wobec 2,4% r/r w I kw. br.), natomiast wartość importu obniżyła się o 3,2% r/r po nieznacznym wzroście w I kw. 2012 r. (o 1,3% r/r; Wykres 2.20).

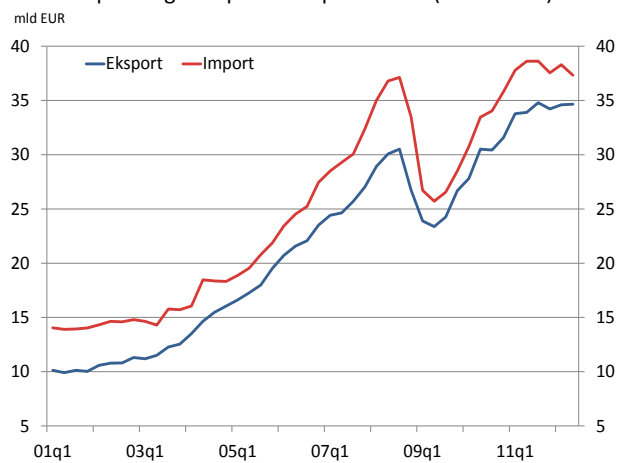
Do utrzymania dynamiki eksportu w II kw. 2012 r. na niskim poziomie przyczyniał się przede wszystkim dalszy spadek sprzedaży do strefy euro w większości głównych kategorii dóbr (spadek o 1,2% r/r wobec spadku o 0,9% r/r w I kw. 2012 r.; Wykres 2.21). Obniżenie się sprzedaży dóbr finalnych było związane z utrzymującym się spadkiem popytu konsumpcyjnego w strefie euro. Natomiast spadek eksportu dóbr pośrednich wynikał głównie ze zmniejszenia się ich sprzedaży do Niemiec, gdzie całkowity import tych dóbr w II kw. 2012 r. obniżył się.

Równocześnie wzrost sprzedaży do krajów spoza strefy euro utrzymał się na poziomie zbliżonym do obserwowanego w I kw. 2012 r. (6,3% r/r wobec 6,6% r/r), wspierany przez nadal wysoką dynamikę eksportu do krajów b. ZSRR (głównie Rosji i Ukrainy).

W II kw. 2012 r. obniżyła się wartość importu wszystkich głównych kategorii dóbr. Wartość przywozu surowców i paliw – po silnym wzroście

Wykres 2.20

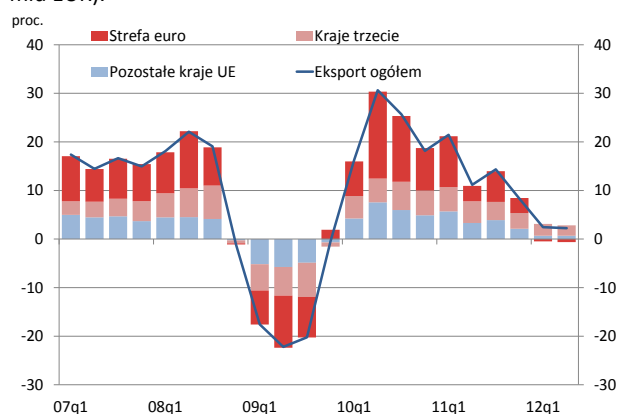
Wartość polskiego eksportu i importu dóbr (w mld EUR).



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

Wykres 2.21

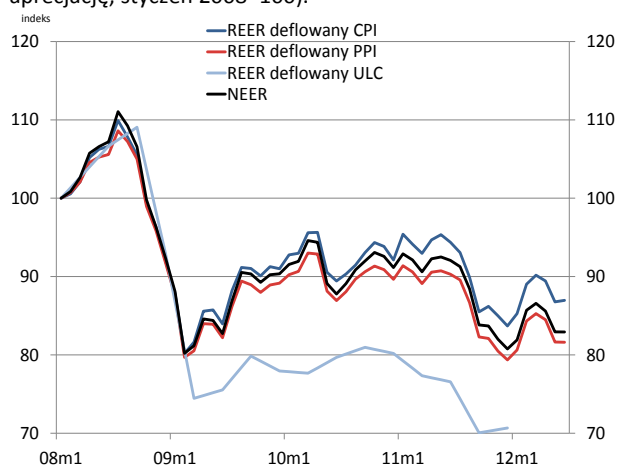
Dekompozycja geograficzna rocznej dynamiki eksportu (w mld EUR).



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Wykres 2.22

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



Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

²⁴ Analiza wartości polskiego eksportu i importu w tym podrozdziale oparta jest na danych GUS dotyczących handlu zagranicznego (w EUR) po usunięciu wpływu czynników sezonowych.

w I kw. 2012 r. – w II kw. 2012 r. zmniejszyła się, na co złożył się zarówno mniejszy wolumen importu tych towarów, jak i istotny spadek ich cen na rynku globalnym. Ujemna dynamika importu związana była także ze spadkiem popytu wewnętrznego, w tym istotnym spadkiem zapasów, jak również ze słabnącą aktywnością eksporterów. Ponadto w kierunku spadku wielkości importu mogła oddziaływać niepewność dotycząca kształtowania się kursu złotego sprzyjająca substytucji importu zaopatrzeniowego zakupami krajowymi. Na występowanie takiej substytucji może wskazywać istotny spadek kosztów surowców i materiałów importowanych przy jednoczesnym silnym wzroście kosztów surowców i materiałów zakupionych w kraju.

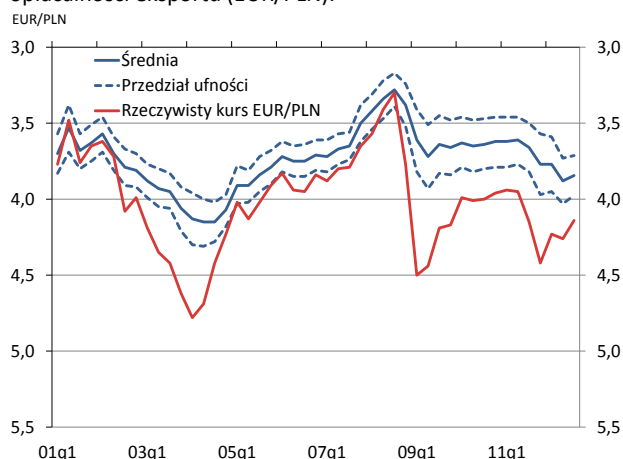
W II kw. 2012 r. nominalny i realny efektywny kurs złotego uległ deprecjacji wobec analogicznego okresu poprzedniego roku (Wykres 2.22). Osłabienie kursu złotego sprzyjało utrzymaniu konkurencyjności cenowej polskiego eksportu i przyczyniło się do pewnego wzrostu marż na sprzedaży eksportowej przedsiębiorstw. Badania koniunktury NBP wskazują jednak, że deprecjacji złotego w II kw. 2012 r. towarzyszyło dalsze – utrzymujące się od III kw. 2011 r. – osłabienie granicznego kursu opłacalności eksportu deklarowanego przez przedsiębiorców (Wykres 2.23). Natomiast w III kw. 2012 r. pewnej aprecjacji złotego względem euro towarzyszyło umocnienie deklarowanego przez przedsiębiorców kursu granicznego opłacalności eksportu.

2.2.5. Produkcja

W II kw. 2012 r. wzrost wartości dodanej brutto ponownie spowolnił (do 2,1% r/r wobec 3,4% r/r w I kw. br.), co było wynikiem obniżenia się tempa wzrostu wartości dodanej wszystkich głównych składowych tej kategorii (Wykres 2.24)²⁵.

Wykres 2.23

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

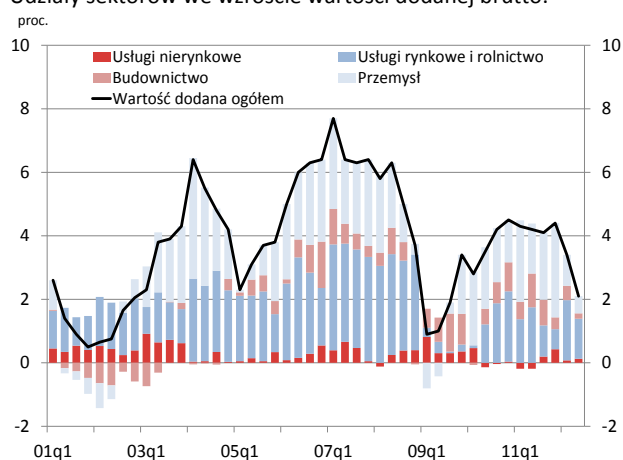


Źródło: Dane i szacunki NBP.

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)?”.

Wykres 2.24

Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

²⁵ Informacje o produkcji sprzedanej, portfelu zamówień, wskaźniku PMI, produkcji budowlano-montażowej oraz portfelu zamówień w budownictwie odnoszą się do danych po usunięciu czynników sezonowych (obliczenia NBP).

W III kw. br. ponownie istotnie obniżyło się tempo wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu. Obniżeniu dynamiki produkcji towarzyszyło dalsze pogorszenie danych dotyczących portfela zamówień oraz spadek wskaźnika PMI, co wskazuje na wyraźne osłabienie się koniunktury w tym sektorze (Wykres 2.25).

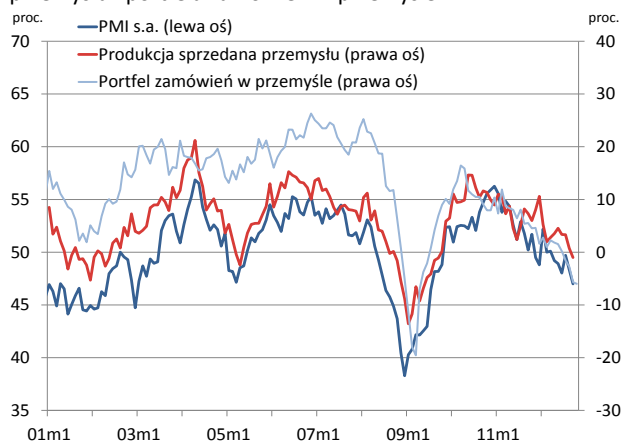
Również dane dotyczące budownictwa mogą świadczyć o silnym osłabieniu koniunktury. Zarówno produkcja budowlano-montażowa, jak i portfel zamówień w budownictwie malały w ostatnich miesiącach, a ich dynamiki istotnie spadły w III kw. br. (Wykres 2.26).

Pogorszenie koniunktury widoczne jest również w sektorze usług. Dynamika sprzedaży hurtowej (w ujęciu nominalnym) wyniosła 1,8% w III kw. br. wobec 2,3% r/r w II kw. br. Jednocześnie istotnie spadła dynamika sprzedaży detalicznej w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 9 osób (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt konsumpcyjny*)²⁶. Obniżenie tempa wzrostu zanotowano także w sprzedaży usług w jednostkach transportu ogółem, które wyniosło (w ujęciu realnym) 10,0% r/r w III kw. br. wobec 12,1% r/r w II kw. br.

Kształtowanie się wyprzedzających wskaźników koniunktury GUS wskazuje na utrzymanie w ostatnich miesiącach niekorzystnych ocen przedsiębiorstw dotyczących przyszłej sytuacji gospodarczej (Wykres 2.27). Większość wskaźników dotyczących prognoz sytuacji ekonomicznej w poszczególnych sekcjach kształtuje się na poziomie niższym od wieloletniej średniej.

Wykres 2.25

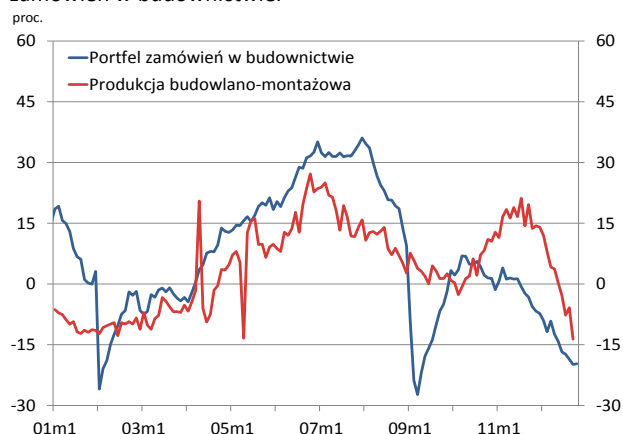
Wskaźnik PMI oraz roczne dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i portfela zamówień w przemyśle.



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

Wykres 2.26

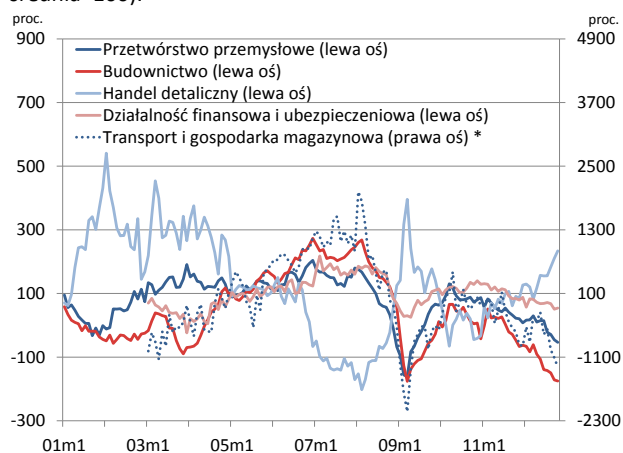
Roczne dynamiki produkcji budowlano-montażowej i portfela zamówień w budownictwie.



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

Wykres 2.27

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



Źródło: Badania koniunktury GUS.

* Ze względu na bliską zera wartość wskaźnika dla transportu i gospodarki magazynowej na wykresie zaznaczono jego poziom a nie zmiany względem wieloletniej średniej

²⁶ Miesięczne dane o sprzedaży detalicznej nie w pełni odzwierciedlają dynamikę zmian sprzedaży detalicznej ogółem. Por. przypis 18.

2.3. Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw

W II kw. 2012 r. sytuacja finansowa przedsiębiorstw pogorszyła się w stosunku do I kw. 2012 r. Jednocześnie – wobec deklarowanego przez przedsiębiorców spadku popytu na ich produkty w III kw. 2012 r. oraz oczekiwanego obniżenia się zamówień i produkcji w IV kw. 2012 r. – w II połowie br. można spodziewać się dalszego pogorszenia wyników na podstawowej działalności przedsiębiorstw²⁷.

W II kw. 2012 r. istotnie spowolnił wzrost przychodów ogółem (Wykres 2.28). Do spowolnienia wzrostu przychodów przyczynił się przede wszystkim spadek przychodów ze sprzedaży krajowej związany z obniżeniem się popytu wewnętrznego, a także wyraźnie niższe niż w II kw. 2011 r. przychody z tytułu różnic kursowych. Natomiast pewne przyspieszenie wzrostu przychodów ze sprzedaży zagranicznej wspieranej przez deprecjację złotego wobec II kw. 2011 r. działało w kierunku ograniczenia skali spowolnienia przychodów ogółem²⁸.

Równocześnie spowolnił wzrost kosztów ogółem, na co złożyło się obniżenie dynamiki wszystkich głównych kategorii kosztów (Wykres 2.28). Skala spadku dynamiki kosztów była jednak niższa niż przychodów, do czego przyczynił się wciąż relatywnie szybki wzrost kosztów surowców i towarów krajowych.

W II kw. 2012 r. rentowność obrotu netto sektora przedsiębiorstw obniżyła się, choć utrzymała się powyżej poziomu wieloletniej średniej. Na obniżenie rentowności złożył się spadek wyników finansowych we wszystkich rodzajach działalności, szczególnie silny w przypadku działalności

Tabela 2.4

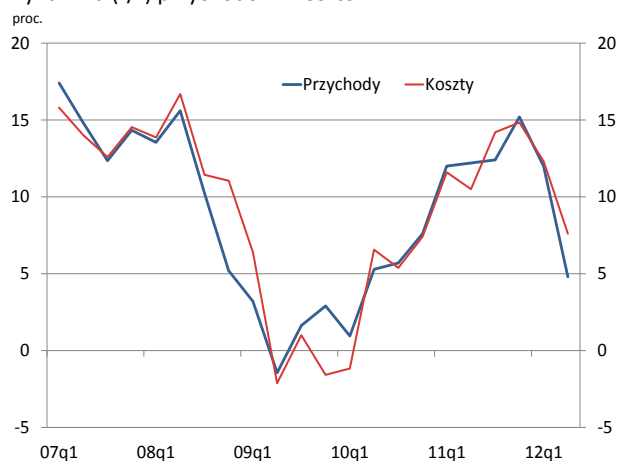
Wybrane wskaźniki efektywności finansowej w sektorze przedsiębiorstw.

proc.	2008	2009	2010	2011				2012	
				q1	q2	q3	q4	q1	q2
Wskaźnik rentowności sprzedaży	5,0	5,0	5,2	5,3	5,5	5,6	4,7	4,4	4,3
Wskaźnik rentowności obrotu netto	3,3	4,1	4,4	4,3	6,1	3,7	4,1	4,1	3,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (s.a.)	47,5	46,9	47,1	47,5	47,5	48,2	48,8	48,5	48,6
Wskaźnik pokrycia odsetek wynikiem brutto (s.a.)	5,9	7,1	7,8	8,0	8,3	7,3	7,4	6,9	5,8
dane na koniec okresu									
Wskaźnik płynności I stopnia	0,34	0,39	0,40	0,39	0,38	0,37	0,38	0,34	0,32

Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.28

Dynamika (r/r) przychodów i kosztów.



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

²⁷ Jak wynika z *Informacji o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2012 r. oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2012 r.*

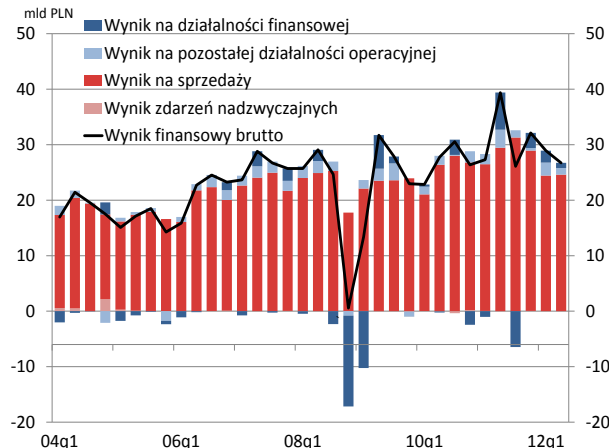
²⁸ Osłabienie nominalnego efektywnego kursu złotego w II kw. 2012 r. wobec II kw. 2011 r. było nieco silniejsze niż w I kw. 2012 r. wobec analogicznego okresu poprzedniego roku.

finansowej. Pogorszenie się wyników na działalności finansowej związane było przede wszystkim ze spadkiem wartości otrzymanych dywidend oraz stratami na zbyciu i aktualizacji wartości inwestycji (Wykres 2.29). Rentowność przedsiębiorstw obniżyła się w zdecydowanej większości branż, jednak wyniki finansowe firm pozostały silnie zróżnicowane. Szczególnie trudna sytuacja utrzymywała się w budownictwie, gdzie wobec silnie rosnących kosztów sprzedaży, przedsiębiorstwa drugi kwartał z rzędu notowały straty. Z kolei rentowność w górnictwie i energetyce, pomimo istotnego spadku wyników finansowych związanych z obniżeniem otrzymywanych dywidend, pozostała bardzo wysoka²⁹. Pogorszenie wyników na działalności finansowej przyczyniło się również do pewnego spadku rentowności działalności eksporterów, która jednak wsparta przez deprecjację złotego wobec II kw. 2011 r., utrzymała się powyżej rentowności notowanej przez nieeksporterów (Wykres 2.30). Jednocześnie wskaźniki rentowności obrotu netto eksporterów i nieeksporterów pozostały powyżej wieloletniej średniej.

W II kw. 2012 r. wskaźnik płynności I stopnia przedsiębiorstw ponownie się obniżył. Na spadek płynnościłożyło się znaczące obniżenie wartości papierów wartościowych będących w posiadaniu przedsiębiorstw, przy niewielkim osłabieniu wzrostu ich zobowiązań krótkoterminowych (Tabela 2.4). Wskaźnik płynności gotówkowej znajduje się obecnie na poziomie zbliżonym do notowanego przed 2009 r., kiedy doszło do gwałtownego wzrostu utrzymywanej przez przedsiębiorstwa płynności. Sytuacja płynnościowa przedsiębiorstw pozostaje więc dobra. Jednocześnie płynność gotówkowa przedsiębiorstw nie obniżyła się w równym stopniu: podczas gdy płynność w sektorze MSP nie zmieniła się znacząco wobec I kw. 2012 r., płynność dużych firm – a szczególnie największych

Wykres 2.29

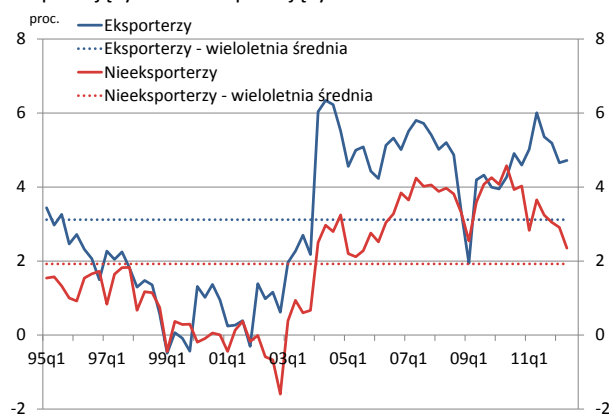
Wynik finansowy brutto przedsiębiorstw i jego składowe



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

Wykres 2.30

Wskaźnik rentowności obrotu netto w przedsiębiorstwach eksportujących i nieeksportujących.



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

²⁹ A w górnictwie również nastąpił silny spadek wyniku na sprzedaży.

przedsiębiorstw (zatrudniających powyżej 1999 pracowników) – obniżyła się istotnie. Spadek płynności dużych firm mógł wynikać z obniżenia się ich skłonności do akumulacji aktywów krótkoterminowych o wysokiej płynności. Według badań ankietowych NBP, w III kw. 2012 r. utrzymała się relatywnie dobra sytuacja płynnościowa przedsiębiorstw, a udział firm deklaruujących problemy z płynnością obniżył się wobec III kw. 2011 r.³⁰

2.4. Rynek pracy

2.4.1. Zatrudnienie i bezrobocie

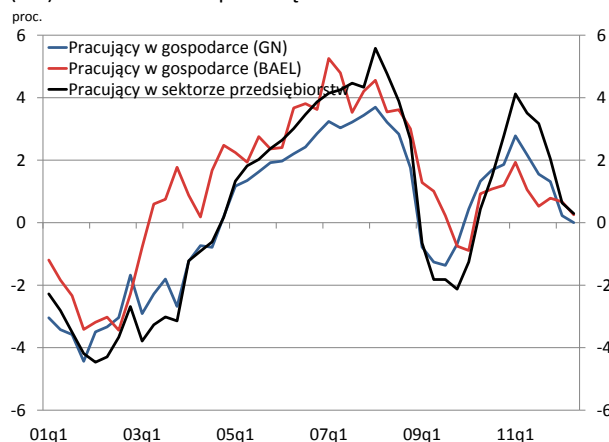
W II kw. 2012 r., wraz z obniżającym się wzrostem PKB, dynamika liczby pracujących w gospodarce oraz w sektorze przedsiębiorstw wyhamowała (Wykres 2.31). Równocześnie wskutek dalszego wzrostu liczby aktywnych zawodowo, stopa bezrobocia była wyższa niż rok wcześniej.

Zgodnie z danymi BAEL, w II kw. 2012 r. liczba pracujących wzrosła o 0,3% r/r oraz o 0,1% kw/kw (wobec 0,7% r/r oraz 0,3% kw/kw w I kw. 2012 r.; Wykres 2.32). Znacząco spadła liczba pracujących w przemyśle (o -2,0% r/r; wobec 0,0% r/r w I kw. 2012 r.), co można wiązać z obniżeniem się tempa wzrostu wartości dodanej brutto w tym sektorze. Również dynamika liczby pracujących w usługach obniżyła się, choć pozostała dodatnia (0,6% r/r wobec 1,7% r/r w poprzednim kwartale). Zgodnie z długookresowym trendem, w II kw. nadal spadała liczba pracujących w rolnictwie (-1,4% r/r wobec -2,3% r/r w I kw. 2012 r.).

W sektorze przedsiębiorstw roczne tempo wzrostu zatrudnienia również spowolniło i wyniosło w II kw. 2012 r. 0,3% r/r (wobec 0,6% r/r w I kw. 2012 r.). Dane miesięczne wskazują, że od początku 2012 r. zatrudnienie w tym sektorze obniżało się. W efekcie roczna dynamika

Wykres 2.31

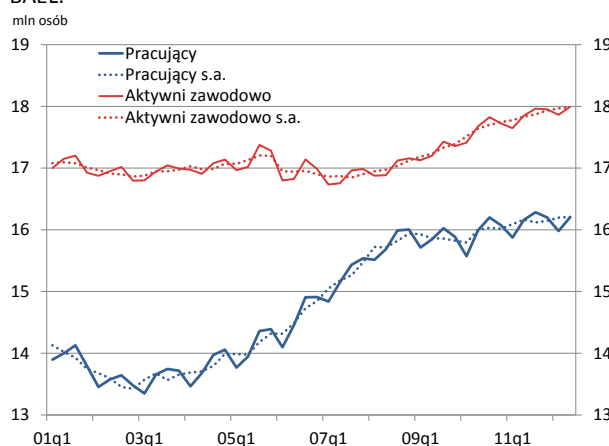
Wzrost (r/r) pracujących w gospodarce według BAEL i sprawozdawczości podmiotów powyżej 9 zatrudnionych (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.32

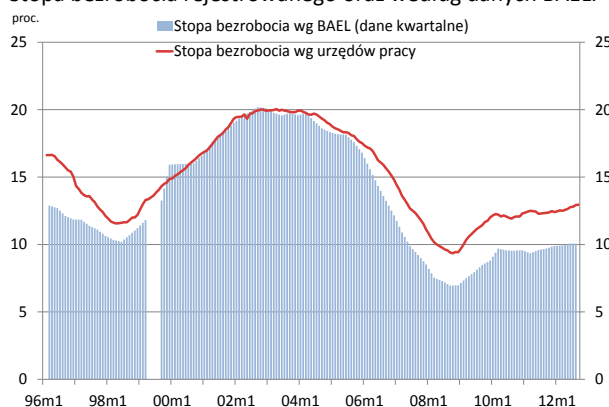
Pracujący oraz aktywni zawodowo w gospodarce według BAEL.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.33

Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL.



Źródło: Dane GUS (wyrównane sezonowo).

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

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

³⁰ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2012 r. oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2012 r.

zatrudnienia w kolejnych miesiącach w III kw. br. wyhamowała do zera.

W badaniach koniunktury NBP wskaźnik prognoz zatrudnienia na IV kw. 2012 r. pogorszył się względem III kw. i wciąż wskazuje, że więcej przedsiębiorstw planuje ograniczyć zatrudnienie niż je zwiększyć³¹.

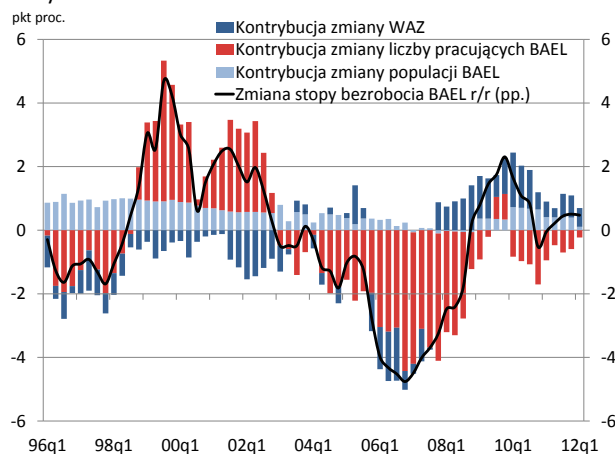
W II kw. 2012 r. utrzymał się obserwowany od 2007 r. wzrost liczby aktywnych zawodowo, choć wzrost ten nieznacznie spowolnił. Rosnąca liczba aktywnych zawodowo wynikała głównie z wyższej aktywności osób w wieku przedemerytalnym, (dane odsezonowane; Wykres 2.32). Liczba aktywnych zawodowo wzrosła w II kw. 2012 r. o 0,8% r/r (wobec 1,1% r/r w I kw. 2012 r.).

Wraz ze spowalniającym wzrostem zatrudnienia i dalszym wzrostem podaży pracy, stopa bezrobocia BAEL wzrosła do 10,1% w II kw. 2012 r. (wobec 9,9% w I kw. 2012 r. i 9,7% w II kw. 2011 r.; dane odsezonowane; Wykres 2.33). Zwiększenie stopy bezrobocia w ujęciu rocznym wynikało przede wszystkim ze wzrostu podaży pracy, w tym przede wszystkim wyższego wskaźnika aktywności zawodowej (Wykres 2.34). Jednocześnie wzrost stopy bezrobocia był łagodzony przez przyrost liczby pracujących, choć w znacznie mniejszym stopniu niż w poprzednich kwartałach.

Dane z urzędów pracy również wskazują na stopniowy wzrost stopy bezrobocia w ostatnich miesiącach. We wrześniu 2012 r. stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 12,4%, wobec 11,8% we wrześniu 2011 r. (Wykres 2.33). Równocześnie zgodnie z szacunkami NBP, w II kw. 2012 r. wciąż obniżało się prawdopodobieństwo znalezienia pracy przy nadal rosnącym prawdopodobieństwie utraty pracy.

Wykres 2.34

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

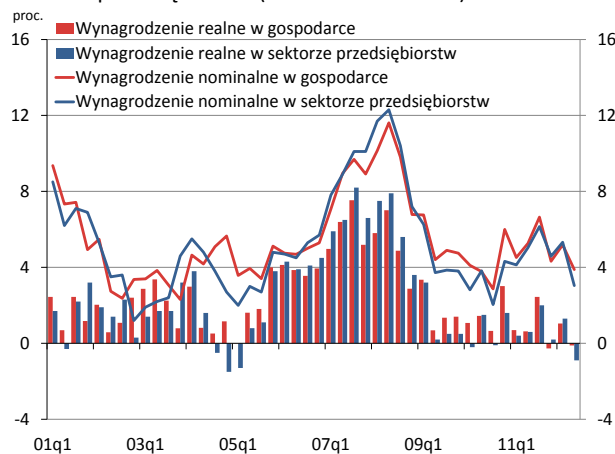


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.35

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

³¹ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2012, NBP.

2.4.2. Płace i wydajność

Napływające w ostatnim okresie dane wskazują na brak presji płacowej w gospodarce. Zarówno nominalna dynamika wynagrodzeń w gospodarce, jak i nominalna dynamika jednostkowych kosztów pracy w II kw. 2012 r. obniżyły się w porównaniu z I kw. 2012 r.

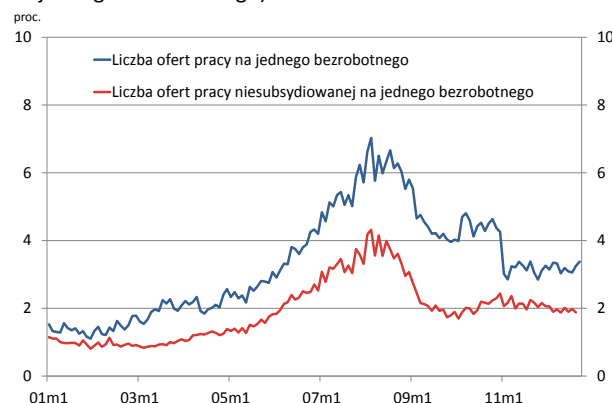
Wraz ze spowolniającym popytem na pracę, w II kw. 2012 r. nominalne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce oraz w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się i wyniosło odpowiednio 3,9% r/r i 3,0% r/r (wobec 5,2% r/r i 5,3% r/r w poprzednim kwartale; Wykres 2.35). W sektorze przedsiębiorstw spadek dynamiki wynagrodzeń odnotowano również w kolejnych miesiącach III kw. br.

Na brak presji płacowej wskazują także badania koniunktury NBP. Wynika z nich, że w III kw. 2012 r. zwiększył się, w porównaniu z poprzednimi kwartałami, odsetek przedsiębiorstw deklarujących brak presji płacowej ze strony pracowników (ponad połowa firm nie odczuwała presji płacowej, a zdecydowana większość pozostałych informowała, że naciski na wzrost płac są umiarkowane)³². Ponadto indeks napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadających na jednego bezrobotnego) utrzymuje się na poziomie zbliżonym do wieloletniej średniej (Wykres 2.36).

Dynamika wydajności pracy w gospodarce w II kw. 2012 r. spowolniła, co wynikało z szybszego obniżenia się tempa wzrostu PKB niż dynamiki zatrudnienia (Wykres 2.37). Mimo to, silniejsze osłabienie wzrostu wynagrodzeń niż wydajności przyczyniło się do obniżenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy w II kw. 2012 r. do 1,7% (wobec 2,3% w I kw. 2012 r.), co wskazuje na obniżenie się presji płacowej w gospodarce. Z kolei dynamika jednostkowych kosztów pracy w przemyśle w ostatnich miesiącach wzrosła, co

Wykres 2.36

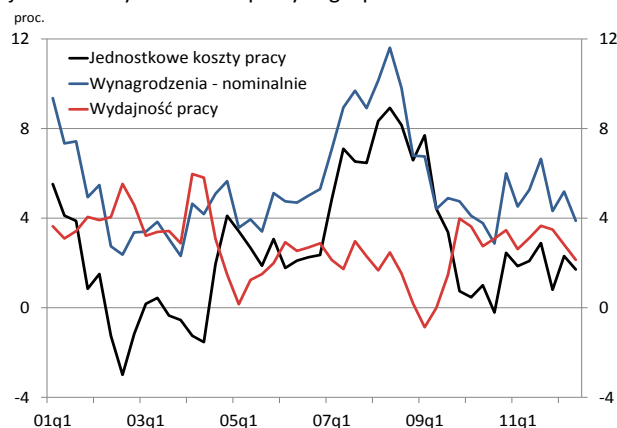
Indeks napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadająca na jednego bezrobotnego).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.37

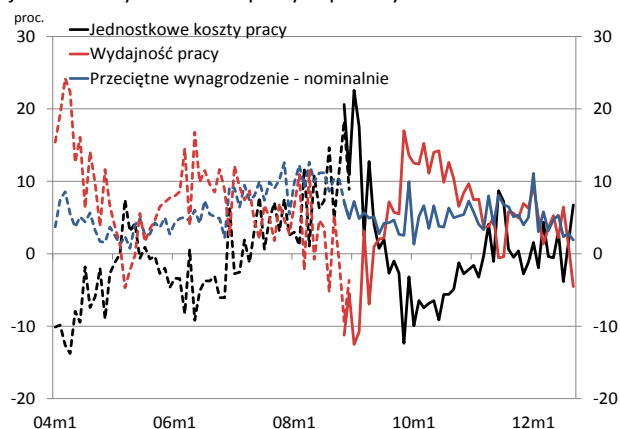
Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.38

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 do listopada 2008 r. (na wykresie zaznaczone linią przerywaną) nie są w pełni porównywalne z dynamikami notowanymi w późniejszym okresie.

³² Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2012, NBP.

wynikało z istotnego spadku dynamiki wydajności pracy, przy równoczesnym nieco mniejszym obniżeniu się wzrostu wynagrodzeń w tym sektorze (Wykres 2.38).

2.5. Rynki aktywów

2.5.1. Stopy procentowe i ceny aktywów finansowych

Od publikacji poprzedniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopę referencyjną NBP na niezmiennym poziomie 4,75% (Wykres 2.39)³³. Jednak publikacje danych o aktywności gospodarczej wskazujące na silniejsze od oczekiwań spowolnienie gospodarcze (por. rozdział 2.2 *Popyt i produkcja*) poprawiły perspektywy powrotu inflacji do celu, powodując zmianę oczekiwań uczestników rynku odnośnie do decyzji Rady w kolejnych miesiącach.

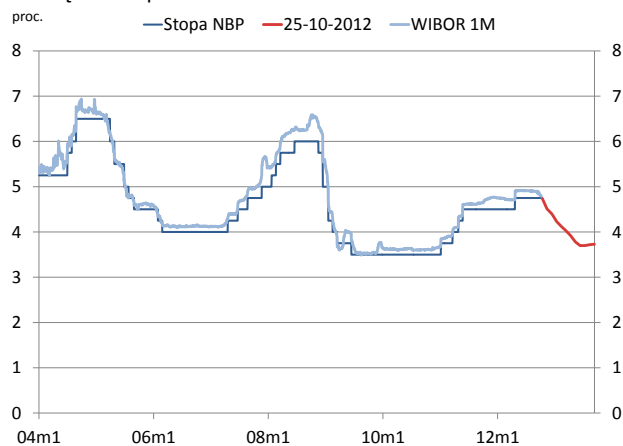
Pojawienie się oczekiwań na obniżenie stopy referencyjnej NBP w kolejnych miesiącach znalazło odzwierciedlenie w spadku krótkoterminowych stóp procentowych. Od publikacji poprzedniego *Raportu* WIBOR 3M obniżył się o 0,38 pkt proc., a WIBOR 1M o 0,12 pkt proc. Ponadto znacznie obniżyły się stawki FRA, których notowania 25 października br. wskazywały na możliwość obniżenia krótkoterminowych stóp procentowych w horyzoncie roku o około 1 pkt proc. (Wykres 2.39).

Równocześnie spread pomiędzy WIBOR a OIS 3M, przybliżający poziom premii za ryzyko kredytowe na rynku międzybankowym, nieznacznie się obniżył.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* rentowności polskich obligacji skarbowych obniżyły się,

Wykres 2.39

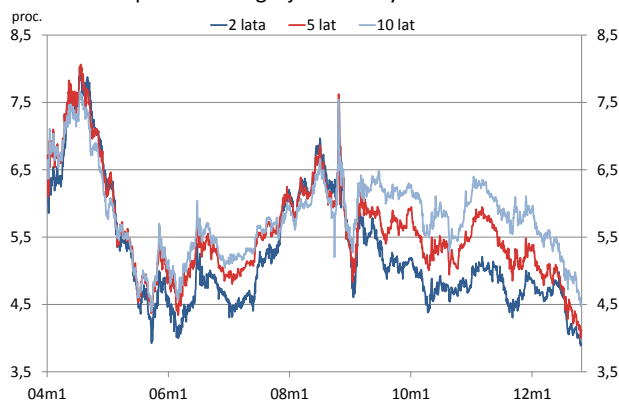
Stopa referencyjna NBP, stopa WIBOR 1M i stopa 1-miesięczna implikowana z kontraktów FRA.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 2.40

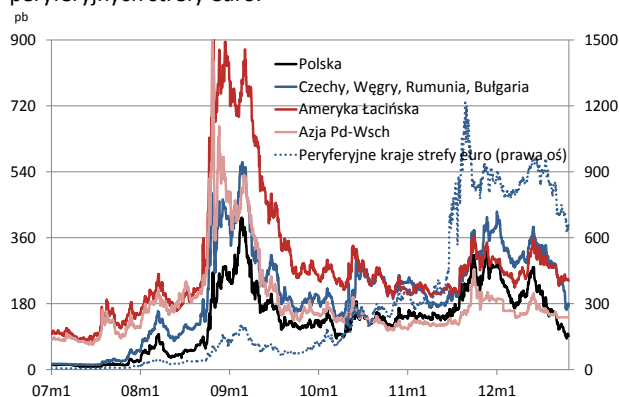
Rentowność polskich obligacji skarbowych.



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 2.41

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



Źródło: Dane Bloomberg.

Przedstawione indeksy są agregatami ważonymi PKB.

³³ *Raport o inflacji* uwzględnia dane dostępne do 25 października 2012 r. Na posiedzeniu 7 listopada br. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc., w tym stopę referencyjną do poziomu 4,50%. Informacja o tej decyzji zawarta jest w rozdz. 3 niniejszego Raportu.

prześciowo osiągając najniższe historycznie poziomy (Wykres 2.40). Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku rentowności polskich obligacji skarbowych było poszukiwanie przez inwestorów zagranicznych wysokich stóp zwrotu na rynkach wschodzących (por. rozdział 1.3 *Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe*). Czynnikiem temu sprzyjającym było obniżenie wyceny ryzyka kredytowego przez inwestorów. Od publikacji poprzedniego *Raportu* stawki CDS dla Polski spadły i pozostają niższe niż przeciętnie w gospodarkach wschodzących (Wykres 2.41). Zgodnie z danymi Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych zaangażowanie nierezydentów w obligacje skarbowe emitowane na rynku krajowym w I połowie sierpnia br. osiągnęło najwyższą historyczną wartość, po czym nieznacznie się obniżyło (Wykres 2.42).

Czynnikami oddziałującymi w kierunku niższych rentowności polskich obligacji były również silniejsze od oczekiwanego spowolnienie gospodarcze i związany z tym wzrost oczekiwań na obniżki stóp procentowych, a także ograniczona liczba przetargów w okresie letnim przy utrzymującym się popycie inwestorów.

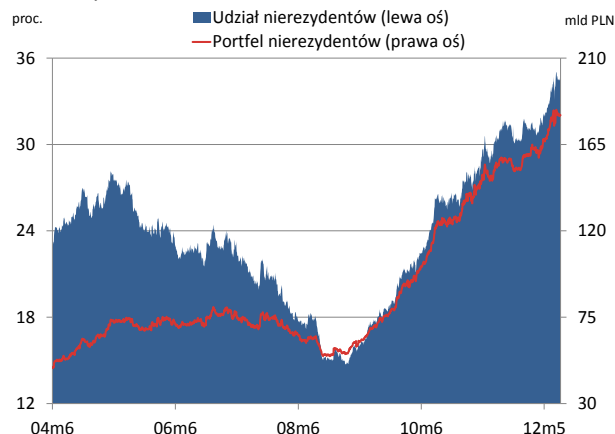
Ceny akcji na GPW w Warszawie kształtowały się pod wpływem nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych. Do połowy września br. indeksy giełdowe pozostawały w trendzie wzrostowym, a następnie się ustabilizowały. Od publikacji poprzedniego *Raportu* indeks WIG wzrósł o 7,5%, a indeks WIG 20 – o 3,9% (Wykres 2.43).

2.5.2. Kurs walutowy

Od publikacji poprzedniego *Raportu* złoty aprecjonował na skutek – widocznej do połowy września br. – poprawy nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych. W omawianym czasie miały jednak także miejsce okresy przejściowej deprecjacji złotego. Były one

Wykres 2.42

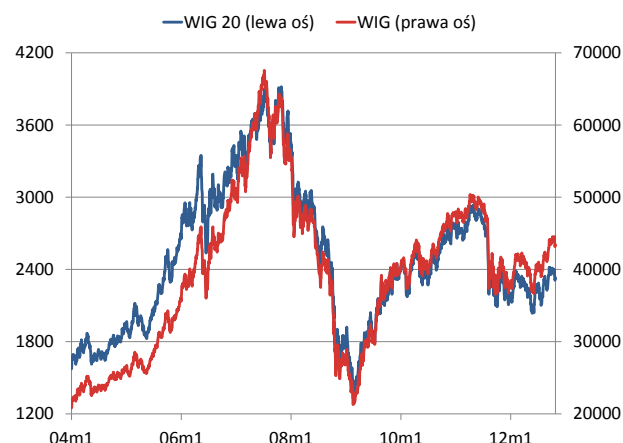
Zaangażowanie nierezydentów na rynku polskich papierów skarbowych.



Źródło: Dane KDPW.

Wykres 2.43

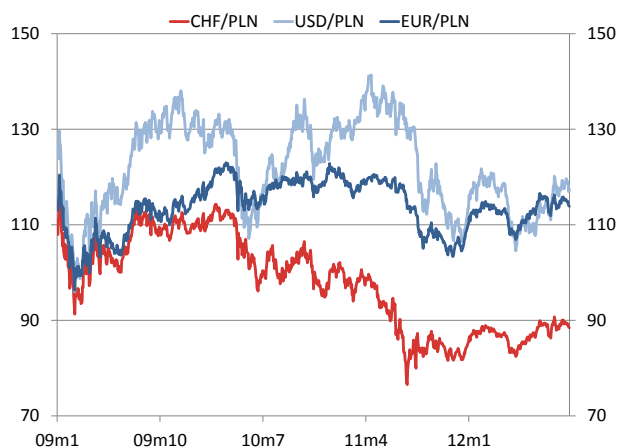
Wartości indeksów WIG i WIG 20.



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 2.44

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



Źródło: Dane Reuters.

spowodowane publikacjami danych wskazujących na silniejsze od oczekiwanego spowolnienie gospodarcze i związanym z tym wzrostem oczekiwań na łagodzenie polityki pieniężnej w Polsce. Ponadto w kierunku osłabienia złotego oddziaływało również obniżenie stóp procentowych w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* do 25 października br. nominalny kurs złotego umocnił się o 2,3% wobec euro, o 3,1% wobec franka szwajcarskiego i o 8,4% wobec dolara amerykańskiego (Wykres 2.44).

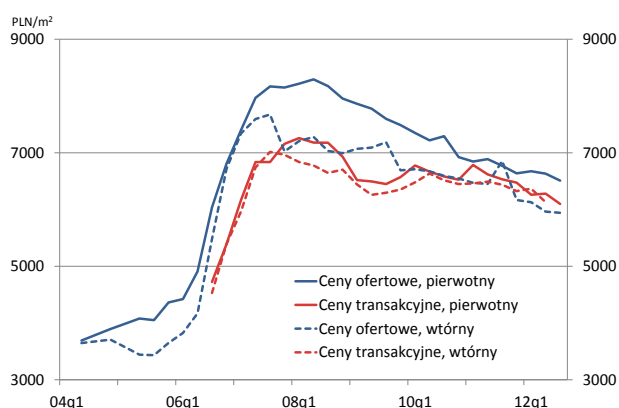
2.5.3. Ceny mieszkań

W II i III kw. br. na rynku mieszkaniowym w Polsce utrzymały się tendencje zapoczątkowane w ubiegłych latach³⁴. Zarówno ceny transakcyjne, jak i ofertowe na rynkach pierwotnym i wtórnym obniżały się (Wykres 2.45).

Pomimo spadku cen nieruchomości, stopy zwrotu z inwestycji w sektorze budownictwa mieszkaniowego pozostały relatywnie wysokie, zwłaszcza na tle innych branż w sektorze budowlanym. Podobnie jak w poprzednich kwartałach, sprzyjało to rozpoczynaniu nowych inwestycji przez deweloperów. Ponadto w II kw. br., przyspieszenie produkcji mieszkań mogło być związane z perspektywą wejścia w życie zmian legislacyjnych³⁵. W III kw. nastąpiło natomiast obniżenie liczby nowych inwestycji w sektorze mieszkaniowym. Jednak z uwagi na znaczną liczbę mieszkań wprowadzonych na rynek w poprzednich kwartałach liczba mieszkań oferowanych do sprzedaży pozostawała wysoka (Wykres 2.46).

Wykres 2.45

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



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

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

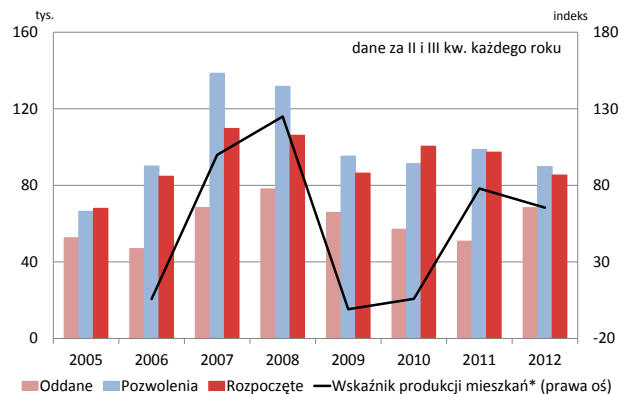
³⁴ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacjach NBP pt. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w II kwartale 2012 r.*, oraz *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2011 r.*, dostępnych na stronie internetowej NBP (www.nbp.pl).

³⁵ Ustawa z 16 września 2011 r. o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub jednorodzinnej, która weszła w życie 28 kwietnia br. nakłada na deweloperów m.in. obowiązek zawarcia umowy z bankiem o prowadzenie mieszkaniowego rachunku powierniczego, co implikuje późniejsze otrzymanie przez dewelopera środków pieniężnych wpłaconych przez nabywcę mieszkania.

Wysokiej podaży mieszkań na rynku nadal towarzyszyło obniżanie się popytu spowodowane zarówno spowolnieniem akcji kredytowej na cele mieszkaniowe, w tym szczególnie spadek wartości kredytów walutowych, jak i pogarszającymi się nastrojami gospodarstw domowych w związku z nasilającym się spowolnieniem gospodarczym. Liczba mieszkań wprowadzanych na rynek nadal przewyższała liczbę mieszkań sprzedanych, co wciąż może oddziaływać w kierunku spadków ich cen.

Wykres 2.46

Budownictwo mieszkaniowe w Polsce.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

* Wskaźnik produkcji mieszkań stanowi syntetyczny miernik pokazujący sytuację firm budowlanych w sektorze mieszkaniowym. Jest to dwunastomiesięczna wartość krocząca produkcji w toku, czyli liczby mieszkań, których produkcję rozpoczęto po odjęciu liczby mieszkań oddanych do użytkowania. Wskaźnik uwzględnia także budownictwo jednorodzinne. Wzrost produkcji w toku może oznaczać przyszłe problemy dla branży budowlanej, gdy inwestorzy nie będą w stanie realizować zobowiązań dotyczących wybudowanych obiektów. Może to oznaczać rosnącą liczbę zamrożonych inwestycji i nieregularnych płatności.

Ramka 3. Jak usztywnienie kursu złotego wobec euro przed kryzysem finansowym wpłynęłoby na cykl koniunkturalny w Polsce?

W opinii wielu ekonomistów możliwość prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej oraz płynny kurs walutowy należały do czynników, które przyczyniły się do podtrzymania stabilności polskiej gospodarki w czasie globalnego kryzysu finansowego. Ekonomiści Narodowego Banku Polskiego poddali weryfikacji tę hipotezę³⁶. W szczególności zbadano, jak usztywnienie nominalnego kursu walutowego, a przez to także rezygnacja z niezależnej polityki stopy procentowej wpłynęłyby na przebieg cyklu koniunkturalnego w Polsce w ostatnich latach. Zbadano zatem dwa istotne kanały, poprzez które ewentualne wstąpienie do strefy euro mogłoby wpływać na aktywność gospodarczą i inflację w Polsce w ostatnich kilku latach.

W celu uzyskania odpowiedzi na powyższe pytanie posłużono się modelem makroekonomicznym polskiej gospodarki i strefy euro, należącym do klasy dynamicznych, stochastycznych modeli równowagi ogólnej (Dynamic stochastic general equilibrium – DSGE). Wykorzystany model jest typu nowokeynesowskiego z heterogenicznymi podmiotami gospodarczymi, sztywnościami nominalnymi, wieloetapowym procesem produkcji, polityką fiskalną i pieniężną, sektorem bankowym oraz frukcjami finansowymi związanymi z ograniczoną dostępnością kredytu. Parametry modelu oraz zaburzenia zostały wyestymowane na podstawie danych dla Polski i strefy euro. Dla oszacowania wpływu usztywnienia kursu wobec euro i rezygnacji z niezależnej stopy procentowej przeprowadzono tzw. symulacje kontrfaktyczne, tj. odtworzono historyczny przebieg zmiennych makroekonomicznych przy założeniu, że w 2007 r. Polska usztywniłaby kurs walutowy wobec euro, a zmiany stóp procentowych w Polsce byłyby zgodne ze zmianami stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego.

Wykres R.3.1. przedstawia dynamikę PKB i inflację CPI w Polsce w latach 2001-2011 oraz przebieg tych zmiennych w dwóch wariantach scenariusza kontrfaktycznego, w którym następuje usztywnienie nominalnego kursu walutowego. W pierwszym wariantcie przyjęto, że stopy procentowe na rynku międzybankowym w Polsce zmieniałyby się zgodnie ze zmianami stóp w strefie euro oraz że jednocześnie wpływałyby na nie wahania premii za ryzyko³⁷. W drugim wariantcie założono, że premia za ryzyko zanikałaby wraz z usztywnieniem kursu. Różnica pomiędzy wariantami dotyczy zatem sposobu uwzględnienia relatywnej względem strefy euro premii za ryzyko. Pozostająca poza strefą euro Polska postrzegana była dotychczas jako kraj relatywnie bardziej ryzykowny, co przejawiało się dodatnią i

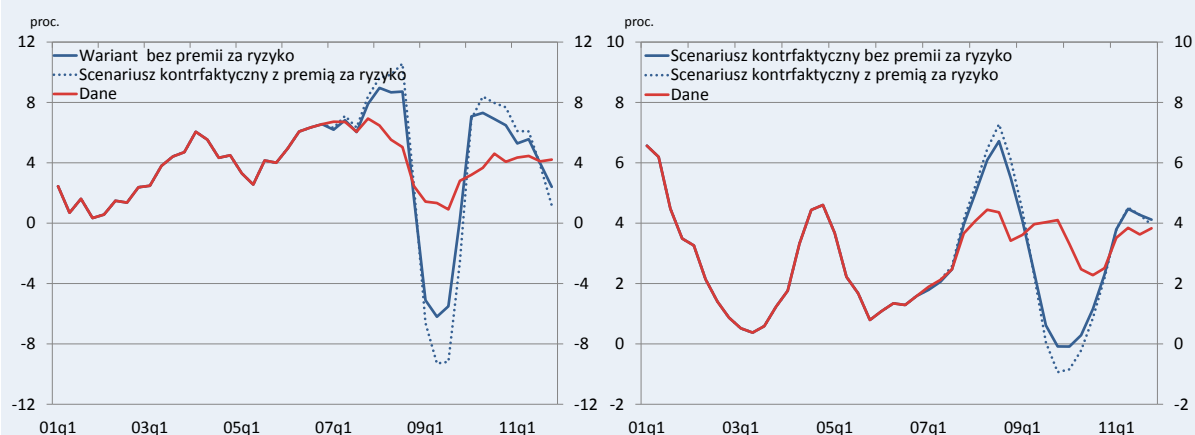
³⁶ M. Brzoza-Brzezina, K. Makarski, G. Wesołowski (2012), *Would it have paid to be in the euro-zone?*, NBP Working Paper Nr 128.

³⁷ Technicznie rzecz biorąc w modelu uwzględniane są odchylenia stóp procentowych od stanu ustalonego (naturalnej stopy procentowej) obrazujące cykliczny komponent stóp procentowych.

zmienną premią za ryzyko inwestowania w polskie aktywa względem aktywów emitowanych w strefie euro. Nie jest jasne, czy po przystąpieniu Polski do strefy euro relatywna premia za ryzyko zostałaby zredukowana całkowicie czy też nie, stąd rozważano dwa warianty. Doświadczenia pierwszych lat funkcjonowania unii monetarnej w Europie – tj. przed kryzysem – wskazywały na zanik tej premii. Zanik ten wiązał się z uwzględnianiem w ograniczonym stopniu czynników krajowych przy ocenie ryzyka kredytowego członków strefy euro, przez co oprocentowanie ich obligacji było zbliżone. Z kolei doświadczenia wielu krajów strefy euro po 2007 r. sugerują, że w obliczu wzrostu napięć w finansach publicznych poszczególnych krajów oraz awersji do ryzyka na rynkach finansowych, premia ta może być ponownie uwzględniana przez inwestorów, istotnie wpływając na poziom stóp procentowych w tych krajach. Dlatego w jednym wariantcie założono zanik premii, a w drugim jej utrzymanie (choć jest ona zmienna w czasie).

Wykres R.3.1

PKB (lewy panel) i inflacja (prawy panel) w Polsce w latach 2001-2011 – przebieg rzeczywisty oraz dwa kontrfaktyczne scenariusze zakładające przystąpienie do strefy euro w 2007 r.



Źródło: M. Brzoza-Brzezina, K. Makarski, G. Wesołowski (2012), Would it have paid to be in the euro-zone?, NBP Working Paper Nr 128.

Na podstawie symulacji można ocenić, że w obu scenariuszach kontrfaktycznych zmienność dynamiki PKB oraz inflacji byłaby większa, gdyby kurs złotego wobec euro od 2007 r. był sztywny. Zmiana ta jest szczególnie wyraźna w latach 2008-2009, czyli okresie najsilniejszych wahań globalnej koniunktury oraz wahań kursu walutowego. Dynamika PKB w Polsce, która w latach 2007-2011 wahała się w granicach od 1% do 7%, przy odchyleniu standardowym wynoszącym 2 pkt proc., w przypadku przyjęcia euro kształtowałaby się w przedziale od -6% do +9%, przy odchyleniu standardowym równym 5 pkt proc. (od -9% do 11% z odchyleniem standardowym równym 6 pkt proc. w scenariuszu uwzględniającym premię za ryzyko). Wzrost zmienności można również zaobserwować w przypadku inflacji. Jej fluktuacje mieściły się w przedziale od 2% do 4,5%, przy odchyleniu standardowym wynoszącym 1 pkt proc., natomiast gdyby Polska należała do strefy euro inflacja wahałaby się od 0% do ponad 6% (-1% do 7,5% w scenariuszu uwzględniającym premię za ryzyko, odchylenie standardowe w obu wariantach wzrosłoby do 2 pkt proc.). Należy jednocześnie podkreślić, że większym wahanom koniunktury oraz inflacji towarzyszyłaby większa stabilność nominalnego efektywnego kursu walutowego. Warto także zauważyć, że wzrost premii za ryzyko, jaki nastąpił podczas kryzysu dodatkowo zwiększył skalę deprecjacji złotego, co jednak obniżyło zmienność stóp procentowych, a przez to także zmienność dynamiki PKB i inflacji.

Wyniki symulacji potwierdzają, że płynny kurs walutowy i niezależna polityka stopy procentowej przyczyniły się wydatnie do stabilizowania koniunktury oraz inflacji w Polsce w ostatnich latach. Należy przy tym pamiętać, że w badaniu nie uwzględniono wszystkich możliwych korzyści i kosztów związanych z przyjęciem euro, stąd wyniki symulacji nie powinny być interpretowane jako pełna ocena korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro, a jedynie jako próba odpowiedzi na pytanie o skutki usztywnienia kursu i rezygnacji z niezależnej polityki stóp

procentowych dla wahań koniunktury i inflacji w Polsce w danym momencie historycznym (tj. od 2007 r.)³⁸. Należy także pamiętać, że badanie dotyczyło okresu bardzo silnych zaburzeń w globalnej gospodarce, przez co różnica pomiędzy rzeczywistym przebiegiem analizowanych zmiennych makroekonomicznych a ich kontrfaktycznym przebiegiem była prawdopodobnie większa niż byłaby w czasach większej globalnej stabilności.

2.6. Kredyt i pieniądz

2.6.1. Kredyty

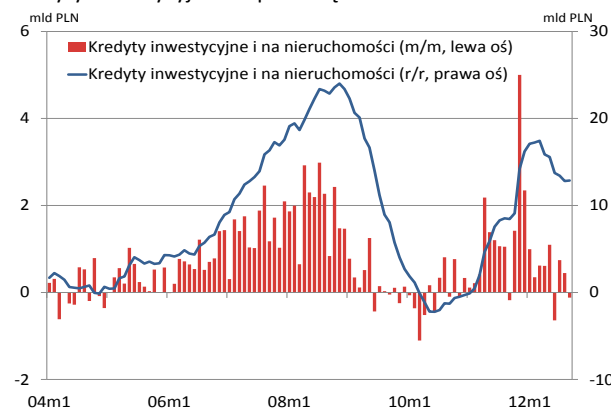
Od publikacji poprzedniego *Raportu* wzrost akcji kredytowej pozostał umiarkowany³⁹. W III kw. 2012 r. średni miesięczny przyrost zadłużenia wyniósł 3,9 mld zł wobec 3,3 mld zł w I połowie 2012 r.⁴⁰ Roczna średnia dynamika kredytów obniżyła się do 6,5% r/r w III kw. br. z 8,5% r/r w I połowie br.

W ostatnim czasie wzrost akcji kredytowej dla przedsiębiorstw utrzymał się na umiarkowanym poziomie. W III kw. 2012 r. średni miesięczny przyrost zadłużenia firm w bankach krajowych wyniósł 1,8 mld zł, wobec 1,7 mld zł w I połowie 2012 r. Średnia dynamika tych kredytów nieco obniżyła się – do 9,9% r/r w III kw. 2012 r. z 12,6% r/r w I połowie br. (Wykres 2.47, Wykres 2.48).

W omawianym okresie silnie spowolnił wzrost kredytów inwestycyjnych, podczas gdy dynamika kredytów o charakterze bieżącym utrzymała się na umiarkowanym poziomie. Spowolnienie wzrostu kredytów inwestycyjnych może wynikać z prawdopodobnego dalszego spadku dynamiki popytu inwestycyjnego firm w III kw. 2012 r. (por. rozdz. 2.2.3. *Popyt Inwestycyjny*). Również deklarowane przez banki zaostrożenie kryteriów i warunków udzielania kredytów w III kw. przyczyniło się do jedynie umiarkowanego wzrostu akcji kredytowej⁴¹. Ponadto średnie miesięczne

Wykres 2.47

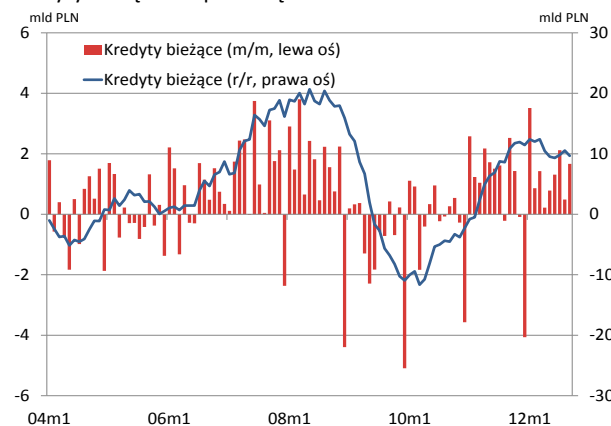
Kredyty inwestycyjne dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.48

Kredyty bieżące dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

³⁸ W szczególności należy zaznaczyć, że nie uwzględnione są konsekwencje możliwej zmiany stanu ustalonego gospodarki Polski w wyniku przystąpienia do strefy euro.

³⁹ Z prezentowanych w tym rozdziale danych został usunięty wpływ wahań kursu złotego w stosunku do głównych walut.

⁴⁰ Dane te dotyczą akcji kredytowej dla sektora niefinansowego, niemonetarnych instytucji finansowych, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych.

⁴¹ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, IV kw. 2012 r.*, NBP.

oprocentowanie kredytów dla firm było w lipcu - sierpniu wyższe o 0,1 pkt proc. od średniego oprocentowania w I połowie 2012 r. (Wykres 2.49)

Zadłużenie małych i średnich firm rośnie nadal szybciej niż dużych przedsiębiorstw, które są mniej uzależnione od zewnętrznych źródeł finansowania⁴².

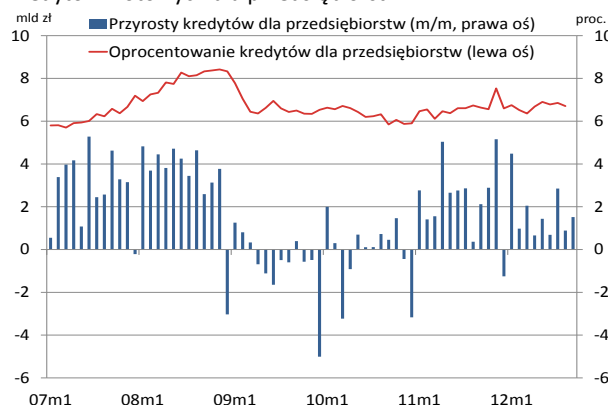
W II kw. nadal 2012 r. zwiększało się całkowite zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw (o 3,5 mld EUR wobec II kw. 2011 r.), zaś jego dynamika obniżyła się do 3,4% r/r (wobec 3,7% r/r w I kw. br.)⁴³.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* miesięczne przyrosty kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych pozostały umiarkowane utrzymując się średnio w III kw. 2012 r. na poziomie z I połowy 2012 r., tj. 1,4 mld zł (Wykres 2.50). Jednocześnie obniżyła się roczna dynamika tych kredytów (do 6,4% r/r w III kw. br. z 8,3% r/r w I połowie br.). Wzrost kredytów dotyczył jedynie kredytów złotych. W omawianym okresie zmniejszył się wolumen udzielonych kredytów walutowych⁴⁴. Umiarkowany wzrost kredytów mieszkaniowych ogranicza popyt na rynku mieszkaniowym, co oddziałuje w kierunku obniżania się cen na tym rynku (por. rozdz. 2.4.2 *Ceny mieszkań*).

Wzrost kredytów mieszkaniowych jest ograniczany przez istotne zmniejszenie limitów cenowych w programie „Rodzina na swoim”⁴⁵, deklarowane przez banki zaostrzanie kryteriów i warunków udzielania kredytów w III kw. br. w tym segmencie rynku, a także pogarszającą się sytuację ekonomiczną gospodarstw domowych (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt konsumpcyjny*). Równocześnie w lipcu - sierpniu 2012 r. nastąpił wzrost średniego

Wykres 2.49

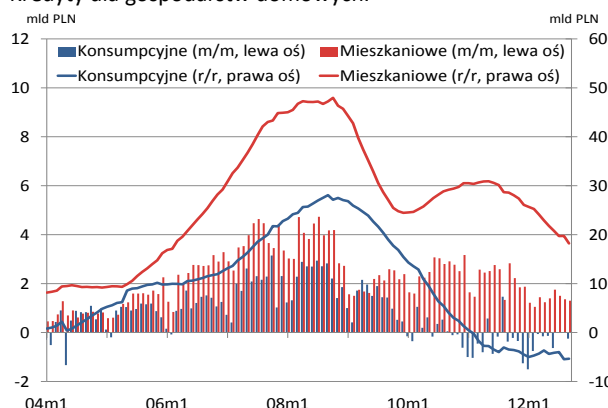
Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.50

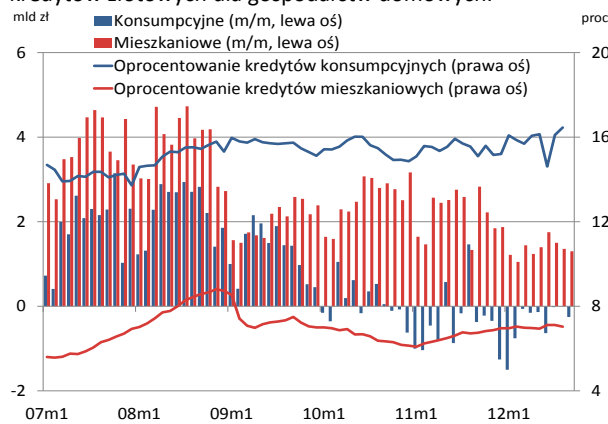
Kredyty dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.51

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



Źródło: Dane NBP.

⁴² Dane o kredytach dla dużych przedsiębiorstw i MSP pochodzą ze statystyki NBP *Należności sektora bankowego*.

⁴³ Całkowity stan zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw, obejmujący – poza kredytami bankowymi – m.in. kredyty handlowe oraz dłużne papiery wartościowe w posiadaniu zagranicznych inwestorów, wyniósł w II kw. 2012 r. 107 mld EUR. Dla porównania całkowita wielkość zadłużenia polskich przedsiębiorstw w bankach krajowych w czerwcu 2012 r. wyniosła 247 mld PLN.

⁴⁴ Średnie dynamiki kredytów mieszkaniowych złotych i walutowych w III kw. br. wyniosły odpowiednio 18,6% r/r i -1,0% r/r (wobec odpowiednio 20,4 % r/r i 1,3% r/r w I połowie br.).

⁴⁵ Jednocześnie wygaszanie tego programu może działać w kierunku przesunięcia popytu na kredyt mieszkaniowy z przyszłych kwartałów na bieżący.

miesięcznego oprocentowania tych kredytów o 0,1 pkt proc. względem jego średniego poziomu w I poł. br. (Wykres 2.51).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* wyhamował spadek zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych (średni spadek poniżej 0,1 mld zł w III kw. br. wobec spadku średnio o 0,5 mld zł w I połowie br.). Jednocześnie średnie oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych wzrosło istotnie w omawianym okresie i w lipcu-sierpniu 2012 r. było o 0,5 pkt proc. wyższe niż w średnia dla I połowy br.⁴⁶ Średnia dynamika kredytu konsumpcyjnego wyniosła w lipcu i sierpniu br. - 3,5% r/r wobec -3,2% r/r w I połowie br. (Wykres 2.51).

2.6.2. Depozyty i agregaty monetarne

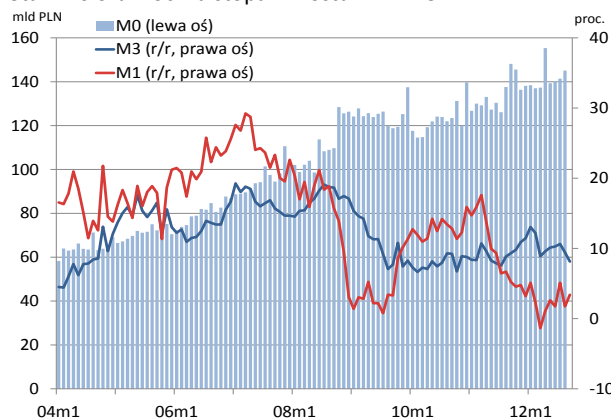
W III kw. 2012 r. tempo wzrostu szerokiego pieniądza utrzymało się na umiarkowanym poziomie i średnio wyniosło 9,4% r/r, choć wciąż było wyższe od dynamiki nominalnego PKB (Wykres 2.52)⁴⁷.

Od poprzedniego *Raportu* nadal obniżały się depozyty przedsiębiorstw, choć znacząco słabiej niż w poprzednim okresie (średniomiesięcznie o 1,3 mld zł w III kw. 2012 r. wobec średniego spadku o 3,4 mld zł w I połowie 2012 r.), zaś średnia dynamika tych depozytów zmniejszyła się do 1,3 % r/r w III kw. 2012 r. z 6,3% r/r w I połowie br. (Wykres 2.53, Wykres 2.55).

W ostatnim czasie utrzymał się umiarkowany wzrost łącznej wartości aktywów finansowych gospodarstw domowych, a jego dynamika wyniosła 6,7% r/r w lipcu i sierpniu br. wobec średniej 5,4% w I połowie br.⁴⁸ Na zwiększenie wartości aktywów finansowych gospodarstw domowychłożył się przede wszystkim wzrost depozytów gospodarstw domowych, których

Wykres 2.52

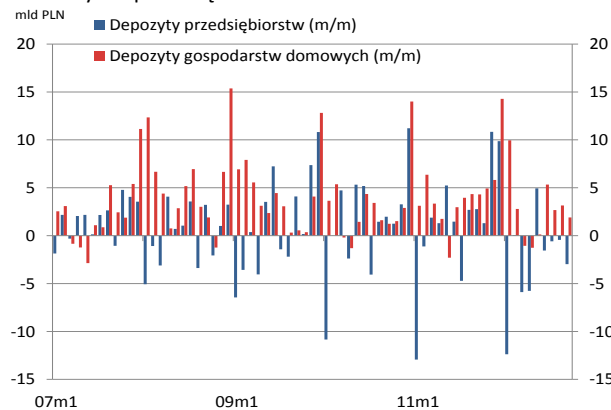
Stan M0 oraz roczna stopa wzrostu M1 i M3.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.53

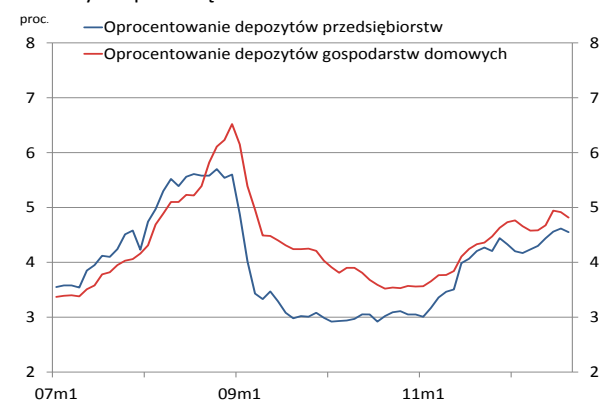
Przyrosty miesięczne depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.54

Oprocentowanie depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

⁴⁶ Spadek oprocentowania kredytów konsumpcyjnych w czerwcu br. był związany z wystąpieniem czynnika o charakterze jednorazowym.

⁴⁷ Zgodnie z zaktualizowanymi szacunkami GUS, nominalna dynamika PKB w II kw. 2012 r. wyniosła 5,3% r/r.

⁴⁸ Podana suma aktywów finansowych uwzględnia zarówno depozyty poniżej 2 lat, jak i depozyty powyżej 2 lat niezaliczane do agregatu M3.

roczna dynamika wyniosła 11,3% r/r w III kw. br. (wobec 12,3% r/r w I połowie br.; Wykres 2.53, Wykres 2.55)⁴⁹. Jednocześnie udział depozytów w całkowitej wartości aktywów finansowych był wyższy w lipcu i sierpniu 2012 r. o 0,1 pkt proc. niż średni ich udział w I połowie 2012 r., co mogło być związane ze wzrostem średniego oprocentowania depozytów dla gospodarstw domowych o 0,2 pkt proc. w lipcu-sierpniu 2012 r. w porównaniu do średniego oprocentowania w I połowie br. (Wykres 2.54).

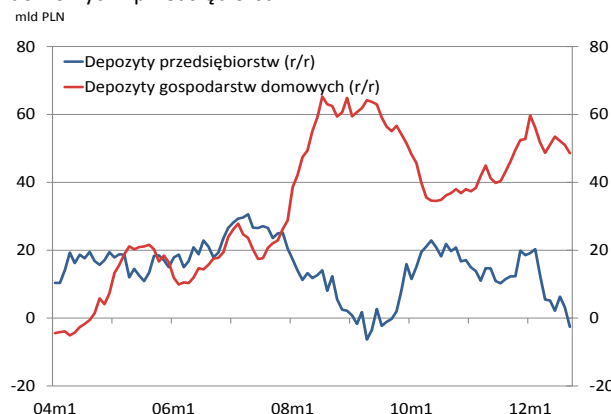
2.7. Bilans płatniczy

Dalszemu spowolnieniu aktywności gospodarczej w kraju i za granicą w II kw. 2012 r. towarzyszyło wyraźne zmniejszenie deficytu na rachunku obrotów bieżących (do 2,2 mld EUR wobec 4,1 mld EUR w II kw. 2011 r.). Do zmniejszenia deficytu na rachunku obrotów bieżących – pomimo spadku nadwyżki transferów bieżących związanego ze wzrostem składki wpłacanej do budżetu Unii Europejskiej oraz spadkiem napływu środków z funduszy unijnych – przyczyniło się przede wszystkim obniżenie deficytu w obrotach towarowych, a także zmniejszenie ujemnego salda dochodów (Wykres 2.56)⁵⁰.

Deficyt obrotów towarowych w II kw. 2012 r. zmniejszył się istotnie w stosunku do II kw. 2011 r. (do 1,6 mld EUR, wobec 3,2 mld EUR), na co złożył się spadek wartości importu w warunkach słabnącego popytu wewnętrznego oraz spowolnienie dynamiki eksportu, związane głównie ze spadkiem popytu w krajach strefy euro. Do ograniczenia nierównowagi obrotów towarowych przyczynił się również słabszy niż rok wcześniej kurs złotego (zarówno w ujęciu nominalnym jak i realnym) wspierający konkurencyjność cenową

Wykres 2.55

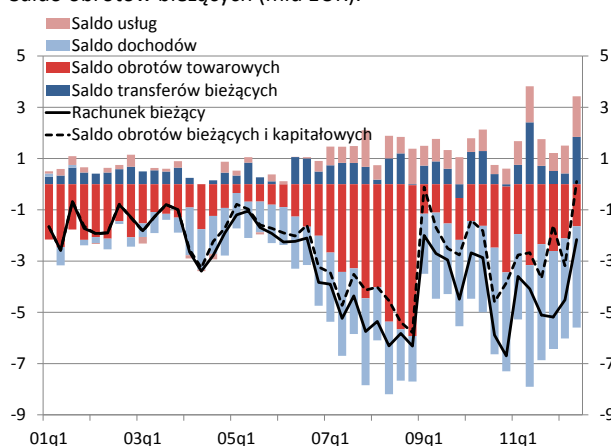
Przyrosty roczne depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.56

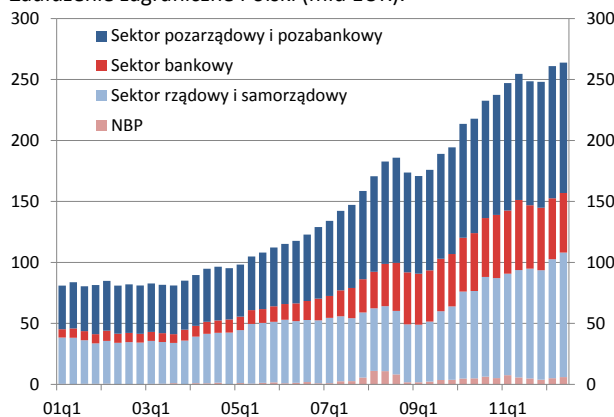
Saldo obrotów bieżących (mld EUR).



Źródło: Dane i szacunki NBP.

Wykres 2.57

Zadłużenie zagraniczne Polski (mld EUR).



Źródło: Dane NBP.

⁴⁹ Dotyczy depozytów poniżej 2 lat. Depozyty gospodarstw domowych charakteryzują się silnymi zmianami sezonowymi, w szczególności w grudniu istotnie rosną, stąd średnie miesięczne przyrosty depozytów gospodarstw domowych porównywane są pomiędzy tymi samymi okresami w kolejnych latach.

⁵⁰ Spadek napływu środków z funduszy unijnych na rachunek transferów bieżących wynikał przede wszystkim z niższego napływu środków w ramach Europejskiego Funduszu Społecznego.

polskiej produkcji względem produkcji zagranicznej (por. rozdz. 2.2.4 *Eksport i import*).

Zmniejszeniu nierównowagi na rachunku bieżącym sprzyjał również nieznaczny wzrost dodatniego salda usług (do 1,6 mld EUR wobec 1,4 mld EUR w II kw. 2011 r.) wynikający głównie ze zwiększenia nadwyżki usług transportowych.

Deficyt na rachunku dochodów w II kw. 2012 r. zmniejszył się wobec notowanego w analogicznym okresie poprzedniego roku (do 4,0 mld EUR wobec 4,7 mld EUR). Skala spadku była jednak niewielka ze względu na nadal dobre wyniki finansowe polskich przedsiębiorstw, które przełożyły się na wysokie dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich.

W II kw. 2012 r. zanotowano dodatnie saldo obrotów bieżących i kapitałowych, na co złożył się zarówno spadek nierównowagi na rachunku obrotów bieżących, jak również istotny wzrost nadwyżki na rachunku kapitałowym. Poprawa salda obrotów kapitałowych związana była z wyższym napływem środków w ramach rozliczania zrealizowanych projektów inwestycyjnych współfinansowanych przez UE (Wykres 2.56)⁵¹.

Nadwyżka na rachunku finansowym w II kw. 2012 r. obniżyła się w stosunku do II kw. 2011 r. (do 3,5 mld EUR wobec 4,5 mld EUR), do czego przyczynił się głównie spadek środków lokowanych przez nierezydentów w polskich bankach. Jednocześnie najważniejszym źródłem napływu środków na rachunek finansowy pozostał – pomimo pewnego obniżenia – napływ inwestycji portfelowych, głównie inwestycji w dłużne papiery wartościowe.

Po nieznacznym pogorszeniu części wskaźników nierównowagi zewnętrznej w I kw. 2012 r., w II kw. br. niektóre z nich uległy poprawie (Tabela 2.5). W szczególności wyraźnie zmniejszył się deficyt obrotów bieżących i kapitałowych w relacji do PKB oraz zwiększyło się pokrycie deficytu rachunku obrotów bieżących i kapitałowych napływem

Tabela 2.5

Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej (4 kwartały krocząco).

	2008	2009	2010	2011				2012	
				q1	q2	q3	q4	q1	q2
Saldo obrotów bieżących/PKB (w %)	-6,6	-3,9	-5,1	-5,3	-5,5	-5,2	-4,9	-5,0	-4,5
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/ PKB (w %)	-5,4	-2,3	-3,3	-3,6	-3,8	-3,5	-2,9	-3,0	-2,2
Saldo obrotów towarowych/ PKB (w %)	-5,8	-1,7	-2,5	-2,6	-3,0	-2,9	-2,7	-2,7	-2,3
Zagraniczne inwestycje bezpośrednie brutto/ deficyt obrotów bieżących (w %)	43	77	58	61	70	83	76	34	38
Zagraniczne inwestycje bezpośrednie brutto/ deficyt obrotów bieżących i kapitałowych (w %)	51	132	90	89	102	125	127	58	76
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	3,3	5,3	5,4	5,5	5,4	5,2	5,2	5,1	5,6
Zadłużenie zagraniczne/ PKB (w %)	48	62	67	68	69	67	67	70	71
Zadłużenie zagraniczne krótkoterminowe /oficjalne aktywa rezerwowe (w %)	106	88	82	89	87	79	73	75	70
Zadłużenie przypadające do spłaty w okresie 1 roku i deficyt obrotów bieżących/ oficjalne aktywa rezerwowe (w %)*	167	152	123		121		119		145
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (w %)	-48	-62	-66	-65	-66	-60	-59	-65	-64

Źródło: Dane NBP.

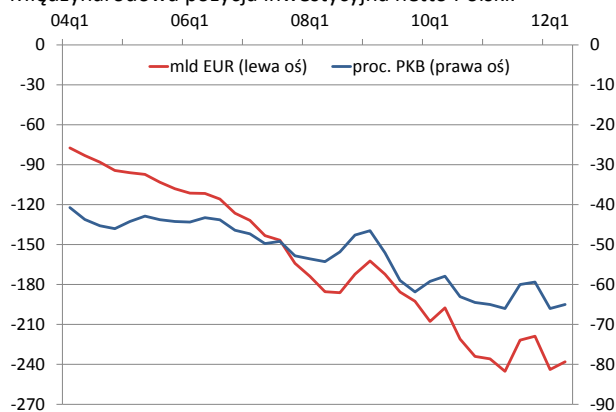
*Dane dostępne z częstotliwością półroczną.

⁵¹ Wyższy napływ środków w związku z rozliczaniem realizowanych projektów inwestycyjnych współfinansowanych przez UE wynikał głównie z wyższego napływu środków w ramach Funduszu Rozwoju Regionalnego.

zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Wzrost oficjalnych aktywów rezerwowych przyczynił się natomiast do zwiększenia wartości wskaźnika pokrycia krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego rezerwami walutowymi. Z kolei wzrost zadłużenia sektora publicznego z tytułu emisji obligacji skutkował niewielkim wzrostem zadłużenia zagranicznego Polski (Wykres 2.57). Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski, po pogorszeniu w I kw. 2012 r. związanym ze znaczną skalą napływu kapitału zagranicznego (głównie w postaci zagranicznych inwestycji bezpośrednich i portfelowych), w II kw. poprawiła się (Wykres 2.58).

Wykres 2.58

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski.



Źródło: Dane NBP.

Rozdział 3

POLITYKA PIENIĘŻNA W OKRESIE LIPIEC - LISTOPAD 2012 R.

Na posiedzeniach w lipcu, wrześniu i październiku 2012 r. Rada utrzymała stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie. Natomiast na posiedzeniu w listopadzie Rada obniżyła stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc. do poziomu: 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 i październiku br., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie br. *Opis dyskusji* na listopadowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 22 listopada br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

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

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

Analizując uwarunkowania zewnętrzne sytuacji makroekonomicznej w Polsce, członkowie Rady wskazywali na pojawiające się sygnały osłabienia aktywności w gospodarce światowej. Odnosząc się do koniunktury w Stanach Zjednoczonych, członkowie Rady zwracali uwagę na umiarkowany wzrost amerykańskiego PKB i możliwość jego spowolnienia w kolejnych kwartałach. Omawiając sytuację w strefie euro wskazywano na stagnację tej gospodarki i utrzymującą się niepewność co do możliwości szybkiego rozwiązania problemów związanych z kryzysem zadłużeniowym części krajów strefy euro. Członkowie Rady podkreślali, że osłabienie koniunktury – widoczne w strefie euro – ma miejsce również w Niemczech, na co wpływ ma spowolnienie w największych gospodarkach wschodzących, będących ważnymi odbiorcami niemieckiego eksportu.

W trakcie dyskusji Rada zwracała uwagę, że osłabienie koniunktury za granicą, a w szczególności w gospodarce niemieckiej, przekłada się na wyraźne zmniejszenie dynamiki polskiego eksportu.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że sytuacja w grupie krajowych eksporterów jest zróżnicowana, o czym świadczy wzrost sprzedaży w części firm eksportujących swoje produkty.

Omawiając sytuację na rynkach finansowych, wskazywano, że nasilenie obaw o stan globalnej koniunktury wywołało wzrost oczekiwań inwestorów na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Część członków Rady oceniała przy tym, że niepewność co do zwiększenia skali ekspansji monetarnej w największych gospodarkach i jej skutków, powoduje, iż pewna poprawa nastrojów, która nastąpiła na międzynarodowych rynkach finansowych w ostatnim okresie, może być jedynie przejściowa. Zwracano także uwagę, że nadal obniżały się ceny surowców na rynkach światowych.

Odnosząc się do sytuacji w Polsce, część członków Rady zwróciła uwagę, że bieżące dane o aktywności gospodarczej oraz wskaźniki koniunktury wskazują na dalsze spowolnienie krajowego wzrostu gospodarczego. Członkowie ci podkreślali, że dynamika zarówno produkcji przemysłowej, jak i sprzedaży detalicznej ukształtowała się w II kw. na znacznie niższym poziomie niż w poprzednich kwartałach, a lepsze od oczekiwań dane o sprzedaży detalicznej w maju mogły być częściowo związane z mistrzostwami Europy w piłce nożnej. Zdaniem tych członków Rady również pogorszenie się oczekiwań przedsiębiorców co do przyszłej sytuacji gospodarczej, a w szczególności niższe wartości wskaźników prognoz popytu, zamówień i produkcji, świadczy o niekorzystnych perspektywach krajowej aktywności gospodarczej. Niektórzy członkowie Rady byli jednak zdania, że ostatnio napływające dane wskazują raczej na nieznaczne spowolnienie. Członkowie ci zwracali uwagę na pewne przyspieszenie dynamiki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w maju, które mogło wynikać nie tylko z działania czynników jednorazowych, oraz na wciąż dobrą sytuację finansową firm i poprawę – według badań NBP – wskaźników płynności sektora przedsiębiorstw w II kw. 2012 r. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że na relatywnie dobry stan koniunktury w polskiej gospodarce wskazuje wciąż rosnąca akcja kredytowa, choć negatywnie na podaż kredytów może wpłynąć pogorszenie sytuacji w strefie euro.

Odnosząc się do oceny perspektyw wzrostu PKB w kolejnych kwartałach na tle lipcowej projekcji NBP, część członków Rady podkreślała, że projekcja wskazuje na dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego, przy czym spowolnienie to ma być silniejsze niż prognozowano w marcowej projekcji. W kierunku niższej dynamiki wzrostu ma oddziaływać dalsze osłabienie zarówno popytu zewnętrznego, jak i krajowego. Na słabszy popyt wewnętrzny złoży się – zdaniem części członków Rady – spowolnienie wzrostu inwestycji oraz konsumpcji prywatnej, do czego przyczynić się może brak poprawy sytuacji na rynku pracy, zacieśnienie warunków udzielania kredytów i wcześniejszy silny spadek stopy oszczędności. W kierunku obniżenia wzrostu gospodarczego ma oddziaływać również zacieśnienie polityki fiskalnej oraz zmniejszenie napływu funduszy unijnych związane w szczególności ze zmniejszeniem inwestycji publicznych. Niektórzy członkowie Rady uznali przy tym, że wzrost gospodarczy w kolejnych latach może kształtować się istotnie poniżej zakładanego w projekcji NBP.

Inni członkowie Rady oceniali jednak, że wpływ zmniejszenia napływu funduszy unijnych na dynamikę PKB w 2013 r. będzie relatywnie niewielki, podobnie – stosunkowo ograniczony będzie także efekt dalszego zacieśnienia fiskalnego. Równocześnie spodziewane obniżenie się inflacji może – poprzez wzrost dynamiki realnych dochodów do dyspozycji – pozytywnie oddziaływać na dynamikę konsumpcji. W efekcie – po wyraźnym spowolnieniu wzrostu gospodarczego w bieżącym roku – w

ciągu 2013 r. wzrost PKB może już stopniowo przyspieszać. Niektórzy członkowie Rady podkreślali w tym kontekście, że większość dostępnych obecnie prognoz instytucji zewnętrznych – odmiennie niż lipcowa projekcja NBP – wskazuje, że w 2013 r. wzrost PKB może być wyższy niż w 2012 r.

Omawiając ryzyko nasilenia się presji płacowej, część członków Rady wskazywała, że jest ono ograniczone, o czym świadczy wciąż umiarkowana dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw. Podkreślano również, że utrzymująca się na wysokim poziomie stopa bezrobocia jest czynnikiem przeciwdziałającym ewentualnemu narastaniu presji płacowej. Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że wobec utrzymującej się podwyższonej inflacji i związanego z nią wzrostu kosztów utrzymania istnieje ryzyko zwiększenia się żądań płacowych.

Odnosząc się do przebiegu procesów inflacyjnych, podkreślano, że w maju inflacja CPI była wyraźnie niższa od prognoz i zbliżyła się do górnej granicy odchyień od celu. Wskazywano również na spadek inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że na tle krajów UE – w których na inflację oddziałują podobne czynniki zewnętrzne – inflacja w Polsce pozostaje relatywnie wysoka.

Dyskutując na temat krótkookresowych perspektyw inflacji członkowie Rady wskazywali na prawdopodobny wzrost wskaźnika CPI w najbliższych miesiącach wynikający ze statystycznego efektu bazy dotyczącego cen żywności. W nadchodzącym okresie inflacja może być również podwyższana przez wysoką dynamikę cen administrowanych, częściowo związaną ze wzrostem opłat i cen zależnych od decyzji jednostek sektora finansów publicznych. Zwracano jednocześnie uwagę na znaczną niepewność co do kształtowania się w kursu złotego i jego wpływu na przebieg procesów inflacyjnych.

Odnosząc się do kształtowania inflacji w dłuższej perspektywie, część członków Rady podkreślała, że ścieżka inflacji w lipcowej projekcji znajduje się poniżej ścieżki z projekcji marcowej, co oznacza szybszy niż oczekiwano poprzednio powrót inflacji do celu. Zgodnie z lipcową projekcją NBP pod koniec 2012 r. inflacja CPI będzie kształtować się poniżej górnej granicy odchyień od celu, a w I połowie 2013 r. może znaleźć się w okolicach celu inflacyjnego (2,5%). Niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę, że pod koniec horyzontu projekcji inflacja CPI może obniżyć się nawet poniżej 2,5%, choć pozostanie w granicach wahań wokół celu. Członkowie ci podkreślali, że również prognozy ośrodków zewnętrznych wskazują na spadek inflacji do poziomu bliskiego celowi inflacyjnemu w 2013 r.

Niektórzy członkowie Rady argumentowali natomiast, że zgodnie z lipcową projekcją inflacja bazowa – przy założeniu jednak, że nie nastąpi obniżka stawek VAT w 2014 r. – pozostanie na relatywnie wysokim poziomie, co może utrudniać obniżenie się inflacji CPI do celu. Ponadto, zdaniem tych członków Rady, spowolnienie gospodarcze będzie najprawdopodobniej umiarkowane i w związku z tym nie należy oczekiwać istotnego osłabienia presji inflacyjnej.

Rozważając decyzje dotyczące polityki pieniężnej, większość członków Rady uznała, że biorąc pod uwagę wskazywane przez projekcję spowolnienie wzrostu gospodarczego i powrót inflacji do celu w horyzoncie kilku kwartałów, stopy procentowe NBP kształtują się obecnie na odpowiednim poziomie. Członkowie ci argumentowali przy tym, że dokonane w maju 2012 r. dostosowanie poziomu stóp procentowych – sprzyjając obniżeniu inflacji – przyczynia się do zachowania stabilności makroekonomicznej gospodarki. Zdaniem tych członków Rady, dane oraz prognozy, z którymi zapoznała się Rada od czasu poprzedniego posiedzenia, nie uzasadniają potrzeby dalszego

podwyższania stóp procentowych NBP, choć jej zupełnie nie wykluczają. W ich ocenie obecna, a także prognozowana sytuacja makroekonomiczna, nie uzasadnia obniżenia stóp procentowych. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że aktualny poziom stóp procentowych NBP – wobec sygnałów możliwego znaczącego osłabienia się koniunktury i ryzyka obniżenia się inflacji w średnim okresie poniżej celu – jest zbyt wysoki i może doprowadzić do nadmiernego ograniczenia wzrostu gospodarczego. Członkowie ci argumentowali ponadto, że obniżenie stóp – poprzez ograniczenie spowolnienia wzrostu PKB – sprzyjałoby dokonywanemu zacieśnieniu polityki fiskalnej.

Na posiedzeniu złożono wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono również wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, stopa redyskonta weksli 5,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 września 2012 r.

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

Analizując uwarunkowania zewnętrzne sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady wskazywali na utrzymujący się niski poziom aktywności w gospodarce światowej. Zwracano przy tym uwagę na umiarkowany wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych oraz wyraźnie gorszą sytuację w strefie euro, w szczególności obecną recesję i niekorzystne perspektywy dla tego obszaru gospodarczego. Wskazywano jednocześnie, że – pomimo utrzymującej się recesji w wielu krajach strefy euro – wzrost gospodarczy w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, pozostaje dodatni, choć także spowalnia. Zwracano ponadto uwagę na spowolnienie gospodarcze w największych krajach rozwijających się, do niedawna względnie odpornych na pogarszające się perspektywy wzrostu gospodarczego w krajach rozwiniętych.

Omawiając sytuację na rynkach międzynarodowych, członkowie Rady wskazywali na silny wzrost cen surowców energetycznych i rolnych spowodowany zakłóceniami podażowymi oraz dalszą poprawą nastrojów inwestorów związaną z oczekiwaniami na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez główne banki centralne.

Odnosząc się do sytuacji w Polsce, członkowie Rady podkreślali, że bieżące dane o aktywności gospodarczej, w tym dane o PKB, a także wskaźniki koniunktury wskazują na silniejsze od zakładanego w projekcji lipcowej i w prognozach ośrodków zewnętrznych spowolnienie krajowego wzrostu gospodarczego w tym roku. Odnosząc się do danych o rachunkach narodowych za II kw., wskazywano, że spowolnienie wzrostu PKB było związane głównie z obniżeniem popytu krajowego. Na jego spadek złożyły się zarówno obniżenie dynamiki konsumpcji, jak i silne spowolnienie wzrostu wydatków inwestycyjnych w sektorze prywatnym oraz spadek inwestycji w sektorze finansów publicznych. Podkreślano, że dodatni wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego wynikał w większej mierze z obniżenia się importu będącego skutkiem spadku popytu krajowego niż ze wzrostu eksportu.

Dyskutując na temat wskaźników charakteryzujących bieżącą sytuację gospodarczą, niektórzy członkowie Rady wskazywali na silniejszy wzrost sprzedaży detalicznej w lipcu niż średnio w II kw. Inni członkowie Rady zwrócili jednak uwagę, że publikowane co miesiąc wskaźniki sprzedaży detalicznej – z uwagi na uwzględnienie w nim sprzedaży jedynie w większych przedsiębiorstwach, tj. zatrudniających powyżej 9 osób – nie są dobrym indykatorem wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych ogółem. Wskazywano, że w lipcu silniej niż średnio w II kw. wzrosła również produkcja przemysłowa, jednak towarzyszyło temu obniżenie produkcji budowlano-montażowej oraz kontynuacja tendencji spadkowej większości wskaźników wyprzedzających koniunktury. Zwracano również uwagę na obniżającą się dynamikę akcji kredytowej, w tym dynamikę kredytów inwestycyjnych, wzrost liczby podmiotów bez zdolności kredytowej oraz pogarszające się wskaźniki finansowe przedsiębiorstw, w tym spadek przychodów i pogorszenie wskaźników płynności.

Odnosząc się do oceny perspektyw wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, część członków Rady podkreślała, że struktura wzrostu PKB w II kw. wskazuje na prawdopodobne dalsze obniżenie dynamiki wzrostu. Na większe prawdopodobieństwo niższej dynamiki PKB w kolejnym roku wskazuje również obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego przez ośrodki zewnętrzne. Zdaniem niektórych członków Rady istnieje ryzyko, że w II półroczu 2012 r. i 2013 r. wzrost gospodarczy w Polsce może kształtować się nawet znacznie poniżej przewidywań z projekcji lipcowej oraz prognoz ośrodków zewnętrznych. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że obserwowane spowolnienie może być bardziej krótkotrwałe, a jego skala będzie w znacznym stopniu uzależniona od sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, która zgodnie z większością prognoz w 2013 r. ulegnie pewnej poprawie.

Zdaniem członków Rady, w kierunku niższego wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać w szczególności dalsze osłabienie popytu krajowego, który w ostatnich latach był głównym czynnikiem podtrzymującym wzrost gospodarczy. Osłabienie popytu krajowego związane będzie najprawdopodobniej nie tylko ze zmniejszeniem skali inwestycji, ale także ze spowolnieniem wzrostu konsumpcji prywatnej. Na zmniejszenie skali inwestycjiłoży się obniżenie nakładów inwestycyjnych w sektorze publicznym w warunkach zacieśnienia fiskalnego oraz prawdopodobnie w sektorze prywatnym w związku z pogorszeniem oczekiwań przedsiębiorstw dotyczących przyszłej koniunktury. Z kolei do spowolnienia wzrostu konsumpcji może się przyczynić obniżenie dynamiki dochodów do dyspozycji spowodowane pogarszającą się sytuacją na rynku pracy. Wskazywano przy tym, że w II kw. oraz w lipcu stopa bezrobocia była wyższa niż rok wcześniej, a wzrost zatrudnienia nadal spowalniał. Odnosząc się do perspektyw konsumpcji zwracano także uwagę, że negatywny wpływ na dynamikę spożycia indywidualnego może mieć również pogorszenie się nastrojów konsumentów, spowolnienie akcji kredytowej dla gospodarstw domowych oraz zbliżona do zera stopa oszczędzania. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na niekorzystne zjawisko spadku dynamiki lokat gospodarstw domowych w sektorze bankowym.

Dyskutując na temat przebiegu procesów inflacyjnych oraz krótkookresowych perspektyw inflacji, niektórzy członkowie wskazywali, że – po przejściowym wzroście w czerwcu – inflacja CPI w lipcu obniżyła się silniej niż oczekiwano. Członkowie Rady zwracali uwagę na prawdopodobne dalsze obniżenie się rocznego wskaźnika CPI w najbliższych miesiącach wynikające częściowo ze statystycznego efektu bazy. Jednocześnie w kierunku obniżenia inflacji oddziaływać będzie ograniczona presja płacowa odzwierciedlona w umiarkowanej dynamice płac. Zdaniem części członków Rady, pod koniec 2012 r. inflacja CPI będzie kształtować się poniżej górnej granicy odchyień od celu. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że mimo oczekiwanego spadku inflacja do

końca br. najprawdopodobniej pozostanie podwyższona, przy czym skala obniżenia inflacji w 2013 r. pozostaje niepewna.

W opinii części członków Rady w nadchodzącym okresie czynnikiem ryzyka oddziałującym w kierunku wyższej inflacji może być obserwowany w ostatnich tygodniach wzrost cen surowców żywnościowych i ropy naftowej na rynkach światowych. Zwracano jednocześnie uwagę na znaczną niepewność co do kształtowania się kursu złotego, a co za tym idzie, jego wpływu na przebieg procesów inflacyjnych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali również na zjawisko ograniczania akcji kredytowej przez zagraniczne banki-matki z ich polskich filii.

Odnosząc się do kształtowania inflacji w dłuższej perspektywie, część członków Rady podkreślała, że możliwy jest szybszy niż dotychczas oczekiwano powrót inflacji do celu, na co może mieć wpływ silniejsze od oczekiwań spowolnienie wzrostu gospodarczego. Zdaniem niektórych członków Rady, mimo wzrostu cen ropy naftowej w ostatnim okresie, w 2013 r. w kierunku obniżenia rocznego wskaźnika inflacji będzie oddziaływać także efekt bazy statystycznej wynikający z relatywnie wysokiego poziomu cen paliw w I połowie 2012 r. Zdaniem części członków Rady, w I połowie 2013 r. inflacja znajdzie się prawdopodobnie w okolicach celu inflacyjnego NBP (2,5%). Inni członkowie Rady zwrócili jednak uwagę na znaczną niepewność co do siły negatywnego oddziaływania spowolnienia gospodarczego na inflację, a także na to, że wiele ośrodków zewnętrznych mimo obniżenia prognoz wzrostu gospodarczego prognozuje utrzymywanie się inflacji powyżej 2,5% w 2013 r.

Rozważając decyzje dotyczące polityki pieniężnej, większość członków Rady uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać na niezmiennym poziomie. Taką decyzję uzasadniała ich zdaniem niepewność dotycząca skali i trwałości spowolnienia gospodarczego, które będzie determinować kształtowanie się inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Zwracano przy tym uwagę na ryzyko utrzymywania się podwyższonej inflacji w kolejnych miesiącach, do czego przyczyni się prawdopodobnie obserwowany wzrost cen surowców na rynkach światowych.

Jednocześnie większość Rady uznała, że informacje, które napłynęły od poprzedniego posiedzenia, w tym pogorszenie perspektyw wzrostu w strefie euro i silniejsze od oczekiwań obniżenie dynamiki PKB w II kw. zmieniły obraz sytuacji w gospodarce, w tym ocenę ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu w średnim okresie.

Zdaniem niektórych członków Rady dane, które napłynęły od poprzedniego posiedzenia wskazują, że nie ma potrzeby dalszego podwyższania stóp procentowych NBP, jednak obecnie nie uzasadniają także potrzeby ich obniżenia, gdyż realna stopa procentowa jest dostosowana do perspektyw powrotu inflacji do celu i przewidywanego umiarkowanego wzrostu gospodarczego. Z kolei w opinii części członków Rady ryzyko silniejszego i trwalszego niż oczekiwano spowolnienia gospodarczego wraz z perspektywą powrotu inflacji do celu w 2013 r. może przemawiać za obniżeniem stóp procentowych w kolejnych miesiącach.

Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że wobec prawdopodobnej kontynuacji znaczącego osłabienia się koniunktury i związanego z nim ryzyka obniżenia się inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej poniżej celu, a także w sytuacji ograniczonych możliwości złagodzenia polityki fiskalnej i utrzymującej się niepewności co do sytuacji w strefie euro, uzasadnione jest złagodzenie polityki pieniężnej już na obecnym posiedzeniu.

W efekcie Rada uznała, że rozważy dostosowanie polityki pieniężnej, jeśli napływające informacje będą potwierdzały dalsze osłabienie koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej będzie ograniczone. Ocena zasadności ewentualnego dostosowania polityki pieniężnej powinna uwzględniać dane napływające w najbliższym okresie, a także – zdaniem części członków Rady – wyniki listopadowej projekcji NBP.

Na posiedzeniu złożono wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono również wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, stopa redyskonta weksli 5,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 października 2012 r.

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

Analizując uwarunkowania zewnętrzne sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że dane, które napłynęły od wrześniowego posiedzenia, potwierdzają spowolnienie aktywności w gospodarce światowej, w tym kontynuację recesji w strefie euro, jedynie umiarkowany wzrost w Stanach Zjednoczonych i spowolnienie w gospodarkach wschodzących. Zwracano przy tym uwagę, że niekorzystne perspektywy wzrostu gospodarczego skłoniły banki centralne największych gospodarek rozwiniętych do dokonania we wrześniu dalszego złagodzenia polityki pieniężnej. Sprzyjało ono poprawie nastrojów na światowych rynkach finansowych. Jednak zdaniem części członków Rady może być ona przejściowa. W szczególności Europejski Bank Centralny ogłosił wprowadzenie nowego programu zakupu obligacji skarbowych krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, równocześnie kończąc poprzedni program zakupu tych obligacji. Rezerwa Federalna przesunęła deklarowany termin, w którym stopy procentowe powinny być podniesione z końca 2014 r. na połowę 2015 r. i uruchomiła nowy program zakupu sekurytyzowanych papierów wartościowych MBS. Część członków Rady oceniała, że działania podejmowane przez główne banki centralne, powinny przyczynić się do wzrostu aktywności gospodarczej w otoczeniu Polski, zwłaszcza w strefie euro, gdzie można oczekiwać poprawy zaufania konsumentów i inwestorów co do możliwości przezwyciężenia skutków obecnego kryzysu.

Omawiając sytuację gospodarczą w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę, że wyhamowywanie wzrostu produkcji przemysłowej, dalszy spadek produkcji budowlano-montażowej oraz osłabienie dynamiki sprzedaży detalicznej wskazują na kontynuację spowolnienia krajowego wzrostu PKB. Sygnalizują ją również pogarszające się wskaźniki koniunktury, w tym obniżenie prognoz popytu i zamówień. Jednocześnie część członków Rady wskazywała na dane mogące świadczyć o ograniczonej skali dalszego spowolnienia aktywności gospodarczej, w tym na pewną poprawę sytuacji płynnościowej firm w III kw. oraz na jedynie niewielki spadek dynamiki akcji kredytowej dla sektora prywatnego (widoczny w danych po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych).

Omawiając stan i perspektywy koniunktury gospodarczej w Polsce część członków Rady podkreślała, że sytuacja na rynku pracy pogarsza się szybciej niż oczekiwano. Wskazali oni na spadek zatrudnienia

i niski wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw, a także stopniowy wzrost bezrobocia. Ich zdaniem niski wzrost realnego dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych, przy braku możliwości dalszego znaczącego obniżenia stopy oszczędności i ograniczonego dostępu do kredytu konsumpcyjnego, będzie ograniczać konsumpcję. Biorąc pod uwagę, że w początkowej fazie światowego kryzysu finansowego konsumpcja była jednym z czynników podtrzymujących wzrost krajowej aktywności gospodarczej, jej obecne wyhamowywanie świadczy – zdaniem tych członków Rady – o ryzyku znaczącego pogorszenia się koniunktury w kolejnych kwartałach. Z kolei pogorszenie perspektyw popytu negatywnie oddziałuje na dynamikę inwestycji, którym nie sprzyja także wzrost wolnych mocy produkcyjnych. Członkowie ci argumentowali ponadto, że w kolejnych kwartałach należy oczekiwać zmniejszenia się wkładu eksportu netto do wzrostu PKB oraz kontynuacji zacieśnienia polityki fiskalnej. Wpływ powyższych czynników znajduje odzwierciedlenie w rewizjach w dół zewnętrznych prognoz wzrostu gospodarczego dla Polski na 2013 r.

Część członków Rady oceniała natomiast, że obecnie trudno ocenić skalę dalszego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Zdaniem niektórych z tych członków Rady może ono okazać się niewielkie i stosunkowo krótkotrwałe. W rezultacie wzrost PKB może kształtować się jedynie nieznacznie poniżej dynamiki produktu potencjalnego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że już w 2013 r. można oczekiwać stopniowego przyspieszania dynamiki konsumpcji i inwestycji, a w efekcie przyspieszania wzrostu PKB. Sprzyjać temu będzie – ich zdaniem – poprawa koniunktury w otoczeniu Polski, której skala może być większa niż oczekiwano przed ogłoszeniem przez główne banki centralne dodatkowych działań zwiększających ekspansywność polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że pozytywny wpływ na ożywienie gospodarcze w kraju będzie miało planowane złagodzenie przez Komisję Nadzoru Finansowego rekomendacji odnoszących się do kredytów dla gospodarstw domowych. Również skala ograniczenia deficytu sektora finansów publicznych będzie prawdopodobnie mniejsza niż przewidziana w *Programie Konwergencji, Aktualizacja 2012*.

Omawiając kształtowanie się inflacji zwracano uwagę, że dynamika cen stopniowo się obniża, choć wciąż pozostaje powyżej celu inflacyjnego NBP, a także powyżej górnej granicy odchyień do celu. Wskazywano, że podwyższony poziom inflacji wynika w znacznym stopniu z oddziaływania czynników podażowych, pozostających poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej, przy obniżającej się stopniowo inflacji bazowej. Część członków Rady podkreślała, że osłabienie aktywności gospodarczej, któremu towarzyszy obniżanie się presji płacowej i zatrudnienia, znacząco ogranicza ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy i powinno sprzyjać spadkowi inflacji w perspektywie kilku kwartałów.

Część członków Rady oceniała jednak, że czynnikiem ryzyka dla osiągnięcia celu inflacyjnego pozostają ceny surowców na rynkach światowych, których dalszy wzrost może być w szczególności wspierany przez skutki silnie ekspansywnej polityki pieniężnej prowadzonej przez główne banki centralne. Członkowie ci argumentowali, że – biorąc pod uwagę, iż oczekiwane obniżenie się inflacji ma być w znacznym stopniu związane z niższą dynamiką cen żywości i energii, a więc kategorii cen uzależnionych od kształtowania się globalnych cen surowców – czynnik ten może ograniczyć skalę spadku inflacji. Znalazło to odzwierciedlenie w pewnym podwyższeniu części krótkookresowych prognoz inflacji sporządzanych w NBP. Członkowie ci wskazywali również, że prognozy te (mające horyzont dwunastomiesięczny) nie wskazują obecnie na ryzyko wyraźnego obniżenia się inflacji poniżej celu w ich horyzoncie.

Inni członkowie Rady argumentowali, że dynamika światowych cen surowców powinna się obniżyć. Przemawia za tym osłabianie wzrostu popytu na surowce ze strony największych gospodarek wschodzących. Stopniowo spowalniający wzrost gospodarczy w tych krajach sprawia, że – wobec już wysokiego poziomu cen surowców – utrzymanie dotychczasowej dynamiki tych cen jest mało prawdopodobne. Zdaniem tych członków Rady kształtowanie się cen surowców na rynkach globalnych będzie zatem czynnikiem sprzyjającym obniżeniu się inflacji w 2013 r. Wskazywano ponadto, że na spadek inflacji wskazują wszystkie dostępne prognozy makroekonomiczne, w tym lipcowa projekcja NBP, zgodnie z którą inflacja ma osiągnąć poziom zbliżony do 2,5% w I połowie 2013 r., a następnie obniżyć się poniżej celu. Członkowie ci podkreślali, że ryzyko spadku inflacji istotnie poniżej 2,5% jest obecnie większe niż oceniano w lipcu, ze względu na silniejsze niż przewidywano pogorszenie się perspektyw wzrostu gospodarczego i sytuacji na rynku pracy.

Podczas dyskusji członkowie Rady zwracali także uwagę na kwestię kształtowania się kursu walutowego. Część członków Rady argumentowała, że obecnie decydujące znaczenie dla kształtowania się kursu złotego ma ocena inwestorów dotycząca perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego. Inni członkowie Rady wskazywali, że na zmiany kursu wpływać może również poziom dysparytetu stóp procentowych w Polsce względem strefy euro.

Rozważając decyzje dotyczące polityki pieniężnej, część członków Rady uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny zostać obniżone. Zdaniem tych członków Rady oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego istotnie poniżej tempa wzrostu produktu potencjalnego stwarza ryzyko obniżenia się inflacji poniżej celu w dłuższej perspektywie, co uzasadnia złagodzenie polityki pieniężnej. Ponadto prognozowany spadek inflacji do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym w najbliższych kwartałach powoduje, że realne stopy procentowe deflowane oczekiwaną inflacją – nawet po ich obniżeniu – pozostałyby wyraźnie dodatnie, natomiast obecnie są one relatywnie wysokie na tle innych krajów. Złagodzenie polityki pieniężnej uzasadniają – zdaniem tych członków Rady – także prawdopodobne utrzymanie się niskiej aktywności za granicą i kontynuacja zacieśniania krajowej polityki fiskalnej w 2013 r. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że silne spowolnienie gospodarcze może utrudnić proces obniżania deficytu sektora finansów publicznych, co może przyczynić się do osłabienia kursu złotego i podwyższyć inflację. Stąd uważali oni, że aby ograniczyć ryzyko silnego spowolnienia gospodarczego należy dokonać relatywnie szybkiego złagodzenia polityki pieniężnej.

Inni członkowie Rady uznali, że ewentualne obniżenie stóp procentowych powinno uwzględniać ocenę średniookresowych perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji, jaka wyłoni się z listopadowej projekcji NBP. Część członków Rady wskazywała przy tym, że obecny poziom stóp może być odpowiedni, aby umożliwić powrót inflacji do celu w perspektywie kilku kwartałów, a ich obniżenie w sytuacji utrzymującej się słabej koniunktury za granicą może mieć ograniczony wpływ na ożywienie krajowej aktywności gospodarczej. Niektórzy członkowie Rady oceniali ponadto, że utrzymuje się ryzyko silnego, negatywnego wstrząsu w otoczeniu polskiej gospodarki, którego akomodacja poprzez wzrost konsumpcji prywatnej lub ekspansywną politykę fiskalną zależy od wielkości oszczędności w gospodarce. Biorąc pod uwagę bardzo niską obecnie stopę oszczędności gospodarstw domowych oraz wciąż nadmierny deficyt sektora finansów publicznych, obniżenie stóp procentowych oddziaływałoby w kierunku dodatkowego zmniejszenia skłonności do oszczędzania, osłabiając możliwość akomodacji ewentualnego negatywnego wstrząsu w przyszłości.

Większość członków Rady uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać na niezmiennym poziomie, jednak jeśli napływające informacje, w tym listopadowa projekcja NBP, będą potwierdzały trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej będzie ograniczone, to Rada dokona złagodzenia polityki pieniężnej.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono również wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, stopa redyskonta weksli 5,00%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 6-7 listopada 2012 r.

Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 4,50% w skali rocznej, stopa lombardowa 6,00% w skali rocznej, stopa depozytowa 3,00% w skali rocznej, stopa redyskonta weksli 4,75% w skali rocznej.

Napływające dane wskazują, że aktywność gospodarcza na świecie w III kw. br. utrzymała się na niskim poziomie. W strefie euro wzrost gospodarczy był prawdopodobnie zbliżony do zera, a w Stanach Zjednoczonych – mimo pewnego przyspieszenia – pozostał umiarkowany. Jednocześnie w największych gospodarkach wschodzących, po wielu kwartałach spowalniania, dynamika aktywności prawdopodobnie ustabilizowała się na niskim – jak na te kraje – poziomie. Choć niska aktywność gospodarcza na świecie sprzyja obniżaniu się inflacji, to wciąż relatywnie wysoki poziom cen surowców oddziałuje w kierunku utrzymania jej na podwyższonym poziomie w wielu krajach.

Po wcześniejszej poprawie, nastroje inwestorów na międzynarodowych rynkach finansowych nieznacznie się pogorszyły. Równocześnie niektóre banki centralne obniżyły stopy procentowe.

W Polsce we wrześniu nastąpił spadek produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej (w ujęciu realnym), a także pogłębił się spadek produkcji budowlano-montażowej. Dane o aktywności gospodarczej były gorsze od oczekiwań i potwierdziły dalsze osłabienie koniunktury w III kw. Także dane z rynku pracy, w tym utrzymujący się spadek zatrudnienia, obniżająca się dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw oraz stopniowo rosnąca stopa bezrobocia, sygnalizują brak presji płacowej oraz prawdopodobne dalsze osłabienie popytu ze strony sektora prywatnego. Wskazuje na to również dalsze pogarszanie się większości wskaźników koniunktury.

Spowolnieniu gospodarczemu towarzyszy stopniowe osłabianie dynamiki akcji kredytowej dla gospodarstw domowych, w tym dalszy spadek wartości kredytów konsumpcyjnych, oraz spowolnienie wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw.

We wrześniu inflacja CPI wyniosła 3,8%, pozostając powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Równocześnie nadal obniżała się inflacja bazowa oraz dynamika cen produkcji, co potwierdza obniżanie się presji popytowej. W ostatnich miesiącach obniżyły się również oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny projekcją inflacji i PKB, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje dotyczące stóp procentowych NBP.

Zgodnie z listopadową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,7-3,9% w 2012 r. (wobec 3,6-4,2% w projekcji lipcowej), 1,8-3,1% w 2013 r. (wobec 2,0-3,4%) oraz 0,7-2,4% w 2014 r. (wobec 1,0-2,7%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,0-2,6% w 2012 r. (wobec 2,2-3,6% w projekcji lipcowej), 0,5-2,5% w 2013 r. (wobec 1,0-3,2%) oraz 1,1-3,5% w 2014 r. (wobec 1,7-4,2%).

W ocenie Rady, napływające dane potwierdzają wyraźne osłabienie koniunktury w Polsce, które prowadzi do ograniczenia presji płacowej i inflacyjnej. Jednocześnie zgodnie z listopadową projekcją, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP, wzrost PKB w najbliższych latach będzie utrzymywać się poniżej dynamiki produktu potencjalnego. Zgodnie z projekcją w najbliższych kwartałach inflacja powróci do celu, natomiast w średnim okresie może obniżyć się poniżej celu.

Biorąc to pod uwagę Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe NBP. Obniżenie stóp procentowych oddziałuje w kierunku zwiększenia aktywności gospodarczej i ogranicza ryzyko spadku inflacji poniżej celu w średnim okresie.

Jeśli napływające informacje będą potwierdzały trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej pozostanie ograniczone, Rada dokona dalszego złagodzenia polityki pieniężnej.

Rada przyjęła *Raport o Inflacji – Listopad 2012*.

Rozdział 4

PROJEKCJA INFLACJI I PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Instytucie Ekonomicznym (IE) Narodowego Banku Polskiego i przedstawia prognozowany rozwój sytuacji w gospodarce przy założeniu stałych stóp procentowych NBP. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Andrzej Sławiński, Dyrektor Generalny Instytutu Ekonomicznego. Prace koordynowane były przez Biuro Prognoz i Projektów IE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD⁵². 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. 2012 r. do IV kw. 2014 r. – punktem startowym projekcji jest III kw. 2012 r. Projekcja nie uwzględnia decyzji RPP o obniżce stóp procentowych o 0,25 pkt proc. z dnia 7 listopada br.

⁵² Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP.

4.1. Synteza

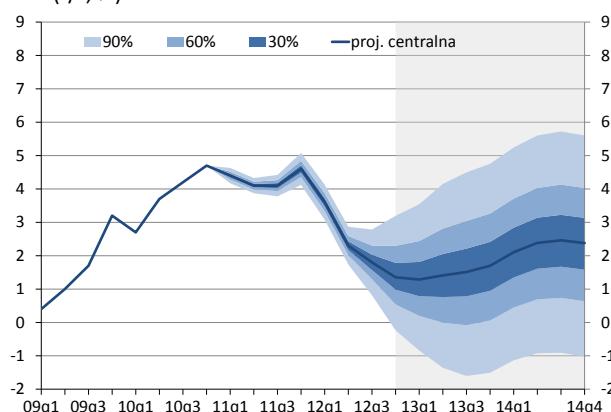
Zgodnie z aktualnym szacunkiem GUS, w II kw. br. dynamika PKB w Polsce obniżyła się do 2,3% r/r z 3,6% r/r w I kw. 2012 r., co oznacza szybszą od oczekiwań realizację scenariusza spowolnienia gospodarki zarysowanego w poprzedniej *Projekcji inflacji i PKB*. Spowolnienie to wynika w dużej mierze z niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych polskiej gospodarki. Strefa euro od IV kw. ub.r. ponownie znajduje się w fazie recesji, do czego przyczyniają się problemy zadłużeniowe niektórych krajów strefy.

Obserwowane od kilku kwartałów spowolnienie gospodarcze w strefie euro przekłada się z opóźnieniem (szacowanym na ok. 2 kwartały) na pogorszenie koniunktury w Polsce. Czynnikiem łagodzącym dotąd wpływ spowolnienia za granicą na krajową aktywność gospodarczą były: wysoka absorpcja funduszy z budżetu UE (szacowana na ponad 4% PKB) i powiązane z nią rosnące inwestycje publiczne, względnie korzystna sytuacja w gospodarce niemieckiej, będącej głównym odbiorcą polskiego eksportu, osłabienie złotego w IV kw. 2011 r., które pozytywnie wpłynęło na konkurencyjność cenową krajowej produkcji, oraz relatywnie niskie (ze względu na podwyższony poziom inflacji) krajowe realne stopy procentowe.

Bieżące dane wskazują, że pozytywny wpływ większości wymienionych powyżej czynników wygasa. Zakłada się, że w przyszłym roku wzrost w gospodarce niemieckiej utrzyma się na niskim poziomie, zbliżonym do 1% r/r. W krótkim i średnim horyzoncie projekcji oczekiwany jest negatywny wpływ zacieśnienia polityki fiskalnej na dynamikę wzrostu gospodarczego. W 2013 r. tempo wzrostu wydatków finansowanych ze wzrostu absorpcji funduszy unijnych oraz ze

Wykres 4.1

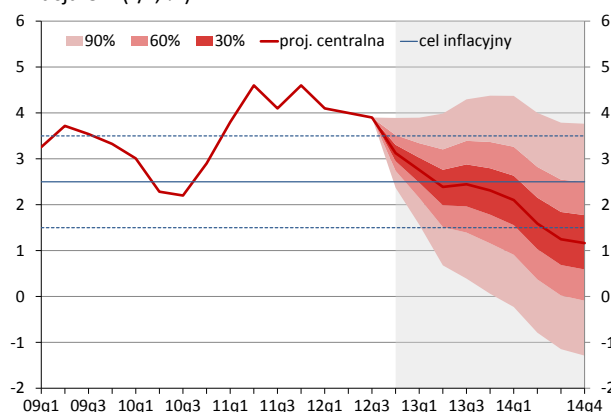
PKB (r/r, %).



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

Wykres 4.2

Inflacja CPI (r/r, %).



środków publicznych przeznaczonych na ich współfinansowanie ulega wyhamowaniu, a w 2014 r. oczekiwany jest ich spadek.

Wraz z pogorszeniem sytuacji na rynku pracy, w horyzoncie projekcji można spodziewać się, że dalsze finansowanie konsumpcji kosztem spadku stopy oszczędności będzie ograniczone.

W projekcji zakłada się wzrost realnej stopy procentowej ze względu na prognozowany spadek inflacji i jednocześnie przyjęte założenie o stałej stopie referencyjnej NBP. W efekcie tempo wzrostu gospodarczego w Polsce ulegnie wyraźnemu obniżeniu (do 1,5% w 2013 r.). W dłuższym horyzoncie projekcji, w ślad za poprawiającą się sytuacją za granicą oraz zmniejszeniem skali zacieśniania polityki fiskalnej, dynamika PKB przyspieszy, pozostając jednak poniżej potencjalnego tempa wzrostu.

Inflacja CPI w horyzoncie projekcji będzie się stopniowo obniżać, powracając w okolice celu inflacyjnego w II kw. 2013 r. (Wykres 4.2), po czym obniży się istotnie poniżej poziomu 2,5% r/r w 2014 r. Zmniejszenie presji inflacyjnej będzie efektem dalszego osłabienia krajowego wzrostu gospodarczego, które zmniejszy presję popytową oraz wpłynie negatywnie na rynek pracy, co obniży tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy. W tym samym kierunku oddziaływać będzie wygasanie niekorzystnych szoków cenowych, utrzymujących obecnie krajowe ceny żywności i energii na podwyższonym poziomie. W średnim horyzoncie projekcji inflacja obniży się również ze względu na spadek cen ropy naftowej i surowców rolnych na rynkach światowych, do czego przyczynia się spowolnienie w gospodarce światowej i prognozowany wzrost podaży surowców. Spadek inflacji w 2013 r. będzie częściowo ograniczany przez skutki wprowadzenia opłat za emisję CO₂, związanych z wdrożeniem przez Polskę Pakietu Energetyczno-Klimatycznego. W 2014 r. w kierunku niższej

inflacji oddziaływać będzie dodatkowo obniżenie podstawowej stawki podatku VAT do poziomu z 2010 r.

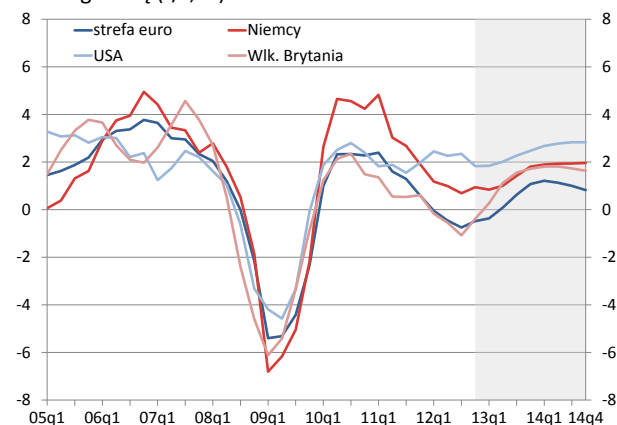
Głównym źródłem niepewności dla prognozy inflacji i PKB jest rozwój sytuacji w strefie euro i, powiązane z nim, kształtowanie się kursu złotego. Obecnie oceniamy, że prawdopodobieństwo silniejszego, w stosunku do założeń przyjętych w scenariuszu centralnym, pogorszenia perspektyw wzrostu za granicą (co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

4.2. Otoczenie zewnętrzne

Dane za II kw. br. potwierdziły kontynuację recesji w strefie euro oraz wskazują na znaczne wydłużenie się, w stosunku do wcześniejszych oczekiwań, okresu niekorzystnej koniunktury w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii (Wykres 4.3). Odczyty wskaźników wyprzedzających sygnalizują utrzymanie się niekorzystnej koniunktury także w najbliższych kwartałach. W strefie euro pogorszeniu uległy nastroje przedsiębiorstw i konsumentów, a stopa bezrobocia utrzymuje się na podwyższonym poziomie, przy postępującej dywergencji sytuacji na rynku pracy między peryferyjnymi i centralnymi krajami strefy. W Niemczech, głównym partnerze handlowym Polski, słabnie aktywność gospodarcza. Zmniejszyła się liczba nowych zamówień w przemyśle. Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych spadł poniżej średniej wieloletniej. Oczekiwane w kolejnych latach tempo wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych kształtuje się powyżej prognoz dla

Wykres 4.3

PKB za granicą (r/r, %).



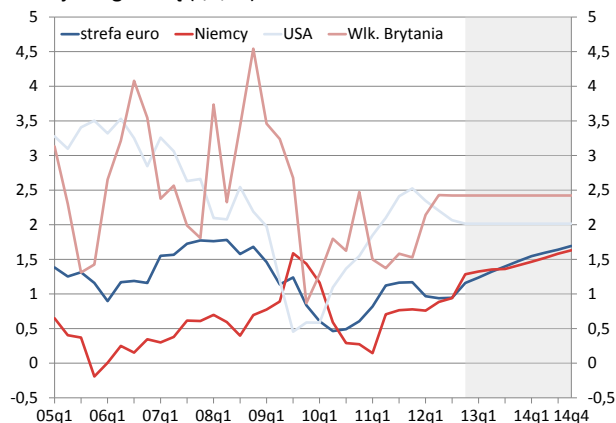
strefy euro, choć przewidziane na przyszły rok zacieśnienie fiskalne stanowi nadal poważne źródło niepewności. Łącznie prognozy wzrostu gospodarczego za granicą w całym horyzoncie prognozy zostały zrewidowane w dół względem poprzedniej rundy prognostycznej, w tym zwłaszcza dla 2013 r.

Konsekwencją słabszej koniunktury globalnej jest nieznacznie niższe prognozowane tempo wzrostu cen zarówno w strefie euro jak i w Stanach Zjednoczonych (Wykres 4.4). Biorąc pod uwagę ustępującą presję inflacyjną, niekorzystne perspektywy wzrostu gospodarczego oraz utrzymującą się niepewność, związaną z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro, przyjęto, że EBC będzie utrzymywać niski poziom stóp procentowych przez dłuższy okres, z możliwością podwyżek stóp procentowych dopiero w II połowie 2014 r. (Wykres 4.5). Tym samym ścieżka stóp procentowych w strefie euro została przesunięta w dół względem poprzedniej projekcji. Przesunięciu w dół uległa również ścieżka stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych z uwagi na jedynie umiarkowaną skalę ożywienia na amerykańskim rynku pracy. Podwyżki stóp procentowych przez System Rezerwy Federalnej oczekiwane są dopiero w 2015 r. Pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro wskazuje na możliwość osłabienia kursu euro wobec dolara amerykańskiego do średniego poziomu 1,25 w latach 2013-2014.

Po okresie znacznej zmienności w połowie br. ceny ropy naftowej w III kw. ukształtowały się powyżej oczekiwań z lipcowej projekcji, do czego przyczyniły się obawy o zakłócenia w dostawach tego surowca m.in. w związku z huraganem Isaac w USA, a także ze względu na czynniki sezonowe. W kolejnych kwartałach, wraz z umiarkowanym wzrostem popytu na ropę naftową (efekt spowolnienia w gospodarce światowej) oraz stabilizacją wielkości dostaw, oczekiwane jest stopniowe obniżanie się cen tego surowca. Ceny

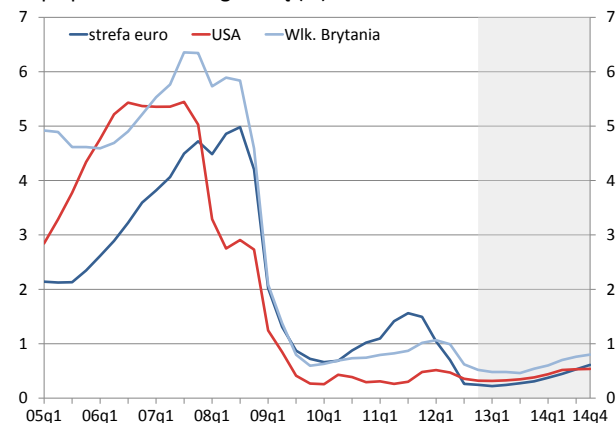
Wykres 4.4

Inflacja za granicą (r/r, %).



Wykres 4.5

Stopa procentowa za granicą (%).



węgla kamiennego, i w mniejszym stopniu gazu ziemnego, po spadku w III kw. br. będą w horyzoncie projekcji rosnać w umiarkowanym tempie, do czego przyczyni się relatywnie wolno rosnący popyt światowy przy względnie stabilnej podaży. W konsekwencji indeks cen surowców energetycznych będzie w horyzoncie projekcji relatywnie stabilny (Wykres 4.6).

Wbrew oczekiwaniom formułowanym w poprzedniej rundzie prognostycznej, ceny surowców rolnych wyraźnie wzrosły w III kw. br. na skutek gorszych zbiorów w bieżącym sezonie spowodowanych negatywnymi warunkami agrometeorologicznymi. W dłuższym horyzoncie spodziewany jest jednak dalszy stopniowy spadek cen surowców rolnych (Wykres 4.6) z uwagi na zakładaną normalizację warunków agrometeorologicznych (powrót do średniej wieloletniej po okresie ich niekorzystnego kształtowania się w latach ubiegłych).

4.3. Gospodarka polska w latach 2012-2014

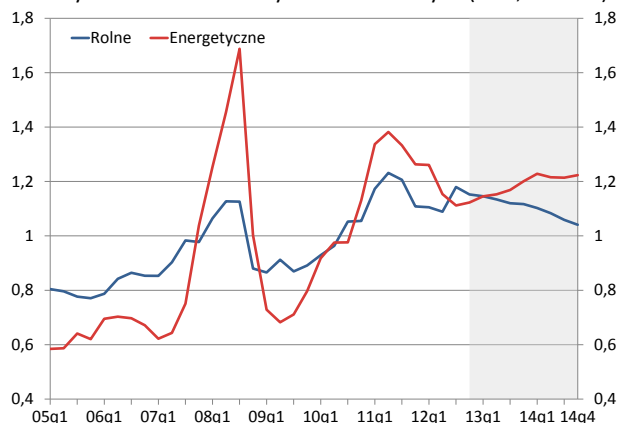
Popyt zagregowany

Gospodarka polska znajduje się w fazie wyraźnego słabnięcia koniunktury, na co wskazują bieżące dane ze sfery realnej gospodarki, w tym szacunek GUS PKB za II kw. br. (Wykres 4.7). W krótkim i średnim horyzoncie obserwowane negatywne tendencje będą się pogłębiać, a tempo krajowego wzrostu gospodarczego obniży się z poziomu 4,3% odnotowanego w 2011 r. do 2,3% w roku bieżącym oraz 1,5% w 2013 r.

Głównymi czynnikami odpowiadającymi za osłabienie tempa wzrostu PKB w Polsce w latach 2012-2013 są: niekorzystna koniunktura za granicą, w tym zwłaszcza w gospodarce europejskiej, zacieśnianie polityki fiskalnej oraz zahamowanie wzrostu absorpcji transferów z UE,

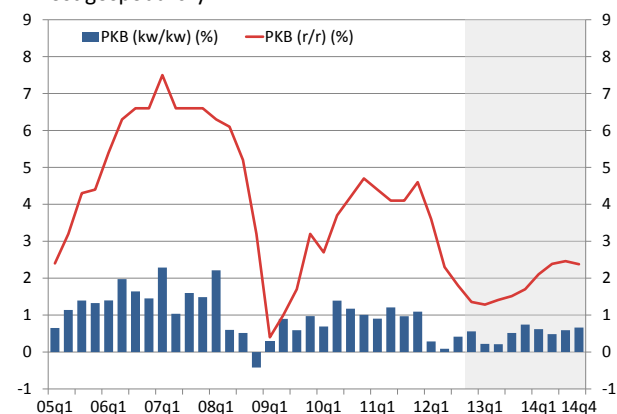
Wykres 4.6

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



Wykres 4.7

Wzrost gospodarczy.



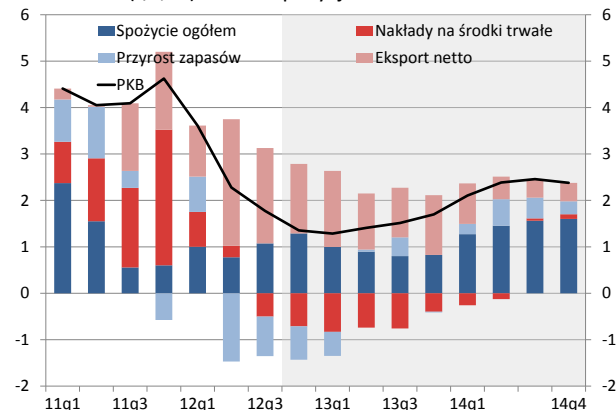
w szczególności funduszy strukturalnych. Przy malejącej dynamice spożycia gospodarstw domowych i inwestycji przedsiębiorstw oraz ujemnym wkładzie zapasów, czynnikiem łagodzącym skalę spadku dynamiki PKB będzie utrzymujący się w latach 2012-2013 dodatni wkład eksportu netto.

W 2014 r., przy umiarkowanej poprawie koniunktury za granicą, dynamika popytu krajowego nieco przyspieszy. Wspierać ją będzie odbudowa konsumpcji i inwestycji prywatnych, choć ich dynamika pozostanie niższa od średniej wieloletniej, a także zakończenie procesu zacieśniania polityki fiskalnej oraz powolna odbudowa stanu zapasów. W kierunku ograniczenia wzrostu oddziaływać będzie natomiast niska absorpcja transferów UE oraz rosnąca realna stopa procentowa (ze względu na przyjęte w projekcji założenie o stałej stopie referencyjnej NBP). W konsekwencji w 2014 r. dynamika PKB zwiększy się do poziomu 2,3%, przy nadal dodatnim wkładzie eksportu netto do wzrostu.

W krótkim i średnim horyzoncie projekcji dynamika spożycia indywidualnego utrzymywać się będzie na poziomie zbliżonym do 1,5% r/r, bliskim wieloletniego minimum historycznego dla polskiej gospodarki (Wykres 4.9). Niekorzystne perspektywy kształtowania się popytu konsumpcyjnego w latach 2012-2013 wynikają z ograniczenia tempa wzrostu realnych dochodów gospodarstw domowych, co z kolei ma związek z pogarszającą się sytuacją na rynku pracy oraz niską dynamiką dochodów z działalności na własny rachunek (efekt spowolnienia gospodarczego). Jednocześnie możliwości wygładzania ścieżki spożycia indywidualnego będą ograniczone przez historycznie niską bieżącą stopę oszczędności. Spożycie zbiorowe, po spadku w I połowie 2012 r., będzie w kolejnych kwartałach rosnąć, choć jego dynamika pozostanie na niskim poziomie w związku z działaniami konsolidacyjnymi SFP (m.in.

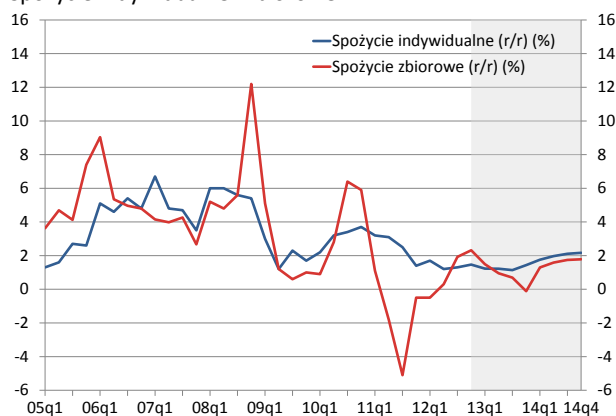
Wykres 4.8

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



Wykres 4.9

Spożycie indywidualne i zbiorowe.



zamrożeniem płac w sferze budżetowej w latach 2012-2013 oraz obowiązującymi regułami fiskalnymi).

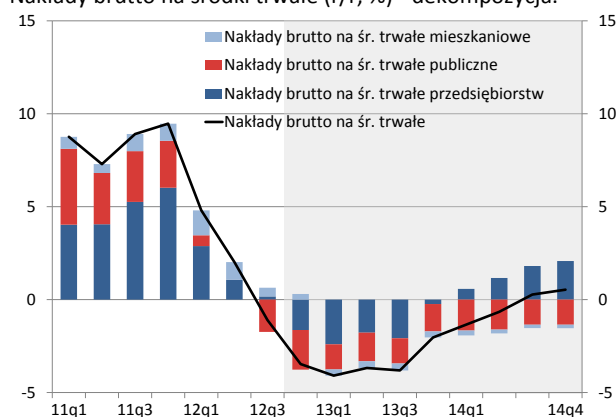
W 2014 r. oczekuje się umiarkowanego przyspieszenia tempa wzrostu spożycia indywidualnego, w związku z wyhamowaniem negatywnych tendencji na rynku pracy i spadkiem inflacji, zwiększającym dynamikę dochodów w ujęciu realnym. Ze względu na założone w scenariuszu projekcyjnym uwolnienie zamrożonych wcześniej płac w sferze budżetowej, w długim horyzoncie projekcji umiarkowanie zwiększy się także tempo wzrostu spożycia zbiorowego.

Dynamika nakładów brutto na środki trwałe w niemal całym horyzoncie projekcji pozostaje ujemna, przy czym największy spadek inwestycji przypada na rok 2013 (Wykres 4.10). Na istotne obniżenie dynamiki inwestycji złożą się spowolnienie wszystkich składowych tego agregatu: inwestycji przedsiębiorstw, publicznych oraz inwestycji mieszkaniowych.

Zgodnie ze scenariuszem projekcyjnym, utrzymywanie się niekorzystnej sytuacji w strefie euro, spowolnienie w gospodarce krajowej oraz wzrost realnej stopy procentowej spowodują, że w krótkim i średnim horyzoncie projekcji nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw obniżą się. Za realizacją takiego scenariusza przemawia pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz obserwowane ograniczenie nowo rozpoczynanych inwestycji i inwestycji odtworzeniowych⁵³. Wpływ negatywnych czynników będzie częściowo łagodzony przez obniżające koszt użytkowania kapitału rosnące wykorzystanie transferów z UE przeznaczonych na wydatki kapitałowe sektora prywatnego. Wraz z poprawą koniunktury w kraju i za granicą, dynamika inwestycji przedsiębiorstw zwiększy się w 2014 r.

Wykres 4.10

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



⁵³ Por. *Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw – II kw. 2012 r.*, NBP.

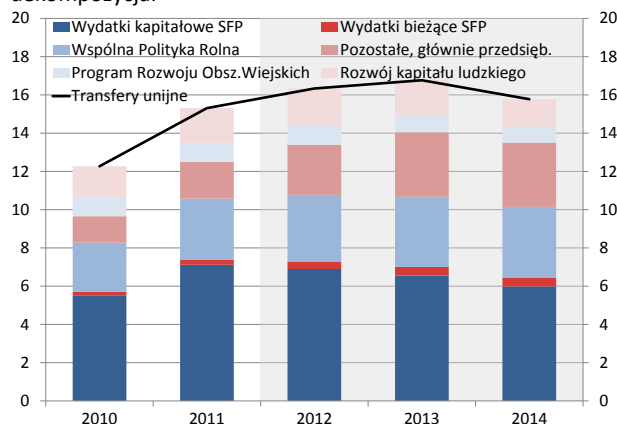
W całym horyzoncie projekcji nastąpi istotny spadek inwestycji publicznych w relacji do PKB. Ma to związek z obniżającą się absorpcją funduszy strukturalnych UE przeznaczonych na inwestycje SFP w ramach kończącej się w 2015 r. *Narodowej Strategii Spójności 2007-2013* (Wykres 4.11). Ponadto w latach 2013-2015 wyraźnie obniżą się wydatki na infrastrukturę drogową finansowane z Krajowego Funduszu Drogowego. W kierunku obniżenia dynamiki inwestycji publicznych oddziaływać będzie także malejąca dynamika wydatków inwestycyjnych samorządów w nadchodzących latach, związana z działaniem samorządowych reguł fiskalnych.

W horyzoncie projekcji spadają także nakłady na inwestycje mieszkaniowe, do czego przyczyni się oczekiwane zaostrenienie polityki kredytowej przez banki⁵⁴ oraz pogarszające się – wobec niekorzystnej koniunktury krajowej i zagranicznej – nastroje gospodarstw domowych zmniejszające ich skłonność do podejmowania długoterminowych zobowiązań finansowych, odzwierciedlone m.in. w narastającej nadpodaży na rynku mieszkań⁵⁵. W tym samym kierunku oddziaływać będzie ograniczenie inwestycji firm deweloperskich, po ich przyspieszeniu przed wejściem w życie, w kwietniu br., *Ustawy o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego*. Czynnikiem łagodzącym wpływ spadającego popytu na poziom inwestycji mieszkaniowych będzie relatywnie wysoka stopa zwrotu z inwestycji deweloperskich przy obecnej relacji cen mieszkań do kosztów ich budowy⁵⁶.

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

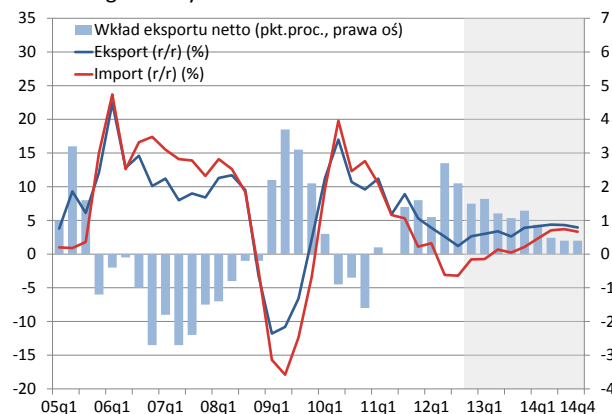
Wykres 4.11

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



Wykres 4.12

Handel zagraniczny.



⁵⁴ Por. *Sytuacja na rynku kredytowym, wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, III kwartał 2012, NBP.*

⁵⁵ Por. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w I kwartale 2012 r., NBP.*

⁵⁶ Tamże.

zmiany koniunktury w kraju i za granicą, a także relatywnie dobrą sytuację Niemiec na tle innych gospodarek strefy euro. W konsekwencji, w krótkim i średnim horyzoncie projekcji, wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostanie dodatni. W dłuższym horyzoncie, przy wzroście dynamiki popytu krajowego i stabilnym kursie złotego, wkład eksportu netto będzie się stopniowo obniżać do zera.

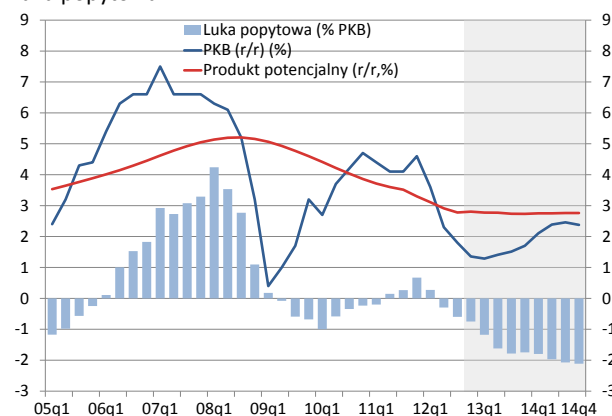
Równowaga makroekonomiczna

Dynamika potencjalnego PKB, która obniżyła się po okresie światowego kryzysu finansowego, w horyzoncie projekcji pozostanie na poziomie niższym od wieloletniej średniej, zbliżonym do 3% r/r. Ze względu na spowolnienie gospodarcze (odzwierciedlone w wolniejszym niż potencjał wzroście PKB), ujemna od II kw. 2012 r. luka popytowa rozszerza się w całym horyzoncie projekcji, osiągając poziom -2,1% PKB w IV kw. 2014 r. (Wykres 4.13).

Na stabilną w horyzoncie projekcji dynamikę produktu potencjalnego składa się pozytywny wpływ stopniowego powrotu tempa wzrostu wydajności czynników produkcji (TFP) do poziomu sprzed światowego kryzysu finansowego, przy jednoczesnym obniżeniu wzrostu kapitału produkcyjnego odzwierciedlającego spadek tempa wzrostu zarówno inwestycji publicznych, jak i inwestycji przedsiębiorstw (Wykres 4.14). Neutralnie na wzrost potencjału wpływa natomiast relatywnie stabilna w horyzoncie projekcji równowagowa wielkość podaży pracy, co stanowi efekt bilansowania się wpływu negatywnych i pozytywnych zmian strukturalnych na rynku pracy. W wyniku występowania histerezy, równowagowa wielkość bezrobocia (NAWRU) będzie w horyzoncie projekcji rosnąć. Wzrost ten będzie jednak umiarkowany ze względu na ograniczającą presję płacową wysoką

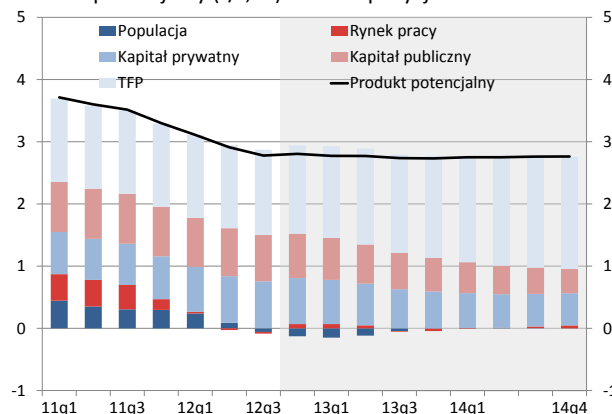
Wykres 4.13

Luka popytowa.



Wykres 4.14

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



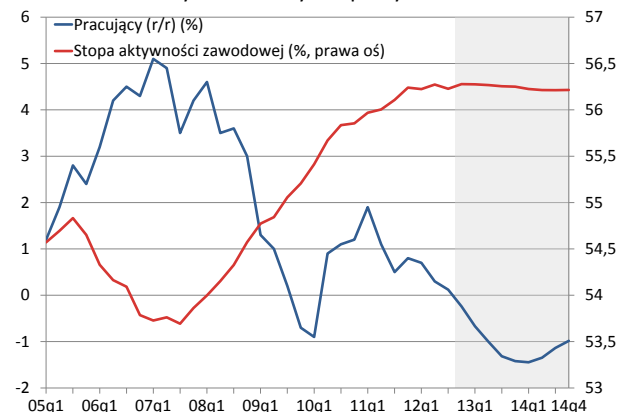
elastyczność krajowego rynku pracy⁵⁷. Negatywnie na stopę aktywności zawodowej wpłynie zmiana struktury wiekowej ludności w najbliższych latach w związku ze wzrostem udziału osób w wieku poprodukcyjnym. Ponadto podaż pracy będzie ograniczona w wyniku wzrostu odsetka osób, które ze względu na trudności ze znalezieniem pracy, pozostaną na studiach bądź urlopach wychowawczych. Z drugiej strony, pozytywnie na współczynnik aktywności zawodowej w dalszym ciągu wpłynąć będą zmiany prawne ograniczające możliwość uzyskania świadczeń emerytalnych przed osiągnięciem oficjalnego wieku emerytalnego (tzw. emerytury pomostowe wprowadzone w 2009 r.) oraz podwyższenie wieku emerytalnego (od początku 2013 r.). Łączny szacowany wpływ tych zmian to wzrost o ok. 130 tys. aktywnych zawodowo w horyzoncie projekcji.

Oslabienie aktywności gospodarczej ma wpływ na sytuację na rynku pracy, przy czym ze względu na sztywności występujące na tym rynku spowolnienie szybciej przekłada się na spadek dynamiki płac niż liczby pracujących (Wykres 4.15, Wykres 4.16, Wykres 4.17). Liczba pracujących obniża się w całym horyzoncie projekcji, co przy względnie stabilnej stopie aktywności zawodowej, przekłada się na wzrost stopy bezrobocia oraz luki na bezrobociu (do 2 pkt proc. w IV kw. 2014 r.). Rosnąca luka na bezrobociu wskazuje na malejącą presję płacową. W całym horyzoncie projekcji dynamika realnych wynagrodzeń będzie istotnie niższa od tempa wzrostu wydajności pracy. W konsekwencji do końca 2014 r. kontynuowany będzie spadek udziału funduszu płac w PKB, a dynamika jednostkowych kosztów pracy spadnie poniżej 1,5% r/r w II kw. 2013 r., gdy ustąpi wpływ jaki na tempo wzrostu tej kategorii miało podniesienia stawki rentowej w lutym br.

Utrzymujący się w horyzoncie projekcji deficyt dochodów na rachunku obrotów bieżących w

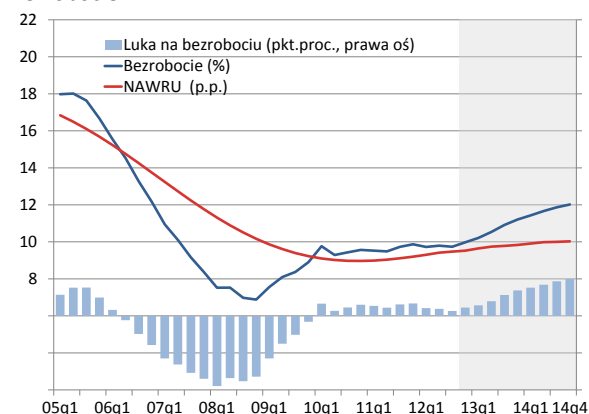
Wykres 4.15

Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy.



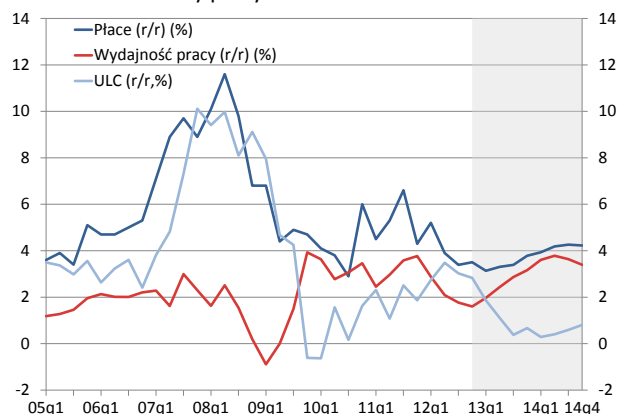
Wykres 4.16

Bezrobocie.



Wykres 4.17

Jednostkowe koszty pracy.



⁵⁷ Por. *Badanie ankietowe rynku pracy – raport 2012*, NBP.

dużym stopniu kompensowany będzie napływem funduszy unijnych. Nierównowaga zewnętrzna, mierzona stosunkiem deficytu obrotów bieżących i kapitałowych do PKB ulegnie w horyzoncie projekcji dalszej poprawie (z 1,4% PKB w 2012 r. do 0,6% PKB w 2014 r.). Będzie to wynikać z rosnącego w średnim i długim horyzoncie projekcji dodatniego salda handlowego (dodatni wkład eksportu netto w całym horyzoncie projekcji), przy pogorszającym się saldzie transferów z UE (kończąca się perspektywa budżetowa) i względnie stabilnym saldzie dochodów.

Kurs walutowy i inflacja

Po aprecjacji w III kw. br., w horyzoncie projekcji czynniki wzmacniające oraz osłabiające walutę krajową w znacznym stopniu będą się równoważyć. W efekcie, nominalny efektywny kurs złotego będzie się utrzymywał na dość stabilnym poziomie. Z jednej strony kurs waluty krajowej nadal kształtuje się poniżej poziomu określonego przez czynniki fundamentalne, co w horyzoncie projekcji oddziałuje w kierunku stopniowej aprecjacji złotego, zbliżając kurs do poziomu równowagi. Z drugiej strony, niski wzrost gospodarczy w kraju i za granicą będzie osłabiać napływ inwestycji bezpośrednich i portfelowych do Polski. W kierunku osłabienia kursu złotego będzie oddziałował także zmniejszający się dysparytet stóp procentowych, wynikający z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP.

W warunkach stosunkowo niskiego tempa wzrostu gospodarczego oraz stabilnego kursu walutowego inflacja bazowa, w horyzoncie projekcji, obniży się do poziomu 0,9 % w 2014 r. (Wykres 4.19). W szczególności wraz z malejącym zatrudnieniem oraz umiarkowaną dynamiką płac, znacząco spada dynamika jednostkowych kosztów pracy. W krótkim okresie, w kierunku ograniczenia inflacji bazowej oddziałuje także istotne spowolnienie wzrostu cen importu

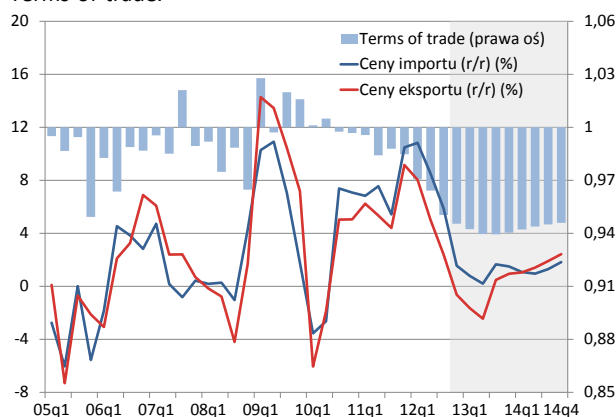
(Wykres 4.18) wynikające m.in. z oddziałującego z opóźnieniem umocnienia złotego w III kw. br. W dłuższym horyzoncie projekcji, spadek inflacji bazowej jest dodatkowo pogłębiany przez oczekiwany w 2014 r. powrót podstawowej stawki VAT do poziomu 22%.

Ze względu na niekorzystne warunki podażowe w Polsce oraz na rynkach światowych, w najbliższych kwartałach inflacja krajowych cen żywności utrzyma się na względnie wysokim poziomie. W średnim i dłuższym horyzoncie projekcji tempo wzrostu cen żywności w kraju spowolni do 1,7% w 2014 r. (Wykres 4.20). Obok umiarkowanego krajowego wzrostu gospodarczego, na ograniczenie dynamiki cen żywności wpłyną obniżające się w całym horyzoncie projekcji ceny surowców rolnych na rynkach światowych, których dezinflacyjny wpływ jest tylko częściowo niwelowany przez umocnienie się kursu dolara względem euro (a w konsekwencji także względem złotego).

Inflacja krajowych cen energii w krótkim horyzoncie projekcji utrzyma się na wysokim poziomie (8,2% w 2012 r.), na co wpłyną wysokie notowania cen ropy naftowej na rynkach światowych, zatwierdzone przez URE podwyżki cen nośników energii oraz podwyższenie stawki akcyzy na olej napędowy od 2012 r. W kierunku ograniczenia dynamiki cen energii w średnim i długim horyzoncie projekcji, będą oddziaływać stopniowo obniżające się ceny ropy naftowej na rynkach światowych oraz stosunkowo niskie tempo wzrostu cen innych surowców energetycznych. W 2013 r. czynnikiem podwyższającym inflację cen energii może być natomiast wzrost kosztów sektora energetycznego związany z zakupami uprawnień do emisji CO₂ przekładający się na wzrost cen energii elektrycznej. Jednak ze względu na spowolnienie w gospodarce UE, prognozowane ceny zakupu uprawnień obniżyły się w ostatnim okresie, zmniejszając oczekiwany wpływ wdrożenia Pakietu Energetyczno-Klimatycznego

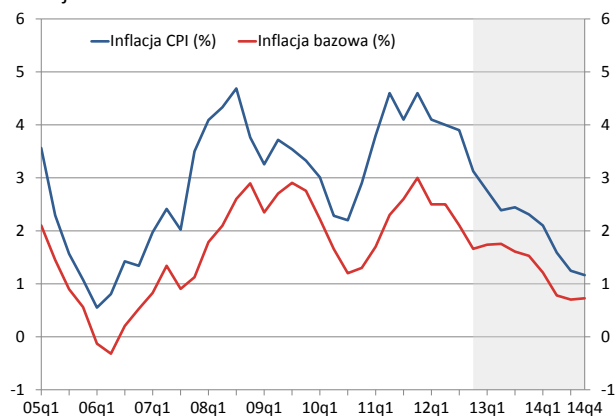
Wykres 4.18

Terms-of-trade.



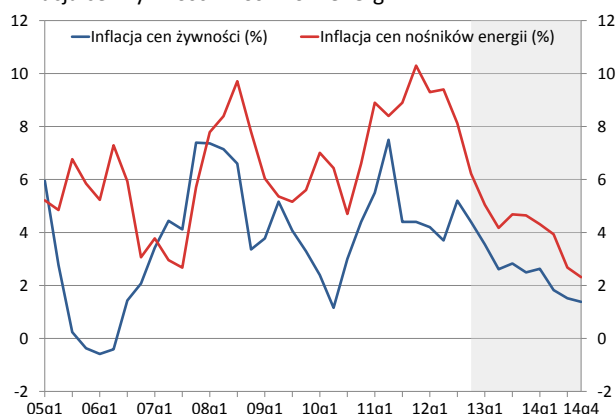
Wykres 4.19

Inflacja CPI i bazowa.



Wykres 4.20

Inflacja cen żywności i nośników energii.



(PEK) na dynamikę cen energii względem wcześniejszych szacunków NBP⁵⁸. Obniżeniu tempa wzrostu cen energii w ostatnim roku projekcji sprzyjać będzie natomiast oczekiwane obniżenie podstawowej stawki VAT.

W efekcie powyższych uwarunkowań dynamika CPI w 2012 r. ukształtuje się na poziomie nieco niższym niż w roku ubiegłym (3,8% r/r). Relatywnie wysoki poziom inflacji CPI w bieżącym roku stanowi wypadkową osłabienia złotego w II kw. br. oraz czynników o charakterze regulacyjnym (wzrost akcyzy na olej napędowy, wzrost stawki rentowej, polityka URE), przy umiarkowanej presji popytowej. W średnim okresie, wraz z pogłębiającym się spowolnieniem gospodarczym oraz pogarszającą się sytuacją na rynku pracy, inflacja obniży się do poziomu celu inflacyjnego NBP (2,5% w 2013 r.), przy czym czynnikiem opóźniającym powrót inflacji do celu będzie wdrażanie PEK (Wykres 4.21). W 2014 r. kontynuowany będzie spadkowy trend stopy inflacji (inflacja CPI obniży się do poziomu 1,5%), czemu sprzyjać będzie korzystne kształtowanie się cen surowców na rynkach światowych (spadające ceny surowców rolnych i stabilizacja cen surowców energetycznych) oraz obniżka podstawowej stawki VAT. Przy założeniu braku zmian stopy referencyjnej NBP w całym horyzoncie projekcji, prawdopodobieństwo ukształtowania się średniorocznej inflacji w przedziale 1,5%-3,5% w latach 2013-2014 wynosi średnio 54%

4.4. Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Głównymi czynnikami odpowiadającymi za zmianę ścieżki inflacji i PKB pomiędzy lipcową a listopadową rundą prognostyczną są: obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego za granicą oraz opublikowane przez GUS gorsze od oczekiwań

Wykres 4.21

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

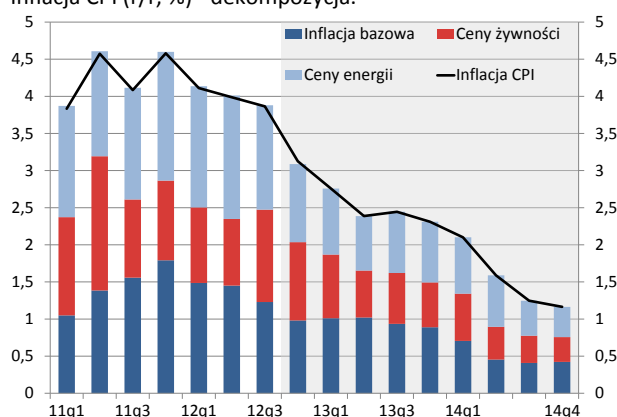


Tabela 4.1

Projekcja listopadowa na tle lipcowej.

	2012	2013	2014
Inflacja CPI (r/r, %)			
XI 2012	3,8	2,5	1,5
VII 2012	3,9	2,7	1,8
PKB (r/r, %)			
XI 2012	2,3	1,5	2,3
VII 2012	2,9	2,1	3,0

⁵⁸ Por. *Krótkookresowe skutki makroekonomiczne pakietu energetyczno-klimatycznego w gospodarce Polski*, NBP, 2012. Od momentu publikacji powyższego raportu ceny uprawnień emisyjnych zmniejszyły się.

dane o rachunkach narodowych za II kw. 2012 r. W wyniku powyższych zmian roczna dynamika inflacji CPI będzie w latach 2012-2014 niższa średnio o 0,2 pkt proc. niż w poprzedniej rundzie progностycznej. Prognozowane tempo wzrostu gospodarczego obniżyło się natomiast średnio o 0,6 pkt proc. (Tabela 4.1).

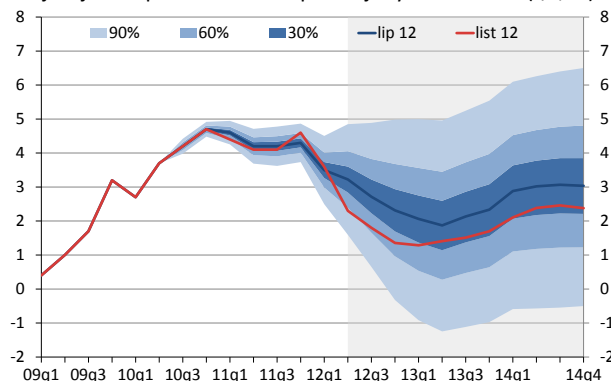
PKB

Na obniżenie prognozowanej dynamiki PKB w 2012 r. złożył się głównie niższy wkład zmiany zapasów i dynamika inwestycji, przy wyższym wkładzie eksportu netto do wzrostu (Wykres 4.23). Zmiana pomiędzy projekcjami wynika przede wszystkim z uwzględnienia niższego od oczekiwań szacunku GUS PKB za II kw. br. (2,3 % r/r) oraz bieżących danych miesięcznych (produkcja przemysłowa i budowlana oraz sprzedaż detaliczna w III kw. br.) sygnalizujących dalsze osłabianie się krajowej koniunktury. Dane te wskazują, iż przedsiębiorstwa wraz z pogarszającymi się nastrojami na rynku w istotny sposób ograniczyły zapasy i nakłady brutto na środki trwałe. W kierunku obniżenia dynamiki popytu krajowego oddziaływał także wolniejszy wzrost spożycia indywidualnego, będący efektem niskiej dynamiki funduszu płac. Z kolei wyższy, niż prognozowano w lipcu, wkład eksportu netto do wzrostu w 2012 r. wynika z wyraźnego obniżenia dynamiki importu spowodowanego osłabieniem popytu krajowego przy relatywnie mniejszym – choć wyraźnym – spadku dynamiki eksportu na skutek niższego popytu z zagranicy.

W kolejnych latach projekcji rewizja dynamiki PKB w dół jest efektem gorszych pespektyw wzrostu głównych partnerów handlowych Polski (obniżenie dynamiki średnio o 0,4 pkt proc. w latach 2013-2014), co, oprócz negatywnego wpływu poprzez kanał handlu zagranicznego, oddziałuje dodatkowo w kierunku wzrostu awersji do ryzyka i w efekcie skutkuje ograniczaniem inwestycji krajowych. Wraz z pogarszającą się sytuacją na rynku pracy,

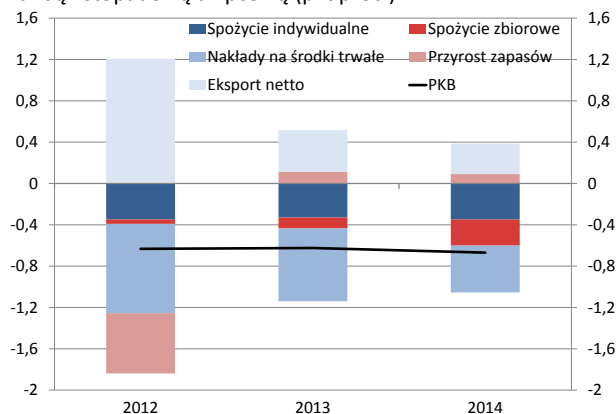
Wykres 4.22

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



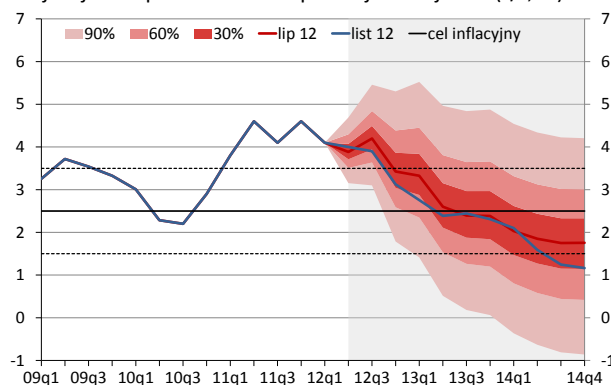
Wykres 4.23

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



Wykres 4.24

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



charakteryzującą się wyższą niż w poprzedniej projekcji stopą bezrobocia i niższym wzrostem płac, należy oczekiwać również spadku dynamiki spożycia indywidualnego. Dodatkowo niższy wzrost płac w sektorze publicznym, wynikający m.in. z przyjęcia założenia w bieżącej projekcji o braku podwyżki pensji nauczycieli we wrześniu 2013 r.⁵⁹, skutkuje negatywną kontrybucją spożycia zbiorowego do zmiany pomiędzy rundami progностycznymi wzrostu PKB w 2014 r. Skalę rewizji PKB w dół ograniczył nieznacznie wyższy wkład zmiany zapasów. Projekcja zakłada, że po ujemnym – istotnie niższym od oczekiwań – wkładzie zapasów do wzrostu w 2012 r. nastąpi ich stopniowa odbudowa oraz wzrost wkładu eksportu netto (co będzie konsekwencją obniżenia popytu krajowego).

Inflacja

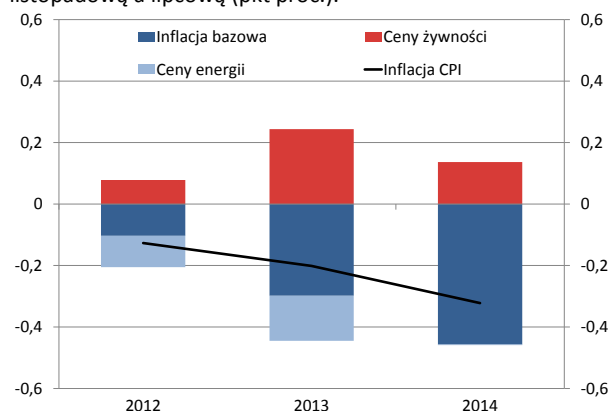
Dane o wzroście cen konsumenta za II kw. br. były zgodne z wcześniejszymi oczekiwaniami, jakkolwiek dane za III kw. 2012 r. ukształtowały się nieco poniżej oczekiwań z projekcji lipcowej. W obu kwartałach wyżej ukształtowały się ceny żywności, niższa natomiast była inflacja cen energii oraz inflacja bazowa.

Podobnie przedstawia się dekompozycja różnic ścieżki inflacji CPI w całym horyzoncie projekcji. Na obniżenie projekcji inflacji (średnio o 0,2 pkt proc.) w największym stopniu złożyło się obniżenie prognozy inflacji bazowej oraz inflacji cen energii. Spadek ten jest natomiast ograniczany przez wyższą, w tej rundzie progностycznej, inflację cen żywności (Wykres 4.25).

Obniżenie prognozy inflacji bazowej jest wynikiem silniejszego spowolnienia gospodarczego odzwierciedlonego w mniejszej presji popytowej i pogarszającej się sytuacji na rynku pracy, a co za tym idzie w niższym wzroście

Wykres 4.25

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



⁵⁹ Por. Projekt Ustawy budżetowej na 2013 r. (art. 13 pkt 2).

jednostkowych kosztów pracy. W związku z opóźnieniami, z jakimi kanały te oddziałują na ceny, największa rewizja w dół inflacji bazowej nastąpi w 2014 r.

Dodatkowym komponentem, który przyczynia się do obniżenia presji inflacyjnej w 2012 i 2013 roku są ceny energii. Wolniejszy wzrost cen nośników energii w krótkim i średnim okresie jest kontynuacją tendencji zaobserwowanych w III kw. br. i wynika z niższych hurtowych cen energii elektrycznej (które prawdopodobnie zmniejszą przyszłe wzrosty taryf dla gospodarstw domowych zatwierdzanych przez URE). W 2013 r. na niższy, od zakładanego w poprzedniej projekcji, wzrost cen energii wpływa również obniżenie prognoz dotyczących cen uprawnień do emisji CO₂.

Projekcja listopadowa zakłada natomiast szybszy wzrost cen żywności. W głównej mierze jest to spowodowane wyższymi cenami surowców rolnych na rynkach światowych (średnio w horyzoncie projekcji wzrost o ok. 10% w porównaniu z projekcją lipcową; Wykres 4.6) i ich oczekiwanym przełożeniem się na ceny krajowe (zwłaszcza zbóż i roślin oleistych), co z opóźnieniem będzie działać w kierunku wyższych cen mięsa i produktów mlecznych.

4.5. Źródła niepewności projekcji

Ocenia się, że w horyzoncie projekcji bilans czynników ryzyka rozkłada się symetrycznie względem ścieżki centralnej projekcji dla inflacji i PKB (Tabela 4.2). Najważniejsze źródła niepewności projekcji przedstawiono poniżej.

Otoczenie zewnętrzne i kurs walutowy

Otoczenie zewnętrzne, a w szczególności długość trwania recesji w strefie euro oraz skala późniejszego ożywienia, nadal pozostaje najważniejszym źródłem niepewności projekcji inflacji i PKB. Bieżące dane o pogorszającej się

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%)
12q4	0,00	0,09	0,79	0,50	0,79
13q1	0,04	0,37	0,86	0,51	0,82
13q2	0,20	0,56	0,88	0,52	0,67
13q3	0,24	0,54	0,83	0,53	0,60
13q4	0,29	0,58	0,84	0,52	0,55
14q1	0,34	0,62	0,85	0,51	0,51
14q2	0,47	0,73	0,90	0,50	0,43
14q3	0,55	0,79	0,93	0,49	0,37
14q4	0,57	0,80	0,93	0,49	0,36

sytuacji w Hiszpanii i Włoszech wskazują ponadto na możliwe problemy z obsługą zadłużenia tych krajów w przypadku wzrostu oprocentowania ich obligacji. Czynnikiem łagodzącym – z punktu widzenia krajowego wzrostu gospodarczego – niekorzystne następstwa możliwego pogłębienia recesji w strefie euro może być osłabienie złotego, co miało miejsce podczas światowego kryzysu finansowego na przełomie 2008 i 2009 r. Jednocześnie słabszy kurs złotego ograniczałby wynikający z pogłębienia negatywnego szoku popytowego, spadek inflacji. Trudna do przewidzenia pozostaje również reakcja banków centralnych na niepewność co do kształtowania się sytuacji gospodarczej w krajach rozwiniętych. W szczególności trudno ocenić pełne skutki ogłoszenia we wrześniu br. trzeciej tury luzowania ilościowego przez Fed (tzw. program QE3).

Popyt wewnętrzny

Istotnym źródłem niepewności dla projekcji jest reakcja gospodarstw domowych i sektora przedsiębiorstw na rozwój sytuacji za granicą i zacieśnienie fiskalne. Odzwierciedlone w mniejszym deficycie SFP skutki zacieśnienia fiskalnego prawdopodobnie wpłyną pozytywnie na ocenę wiarygodności kredytowej Polski, choć jednocześnie ocena ta jest w dużej mierze determinowana przez krótkookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego, osłabiane przez konsolidację fiskalną. Ponadto korzystny rozwój sytuacji w kraju i za granicą może przyczynić się do poprawy postrzegania Polski w oczach inwestorów zagranicznych i przełożyć się na większy napływ kapitału, w tym inwestycji bezpośrednich. Z drugiej strony przedłużająca się recesja w strefie euro, przy niskiej bieżącej stopie oszczędności i utrudnionym dostępie do kredytu, może być przyczyną utrzymania przez długi okres niskiej dynamiki krajowej konsumpcji i inwestycji.

Ceny żywności i energii w Polsce

Źródłem niepewności projekcji jest trudny do przewidzenia wpływ polityki regulacyjnej oraz sytuacji na światowym rynku surowcowym na kształtowanie się krajowych cen energii i żywności. Znaczną niepewność w tym względzie rodzi trudny do oszacowania wpływ przyszłej polityki UE w zakresie ochrony środowiska, co szczególnie dotyczy wprowadzanego Pakietu Energetyczno-Klimatycznego nakierowanego na ograniczenie emisji CO₂. W szczególności nie jest jeszcze znana ostateczna cena uprawnień do emisji CO₂, która w dużym stopniu może być uzależniona od popytu na te uprawnienia, a więc od aktywności gospodarczej krajów UE. Niepewność zwiększa również brak precyzyjnych zapisów dotyczących wykorzystania dochodów ze sprzedaży uprawnień oraz wielkości inwestycji w technologie niskoemisyjne i odnawialne źródła energii. Istotnym źródłem niepewności pozostają działania regulacyjne na rynku żywności, energii (pakiet ustaw energetycznych Ministerstwa Gospodarki) oraz przyszła polityka taryfowa URE. Dodatkowo, niekorzystna sytuacja podażowa na rynku zbóż, zwłaszcza za sprawą niskich zbiorów w Ameryce Północnej i możliwość ograniczeń eksportu z Rosji i z Ukrainy zwiększają prawdopodobieństwo ukształtowania się cen żywności w krótkim okresie powyżej ścieżki centralnej projekcji.

Polityka fiskalna i regulacyjna

Polityka fiskalna i regulacyjna może być istotnym czynnikiem niepewności dla przyszłej inflacji i PKB, zwłaszcza w długim horyzoncie projekcji.

Celem prowadzonych w latach 2011-2012 działań zwiększających wpływy i ograniczających wydatki sektora finansów publicznych, była z jednej strony redukcja deficytu w 2012 r. do poziomu dopuszczalnego przez unijne reguły fiskalne, co umożliwiłoby zdjęcie z Polski procedury

nadmiernego deficytu, z drugiej natomiast, utrzymanie zadłużenia finansów publicznych poniżej II progu ostrożnościowego zapisanego w *Ustawie o finansach publicznych*. Ze względu na oczekiwane spowolnienie gospodarcze, utrzymanie deficytu finansów publicznych na poziomie zapewniającym spełnienie krajowych i europejskich reguł fiskalnych, może wymagać podjęcia dodatkowych działań dostosowawczych w horyzoncie projekcji, np. wycofanie się z, uwzględnionego w projekcji, powrotu podstawowej stawki VAT do 22% w 2014 r. Ponadto stopień wykorzystania funduszy unijnych w najbliższych latach oraz propozycje regulacji oraz inwestycji zawarte w tzw. drugim *expose* premiera z 15 października 2012 r., są dodatkowym źródłem niepewności dla prognozy PKB.

Tabela 4.3

Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB.

	2010	2011	2012	2013	2014
Wskaźnik cen konsumpcyjnych CPI (% r/r)	2,6	4,3	3,8	2,5	1,5
Ceny żywności (% r/r)	2,7	5,4	4,4	2,9	1,8
Ceny energii (% r/r)	6,2	9,1	8,2	4,6	3,3
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	1,6	2,4	2,2	1,7	0,9
PKB (% r/r)	3,9	4,3	2,3	1,5	2,3
Popyt krajowy (% r/r)	4,6	3,6	0,4	0,2	1,9
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,2	3,1	1,4	1,3	2,0
Spożycie zbiorowe (% r/r)	4,1	-1,1	0,8	0,7	1,6
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	-0,2	8,1	0,5	-3,4	-0,3
Wkład eksportu netto (pkt proc. r/r)	-0,7	0,6	1,9	1,3	0,5
Eksport (% r/r)	12,1	7,5	3,1	3,2	4,2
Import (% r/r)	13,9	5,8	-1,2	0,3	3,2
Płace brutto (% r/r)	4,0	5,2	4,0	3,4	4,2
Liczba pracujących (% r/r)	0,6	1,1	0,2	-1,1	-1,2
Stopa bezrobocia (%)	9,5	9,7	9,8	10,7	11,7
NAWRU (%)	9,0	9,1	9,4	9,8	10,0
Stopa aktywności zawodowej (%)	55,7	56,1	56,3	56,3	56,2
Wydajność pracy (% r/r)	3,3	3,2	2,1	2,6	3,6
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	0,7	1,9	3,0	1,0	0,5
Produkt potencjalny (% r/r)	4,1	3,5	2,9	2,8	2,8
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-0,5	0,2	-0,3	-1,6	-2,0
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2010=1,00)	1,00	1,18	1,13	1,13	1,07
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2010=1,00)	1,00	1,33	1,16	1,17	1,22
Poziom cen za granicą (% r/r)	0,8	1,0	1,4	1,3	1,6
PKB za granicą (% r/r)	2,5	1,8	0,0	0,7	1,4
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	-3,3	-2,9	-1,4	-0,9	-0,6
WIBOR 3M (%)	3,89	4,54	5,05	5,01	4,97

Źródło: Dla danych o liczbie pracujących, aktywności zawodowej i stopie bezrobocia źródłem są dane BAEL. Indeks cen surowców rolnych zbudowany jest w oparciu o prognozy MFW dotyczące kształtowania się cen pszenicy, wieprzowiny, wołowiny, drobiu, ryb, cukru, oleju rzepakowego, pomarańczy, napojów oraz bananów, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce. Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

Rozdział 5

WYNIKI GŁOSOWAŃ RPP W OKRESIE CZERWIEC - WRZESIEŃ 2012 R.

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

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski

Przeciw: M. Belka

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

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

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
E. Chojna-Duch

Przeciw: M. Belka
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

- **Data:** 5 września 2012 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
E. Chojna-Duch

Przeciw: M. Belka
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak
A. Rzońca
A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska i J. Winiecki byli nieobecni na posiedzeniu.

• Data: 5 września 2012 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
E. Chojna-Duch

Przeciw: M. Belka
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak
A. Rzońca
A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska i J. Winiecki byli nieobecni na posiedzeniu.

• Data: 18 września 2012 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 6/2012 w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2013.

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 była nieobecna na posiedzeniu.

- **Data:** 18 września 2012 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 7/2012 w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez NBP pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych w 2013 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

E. Chojna-Duch była nieobecna na posiedzeniu.

Przeciw: