Raport o inflacji
luty 2010 r.

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, luty 2010 r.

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

W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 18 lutego 2010 r.

Spis treści

Synteza **5**

1. Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki **9**

1.1. Aktywność gospodarcza na świecie 9

1.2. Procesy inflacyjne za granicą 12

1.3. Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą 13

Ramka 1. Napływ kapitału do gospodarek wschodzących 15

1.4. Światowe rynki surowców 16

2. Gospodarka krajowa **19**

2.1. Procesy inflacyjne 19

2.2. Popyt i produkcja 22

2.3. Rynek pracy 30

2.4. Rynki finansowe 32

2.5. Kredyt i pieniądz 35

Ramka 2. Analiza wpływu zaostrzenia polityki kredytowej banków komercyjnych na PKB w Polsce 40

2.6. Bilans obrotów bieżących i kapitałowych 40

3. Polityka pieniężna w okresie październik 2009 r. - luty 2010 r **43**

4. Projekcja inflacji i PKB **57**

5. Wyniki głosowań RPP w okresie wrzesień - grudzień 2009 r. **67**

Synteza

W II poł. 2009 r. gospodarka światowa znalazła się w fazie ożywienia. Ożywienie to było pobudzane przez ekspansywną politykę fiskalną i pieniężną. Napływające dane wskazują, że gospodarki rozwinięte stopniowo wychodzą z recesji. Jednocześnie silnie wzrosła aktywność w gospodarkach wschodzących. Poprawie koniunktury w gospodarce światowej w II poł. 2009 r. towarzyszył stopniowy wzrost inflacji na świecie, do którego przyczyniły się przede wszystkim efekty bazy związane ze zmianami cen surowców energetycznych na rynkach światowych w 2008 i 2009 r.

Sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych była w ostatnim okresie stosunkowo stabilna, a główne miary ryzyka kształtowały się na relatywnie niskim poziomie. Do połowy stycznia br. kontynuowane były wzrosty cen na rynkach akcji; w ostatnich tygodniach nastąpił jednak ich silny spadek. Jednocześnie, w związku ze wzrostem obaw dotyczących sytuacji fiskalnej, w części krajów członkowskich strefy euro, a także w niektórych krajach rozwiniętych spoza strefy euro, istotnie wzrosły rentowności obligacji skarbowych. Wzrost obaw o stabilność fiskalną niektórych państw strefy euro przyczynił się również do wyraźnej deprecjacji kursu euro względem dolara od grudnia ub. r. W analizowanym okresie główne banki centralne nadal prowadziły łagodną politykę pieniężną, w tym kontynuowały zakupy aktywów finansowych w celu wsparcia rynków kredytowych, stopniowo ograniczając jednak skalę tych zakupów.

Poprawa perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie sprzyjała utrzymaniu się w IV kw. 2009 r. i na początku 2010 r. wzrostowej tendencji cen ropy, obserwowanej na rynkach światowych od marca 2009 r. Po silnym spadku w IV kw. 2008 r. i stabilizacji w okresie I-III kw. 2009 r., w ostatnich miesiącach ub. r. wzrosły także ceny surowców rolnych na rynkach światowych.

Roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce, po spadku w październiku 2009 r. do 3,1% r/r, stopniowo rosło, osiągając w styczniu 2010 r. (według wstępnych danych GUS) poziom 3,6% r/r, tj. nieznacznie przekraczając górną granicę odchyleń od celu inflacyjnego NBP. Do wzrostu rocznego wskaźnika inflacji przyczynił się dodatni efekt bazy związany z silnym spadkiem cen paliw rok wcześniej. Utrzymywanie się inflacji na podwyższonym poziomie wynikało także w znacznym stopniu z wcześniejszych podwyżek cen administrowanych oraz stawek akcyzy. W tym samym kierunku oddziaływała również wysoka, choć słabnąca, dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz wcześniejsza deprecjacja kursu złotego.

Wzrostowi bieżącej inflacji CPI towarzyszył nieznaczny spadek lub stabilizacja większości miar inflacji bazowej. Inflacja bazowa nadal utrzymywała się jednak na relatywnie wysokim poziomie, co wskazuje, że wcześniejsze osłabienie popytu nie zneutralizowało wzrostu cen administrowanych i stawek akcyzy oraz efektów wcześniejszej deprecjacji kursu walutowego. Jednocześnie w IV kw. ub. r. i na początku br. miał miejsce dalszy spadek dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym. Na wysokim poziomie kształtował się natomiast roczny wzrost cen importu, choć - w związku z aprecjacją złotego - w III kw. ub. r. wyraźnie pogłębił się spadek tych cen w ujęciu kw/kw.

Mimo podwyższonej bieżącej inflacji CPI, od początku 2009 r. prognozy inflacji analityków bankowych w horyzoncie 11 miesięcy pozostają względnie stabilne, kształtując się na poziomie nieznacznie niższym lub równym celowi inflacyjnemu NBP. Jednocześnie zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych pozostaje na poziomach zbliżonych do bieżącej inflacji.

Dostępne dane wskazują na poprawę koniunktury gospodarczej w Polsce. W III kw. 2009 r. PKB w ujęciu realnym wzrósł o 1,7% r/r (wobec 1,1% r/r w poprzednim kwartale), a na podstawie wstępnych danych GUS o PKB w 2009 r. można szacować, że w IV kw. ub. r. roczna dynamika PKB wzrosła do 2,9%. Do wzrostu PKB w ujęciu rocznym w III i IV kw. 2009 r. przyczynił się przede wszystkim dodatni wkład eksportu netto. Ponadto w kierunku wzrostu PKB w tym okresie oddziaływał wzrost spożycia ogółem, a w IV kw. ub r. najprawdopodobniej także wzrost inwestycji w ujęciu rocznym. Po czterech kwartałach silnych spadków, w IV kw. ub. r. znacząco osłabła redukcja zapasów przedsiębiorstw, co przełożyło się na jedynie niewielki ujemy wkład tego komponentu do wzrostu PKB.

W II poł. 2009 r. nieznacznie przyspieszył wzrost spożycia indywidualnego, nadal kształtował się on jednak poniżej wieloletniej średniej. Relatywnie niski wzrost konsumpcji wynikał przede wszystkim z niskiej dynamiki dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych związanej z pogorszeniem sytuacji na rynku pracy, a także wyraźnie wolniejszego niż we wcześniejszych latach wzrostu kredytów konsumpcyjnych. Wyniki badań koniunktury konsumenckiej sygnalizują możliwość ożywienia popytu konsumpcyjnego w I kw. 2010 r.

W III kw. 2009 r. zmniejszyła się skala spadku inwestycji w gospodarce, a w IV kw. ub. r. nastąpił prawdopodobnie wzrost tej kategorii w ujęciu rocznym. W całym roku spadek inwestycji w gospodarce był ograniczany przez bardzo silny wzrost nakładów inwestycyjnych sektora finansów publicznych. Wyniki badań koniunktury NBP wskazują, że perspektywy inwestycji przedsiębiorstw w 2010 r. są jedynie nieznacznie lepsze niż w ub. r. W kierunku utrzymania inwestycji na niskim poziomie oddziałuje m. in. relatywnie niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, choć jest on wyraźnie wyższy niż w okresie spowolnienia z lat 2001-2002.

Według szacunków Ministerstwa Finansów deficyt sektora finansów publicznych w relacji do PKB w ujęciu ESA95 w 2009 r. podwoił się i osiągnął poziom 7,2%. Narastająca nierównowaga fiskalna jest z jednej strony konsekwencją spowolnienia wzrostu gospodarczego, które w istotny sposób przyczyniło się do pogorszenia sytuacji dochodowej sektora, z drugiej zaś wzrostu deficytu strukturalnego w latach 2008-2009. Deficyt budżetu państwa w 2009 r. wyniósł 23,8 mld zł (wobec 24,4 mld zł w 2008 r.), co stanowi 84,9% planu rocznego po nowelizacji *Ustawy budżetowej na 2009 r*. Na obniżenie deficytu budżetu państwa wpłynęło jednak szereg czynników, które nie wystąpiły w ostatnich latach. W analizowanym okresie pogorszyła się sytuacja finansowa jednostek samorządu terytorialnego oraz funduszy celowych.

Po silnym spadku na przełomie 2008 i 2009 r. związanym z załamaniem popytu zewnętrznego, od II kw. 2009 r. eksport Polski rósł stopniowo wraz z poprawą koniunktury w gospodarce światowej. Wzrostowi dynamiki polskiego eksportu sprzyjała kontynuacja ożywienia w sektorze eksportowym strefy euro oraz ograniczenie redukcji zapasów przedsiębiorstw w tej gospodarce. Jednocześnie w III kw. 2009 r. wzrósł import, czemu sprzyjało zwiększenie się eksportu Polski, cechującego się relatywnie wysoką importochłonnością oraz aprecjacja kursu złotego od marca 2009 r.

Wzrost wartości dodanej brutto w III kw. ub. r. wynikał głównie ze wzrostu w sektorze usług rynkowych oraz - w mniejszym stopniu - w sektorze budownictwa. Niewielki ujemny wkład do wzrostu wartości dodanej miał natomiast przemysł. Szacuje się, że IV kw. ub. r. największy wkład do wzrostu wartości dodanej miał przemysł oraz usługi rynkowe przy nadal dodatnim wkładzie wartości dodanej w budownictwie.

Mimo poprawy koniunktury gospodarczej, w II poł. 2009 r. utrzymywała się niekorzystna sytuacja na rynku pracy, który z opóźnieniem reaguje na zmiany aktywności gospodarczej. W szczególności, w analizowanym okresie nadal rosła stopa bezrobocia. W ostatnich miesiącach pojawiły się jednak pewne sygnały stopniowego wyhamowania negatywnych tendencji na tym rynku, w tym m. in. w III kw. 2009 r. zahamowany został spadek liczby przepracowanych godzin, a w IV

kw. ub. r. ustabilizowało się zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw. Jednocześnie po trwającym od IV kw. 2008 r. spadku, dynamika nominalnych i realnych wynagrodzeń w gospodarce ustabilizowała się w III i IV kw. 2009 r. Wzrost dynamiki wydajności pracy doprowadził jednak do dalszego spadku dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.

Po obniżce w czerwcu 2009 r. stopy procentowe NBP pozostały na niezmienionym poziomie. Stopy procentowe na rynku międzybankowym również pozostały stabilne. Na podwyższonym poziomie w dalszym ciągu kształtowała się premia za ryzyko płynnościowo-kredytowe zawarta w stopie WIBOR 3M. Od momentu publikacji poprzedniego *Raportu* rentowności polskich obligacji nie zmieniły się istotnie. Nadal utrzymują się podwyższone różnice pomiędzy rentownościami obligacji długoterminowych i krótkoterminowych. W ostatnich kilku miesiącach kontynuowany był zapoczątkowany w marcu ub. r. wzrost cen akcji w Polsce, jednak jego dynamika osłabła, a na przełomie stycznia i lutego br. - podobnie jak na rynkach bazowych - miały miejsce silne spadki tych cen. W drugim półroczu 2009 r. ofertowe ceny mieszkań na rynkach pierwotnym i wtórnym oraz ceny transakcyjne na rynku wtórnym w największych polskich miastach były stabilne lub wykazywały niewielką tendencję spadkową. Od publikacji poprzedniego *Raportu* nominalny kurs złotego umocnił się względem euro i franka szwajcarskiego oraz osłabił się nieznacznie względem dolara.

W okresie październik-grudzień 2009 r. nadal zmniejszała się akcja kredytowa w sektorze przedsiębiorstw, natomiast w styczniu br. stan kredytów dla tych podmiotów zwiększył się, co było związane przede wszystkim z przyrostem kredytów o charakterze bieżącym. W analizowanym okresie przyrost kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych utrzymał się na poziomie tylko o ok. połowę niższym niż w okresie bardzo silnego wzrostu akcji kredytowej w latach 2007-2008. Jednocześnie w ostatnim okresie miał miejsce spadek kredytów konsumpcyjnych w ujęciu miesięcznym, co prawdopodobnie było związane głównie z zaostrzeniem przez większość banków kryteriów ich przyznawania. Po silnym spadku dynamiki szerokiego pieniądza M3 w pierwszej połowie ub. r., w okresie wrzesień-grudzień 2009 r. kształtowała się ona na stabilnym poziomie 7-8%.

Po znaczącej poprawie salda na rachunku obrotów bieżących w I kw. 2009 r., związanej głównie z silnym ograniczeniem importu towarów, w kolejnych kwartałach deficyt na rachunku bieżącym pogłębiał się. Natomiast w ujęciu czterech kwartałów deficyt na rachunku bieżącym obniżył się - według wstępnych szacunków - do 1,6% PKB na koniec 2009 r. (wobec 5,1% na koniec 2008 r.), a na rachunku bieżącym i kapitałowym na koniec 2009 r. odnotowano nieznaczną nadwyżkę w wysokości 0,1% PKB (wobec deficytu w wysokości 4,0% na koniec 2008 r.).

Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej (ang. *minutes*) w październiku, listopadzie, grudniu 2009 r. i styczniu 2010 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lutym br. umieszczone są w rozdziale "Polityka pieniężna w okresie październik 2009 r. - luty 2010 r." *Opis dyskusji* na lutowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 18 marca br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

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

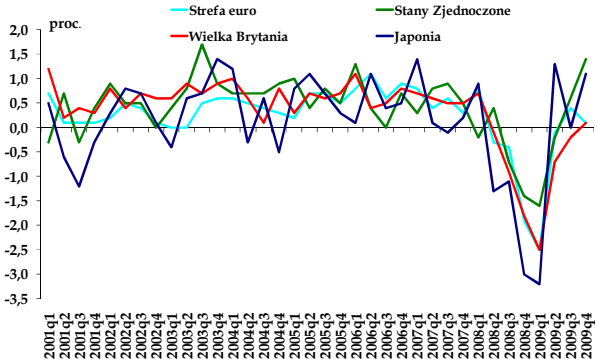
Rozdział 1

Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki

1.1. Aktywność gospodarcza na świecie

W II poł. 2009 r. gospodarka światowa znalazła się w fazie ożywienia[1]. Ożywienie to było pobudzane przez znaczne fiskalne pakiety stymulacyjne oraz ekspansywną politykę pieniężną. Poprawa koniunktury w gospodarce światowej była także związana z zahamowaniem spadków zapasów, silnie redukowanych przez przedsiębiorstwa w poprzednich kwartałach. Globalne wskaźniki koniunktury obrazujące nastroje przedsiębiorców potwierdzają dalszy wzrost aktywności w gospodarce światowej w IV kw. 2009 r. i na początku 2010 r.[2]

Wykres 1.1
Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach rozwiniętych (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat, MFW (wyrównane sezonowo).

Postępujące ożywienie w gospodarce światowej znalazło odzwierciedlenie we wzroście obrotów handlowych na świecie. Po silnym spadku w I kw. 2009 r. i nieznacznym wzroście w II kw. 2009 r., wolumen światowego handlu wzrósł w III kw. 2009 r. o 4,0% kw/kw[3].

Ostatnie informacje, w tym dane o PKB, wskazują na stopniowe wychodzenie z recesji gospodarek rozwiniętych.

Po czterech kwartałach spadku w III kw. 2009 r. zwiększył się PKB w Stanach Zjednoczonych. Ponadto wstępne dane za IV kw. 2009 r. wskazu-

[1] Według szacunków MFW ze stycznia br. światowy PKB w III kw. 2009 r. wzrósł o 4,7% kw/kw (po zannualizowaniu) wobec wzrostu odpowiednio o 3,0% w II kw. 2009 r.

[2] Wskaźnik aktywności (JPMorgan Global All-Industry Output Index), obrazujący nastroje przedsiębiorców z sektora przetwórstwa przemysłowego i usług, w styczniu 2010 r. wzrósł do 53,2, szósty miesiąc z kolei kształtując się powyżej poziomu 50 pkt.

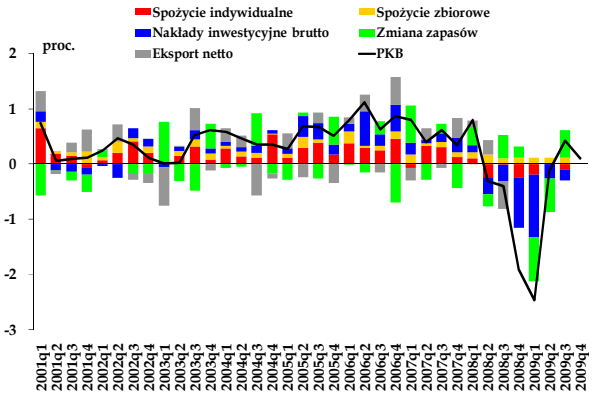
[3] Dane CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

ją na przyspieszenie wzrostu PKB w tej gospodarce do najwyższego poziomu od 2003 r. (Wykres 1.1). Do poprawy koniunktury w Stanach Zjednoczonych przyczyniło się znaczące osłabienie redukcji zapasów przez przedsiębiorstwa oraz ożywienie konsumpcji gospodarstw domowych, częściowo wspierane przez rządowe pakiety stymulacyjne. W II poł. 2009 r. miało także miejsce ożywienie w eksporcie Stanów Zjednoczonych, co przy relatywnie słabszym wzroście importu, przełożyło się na dodatni wkład eksportu netto do wzrostu PKB w tej gospodarce. Ponadto w IV kw. ub. r. znacząco wzrosły inwestycje przedsiębiorstw. W analizowanym okresie, mimo pewnej poprawy, utrzymała się jednak niekorzystna sytuacja na amerykańskim rynku pracy, a także nadal zmniejszał się kredyt dla sektora prywatnego.

Po pięciu kwartałach spadku w III kw. 2009 r. wzrósł także PKB strefy euro (o 0,4% kw/kw po skorygowaniu o czynniki sezonowe wobec spadku o 0,1% kw/kw w II kw. 2009 r.; Wykres 1.2), do czego przyczyniła się przede wszystkim mniejsza skala redukcji zapasów przedsiębiorstw. Po pięciu kwartałach spadku w III kw. 2009 r. zwiększyły się eksport i import strefy euro. Ze względu na jedynie nieznacznie mniejszą skalę wzrostu importu niż eksportu, wkład eksportu netto do wzrostu PKB strefy euro był w tym okresie niewielki. W III kw. 2009 r. nadal rosło spożycie publiczne w tej gospodarce. Po wzroście w poprzednim kwartale, nieznacznie obniżyła się natomiast konsumpcja gospodarstw domowych. W analizowanym okresie utrzymał się trwający od II kw. 2008 r. spadek inwestycji, choć jego skala uległa dalszemu ograniczeniu.

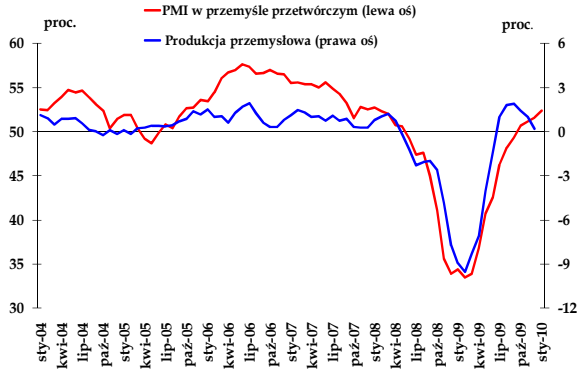
Wstępne dane za IV kw. 2009 r. wskazują, że skala poprawy aktywności w strefie euro zmniejszyła się pod koniec 2009 r. - PKB wzrósł w tym okresie jedynie o 0,1% kw/kw (po skorygowaniu o czynniki sezonowe)[4]. W porównaniu z poprzednim kwartałem w IV kw. ub. r. osłabił się wzrost produkcji przemysłowej (Wykres 1.3). Ponadto w okresie tym utrzymała się spadkowa tendencja produkcji budowlanej. Jednocześnie w stosunku do poprzedniego kwartału nieznacznie obniżyła się sprzedaż detaliczna, co w połączeniu

Wykres 1.2
Wzrost PKB w strefie euro (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

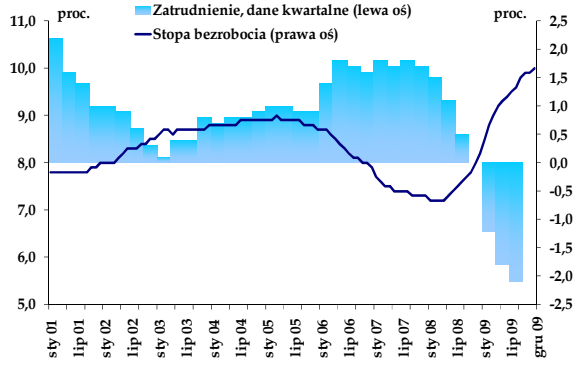
Wykres 1.3
Wzrost produkcji przemysłowej* i wskaźnik PMI w przemyśle przetwórczym w strefie euro.



Źródło: Dane Eurostat, Markit.

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

Wykres 1.4
Zatrudnienie (r/r) oraz stopa bezrobocia w strefie euro.



Źródło: Dane Eurostat.

[4] W grupie krajów będących największymi odbiorcami polskiego eksportu według wstępnych danych za IV kw. 2009 r. dynamika PKB w Niemczech wyniosła 0% kw/kw (wobec 0,7% kw/kw w III kw. ub. r.), we Francji odpowiednio 0,6% kw/kw (wobec 0,2% kw/kw) oraz we Włoszech odpowiednio -0,2% kw/kw (wobec 0,6% kw/kw).

z dalszym pogarszaniem się sytuacji na rynku pracy (Wykres 1.4) oraz słabnącym wpływem fiskalnych pakietów stymulujących zakup samochodów w strefie euro, wskazuje, że popyt konsumpcyjny w tej gospodarce pozostawał na niskim poziomie w ostatnim kwartale 2009 r. Ponadto w analizowanym okresie nadal zmniejszała się akcja kredytowa w sektorze przedsiębiorstw, a wzrost kredytu dla gospodarstw domowych kształtował się na znacznie niższym poziomie niż w poprzednich latach. Z drugiej strony w IV kw. 2009 r. i na początku 2010 r. miała miejsce dalsza poprawa wskaźników koniunktury obrazujących nastroje przedsiębiorstw przemysłu przetwórczego (Wykres 1.3) i gospodarstw domowych.

Wśród innych gospodarek rozwiniętych, w IV kw. ub. r. PKB w Japonii wzrósł ponownie po stabilizacji w poprzednim kwartale, a także po raz pierwszy od sześciu kwartałów nieznacznie zwiększył się PKB w Wielkiej Brytanii (Wykres 1.1).

Jednocześnie w analizowanym okresie miał miejsce dalszy silny wzrost aktywności w gospodarkach wschodzących.

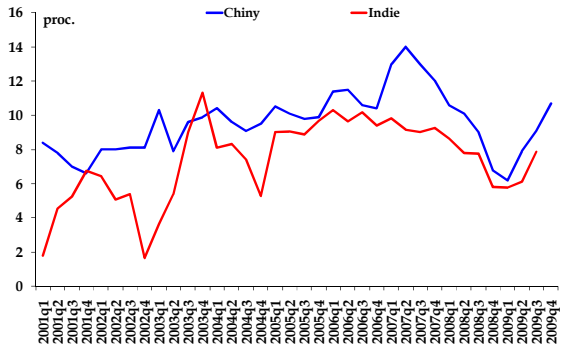
Roczne tempo wzrostu gospodarczego w Chinach nadal rosło (Wykres 1.5) i w IV kw. 2009 r. ponownie przekroczyło poziom 10%. W II poł. 2009 r. utrzymał się szybki wzrost inwestycji, w tym inwestycji publicznych, w gospodarce chińskiej. Jednocześnie na wysokim poziomie kształtował się wzrost sprzedaży detalicznej, co wskazuje na utrzymywanie się znaczącego wzrostu konsumpcji chińskich gospodarstw domowych. Szybki wzrost popytu oraz dynamiczny wzrost akcji kredytowej w gospodarce chińskiej skłoniły władze gospodarcze tego kraju do zacieśnienia polityki pieniężnej na początku 2010 r.

Silny popyt na import towarzyszący wysokiemu wzrostowi popytu krajowego w Chinach sprzyjał utrzymaniu relatywnie wysokiego wzrostu PKB w III kw. ub. r. (w ujęciu kw/kw) w pozostałych gospodarkach regionu Azji Południowo-Wschodniej.

W III kw. 2009 r. PKB wzrósł znacząco w porównaniu z poprzednim kwartałem także w wielu krajach regionu Ameryki Łacińskiej.

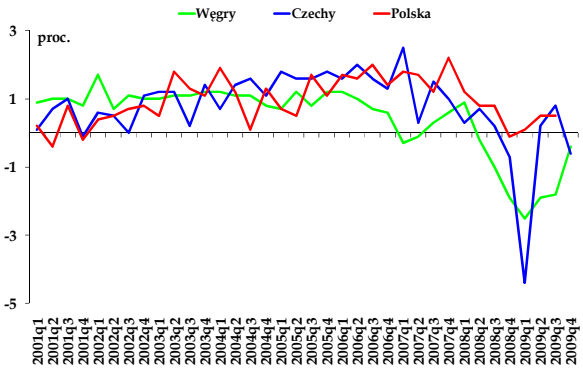
Wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej

Wykres 1.5
Wzrost gospodarczy w Chinach i Indiach (r/r).



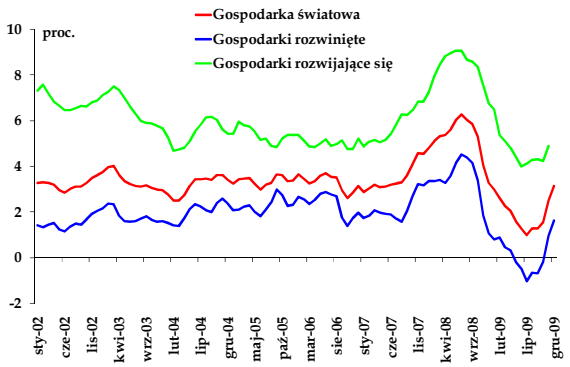
Źródło: Dane Reuters.

Wykres 1.6
Wzrost PKB w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

Wykres 1.7
Inflacja CPI w gospodarce światowej (r/r).



Źródło: Dane MFW.

spoza strefy euro, w dwóch ostatnich kwartałach 2009 r. PKB wzrósł w ujęciu kwartalnym na Litwie oraz w Polsce[5], a w IV kw. 2009 r. - także w Estonii (Wykres 1.6). Jednocześnie w IV kw. ub. r. - po dwóch kwartałach wzrostu - obniżył się PKB w Czechach oraz utrzymał się jego spadek na Łotwie i na Węgrzech.

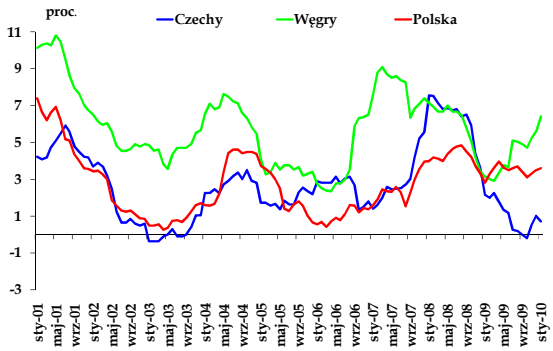
1.2. Procesy inflacyjne za granicą

W II poł. 2009 r. inflacja w gospodarce światowej wzrosła, kształtując się jednak na poziomie zbliżonym do średniej z ostatnich lat (Wykres 1.7). Do wzrostu inflacji na świecie przyczyniły się efekty bazy związane ze zmianami cen surowców energetycznych na rynkach światowych w 2008 i 2009 r., w tym przede wszystkim z ich silnym spadkiem w IV kw. 2008 r. Efekty te przełożyły się na wzrost ogólnego poziomu cen konsumpcyjnych w ujęciu rocznym w gospodarkach rozwiniętych w IV kw. 2009 r. W szczególności, po trwającym do października ub. r. spadku ogólnego poziomu cen konsumpcyjnych, inflacja w Stanach Zjednoczonych wzrosła do 2,7% r/r w grudniu ub. r. , a w strefie euro odpowiednio do 0,9% r/r. Jednocześnie w warunkach niskiego stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych oraz nadal słabego popytu konsumpcyjnego w dalszym ciągu obniżała się inflacja bazowa w strefie euro. Natomiast w Stanach Zjednoczonych inflacja bazowa wzrosła nieznacznie w tym okresie, wciąż kształtując się jednak poniżej wieloletniej średniej.

W IV kw. 2009 r. wzrosły także wskaźniki bieżącej inflacji w gospodarkach wschodzących, co związane było – poza efektami wynikającymi z kształtowania się cen surowców energetycznych – ze wzrostem cen żywności w największych z tych gospodarek.

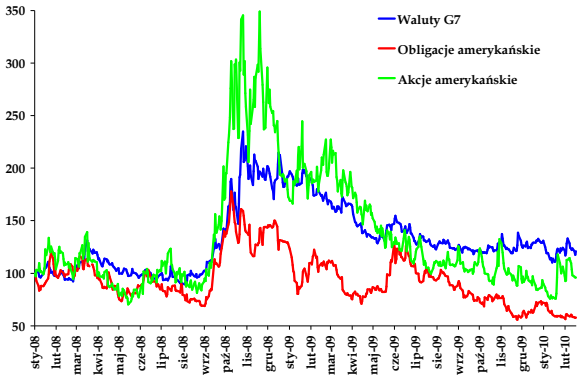
Wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej dodatnie efekty bazy przełożyły się na wzrost inflacji w Czechach, po jej spadku do bardzo niskiego poziomu w III kw. ub. r., oraz na Węgrzech, gdzie inflacja utrzymuje się na podwyższonym poziomie także ze względu na wprowadzoną tam w lipcu 2009 r. podwyżkę stawek podatku VAT (Wykres 1.8). W warunkach osłabie-

Wykres 1.8
Inflacja CPI w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r).



Źródło: Dane krajowych urzędów statystycznych.

Wykres 1.9
Poziom ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych (zmienność na amerykańskich rynkach akcji i obligacji oraz zmienność kursów walut krajów G7; styczeń 2008 r.=100; wzrost oznacza wzrost zmienności).



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Zmienność na amerykańskim rynku akcji mierzona na podstawie indeksu VIX, zmienność na amerykańskim rynku obligacji na podstawie indeksu MOVE, a zmienność kursów walut krajów G7 – na podstawie indeksu JPMVXYG7.

[5] Na wzrost PKB w ujęciu kwartalnym w Polsce w IV kw. 2009 r. wskazują szacunki NBP oparte na opublikowanych przez GUS wstępnych danych o PKB w 2009 r.

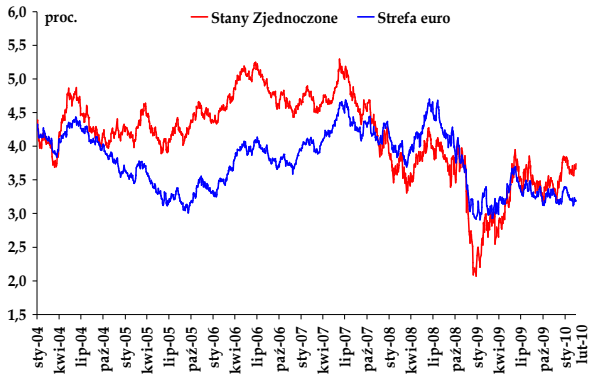
nia presji popytowej i płacowej związanego z niską aktywnością gospodarczą w krajach bałtyckich, w IV kw. 2009 r. i na początku 2010 r. obniżył się ogólny poziom cen na Łotwie i w Estonii a w styczniu br. także na Litwie.

1.3. Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą

W ostatnim okresie sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych była stabilna, a główne miary ryzyka na rynkach akcji, obligacji, walutowych oraz pieniężnych kształtowały się na relatywnie niskim poziomie (Wykres 1.9). Na głównych światowych rynkach akcji do połowy stycznia br. kontynuowane były wzrosty, zapoczątkowane w marcu ub.r. W ostatnich miesiącach 2009 r. ich dynamika jednak osłabła, a na przełomie stycznia i lutego br. nastąpiły najsilniejsze od marca ub. r. spadki cen akcji. W okresie październik 2009 r. – luty 2010 r. nastąpił wzrost rentowności obligacji w Stanach Zjednoczonych (Wykres 1.10), do czego przyczyniły się lepsze od oczekiwań dane makroekonomiczne oraz wzrost oczekiwań inflacyjnych w warunkach utrzymującej się wysokiej płynności na globalnych rynkach finansowych. W tym samym okresie rentowności obligacji skarbowych w strefie euro nie uległy istotnej zmianie. Jednocześnie w ostatnich miesiącach wzrost obaw dotyczących sytuacji fiskalnej niektórych państw strefy euro, przede wszystkim Grecji po obniżeniu jej ratingu kredytowego oraz Hiszpanii i Portugalii, doprowadziły do wzrostu spreadu pomiędzy rentownościami obligacji tych krajów a obligacjami niemieckimi. W przypadku tych gospodarek, a także niektórych państw rozwiniętych spoza strefy euro (Japonia, Wielka Brytania) nastąpił również wzrost stawek CDS[6], odzwierciedlający spadek wiarygodności kredytowej tych krajów (Wykres 1.11). Wzrost obaw o stabilność fiskalną niektórych państw strefy euro przyczynił się również do zahamowania obserwowanej od marca 2009 r. aprecjacyjnej tendencji kursu euro względem dolara i jego wyraźnej deprecjacji w okresie od grudnia ub. r. (Wykres 1.12).

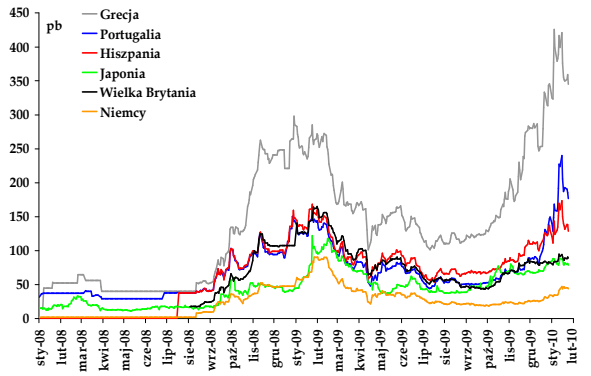
Od publikacji ostatniego *Raportu* główne banki centralne nadal prowadziły łagodną politykę

Wykres 1.10
Rentowność obligacji 10-letnich w Stanach Zjednoczonych i strefie euro.



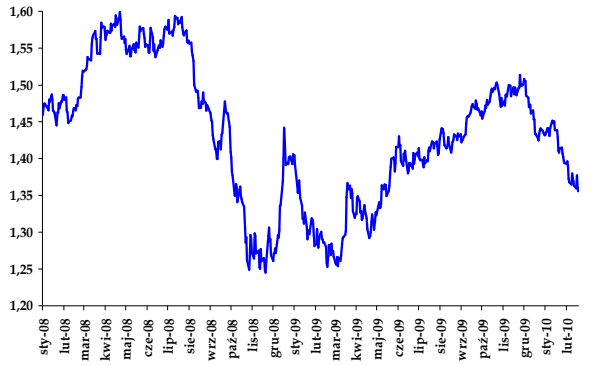
Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.11
Stawki CDS w wybranych krajach rozwiniętych.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 1.12
Kurs euro względem dolara (wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane Bloomberg.

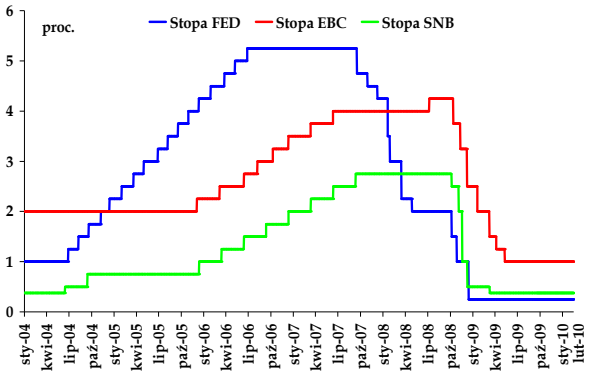
[6] Stawki CDS (*credit default swaps*) są miarą kosztów ubezpieczenia zakupu obligacji.

pieniężną (Wykres 1.13). Fed utrzymał stopę procentową funduszy federalnych na poziomie 0,00-0,25%, Europejski Bank Centralny (EBC) na poziomie 1,00%, a Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) nie zmienił pasma dla 3-miesięcznej stopy LIBOR, które wynosi 0,00-0,75%, nadal starając się utrzymywać tę stopę na poziomie zbliżonym do 0,25%, tj. w dolnej części tego przedziału. Analitycy oczekują (ankieta Bloomberg), że Fed i EBC podniosą stopy procentowe w IV kw. br. (odpowiednio do 0,75% i 1,50%), natomiast SNB podwyżki dokona już w III kw. br. (do 0,50%). Zgodnie z notowaniami rynku terminowego obecnie oczekuje się, że w horyzoncie najbliższych sześciu miesięcy stopa funduszy federalnych, główna stopa EBC oraz główna stopa SNB zostaną utrzymane na niezmienionym poziomie.

Główne banki centralne kontynuowały zakupy aktywów finansowych w celu wsparcia rynków kredytowych, stopniowo jednak ograniczając skalę tych zakupów. Fed zakończył część operacji i oczekuje stopniowego wygasania pozostałych do końca czerwca br., jednocześnie zaznaczając, że plany te mogą ulec zmianie w sytuacji zagrożenia stabilności finansowej lub wzrostu gospodarczego. Fed podwyższył również stopę dyskontową o 25 punktów bazowych do poziomu 0,75%. EBC oraz SNB również zapowiedziały stopniowe wygasanie programów wspierających rynki kredytowe. Ponadto Fed, w porozumieniu z EBC, SNB, Bankiem Anglii oraz Bankiem Japonii, postanowił o zaprzestaniu operacji zasilających te banki w płynność w dolarze amerykańskim.

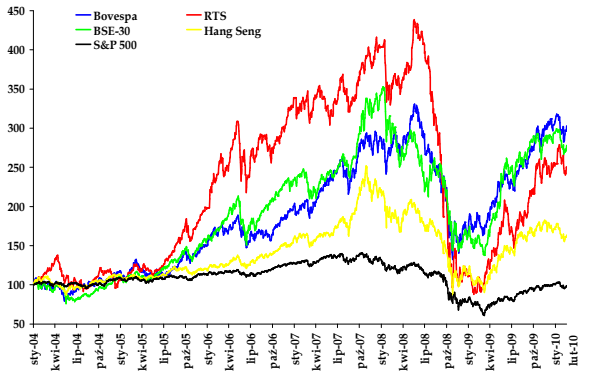
Spadek awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych w sytuacji niskich stóp procentowych w krajach rozwiniętych oraz dalsza poprawa perspektyw wzrostu w gospodarkach wschodzących przełożyły się na znaczny napływ kapitału do tych gospodarek (por. Ramka 1). W rezultacie, od marca 2009 r. w gospodarkach tych nastąpił znacznie silniejszy niż na rynkach rozwiniętych wzrost indeksów giełdowych (Wykres 1.14) oraz aprecjacja walut tych krajów (Wykres 1.15). Na przełomie stycznia i lutego br. wraz ze spadkiem cen akcji na rynkach rozwiniętych miał miejsce spadek indeksów giełdowych w gospodarkach wschodzących oraz deprecjacja walut tych krajów.

Wykres 1.13
Stopa funduszy federalnych Fed, stopa refinansowa EBC i stopa procentowa SNB.



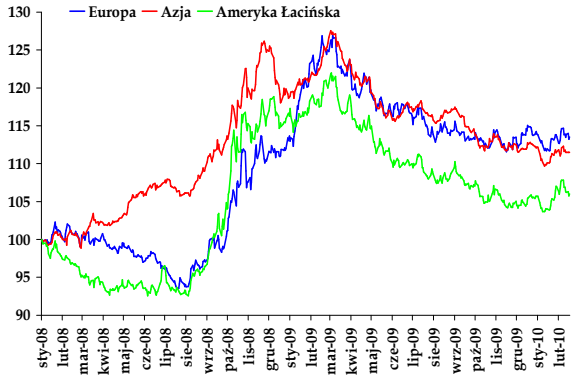
Źródło: Dane banków centralnych.

Wykres 1.14
Indeksy giełdowe w Brazylii (Bovespa), Rosji (RTS), Indiach (BSE-30) oraz w Chinach (Hang Seng) na tle amerykańskiego indeksu S&P 500 (styczeń 2004 r. = 100).



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters Ecowin.

Wykres 1.15
Indeksy kursów walut gospodarek wschodzących (1 stycznia 2008 r. = 100; wzrost oznacza deprecjację).

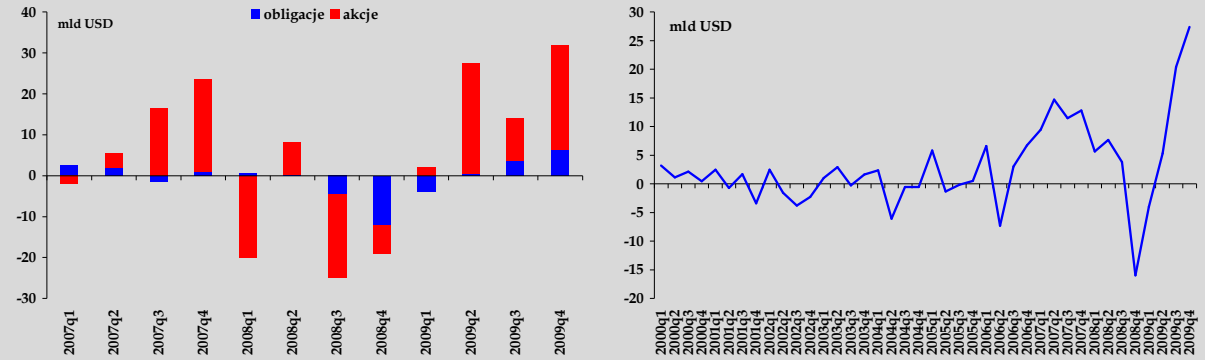


Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Ramka 1. Napływ kapitału do gospodarek wschodzących

Przed rozpoczęciem globalnego kryzysu finansowego miał miejsce znaczący napływ kapitału do gospodarek wschodzących, jednak kryzys oraz będący jego skutkiem wzrost awersji do ryzyka spowodowały, że w IV kw. 2008 i w I kw. 2009 r. nastąpił znaczny odpływ kapitału z tych gospodarek. Odpływ ten dotyczył jednak przede wszystkim kapitału portfelowego, natomiast skala napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych zmniejszyła się w niewielkim stopniu. Od II kw. 2009 r. obserwowany jest jednak ponowny wzmożony napływ kapitału do tych krajów (Wykres R1), zwłaszcza do gospodarek w Azji (głównie Chin i Indii) i Ameryce Łacińskiej (przede wszystkim Brazylii).

Wykres R1.
Napływ inwestycji portfelowych do gospodarek wschodzących: napływ netto kapitału do funduszy inwestujących na rynkach akcji i obligacji w krajach wschodzących (lewa strona) oraz inwestycje portfelowe netto w Brazylii (prawa strona).



Źródło: Global Financial Stability Report, Market Update January 2010, International Monetary Fund oraz Reuters Ecowin (inwestycje portfelowe netto w Brazylii).

W kierunku ponownego wzrostu napływu kapitału do gospodarek wschodzących oddziaływał spadek awersji do ryzyka wśród globalnych inwestorów obserwowany od II kw. 2009 r. Stopniowa stabilizacja sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych mogła skłonić inwestorów, zwłaszcza instytucjonalnych z krajów rozwiniętych, do ponownego zwiększenia stopnia dywersyfikacji inwestycji i większego zaangażowania kapitału w gospodarkach wschodzących. W kierunku wzrostu napływu kapitału do gospodarek wschodzących oddziaływał także wysoki spread między stopami krótkoterminowymi w tych gospodarkach i w krajach rozwiniętych. Bardzo niskie krótkoterminowe stopy procentowe w krajach rozwiniętych mogły skłonić inwestorów, zwłaszcza tych o krótkim horyzoncie inwestycyjnym, do szukania wyższych stóp zwrotu w innych częściach świata. Przyczyną zwiększonych napływów kapitału, ale także ich skutkiem, mogła być również aprecjacja walut niektórych gospodarek wschodzących, która powodowała, że stopy zwrotu z inwestycji w tych krajach były jeszcze wyższe po przeliczeniu na waluty obce. Istotną rolę w przyciąganiu kapitału zagranicznego prawdopodobnie odegrały również czynniki fundamentalne: podczas gdy w krajach rozwiniętych wystąpiła silna recesja, w krajach wschodzących wzrost gospodarczy, choć niższy, został utrzymany (por. Tabela R1).

Tabela R1.
Tempo wzrostu gospodarczego (w %) w krajach rozwiniętych i rozwijających się w latach 2008-2011.

	2008		2009		2010*		2011*	
	MFW	BŚ	MFW	BŚ	MFW	BŚ	MFW	BŚ
Kraje rozwinięte gospodarczo	0,5	0,4	-3,2	-3,3	2,1	1,8	2,4	2,3
Kraje rozwijające się i gospodarki "wschodzące"	6,1	5,6	2,1	1,2	6,0	5,2	6,3	5,8

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy (World Economic Outlook Update, January 2010), Bank Światowy (Global Economic Prospects 2010).

*Prognoza

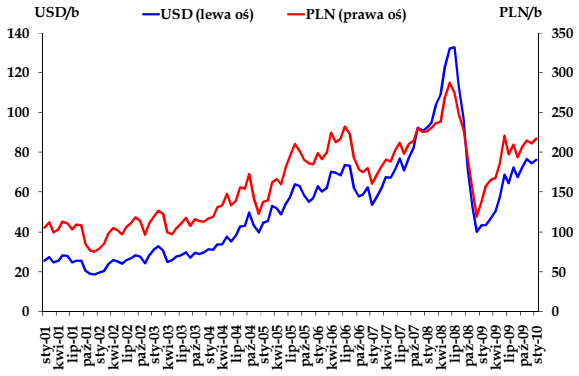
Czynnikiem oddziałującym w kierunku utrzymania napływu kapitału do krajów wschodzących mogłaby być zmiana sposobu postrzegania przez inwestorów ryzyka inwestycji w tych krajach. Tradycyjnie inwestycje w gospodarkach wschodzących – przede wszystkim ze względu na wyższe przeciętne tempo wzrostu gospodarczego – przynosiły wyższe stopy zwrotu niż w krajach rozwiniętych (Wykres 1.14); jednocześnie jednak były postrzegane jako bardziej ryzykowne. Zgodnie z prognozami głównych instytucji międzynarodowych, również obecnie perspektywy wzrostu gospodarczego w krajach wschodzących i rozwijających się są wyraźnie lepsze niż w krajach rozwiniętych (Tabela R1). Będzie to stanowiło bodziec do napływu kapitału zagranicznego do gospodarek wschodzących, gdyż wyższe tempo wzrostu gospodarczego może przełożyć się w dłuższym okresie na przeciętnie wyższe stopy zwrotu z inwestycji. Natomiast wyższe postrzegane ryzyko inwestycji w aktywa gospodarek wschodzących wynikało w wielu przypadkach z braku dyscypliny fiskalnej w tych krajach, co bardzo często prowadziło do kryzysu zadłużenia, kryzysu walutowego lub bankowego i/lub znacznego wzrostu inflacji. Czynnik ten stracił jednak relatywnie na znaczeniu w ostatnim okresie – obecnie sytuacja finansów publicznych w wielu gospodarkach rozwiniętych jest bardziej niekorzystna niż w wielu gospodarkach wschodzących. Dodatkowo postrzegane ryzyko inwestycji w krajach wschodzących może być zmniejszane przez relatywną odporność systemów finansowych niektórych spośród tych gospodarek na globalny kryzys, będącą w części skutkiem niższego stopnia ich rozwoju. Postrzeganie inwestycji w krajach wschodzących jako nadal przynoszących wysoki zwrot, ale relatywnie mniej ryzykownych mogłoby oddziaływać w kierunku wzmożonego napływu kapitału do tych krajów.

Istnieją również czynniki zmniejszające prawdopodobieństwo utrzymania się zwiększonych napływów kapitału do gospodarek wschodzących. Pomimo zmniejszenia się ryzyka makroekonomicznego w części tych gospodarek w porównaniu z krajami rozwiniętymi, nadal jest ono wyższe. Rządy krajów wschodzących mogą również starać się ograniczać napływ kapitału zagranicznego, zwłaszcza spekulacyjnego, wprowadzając instrumenty o charakterze administracyjnym (np. w Brazylii wprowadzono w październiku ub. r. 2-procentowy podatek od przepływów kapitałowych na rynkach długu i akcji). Ponadto ewentualne zaostrzenie wymagań kapitałowych wobec banków w krajach rozwiniętych może skłaniać je do bezpiecznych form inwestycji, np. zakupów obligacji krajów rozwiniętych zamiast inwestycji w krajach rozwijających się.

1.4. Światowe rynki surowców

Napływające dane makroekonomiczne i poprawa perspektyw wzrostu gospodarczego w krajach będących największymi konsumentami paliw, tj. Stanach Zjednoczonych i Chinach, sprzyjały utrzymaniu się w IV kw. 2009 r. i na początku 2010 r. wzrostowej tendencji cen ropy, obserwowanej na rynkach światowych od marca 2009 r. W kierunku wzrostu cen ropy oddziaływały ponadto wysoka płynność na globalnych rynkach finansowych, obserwowana do listopada 2009 r. deprecjacja dolara, oraz niekorzystne warunki atmosferyczne na półkuli północnej. Poprawiające się perspektywy wzrostu gospodarki światowej oraz zapowiedzi kontynuacji działań antykryzysowych w największych gospodarkach wpłynęły na podwyższenie prognoz popytu na ropę. Czynnikami ograniczającymi skalę wzrostu cen było zwiększenie produkcji ropy naftowej i wysoki poziom zapasów. W IV kw. 2009 r. średnia cena ropy Brent wyniosła 75,5 USD/b i była o 6,7 USD (tj. o 9,7%) wyższa niż w III kw. ub. r. (Wykres 1.16).

Wykres 1.16
Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.

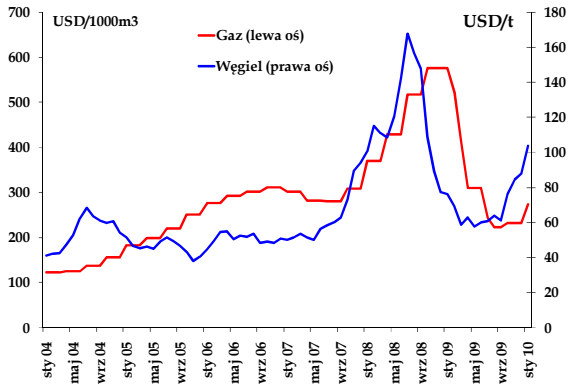


Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

W reakcji na poprawę globalnej koniunktury ceny węgla wzrosły do ok. 104 USD/t w styczniu 2010 r. (w porównaniu z 61 USD/t we wrześniu ub. r.). Natomiast ceny gazu ziemnego, których zmiany cechują się 6-9 miesięcznym opóźnieniem względem zmian cen ropy naftowej, wzrosły do poziomu ok. 270 USD/1000m^3 (Wykres 1.17).

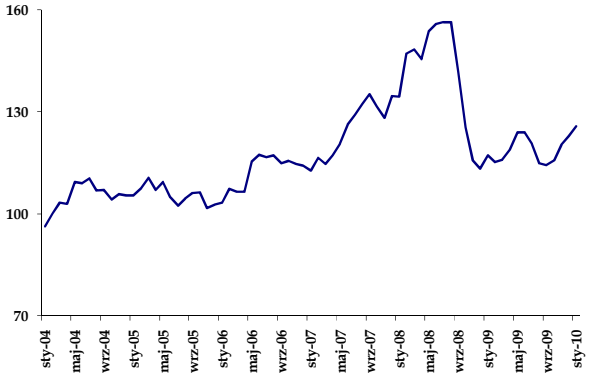
Od publikacji ostatniego *Raportu* wzrosły ceny surowców rolnych na rynkach światowych (Wykres 1.18). Nadal kształtują się one jednak istotnie poniżej poziomu z IV kw. 2008 r. W niektórych segmentach rynku (np. cukier i ryż) w ostatnich miesiącach obserwowany był znaczący wzrost cen spowodowany przez niekorzystne warunki atmosferyczne w regionie Azji Południowo-Wschodniej. W kierunku wzrostu tych cen mogła oddziaływać także presja związana ze zwiększoną liczbą otwartych kontraktów terminowych na giełdach towarowych.

Wykres 1.17
Ceny gazu i węgla na rynkach światowych.



Źródło: Dane MFW.

Wykres 1.18
Indeks cen surowców rolnych na rynkach światowych (I kw. 2004=100).



Źródło: Dane MFW, obliczenia NBP.

Rozdział 2

Gospodarka krajowa

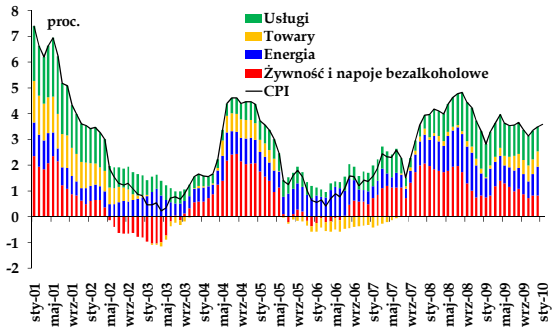
2.1. Procesy inflacyjne

2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

Roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce, po spadku w październiku 2009 r. do 3,1% r/r, stopniowo rosło, osiągając w grudniu ub. r. 3,5% r/r, tj. poziom górnej granicy odchyleń od celu inflacyjnego NBP. Ponadto wstępne dane GUS[7] wskazują na wzrost inflacji CPI w styczniu 2010 r. do 3,6% (Wykres 2.1).

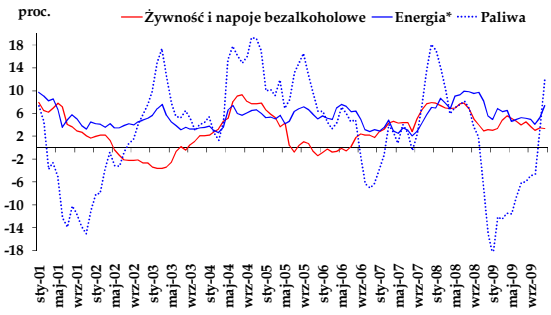
Do wzrostu rocznego wskaźnika inflacji w analizowanym okresie przyczynił się dodatni efekt bazy związany z silnym spadkiem cen paliw rok wcześniej (wskutek spadku cen ropy na rynkach światowych). Utrzymywanie się inflacji na podwyższonym poziomie wynikało także w znacznym stopniu z wcześniejszych podwyżek cen administrowanych, w tym cen nośników energii (energii elektrycznej i cieplnej dla gospodarstw domowych) oraz cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania (głównie usług w zakresie zaopatrywania w wodę i usług kanalizacyjnych). Na podwyższony poziom inflacji wpływ miała także nadal wysoka roczna dynamika cen wyrobów tytoniowych oraz napojów alkoholowych, będąca efektem wcześniejszych podwyżek stawek akcyzy. W tym

Wykres 2.1
Zmiany CPI i głównych kategorii cen (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.2
Zmiany cen żywności i energii (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

[7] Dane o inflacji w styczniu br., opublikowane przez GUS w lutym br., mają charakter wstępny i mogą zostać zrewidowane w związku ze zmianą wag w koszyku CPI przeprowadzaną na początku każdego roku. Ze względu na ograniczony zasób informacji dotyczących kształtowania się poszczególnych grup cen konsumpcyjnych w styczniu br., analiza przedstawiona w *Raporcie* obejmuje okres do końca 2009 r.

samym kierunku oddziaływała również wysoka, choć słabnąca, dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz wcześniejsza deprecjacja kursu złotego.

Z drugiej strony inflacja była w analizowanym okresie ograniczana przez wprowadzone w czerwcu ub. r. niższe ceny gazu ziemnego dla gospodarstw domowych, a także wskutek obniżki w grudniu ub. r. opłat za dostęp do Internetu (co spowodowało pogłębienie spadku - w ujęciu rocznym - cen usług w zakresie łączności oraz obniżenie dynamiki cen usług w zakresie rekreacji i kultury). Skalę wzrostu inflacji ograniczały też aprecjacja złotego obserwowana od marca ub. r., niska presja popytowa oraz spadek dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.

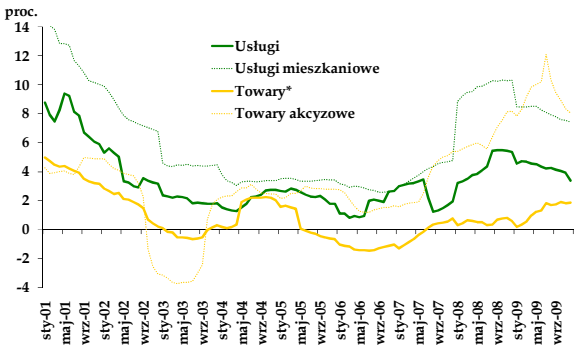
2.1.2. Inflacja bazowa

W okresie październik - grudzień 2009 r. większość miar inflacji bazowej nieznacznie obniżyła się lub ustabilizowała (Wykres 2.4). Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii obniżył się z 2,9% r/r w październiku do 2,6% r/r w grudniu ub. r. Do jego utrzymania się na stosunkowo wysokim poziomie przyczyniła się przede wszystkim nadal wysoka dynamika cen usług, w tym głównie usług związanych z użytkowaniem mieszkania, oraz cen towarów akcyzowych. Utrzymywanie się relatywnie wysokiej inflacji bazowej oznacza, że wcześniejsze osłabienie popytu nie zneutralizowało wzrostu cen administrowanych i stawek akcyzy oraz efektów wcześniejszej deprecjacji kursu walutowego.

2.1.3. Kryterium stabilności cen z Maastricht

W okresie październik – grudzień 2009 r. dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacji HICP w Polsce, brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium stabilności cen z Maastricht, wzrosła z 3,9% do 4,0%. Jednocześnie, ze względu na utrzymywanie się deflacji w niektórych krajach UE, wartość referencyjna dla kryte-

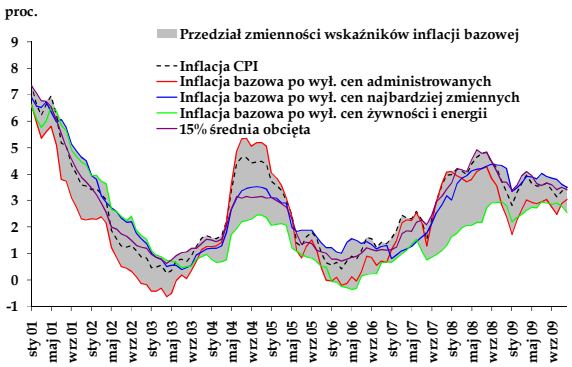
Wykres 2.3
Zmiany cen usług i towarów (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

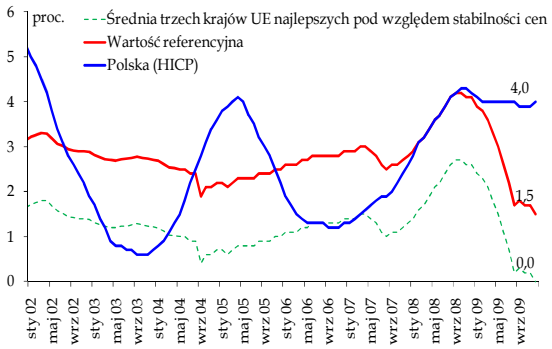
*Kategoria *towary* nie obejmuje żywności i napojów bezalkoholowych oraz energii .

Wykres 2.4
Wskaźniki inflacji bazowej (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.5
Inflacja HICP w Polsce (12-miesięczna średnia ruchoma) a kryterium z Maastricht.



Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

rium inflacyjnego obniżyła się z 1,7% do 1,5%[8], tj. do historycznie najniższego poziomu (Wykres 2.5). W rezultacie różnica między dwunastomiesięczną średnią ruchomą inflacji HICP w Polsce a wartością referencyjną w okresie październik – grudzień ub. r. pogłębiła się do 2,5 pkt. proc.

2.1.4. Ceny produkcji sprzedanej

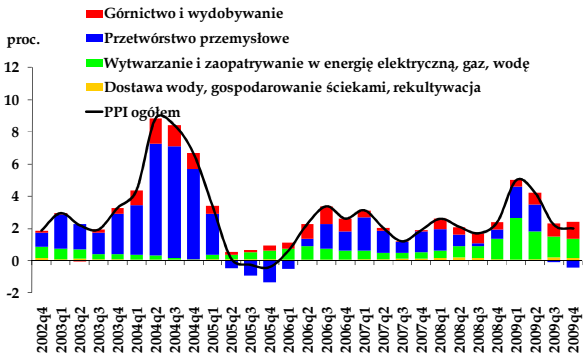
Roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) obniżyła się z 2,2% w III kw. ub. r. do 2,0% r/r w IV kw. ub. r., a następnie do 0,2% w styczniu br.[9] Złożyło się na to pogłębienie spadku (w ujęciu rocznym) cen w *przetwórstwie przemysłowym* oraz obniżenie dynamiki cen w sekcji *wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych* (Wykres 2.6).

Dynamika cen producenta na rynku krajowym w IV kw. 2009 r. wzrosła do 2,1% r/r wobec 0,7% r/r w III kw. ub. r. Obniżyła się natomiast dynamika cen producenta dla dóbr eksportowanych, co było związane z aprecjacją złotego.

2.1.5. Ceny importu

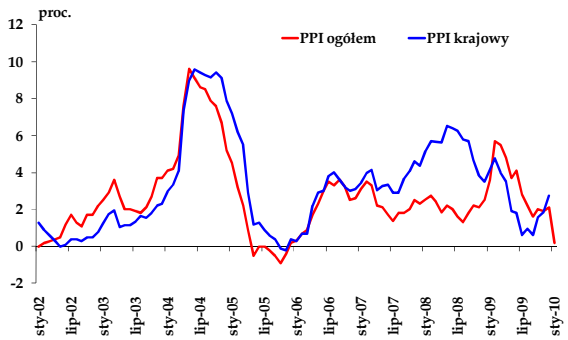
Spadek cen importu wyrażonych w złotych w III kw. 2009 r. wyraźnie się pogłębił (do -6,5% kw/kw z -0,3% kw/kw w poprzednim kwartale), do czego przyczyniła się przede wszystkim aprecjacja złotego. Czynnikiem ograniczającym spadek cen importu był dalszy wzrost cen surowców na rynkach światowych, w tym ropy naftowej. W ujęciu rocznym ceny importu wzrosły w III kw. ub. r. o 8,2%, wobec wzrostu o 13,1% w II kw. ub. r. (Wykres 2.8).

Wykres 2.6
Struktura rocznej dynamiki PPI według sekcji przemysłu.



Źródło: Dane GUS.

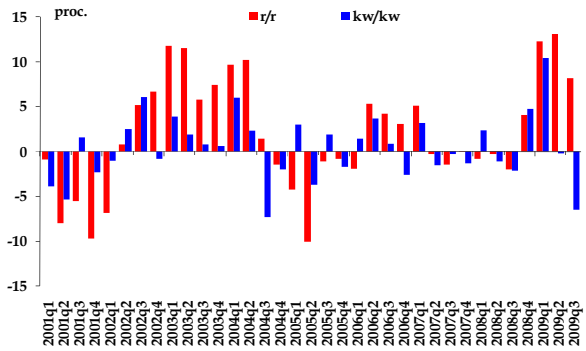
Wykres 2.7
PPI ogółem* i PPI krajowy (r/r).



Źródło: Dane GUS.

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

Wykres 2.8
Zmiany cen importu ogółem wyrażonych w złotych.



Źródło: Dane GUS.

[8] Według szacunków NBP opartych na założeniu, że w grudniu 2009 r. najniższą, nieujemną (po zaokrągleniu do jednego miejsca po przecinku) 12-miesięczną średnią ruchomą inflację HICP odnotowano w Belgii (0,0%), Luksemburgu (0,0%) oraz Francji (0,1%). Formalnej oceny, czy dany kraj spełnia kryterium stabilności cen, dokonuje Komisja Europejska i Europejski Bank Centralny w *Raportach o konwergencji*. Komisja nie zaliczała dotychczas do grupy referencyjnej krajów z ujemną 12-miesięczną średnią inflacją HICP. Ponieważ 12-miesięczna średnia ruchoma inflacja HICP w Belgii w grudniu ub. r., po zaokrągleniu do dwóch miejsc po przecinku, wyniosła -0,01%, istnieje możliwość, że Belgia nie zostałaby zaliczona do grupy referencyjnej przez KE. W takiej sytuacji w skład grupy referencyjnej weszłyby: Luksemburg (0,0%), Francja (0,1%) oraz Cypr (0,2%), a wartość referencyjna dla kryterium stabilności cen w grudniu ub. r. wyniosłaby 1,6%.

[9] Spadek PPI w styczniu br. wynikał głównie z ujemnego efektu bazy związanego z silnym wzrostem w styczniu 2009 r. cen w sekcji *wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych.*

2.1.6. Oczekiwania inflacyjne

Od początku 2009 r. prognozy inflacji analityków bankowych w horyzoncie 11 miesięcy pozostają względnie stabilne, kształtując się na poziomie nieznacznie niższym lub równym celowi inflacyjnemu NBP (Wykres 2.9). Według prognozy analityków bankowych z lutego br. inflacja średnioroczna wyniesie w 2010 r. 2,5%, a roczny wskaźnik inflacji w grudniu br. 2,4%.

Z kolei zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych kształtuje się na poziomach zbliżonych do bieżącej inflacji, co wynika z adaptacyjnego charakteru tych oczekiwań. Jednocześnie w badaniach ankietowych oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych struktura odpowiedzi na pytania ankietowe nie zmieniła się istotnie (Wykres 2.10).

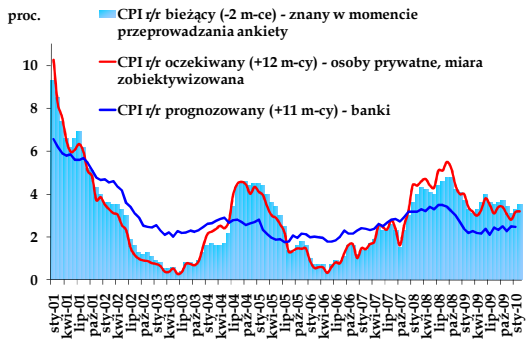
2.2. Popyt i produkcja

Dostępne dane wskazują na poprawę koniunktury gospodarczej w Polsce. W III kw. 2009 r. PKB w ujęciu realnym wzrósł o 1,7% r/r (wobec 1,1% r/r w poprzednim kwartale). Na podstawie wstępnych danych GUS o PKB w 2009 r. można szacować, że w IV kw. ub. r. PKB w ujęciu realnym wzrósł o 2,9% r/r (Wykres 2.11).

Wzrost spożycia indywidualnego w III i IV kw. 2009 r.[10] nieco przyspieszył, jednak nadal był wyraźnie wolniejszy niż wieloletnia średnia. Niski wzrost konsumpcji wynikał przede wszystkim z niskiej dynamiki dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, a także wyraźnie wolniejszego niż we wcześniejszych latach wzrostu kredytów konsumpcyjnych. Również dynamika spożycia publicznego była w III i IV kw. 2009 r. niższa niż w analogicznym okresie poprzedniego roku.

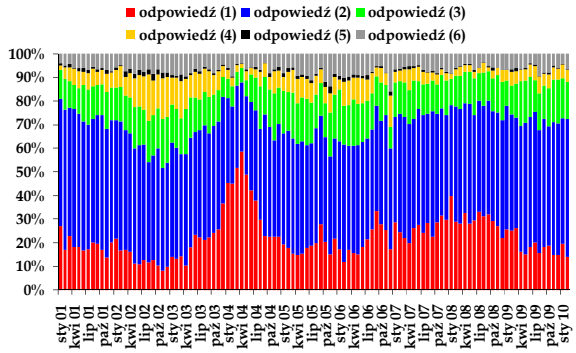
W III kw. 2009 r. utrzymała się ujemna roczna dynamika inwestycji, natomiast w IV kw. prawdopodobnie nastąpił wzrost inwestycji w ujęciu rocznym. Przedsiębiorstwa nadal redukowały zapasy, przy czym w IV kw. ub. r. tendencja ta uległa najprawdopodobniej wyhamo-

Wykres 2.9
Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz prognozy inflacyjne analityków bankowych.



Źródło: Dane Ipsos, Reuters, GUS, obliczenia własne.

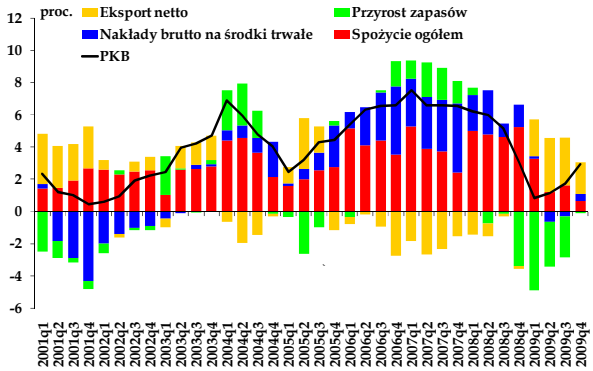
Wykres 2.10
Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych – struktura odpowiedzi na pytanie Ipsos*.



Źródło: Dane Ipsos.

*Pytanie ankiety Ipsos: "Jak Pan(i) sądzi, patrząc na to, co się obecnie dzieje, czy w ciągu najbliższych 12 miesięcy ceny: (1) będą rosły szybciej niż teraz; (2) będą rosły w tym samym tempie; (3) będą rosły wolniej; (4) będą takie same jak teraz; (5) będą niższe; (6) trudno powiedzieć?

Wykres 2.11
Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB.



Źródło: Dane GUS.

[10] Dane o PKB i jego składowych w IV kw. ub. r. stanowią szacunki NBP na podstawie opublikowanych przez GUS wstępnych danych o PKB w 2009 r.

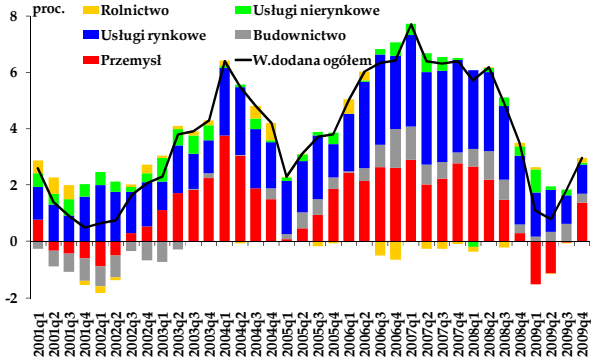
waniu, co sprawiło, że zmiana stanu zapasów miała tylko nieznacznie ujemny wkład do wzrostu PKB.

Popyt krajowy w III kw. 2009 r. obniżył się o 1,2% r/r, a w IV kw. 2009 r. - jak można szacować na podstawie wstępnych danych GUS za 2009 r. - wzrósł o ok. 0,9% r/r.

Podobnie jak w II kw. 2009 r., w III i IV kw. do wzrostu PKB w największym stopniu przyczynił się eksport netto (wkład tego komponentu do wzrostu PKB wyniósł odpowiednio 3,0 oraz 2,0 pkt. proc. w III i IV kw. ub. r.). Złożyły się na to silny spadek importu i relatywnie słabszy spadek eksportu (w ujęciu rocznym), będące efektem recesji za granicą i spowolnienia gospodarczego w kraju oraz wcześniejszej istotnej deprecjacji złotego i związanych z nią zmian relacji cenowych w handlu zagranicznym.

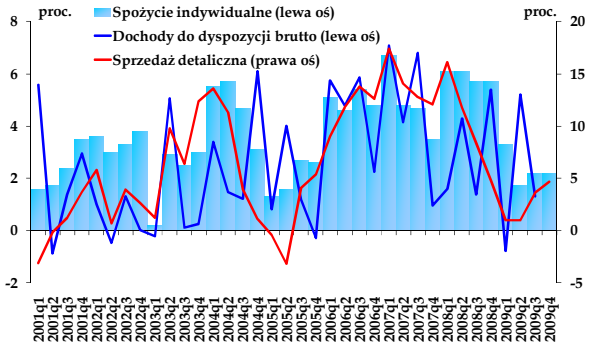
Wzrost wartości dodanej brutto w III kw. ub. r. wynikał głównie ze wzrostu w sektorze usług rynkowych oraz - w mniejszym stopniu - w sektorze budownictwa. Niewielki ujemny wkład do wzrostu wartości dodanej miał natomiast przemysł, którego produkcja obniżyła się nieznacznie w ujęciu rocznym. Szacuje się, że IV kw. ub. r. największy wkład do wzrostu wartości dodanej miał przemysł oraz usługi rynkowe przy nadal dodatnim wkładzie wartości dodanej w budownictwie (Wykres 2.12).

Wykres 2.12
Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



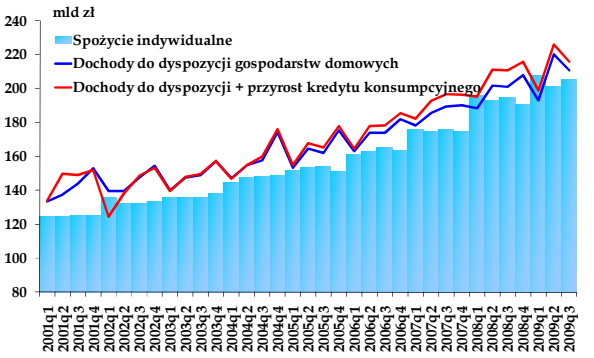
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.13
Roczne tempo wzrostu spożycia indywidualnego, dochodów do dyspozycji brutto i sprzedaży detalicznej (ceny stałe).



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.14
Spożycie indywidualne oraz dochody do dyspozycji gospodarstw domowych z uwzględnieniem przyrostu kredytów konsumpcyjnych (ceny bieżące).



Źródło: Dane GUS, NBP.

2.2.1. Popyt konsumpcyjny

W III kw. 2009 r. tempo wzrostu spożycia indywidualnego zwiększyło się do 2,2% r/r, wobec 1,7% r/r w II kw. ub. r. Wzrosła również dynamika spożycia publicznego (do 1,5% r/r wobec 0,9% w poprzednim kwartale). Implikowana na podstawie rocznego szacunku GUS dynamika spożycia indywidualnego w IV kw. 2009 r. wyniosła 2,2% r/r.

Niskie w porównaniu do wieloletniej średniej tempo wzrostu spożycia indywidualnego w III i IV kw. 2009 r. było przede wszystkim efektem wyraźnie niższej dynamiki dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (Wykres 2.13). Wpłynął na to silny spadek dynamiki dochodów z pracy najemnej, związany z pogorszeniem sytuacji na rynku pracy, w tym zwłaszcza

wyhamowaniem wzrostu wynagrodzeń i spadkiem zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (por. rozdział 2.3). W przeciwnym kierunku oddziaływały: relatywnie szybki wzrost świadczeń społecznych, wynikający z ich istotnej waloryzacji w 2009 r., oraz obniżka stawek podatku dochodowego od osób fizycznych obowiązujących od początku 2009 r.

Oprócz niskiej dynamiki dochodów do dyspozycji, do osłabienia popytu konsumpcyjnego przyczyniał się także znacznie wolniejszy niż w poprzednich latach wzrost kredytów konsumpcyjnych (Wykres 2.14; por. rozdział 2.5). Spadek dynamiki tych kredytów w ujęciu rocznym był szczególnie silny w IV kw. ub. r.

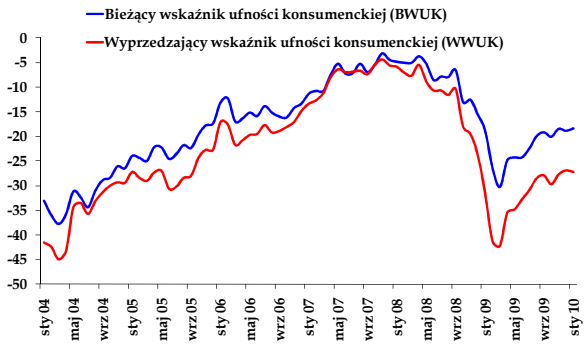
Pomimo silnego osłabienia tempa wzrostu gospodarczego (do 1,7% w 2009 r. wobec 5,0% w roku poprzednim) spożycie indywidualne przyczyniało się do wzrostu PKB we wszystkich kwartałach ub. r. Relatywną stabilność popytu konsumpcyjnego w sytuacji ograniczenia wzrostu dochodów do dyspozycji potwierdzają też dane o sprzedaży detalicznej, która we wszystkich kwartałach 2009 r. rosła w ujęciu realnym, a w IV kw. ub. r. zwiększyła się o 4,7% r/r (wobec 3,6% r/r w III kw. ub. r.; Wykres 2.13). Utrzymujący się wzrost spożycia indywidualnego w ub. r. mógł wynikać z dążenia gospodarstw domowych do wygładzania konsumpcji w czasie, czemu towarzyszył szybszy spadek stopy oszczędności gospodarstw domowych (Wykres 2.15).

Badania koniunktury konsumenckiej wskazują na systematyczną poprawę nastrojów gospodarstw domowych. W IV kw. 2009 r. wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej (WWUK), odzwierciedlający oczekiwania dotyczące najbliższego roku, ponownie wzrósł przede wszystkim w wyniku poprawy ocen przyszłej sytuacji ekonomicznej kraju i przyszłej sytuacji finansowej gospodarstw domowych. Wyniki badań koniunktury konsumenckiej (w tym m.in. oceny zamierzeń dotyczących realizacji większych zakupów w najbliższym roku - Wykres 2.17) mogą sygnalizować ożywienie popytu konsumpcyjnego w I kw. 2010 r.

Wykres 2.15
Stopa oszczędności gospodarstw domowych (relacja oszczędności do dochodów do dyspozycji, ceny bieżące).

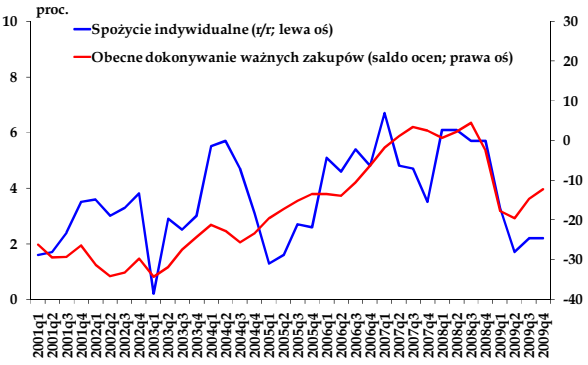
Źródło: Dane GUS, NBP.

Wykres 2.16
Wskaźniki ufności konsumenckiej.



Źródło: Dane GUS, NBP.

Wykres 2.17
Spożycie indywidualne i koniunktura konsumencka (oceny zamierzeń dotyczących realizacji ważnych zakupów).



Źródło: Dane GUS, NBP.

2.2.2. Popyt inwestycyjny

W III kw. 2009 r. nakłady brutto na środki trwałe obniżyły się o 1,5% r/r (wobec spadku o 3,0% r/r w II kw. ub. r; Wykres 2.18), a stopa inwestycji, tj. relacja inwestycji do PKB, zmniejszyła się do 21,4%[11] (Wykres 2.19). Z kolei w IV kw. ub. r. roczna dynamika nakładów brutto na środki trwałe - implikowana na podstawie opublikowanego przez GUS szacunku PKB w 2009 r. - była dodatnia i wyniosła 1,4% r/r.

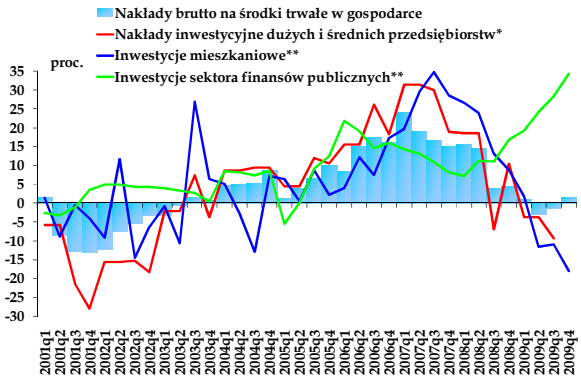
W III kw. 2009 r. pogłębił się spadek inwestycji w sektorze przedsiębiorstw. W III i IV kw. ub. r. nadal obniżały się inwestycje mieszkaniowe. Spadek inwestycji w gospodarce był w całym roku ograniczany przez bardzo silny wzrost nakładów inwestycyjnych sektora finansów publicznych.

W ujęciu nominalnym, w III kw. ub. r. przedsiębiorstwa ograniczyły nakłady inwestycyjne we wszystkich kategoriach, po raz pierwszy od 2002 r. (Wykres 2.20).

Wyniki badań koniunktury NBP[12] wskazują, że perspektywy inwestycji przedsiębiorstw w 2010 r. są jedynie nieznacznie lepsze niż w ub. r. Wskaźnik nowych inwestycji, mimo pewnej poprawy, pozostaje na najniższym poziomie od lat 2001-2002[13] (Wykres 2.18).

W kierunku utrzymania inwestycji na niskim poziomie oddziałuje relatywnie niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, choć jest on wyraźnie wyższy niż w okresie spowolnienia z lat 2001-2002 (Wykres 2.22). Badania NBP wskazują, że wśród przedsiębiorstw inwestujących odsetek tych, które planują inwestycje w rozbudowę potencjału wytwórczego obniżył się w porównaniu do 2009 r., kształtując się na poziomie niemal dwukrotnie niższym niż w 2008 r. Nakłady inwestycyjne mają być przeznaczane głównie na odtworzenie i utrzymanie istniejącego majątku oraz unowocześnienie technologii.

Wykres 2.18
Inwestycje w gospodarce (r/r).

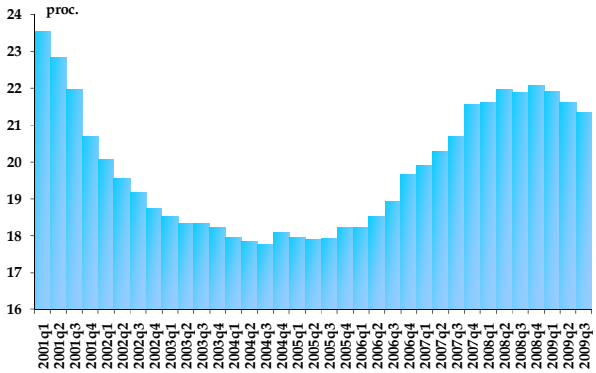


Źródło: Dane GUS i Ministerstwa Finansów, szacunki NBP.

* Ze względu na brak danych dotyczących inwestycji przedsiębiorstw w I i II kw. poszczególnych lat, na wykresie pokazano dynamiki dla I poł. roku.

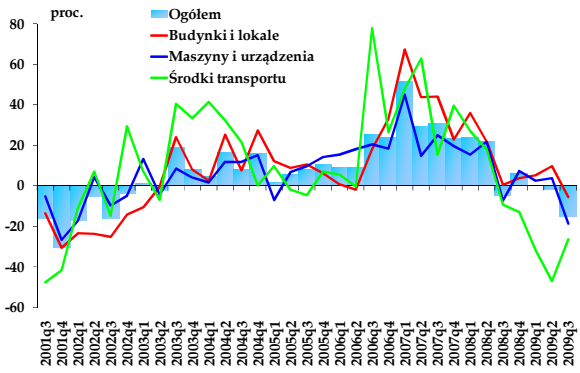
** Szacunki NBP na potrzeby modelu NECMOD; dane odsezonowane.

Wykres 2.19
Stopa inwestycji w gospodarce (relacja nakładów brutto na środki trwałe do PKB w ujęciu nominalnym; dane zagregowane z czterech ostatnich kwartałów).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.20
Nakłady brutto na środki trwałe w sektorze przedsiębiorstw (w ujęciu nominalnym, r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

[11] Stopa inwestycji obliczona jest na podstawie danych za ostatnie cztery kwartały.

[12] *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2009 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2010*, NBP.

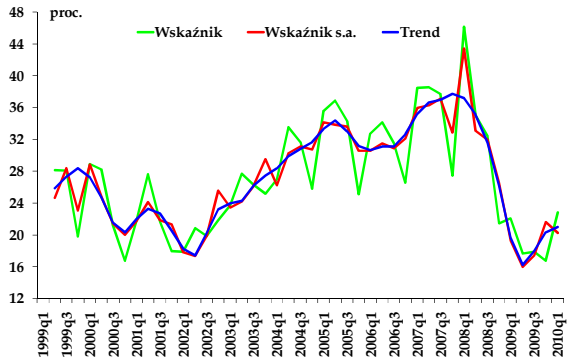
[13] W I kw. 2010 r. nowe inwestycje zamierza rozpocząć 20,2% respondentów, wobec 21,6% w IV kw. ub. r. (dane odsezonowane).

2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych

Deficyt sektora finansów publicznych w relacji do PKB w ujęciu ESA95 w 2009 r. podwoił się i osiągnął poziom 7,2%[14]. (Wykres 2.23). Narastająca nierównowaga fiskalna jest z jednej strony konsekwencją spowolnienia wzrostu gospodarczego, które w istotny sposób przyczyniło się do pogorszenia sytuacji dochodowej sektora, z drugiej zaś wzrostu deficytu strukturalnego w latach 2008-2009. Pogłębienie deficytu strukturalnego jest skutkiem m.in. redukcji składki rentowej[15], obciążeń z tytułu podatku dochodowego od osób fizycznych[16], a także wzrostu wydatków inwestycyjnych[17] oraz na świadczenia społeczne[18].

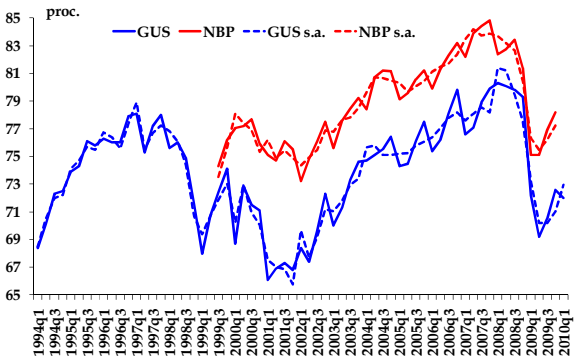
Istotne obniżenie dynamiki dochodów podatkowych budżetu państwa w pierwszych miesiącach 2009 r. spowodowało konieczność znowelizowania *Ustawy budżetowej na 2009 r.* Mimo spadku wpływów z podatków o 2,1% r/r[19], dochody ogółem budżetu państwa w 2009 r. zwiększyły się o 8,2% r/r i wyniosły 274,4 mld zł. Wzrost dochodów ogółem związany był przede wszystkim ze wzrostem wpływów ze środków z UE oraz dochodów niepodatkowych. Z kolei wydatki budżetu państwa w 2009 r. osiągnęły poziom 298,2 mld zł, tj. wzrosły o 7,3% r/r, na co złożył się przede wszystkim wzrost wydatków na obsługę długu publicznego oraz na subwencje dla jednostek samorządu terytorialnego. Jednocześnie dotacja do FUS zmniejszyła się w ub. r. o 8,2% r/r. W rezultacie deficyt budżetu pań-

Wykres 2.21
Wskaźnik nowych inwestycji (odsetek przedsiębiorstw planujących rozpocząć nowe inwestycje w perspektywie kwartału).



Źródło: Badania koniunktury NBP.

Wykres 2.22
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 różnych prób przedsiębiorstw. Próba NBP liczyła w grudniu 2009 r. 859 przedsiębiorstw z całego sektora przedsiębiorstw niefinansowych. Natomiast próba GUS liczy ok. 3500 jednostek z sekcji C wg klasyfikacji PKD 2007 (przetwórstwo przemysłowe; dane do 2001 r. są oparte o próbę GUS liczącą ok. 3500 jednostek z sekcji przetwórstwo przemysłowe z wyłączeniem działu zagospodarowanie odpadów). Różnica może też wynikać z nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP, podczas gdy próba GUS jest reprezentatywna co do wielkości przedsiębiorstw.

[14] Szacunki Ministerstwa Finansów przedstawione w Programu Konwergencji – Aktualizacja 2009.

[15] Redukcja składki rentowej przebiegała dwuetapowo: od 1 lipca 2007 r. składka płacona przez pracownika została obniżona z 6,5% podstawy wymiaru do 3,5%; od 1 stycznia 2008 r. zarówno składka płacona przez pracownika, jak i pracodawcę została zmniejszona o 2 punkty procentowe – tj. z 3,5% do 1,5%, dla pracownika, i z 6,5% na 4,5% podstawy wymiaru dla pracodawcy. Po zmianach składka rentowa wynosi ostatecznie 6% podstawy wymiaru wobec 13% przed obniżką.

[16] Na mocy ustawy z dnia 16 listopada 2006 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz o zmianie niektórych innych ustaw nastąpiło odmrożenie progów podatkowych i kwoty wolnej od 2007 r., wprowadzono dwustopniową skalę PIT od 2009 r. (18% i 32% wobec: 19%, 30% i 40% poprzednio) oraz ulgę prorodzinną w kwocie 120 zł na każde dziecko począwszy od rozliczenia rocznego za 2007 r. (odliczenie od podatku dochodowego po dokonaniu odliczeń z tytułu składek na ubezpieczenie zdrowotne).

[17] W latach 2008-2009 zanotowano dynamiczny wzrost nakładów brutto na środki trwałe (odpowiednio o 19,3% i 12,8%), który wynikał w znacznej mierze ze wzrostu wydatków na finansowanie projektów z udziałem środków z UE. Zwiększenie się wydatków sektora finansów publicznych na współfinansowanie krajowe tych inwestycji wpłynęło na wzrost deficytu strukturalnego.

[18] Wzrost wydatków na świadczenia społeczne wynikał w dużej mierze ze zwiększenia się liczby emerytów i rencistów.

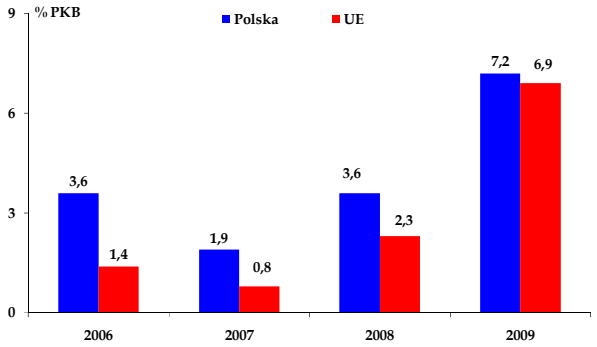
[19] Wpływy z VAT zmniejszyły się o 2,5% r/r, z CIT o 11,0% r/r, a z PIT o 7,7% r/r (na tę kategorię oprócz osłabienia aktywności gospodarczej wpłynęły także zmiany w zakresie stawek podatkowych, wprowadzone z dniem 1 stycznia ub. r.). Wzrosły natomiast dochody z tytułu akcyzy (o 7,3% r/r), głównie wskutek podwyżki stawek tego podatku na wyroby tytoniowe.

stwa w 2009 r. wyniósł 23,8 mld zł (wobec 24,4 mld zł w 2008 r.), co stanowi 84,9% planu rocznego po nowelizacji *Ustawy budżetowej na 2009 r.*

Należy jednak podkreślić, że na obniżenie deficytu budżetu państwa wpłynęło szereg czynników, które nie wystąpiły w ostatnich latach. Po pierwsze, przeniesienie obowiązku finansowania wydatków na budowę dróg i autostrad na Krajowy Fundusz Drogowy [20] spowodowało zmniejszenie wydatków budżetu państwa na ten cel. Po drugie w 2009 r. dotacja do FUS została założona na niskim poziomie[21], co skutkowało koniecznością uzupełnienia niedoboru środków FUS poprzez zadłużanie się w sektorze bankowym oraz w postaci pożyczki z budżetu państwa[22]. Po trzecie, w 2009 r. korzystnie na saldo budżetu państwa wpłynęła nadwyżka dochodów ze środków z UE nad wydatkami na współfinansowanie projektów z udziałem funduszy unijnych, podczas gdy w 2008 r. dochody z UE były znacząco niższe od wydatków na ten cel.

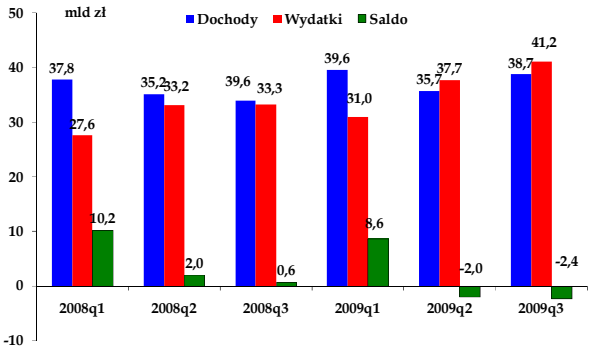
W analizowanym okresie pogorszeniu uległa również sytuacja finansowa jednostek samorządu terytorialnego (JST), na co złożyło się istotne spowolnienie dynamiki dochodów własnych przy utrzymującym się wysokim tempie wzrostu wydatków[23]. W 2009 r. JST notowały kwartalny deficyt już od II kw., podczas gdy w analogicznych okresach lat ubiegłych obserwowano nadwyżki[24] (Wykres 2.24). Jednocześnie wzrastało zadłużenie sektora samorządowego - po III kw. 2009 r. wyniosło ono ok. 32,1 mld zł, tj. było o ok. 4,0 mld zł wyższe

Wykres 2.23
Deficyt sektora finansów publicznych wg ESA95.



Źródło: Dane dotyczące deficytu sektora za 2009 r. pochodzą z Programu Konwergencji - Aktualizacja 2009. Dane dla UE pochodzą z Prognozy jesiennej Komisji Europejskiej, 2009.

Wykres 2.24
Dochody i wydatki jednostek samorządu terytorialnego.



Źródło: Dane Ministerstwa Finansów.

[20] Krajowy Fundusz Drogowy (KFD) jest funduszem utworzonym w Banku Gospodarstwa Krajowego na mocy ustawy z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym. Nie jest on państwowym funduszem celowym, więc w konsekwencji w myśl przepisów ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach nie jest jednostką sektora finansów publicznych. Natomiast według metodologii i ESA95 jest on zaliczany do sektora. Na mocy ustawy z dnia 22 maja 2009 r. o zmianie ustawy o autostradach płatnych oraz Krajowym Funduszu Drogowym oraz o zmianie niektórych ustaw wprowadzono nowy mechanizm, który przenosi ciężar finansowania inwestycji zawartych w Programie Budowy Dróg Krajowych na lata 2008-2012 z budżetu państwa na Krajowy Fundusz Drogowy.

[21] Założony poziom dotacji nie pokrywał planowanych wydatków Funduszu.

[22] Pożyczkę w wysokości 5,5 mld zł przyznano na mocy ustawy z 3 grudnia 2009 r. o zmianie ustawy o systemie ubezpieczeń społecznych. Operacja ta nie jest wydatkiem budżetu państwa, ale jego rozchodem i jako taka nie powiększa deficytu budżetowego

[23] Wydatki JST w trzecim kwartale ub. r. były najwyższe od końca 2004 r., głównie wskutek istotnego wzrostu wydatków majątkowych na finansowanie projektów z udziałem środków z UE.

[24] Narastająco po trzech kwartałach 2009 r. JST osiągnęły nadwyżkę w wysokości ok. 4,2 mld zł wobec 12,8 mld zł w analogicznym okresie ub. r.

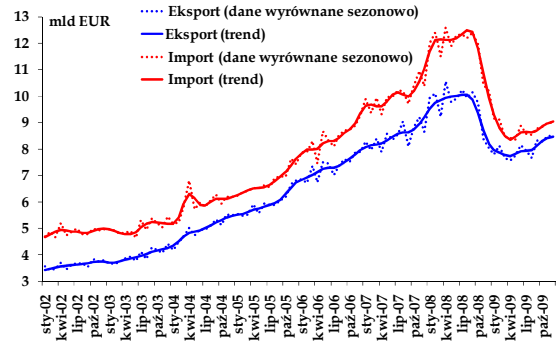
niż na koniec 2008 r.[25] Można zatem wnioskować, że poziom deficytu sektora samorządowego w 2009 r. okaże się znacząco wyższy niż w 2008 r. i w sposób istotny przyczyni się do pogłębienia nierównowagi fiskalnej całego sektora finansów publicznych.

W 2009 r. pogorszyła się kondycja finansowa funduszy celowych. Negatywne tendencje na rynku pracy wpłynęły na istotne obniżenie dynamiki przychodów ze składek na ubezpieczenia społeczne i zdrowotne oraz wzrost wydatków funduszy celowych. Zwiększenie wydatków Funduszu Pracy dodatkowo wynikało z wprowadzenia zmian systemowych[26]. Ponadto w 2009 r. dotacja do FUS została założona na niskim poziomie. W konsekwencji trzy podstawowe fundusze (FUS, FP, NFZ) zanotowały w 2009 r. deficyty, podczas gdy w roku poprzednim miały nadwyżki. Niedobór środków FUS został uzupełniony kredytami bankowymi (wartość tych zobowiązań wyniosła 4,0 mld zł na koniec 2009 r.) i pożyczką z budżetu państwa (5,5 mld zł). Z kolei Fundusz Pracy i NFZ finansowały deficyty nadwyżkami zgromadzonymi w latach poprzednich.

2.2.4. Eksport i import

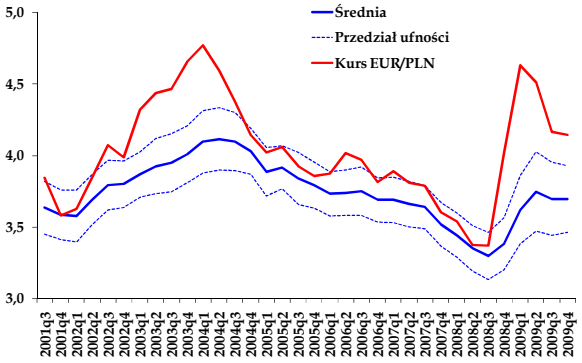
Po silnym spadku na przełomie 2008 i 2009 r. związanym z załamaniem popytu zewnętrznego, od II kw. 2009 r. eksport Polski rósł stopniowo wraz z poprawą koniunktury w gospodarce światowej. W III kw. 2009 r. wolumen polskiego eksportu zwiększył się o 4,2% kw/kw (wobec wzrostu odpowiednio o 4,4% w II kw. 2009 r.)[27]. Wzrostowi polskiego eksportu sprzyjała kontynuacja ożywienia w sektorze eksportowym strefy euro. W kierunku wzrostu dynamiki polskiego eksportu oddziałuje także ograniczenie skali redukcji zapasów przedsiębiorstw w strefie euro.

Wykres 2.25
Wartość polskiego eksportu i importu (w mld EUR).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.26
Deklarowany przez przedsiębiorców przeciętny kurs graniczny opłacalności eksportu (EUR/PLN)



Źródło: Dane i szacunki NBP.

Kurs graniczny opłacalności eksportu ustalany jest jako średnia z odpowiedzi na pytanie ankiety skierowanej do przedsiębiorstw w ramach szybkiego monitoringu NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury. Badanie obejmuje podmioty niefinansowe reprezentujące wszystkie sekcje PKD (poza rolnictwem, rybołówstwem i leśnictwem) zarówno sektora niepublicznego, jak i publicznego, w tym małe i średnie przedsiębiorstwa oraz duże jednostki.

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

[25] W analogicznym okresie w latach poprzednich zobowiązania JST malały: w pierwszych trzech kwartałach 2008 r. zadłużenie JST zmniejszyło się o 1,0 mld zł, w analogicznym okresie 2007 r. odpowiednio o 0,9 mld zł.

[26] M.in. nałożenie na FP obowiązku finansowania wypłaty zasiłków i świadczeń przedemerytalnych, pokrycia kosztów staży podyplomowych oraz specjalizacji lekarzy i pielęgniarek (uprzednio finansowane z budżetu państwa), a także zwiększenie kwoty, jaką może otrzymać bezrobotny podejmujący działalność gospodarczą.

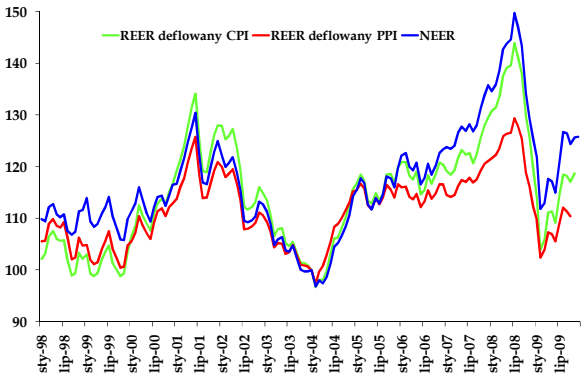
[27] Dane o dynamice wolumenu eksportu i importu ze statystyki handlu zagranicznego GUS (niewyrównane sezonowo).

Wzrostowi polskiego eksportu w III kw. 2009 r. towarzyszył wzrost importu, którego wolumen zwiększył się w tym okresie o 6,2% kw/kw (wobec wzrostu odpowiednio o 0,4% w II kw. 2009 r.). Do wzrostu wolumenu importu przyczyniło się zwiększenie importu dóbr pośrednich związane z ożywieniem polskiego eksportu, cechującego się relatywnie wysoką importochłonnością. Wzrost importu był także związany ze wzrostem importu dóbr konsumpcyjnych, któremu sprzyjała trwająca od marca 2009 r. aprecjacja kursu złotego.

Mimo umacniania się nominalnego kursu złotego, oddziałującego w kierunku pogorszania się pozycji konkurencyjnej polskich producentów w porównaniu z poprzednimi kwartałami (Wykres 2.27), w II poł. 2009 r. konkurencyjność cenowa eksportu utrzymała się na wysokim poziomie. Potwierdzają to badania koniunktury NBP, wskazujące na kształtowanie się średniego kursu granicznego opłacalności eksportu znacząco poniżej kursu rzeczywistego oraz na niski odsetek przedsiębiorstw, dla których eksport nie był w tym okresie opłacalny (Wykres 2.26).

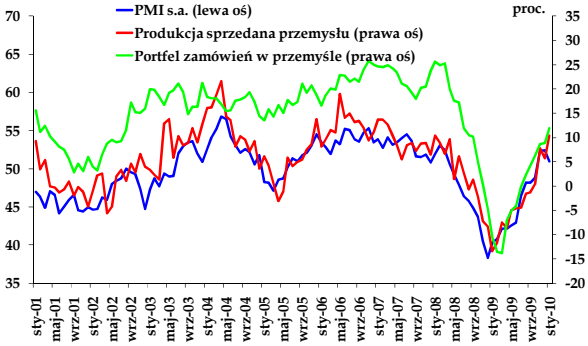
Ceny transakcyjne eksportu wzrosły w III kw. 2009 r. o 12,5% r/r (wobec wzrostu o 16,2% r/r w poprzednim kwartale), co przy relatywnie słabszym wzroście cen importu (por. rozdział 2.1.3) przełożyło się na dalszą poprawę *terms of trade*.

Wykres 2.27
Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację; styczeń 2004=100).



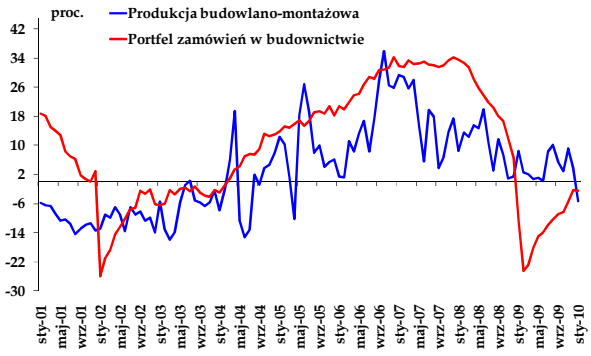
Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

Wykres 2.28
Wskaźnik PMI oraz roczne dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i portfela zamówień w przemyśle.



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

Wykres 2.29
Roczne dynamiki produkcji budowlano-montażowej i portfela zamówień w budownictwie.



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

2.2.5. Produkcja

Miesięczne dane dotyczące przemysłu, w tym zwłaszcza wzrost produkcji sprzedanej w ujęciu rocznym obserwowany od listopada ub. r. oraz systematyczny wzrost portfela zamówień, wskazują na poprawę sytuacji w tym sektorze w IV kw. ub. r. i na początku b.r. (Wykres 2.28). Również w budownictwie w ostatnich miesiącach 2009 r. odnotowano wzrost produkcji, a także coraz mniejsze roczne spadki portfela zamówień, jednak dane za styczeń br. wskazują na pogorszenie się sytuacji w tym sektorze (Wykres 2.29). Dynamika produkcji budowlano-montażowej jest przy tym istotnie zwiększana przez wzrost produkcji w zakresie budowy obiektów inżynierii lądowej i wodnej, związany z wysokimi wydatkami publicznymi na inwe-

stycje infrastrukturalne.

Stopniowa poprawa sytuacji w gospodarce krajowej znalazła odzwierciedlenie w badaniach koniunktury GUS: w okresie od ostatniego *Raportu* w większości sekcji nastąpiła poprawa nastrojów przedsiębiorców (Wykres 2.30). Jednocześnie jednak wskaźniki nastrojów, zwłaszcza w sekcjach *budownictwo* oraz *transport i gospodarka magazynowa*, są nadal niższe od średnich wartości osiąganych w ostatnich latach.

Wykres 2.30
Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach.

Źródło: Badania koniunktury GUS.

2.3. Rynek pracy

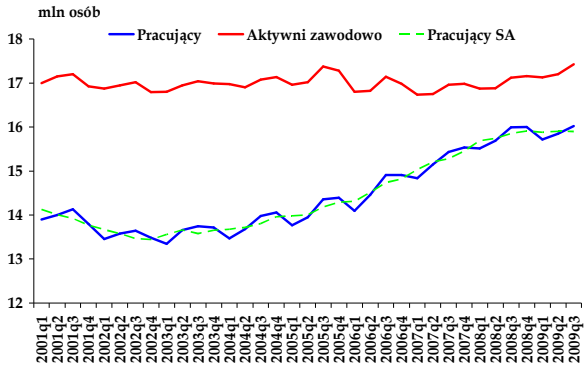
Mimo poprawy koniunktury gospodarczej, w II poł. 2009 r. utrzymywała się niekorzystna sytuacja na rynku pracy, który z opóźnieniem reaguje na zmiany aktywności gospodarczej. W ostatnich miesiącach pojawiły się jednak pewne sygnały stopniowego wyhamowania negatywnych tendencji na tym rynku.

W II poł. 2009 r. i na początku 2010 r. nadal rosła stopa bezrobocia. Po skorygowaniu o czynniki sezonowe, stopa bezrobocia BAEL wzrosła w III kw. 2009 r. do 8,3% (z 7,6% w II kw. ub. r.), a stopa bezrobocia rejestrowanego zwiększyła się w styczniu br. do 12,2%[28] (z 11,3% we wrześniu ub. r.; Wykres 2.33).

W kierunku wzrostu bezrobocia w III kw. 2009 r. oddziaływał przede wszystkim wzrost podaży pracy, przy utrzymującym się niskim popycie na pracę (Wykres 2.31). Wzrost podaży pracy wynikał głównie ze wzrostu współczynnika aktywności zawodowej, w mniejszym zaś – ze wzrostu liczby osób w wieku produkcyjnym.

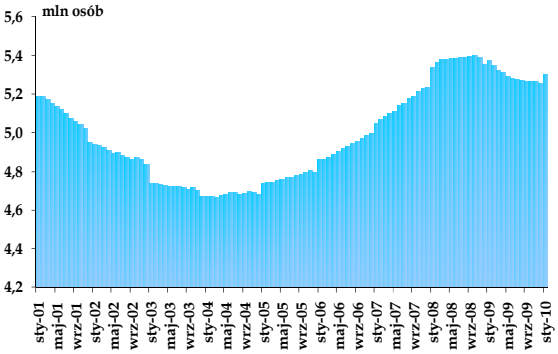
Po spadku w I kw. 2009 r. liczba osób pracujących według danych BAEL nieznacznie wzrosła i w III kw. 2009 r. kształtowała się na poziomie zbliżonym do notowanego w III kw. 2008 r. (Wykres 2.31). Ponadto w IV kw. ub. r. wyhamował spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw[29] (Wykres 2.32).

Wykres 2.31
Pracujący w gospodarce oraz aktywni zawodowo w gospodarce według BAEL.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.32
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw.



Źródło: Dane GUS.

[28] Dane o stopie bezrobocia w styczniu br. na podstawie szacunku MPiPS.

[29] W styczniu br. przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się o 46 tys. osób w porównaniu z grudniem ub. r., tj. o 0,9%. Na wielkość zatrudnienia w styczniu 2010 r. oprócz rzeczywistych zmian wielkości zatrudnienia istotny wpływ miała prawdopodobnie zmiana próby związana z weryfikacją wielkości badanych jednostek. Z tych powodów interpretacja przyrostu przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w styczniu br. jest utrudniona.

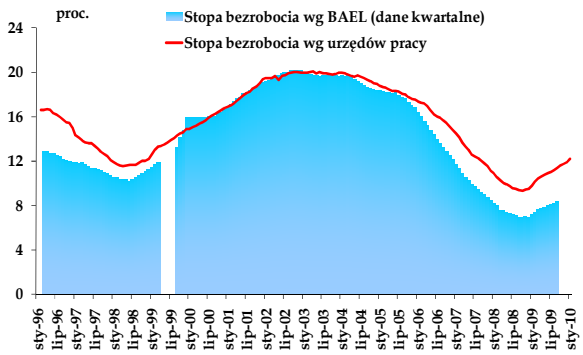
Po trwającym od początku 2008 r. spadku, w ostatnich miesiącach 2009 r. ustabilizowała się liczba ofert zgłaszanych do urzędów pracy, natomiast na początku br. miał miejsce jej istotny spadek. Przełożyło się to na pewne wyhamowanie spadkowej tendencji indeksu napięć na rynku pracy pod koniec 2009 r., a następnie jego obniżenie się w styczniu br. (Wykres 2.34).

W III kw. 2009 r. zahamowany został spadek liczby osób zatrudnionych na czas określony oraz liczby przepracowanych godzin[30], których redukcje stanowiły dotychczas istotny element dostosowań nakładów pracy do spowolnienia gospodarczego.

Na możliwe osłabienie niekorzystnych tendencji na rynku pracy wskazują także wyniki badań koniunktury NBP[31]. W IV kw. ub. r. trzeci kwartał z rzędu poprawiły się prognozy zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Nadal jednak przedsiębiorstwa częściej deklarują ograniczanie liczby pracowników niż jej zwiększanie.

Po trwającym od IV kw. 2008 r. spadku, w III i IV kw. 2009 r. dynamika nominalnych i realnych wynagrodzeń w gospodarce ustabilizowała się. Nominalne wynagrodzenia w gospodarce wzrosły w IV kw. ub. r. o 4,7% r/r (wobec 4,9% r/r w III kw. 2009 r.), co przy niższej inflacji niż w poprzednim kwartale przełożyło się na wzrost realnych wynagrodzeń o 1,4% r/r (wobec 1,3% r/r w III kw. 2009 r.[32]; Wykres 2.35). W IV kw. ub. r. dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyniosła 3,8% r/r, kształtując się na poziomie zbliżonym do obserwowanego w dwóch poprzednich kwartałach[33].

Wykres 2.33
Stopa bezrobocia rejestrowanego według danych BAEL.

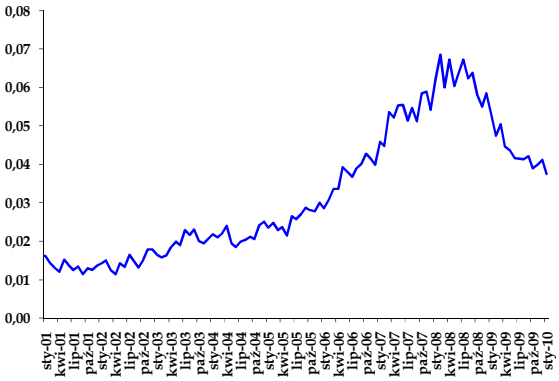


Źródło: Dane GUS (wyrównane sezonowo).

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

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

Wykres 2.34
Indeks napięć na rynku pracy (liczba wakatów na jednego bezrobotnego).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

[30] Po skorygowaniu o czynniki sezonowe średnia liczba godzin pracy w tygodniu w pracy głównej wzrosła do 39,7 w III kw. 2009 r. w porównaniu z 39,5 w II kw. ub. r.

[31] Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw, ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2009 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2010*, NBP, styczeń 2010 r.

[32] Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

[33] Według danych miesięcznych w styczniu 2010 r. wzrost przeciętnego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw wyniósł 0,5% r/r, wobec 6,5% r/r w grudniu ub. r. Na kształtowanie się dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w grudniu 2009 r. i styczniu 2010 r. duży wpływ miały czynniki o charakterze jednorazowym, w tym efekty bazy związane z przesunięciem części wynagrodzeń z końca 2008 r. na początek 2009 r. w związku z wprowadzeniem korzystniejszych stawek podatku PIT od 2009 r. Zmiany wynagrodzeń w styczniu br. mogły być związane także ze zmianą próby przedsiębiorstw (por. przypis 29). Z tych powodów interpretacja spadku dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w styczniu br. jest utrudniona.

Dalsza poprawa tempa wzrostu gospodarczego wraz z niższym wzrostem (w ujęciu rocznym) liczby pracujących według BAEL przełożyły się na istotne przyspieszenie wzrostu wydajności pracy w III kw. ub. r. (do 1,4% r/r wobec 0,1% r/r w II kw. ub. r.). Wzrost dynamiki wydajności pracy doprowadził do dalszego spadku dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce (w III kw. ub. r. wyniosła ona 3,4% r/r wobec 4,3% r/r w poprzednim kwartale; Wykres 2.36). Jednocześnie od sierpnia ub. r. utrzymuje się spadek jednostkowych kosztów pracy w przemyśle (Wykres 2.37).

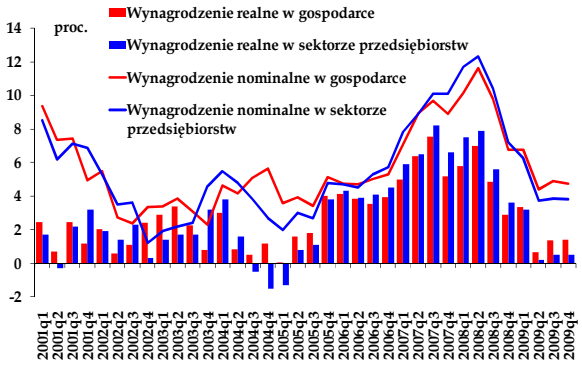
Badania koniunktury NBP[34] wskazują na możliwość spadku dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w I kw. 2010 r.[35] Ponadto badania koniunktury konsumenckiej GUS wskazują, że choć odsetek osób obawiających się bezrobocia obniżył się nieznacznie w porównaniu z poprzednim kwartałem, to nadal utrzymuje się on na wysokim poziomie, co może oddziaływać w kierunku utrzymania relatywnie niskiej presji płacowej ze strony pracobiorców.

2.4. Rynki finansowe

Po obniżce w czerwcu 2009 r. stopy procentowe NBP pozostały na niezmienionym poziomie. Stopy procentowe na rynku międzybankowym również pozostały stabilne (Wykres 2.38). Narodowy Bank Polski zaprzestał dokonywania operacji typu swap walutowy z Narodowym Bankiem Szwajcarii (SNB) oraz zakończył tego typu operacje z bankami komercyjnymi[36], co było związane ze spadkiem popytu na płynność zapewnianą przez te operacje i poprawą warunków na rynku pieniężnym franka szwajcarskiego.

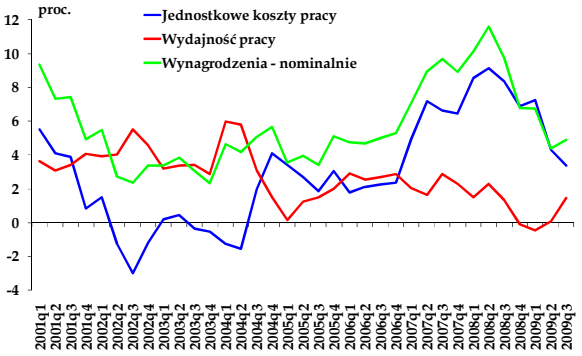
Zgodnie z wynikami ankiety agencji Reutera z 8 lutego br. większość analityków oczekuje

Wykres 2.35
Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie).



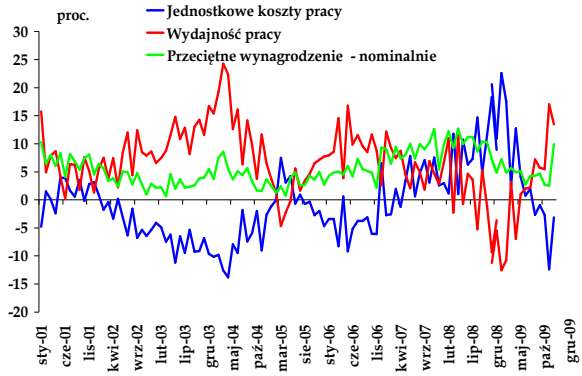
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.36
Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.37
Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w przemyśle.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

[34] Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw, ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2009 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2010*, NBP, styczeń 2010 r.

[35] W I kw. br. podwyżki płac planuje 9,6% przedsiębiorstw (wobec 4,3% w IV kw. 2009 r. i 2,7% w I kw. 2009 r.). Jednocześnie redukcję wynagrodzeń zadeklarowało 2,6% ankietowanych (wobec 4,2% w IV kw. 2009 r.). Oczekuje się jednak, że średnia podwyżka będzie niższa od średniej redukcji wynagrodzenia.

[36] W ramach tych operacji SNB dostarczał NBP franki szwajcarskie w zamian za euro, a NBP dostarczał krajowym bankom komercyjnym franki szwajcarskie w zamian za złote.

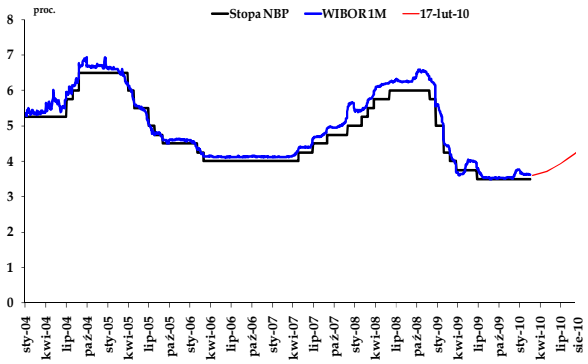
wzrostu stopy referencyjnej w 2010 r.[37] Wyznaczenie przyszłych stóp procentowych NBP na podstawie kontraktów FRA jest obecnie utrudnione ze względu na podwyższoną premię za ryzyko płynnościowo-kredytowe zawartą w cenach tych kontraktów oraz w stopie WIBOR. Implikowane z kontraktów FRA stopy WIBOR 1M (bez wyłączenia premii za ryzyko; Wykres 2.38) mogłyby wskazywać, że oczekiwany poziom stopy referencyjnej NBP w horyzoncie najbliższych trzech miesięcy to 3,50-3,75%, a w horyzoncie roku 4,50-4,75%.

Rentowności polskich obligacji kształtują się na poziomie zbliżonym do obserwowanego w momencie publikacji poprzedniego *Raportu* (Wykres 2.39). W okresie, jaki upłynął od tego momentu, w kierunku wzrostu rentowności oddziaływało pogorszenie nastawienia inwestorów do rynków krajów wschodzących wskutek informacji o problemach Dubaju ze spłatą zadłużenia oraz informacje o znaczącej nierównowadze fiskalnej w Grecji. W kierunku spadku rentowności oddziaływały natomiast publikacja korzystnych danych makroekonomicznych dotyczących polskiej gospodarki oraz zapowiedzi planu konsolidacji fiskalnej w Polsce w najbliższych latach. Od II kw. 2009 r. utrzymują się podwyższone różnice pomiędzy rentownościami obligacji długoterminowych i krótkoterminowych.

W ostatnim okresie nastąpił dalszy wzrost zaangażowania nierezydentów na krajowym rynku długu (Wykres 2.40). Wzrosła również atrakcyjność polskich emisji obligacji na rynkach zagranicznych, o czym świadczy relatywnie korzystniejsza wycena emisji obligacji na tych rynkach w styczniu 2010 r. w porównaniu z emisjami z początku 2009 r. oraz spadek stawek CDS do poziomu niższego niż obserwowany w przypadku Grecji, Irlandii i Portugalii[38].

W grudniu ub. r. rentowność polskich obligacji długoterminowych w ujęciu średniorocznym, wykorzystywana do oceny spełnienia kryterium stóp procentowych z Maastricht, wyniosła

Wykres 2.38
Stopa referencyjna NBP, stopa WIBOR 1M oraz stopa 1-miesięczna implikowana z kontraktów FRA.

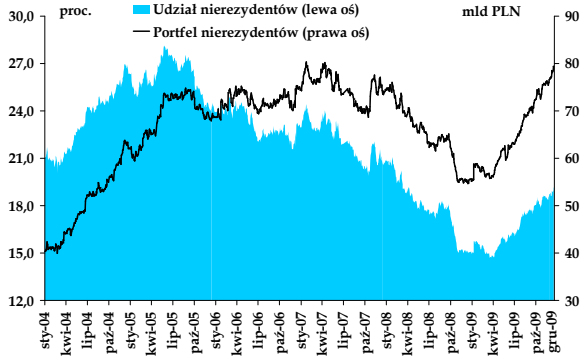


Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 2.39
Rentowność polskich obligacji skarbowych.

Źródło: Dane Reuters.

Wykres 2.40
Zaangażowanie nierezydentów w rynek polskich papierów skarbowych.



Źródło: Dane KDPW.

[37] 43% analityków ocenia, że w IV kw. 2010 r. stopa referencyjna wyniesie 4,00%, 18% oczekuje stopy referencyjnej na poziomie 3,75%, 15% oczekuje stopy referencyjnej na poziomie wyższym niż 4,00%, natomiast pozostali (25%) analitycy są zdania, że w 2010 r. główna stopa NBP nie zmieni się.

[38] W dniu 17 lutego br. pięcioletnie stawki CDS wynosiły 143 punkty dla obligacji polskich, 345 punktów bazowych dla obligacji greckich, 177 punktów bazowych dla obligacji portugalskich oraz 153 punkty bazowe dla irlandzkich.

6,1%, podczas gdy wartość referencyjna ukształtowała się na poziomie 5,9%[39] (Wykres 2.41).

W ostatnich kilku miesiącach kontynuowany był zapoczątkowany w marcu ub. r. wzrost cen akcji w Polsce, jednak jego dynamika osłabła, a na przełomie stycznia i lutego br. miały miejsce silne spadki (Wykres 2.42). W okresie tym wzrosło również zaangażowanie inwestorów zagranicznych na polskim rynku kapitałowym (Wykres 2.43).

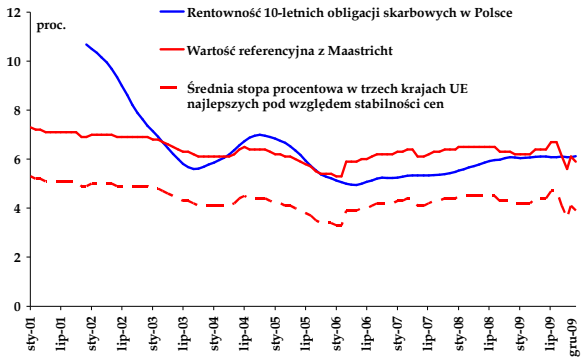
2.4.1. Ceny mieszkań

W drugim półroczu 2009 r. ofertowe ceny mieszkań na rynkach pierwotnym i wtórnym oraz ceny transakcyjne na rynku wtórnym w największych polskich miastach były stabilne lub wykazywały niewielką tendencję spadkową (Wykres 2.44). Podobną tendencję zaobserwowano na rynkach pozostałych miast wojewódzkich.

Ceny mieszkań są nadal wysokie w relacji do dochodów gospodarstw domowych, czego skutkiem jest niska dostępność mieszkań, a na rynku zawierana jest niewielka liczba transakcji. Czynnikiem ograniczającym popyt na mieszkania jest niższa niż w ostatnich latach dostępność kredytu, wynikająca z zaostrzenia warunków i kryteriów jego przyznawania.

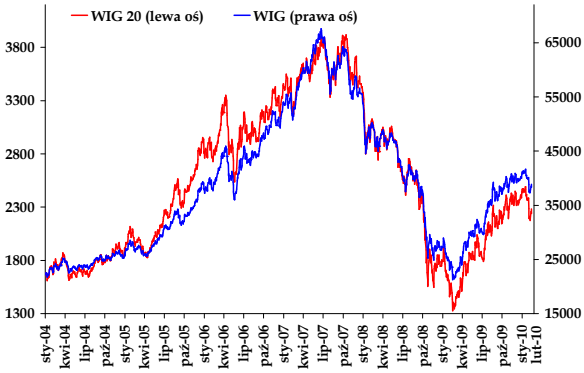
Koszty budowy mieszkań w dalszym ciągu wykazują niewielką tendencję spadkową, co w połączeniu z nadal wysokimi cenami mieszkań sprzyja rozpoczynaniu nowych inwestycji mieszkaniowych przez deweloperów. W rezultacie, pomimo bardzo wysokich nadwyżek niesprzedanych mieszkań na największych rynkach, liczba pozwoleń na budowę oraz mieszkań nowo rozpoczynanych, mimo spadku, utrzymała się w 2009 r. na stosunkowo wysokim poziomie (Wykres 2.45).

Wykres 2.41
Rentowność obligacji skarbowych w Polsce a wartość referencyjna dla kryterium stóp procentowych.



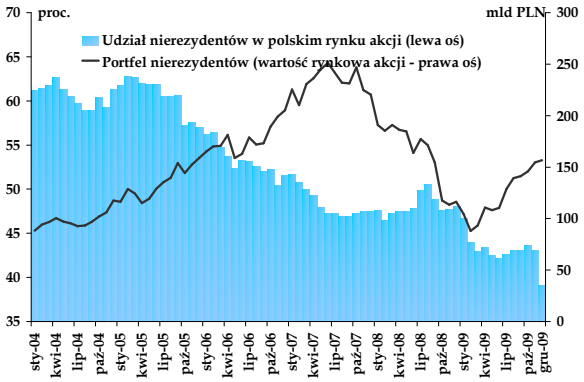
Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych Eurostat.

Wykres 2.42
Wartości indeksów WIG i WIG 20.



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 2.43
Zaangażowanie nierezydentów w polski rynek akcji (ustalone wg wartości rynkowej akcji).



Źródło: Dane NBP.

[39] Według szacunków NBP opartych na założeniu, że do grupy referencyjnej w grudniu 2009 r. należały Belgia, Luksemburg oraz Francja (por. przypis 8). Gdyby w skład grupy referencyjnej weszły Luksemburg, Francja oraz Cypr, wartość referencyjna dla kryterium długoterminowych stóp procentowych w grudniu ub. r. wyniosłaby 6,2%.

2.4.2. Kurs walutowy

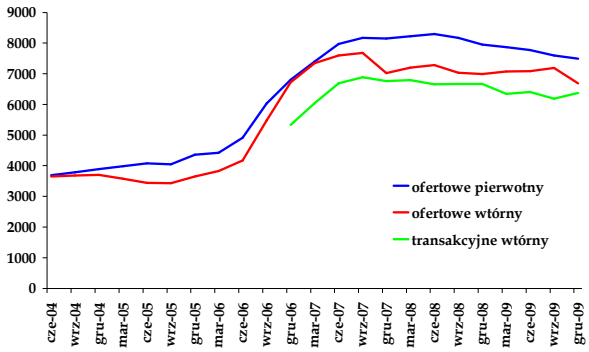
Od publikacji poprzedniego *Raportu* do 17 lutego br. nominalny kurs złotego umocnił się o ok. 6% względem euro, ok. 3% względem franka szwajcarskiego oraz osłabił się o ok. 1% względem dolara (Wykres 2.46). Kurs złotego względem euro umacniał się w listopadzie i na początku grudnia ub. r. głównie wskutek poprawy nastawienia inwestorów zagranicznych do Polski i regionu Europy Środkowo-Wschodniej oraz publikacji pozytywnych danych makroekonomicznych dla Polski. W pierwszej połowie grudnia ub. r. kurs złotego względem euro przejściowo się osłabił w wyniku czynników zewnętrznych, przede wszystkim informacji o obniżeniu ratingu kredytowego Grecji oraz pogorszenia nastawienia inwestorów względem gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej związanego z obawami dotyczącymi obniżenia ich ratingów kredytowych. Od drugiej połowy grudnia ub. r. złoty ponownie się umacniał. W kierunku aprecjacji złotego oddziaływały korzystne dane dotyczące polskiej gospodarki oraz korzystne postrzeganie przez inwestorów perspektyw gospodarczych Polski, odzwierciedlone również we wzroście popytu na polskie obligacje skarbowe na rynkach zagranicznych.

2.5. Kredyt i pieniądz[40]

2.5.1. Kredyty

Po spadku w okresie październik - grudzień 2009 r., stan kredytów dla przedsiębiorstw zwiększył się w styczniu 2010 r., co było związane przede wszystkim z przyrostem kredytów o charakterze bieżącym (tj. kredytów w rachunku bieżącym i operacyjnych), udzielanych przedsiębiorstwom na finansowanie bieżących zobowiązań związanych z podstawową działalnością. W całym analizowanym okresie przyrost kredytów o charakterze bieżącym był jednak ujemny (- 4,4 mld zł). Od II kw. 2009 r. na stabilnym poziomie utrzymuje się zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu kredytów inwestycyj-

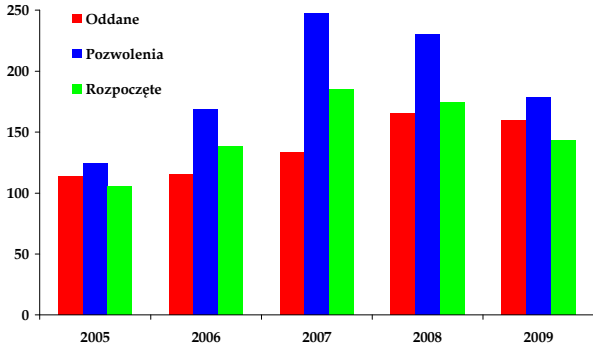
Wykres 2.44
Średnie* ceny (PLN/m2) ofertowe na rynkach pierwotnym i wtórnym oraz transakcyjne na rynku wtórnym mieszkań w siedmiu dużych miastach w Polsce (Gdańsk, Gdynia, Kraków Łódź, Poznań, Warszawa, Wrocław) .



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

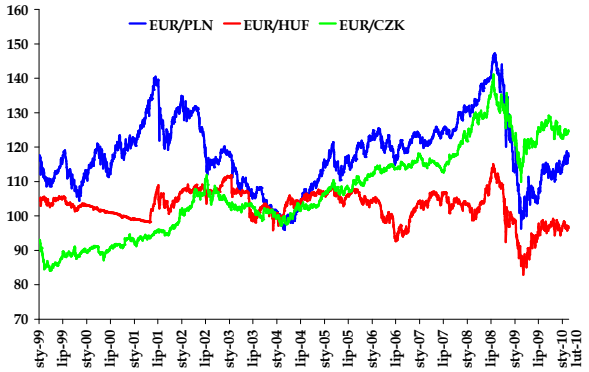
* Ceny ofertowe - średnia ważona liczbą ofert, ceny transakcyjne - średnia ważona udziałem zasobu mieszkaniowego danego miasta w zasobach 7 miast.

Wykres 2.45
Liczba (w tys.) mieszkań oddanych do użytkowania, wydanych pozwoleń na budowę oraz rozpoczętych budów.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.46
Nominalne kursy walut Czech, Polski i Węgier względem euro (styczeń 2004 = 100, wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane EcoWin.

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

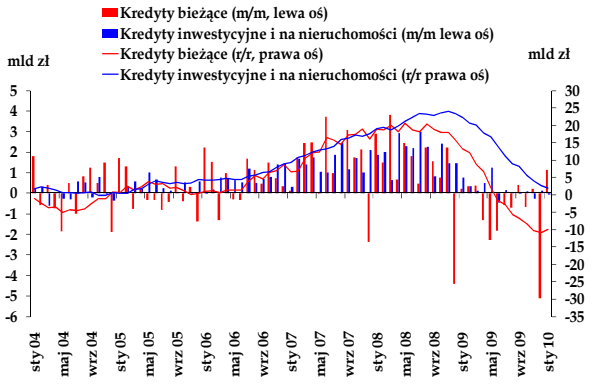
nych i na nieruchomości (Wykres 2.47). W III kw. 2009 r. stan zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw zwiększył się o 3,1 mld EUR, przede wszystkim w związku ze wzrostem zadłużenia z tytułu kredytów niehandlowych. Ujemna roczna dynamika kredytów handlowych (-15,1%), czyli odroczonych płatności za import towarów i usług, w tym okresie była związana przede wszystkim ze spadkiem importu.

W ostatnim okresie informacje dotyczące popytu na kredyt dla przedsiębiorstw były niejednoznaczne. Z badań ankietowych przedsiębiorstw[41] wynika, że w IV kw. 2009 r. obniżył się odsetek firm ubiegających się o kredyt (o 4,6 pkt. proc. kw/kw i 2,3 pkt. proc. r/r), natomiast ankiety przeprowadzone wśród przewodniczących komitetów kredytowych[42] wskazują, że w tym samym okresie banki w ujęciu netto odnotowały wzrost popytu na kredyt przedsiębiorstw. Jednocześnie obie ankiety wskazują na stopniowe łagodzenie polityki kredytowej banków[43] (Wykres 2.48).

W okresie październik 2009 r. - styczeń 2010 r. roczne i miesięczne przyrosty kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych ustabilizowały się na poziomach tylko o ok. połowę niższych niż w okresie bardzo silnego wzrostu akcji kredytowej w latach 2007-2008 (Wykres 2.49).

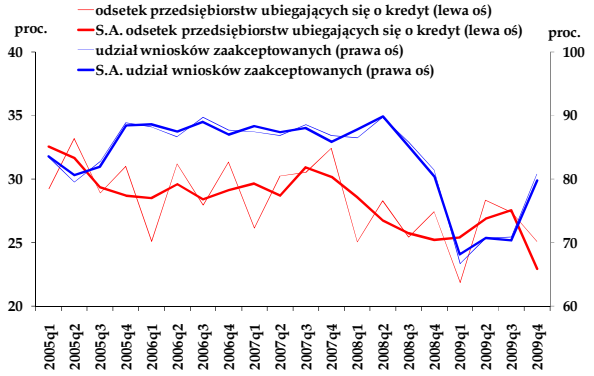
W kierunku utrzymania wzrostu kredytów mieszkaniowych oddziaływał zarejestrowany przez większość banków w IV kw. 2009 r. wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe i zadeklarowane złagodzenie warunków przyznawania tych kredytów (Wykres 2.50). Spośród nowych kredytów mieszkaniowych zdecydowanej większości (87,6%) udzielono w złotych, ale - po silnym spadku w sierpniu 2009 r. - w okresie wrzesień - grudzień 2009 r. stopniowo wzrastał udział kredytów denominowanych w walutach obcych, co było związane ze złagodzeniem warunków ich przyznawania i ponownym wprowadzeniem przez niektó-

Wykres 2.47
Kredyty dla przedsiębiorstw.



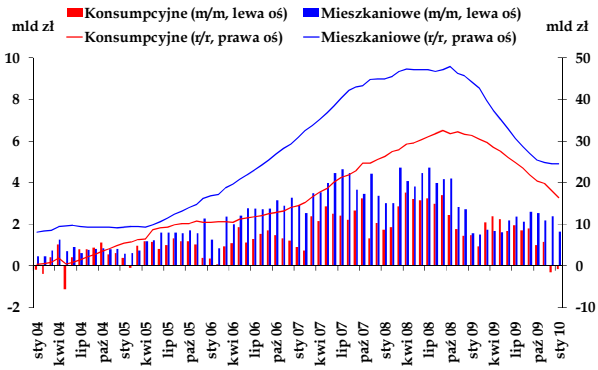
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.48
Udział przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt oraz odsetek pozytywnie rozpatrzonych wniosków kredytowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.49
Kredyty dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

[41] *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2009 r. oraz prognoz koniunktury na I kw. 2010 r.*, NBP.

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

[43] Procent netto banków, które złagodziły kryteria przyznawania kredytów w IV kw. 2009 r. wyniósł 12% i 7% odpowiednio dla kredytów krótko- i długoterminowych dla małych przedsiębiorstw i 8% dla kredytów krótkoterminowych dla dużych przedsiębiorstw. Jednocześnie wzrosła akceptacja wniosków kredytowych przedsiębiorstw.

re banki tego rodzaju kredytów do swojej oferty.

W odróżnieniu od kredytów mieszkaniowych, w ostatnim okresie miał miejsce spadek kredytów konsumpcyjnych w ujęciu miesięcznym (Wykres 2.49), co w świetle badań ankietowych NBP można przypisać głównie zaostrzeniu przez większość banków kryteriów ich przyznawania.

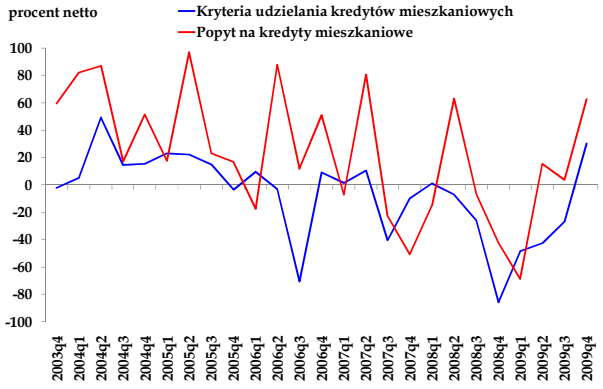
Po spadku w okresie wrzesień – listopad 2009 r., przeciętne oprocentowanie nowych złotowych kredytów dla przedsiębiorstw wzrosło w grudniu ub. r., mimo utrzymywania się stawek WIBOR 3M na stabilnym poziomie (Wykres 2.52). W ostatnim okresie obniżało się natomiast oprocentowanie nowych złotowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych. Oprocentowanie i marże obniżyły się także w przypadku nowych kredytów konsumpcyjnych, co odzwierciedla fakt, że zaostrzenie polityki kredytowej deklarowane przez banki w IV kw. 2009 r. dotyczyło przede wszystkim kryteriów, a nie warunków przyznawania kredytów konsumpcyjnych.

2.5.2. Finansowanie i sytuacja kapitałowa banków[44]

W IV kw. 2009 r. nieznacznie poprawiły się warunki finansowania i sytuacja kapitałowa banków, mające wpływ na podaż kredytu. Spadek dynamiki akcji kredytowej i powiększenie stabilnej bazy depozytowej złożyły się na zmniejszenie luki finansowania[45] w sektorze bankowym, tj. zmniejszył się udział należności, które muszą być finansowane z innych źródeł niż depozyty klientów (Wykres 2.53). Odnawianie finansowania udzielonego w dużej skali w IV kw. 2008 r. przez zagraniczne podmioty dominujące sprzyjało „domykaniu" luki finansowania w krajowym sektorze bankowym.

Po zatrzymaniu zysków za 2008 r. i podwyższeniu kapitałów przez większość banków, wzrósł średni współczynnik wypłacalności w

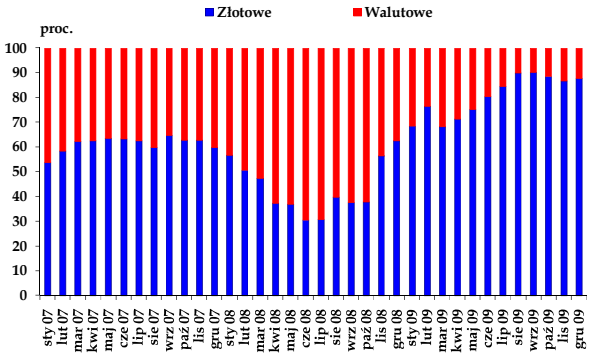
Wykres 2.50
Popyt na kredyty mieszkaniowe i polityka kredytowa banków w zakresie kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

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

Wykres 2.51
Struktura walutowa nowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

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

[44] Szersze omówienie stabilności sektora bankowego można znaleźć w *Raporcie o stabilności systemu finansowego*, grudzień 2009, NBP.

[45] Luka finansowania – różnica między sumą kredytów dla sektora niefinansowego, rządowego i samorządowego a sumą depozytów przyjętych od tych sektorów, wyrażona jako procent wartości kredytów.

sektorze bankowym, a pozytywna ocena bieżącej i przyszłej sytuacji kapitałowej była czynnikiem oddziałującym w kierunku łagodzenia polityki kredytowej banków (Wykres 2.54). Z kolei głównym czynnikiem skłaniającym banki do zaostrzenia warunków i kryteriów udzielania kredytów staje się pogorszenie jakości portfeli kredytowych. Wskaźnik kredytów zagrożonych wzrósł najsilniej w kategorii kredytów konsumpcyjnych i kredytów dla przedsiębiorstw (Wykres 2.55).

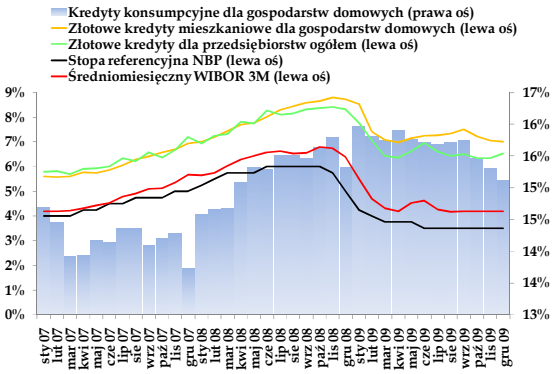
2.5.3. Depozyty i agregaty monetarne

Jak wynika z badań ankietowych NBP, w IV kw. 2009 r. poprawiły się oceny płynności przedsiębiorstw oraz ich zdolność do terminowej obsługi zobowiązań[46], co znalazło odzwierciedlenie w rocznym i miesięcznym wzroście depozytów bankowych tego sektora (Wykres 2.56). W styczniu 2010 r. stan depozytów przedsiębiorstw uległ sezonowemu spadkowi, ale w całym okresie październik 2009 r. - styczeń 2010 r. poziom tego agregatu zwiększył się o 7,4 mld zł. Przyrost płynnych środków na rachunkach bankowych przedsiębiorstw w analizowanym okresie oddziaływał w kierunku zmniejszenia uzależnienia przedsiębiorstw od kredytów krótkoterminowych.

Po stabilizacji we wrześniu i październiku ub. r., w okresie listopad 2009 r. - styczeń 2010 r. wzrastał poziom depozytów gospodarstw domowych. W ostatnim okresie utrwalała się także, obserwowana od maja 2009 r., tendencja gospodarstw domowych do zwiększonego lokowania oszczędności na rynku kapitałowym. W okresie wrzesień-listopad ub. r. dodatnie saldo wpłat i umorzeń jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych wyniosło 1,5 mld zł (wobec odpływu w kwocie 38 mld zł w całym 2008 r.).

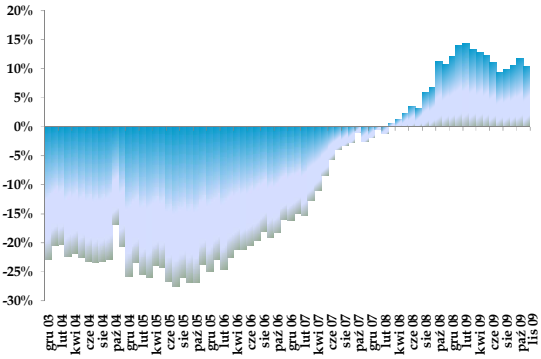
Po silnym spadku dynamiki szerokiego pieniądza M3 w pierwszej połowie ub. r., w okresie wrzesień 2009 r. – styczeń 2010 r. kształtowała się ona na stabilnym poziomie 7-8% (Wykres 2.57)[47]. Jednocześnie, w drugiej połowie 2009 r.

Wykres 2.52
Średnie oprocentowanie nowych kredytów złotowych dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

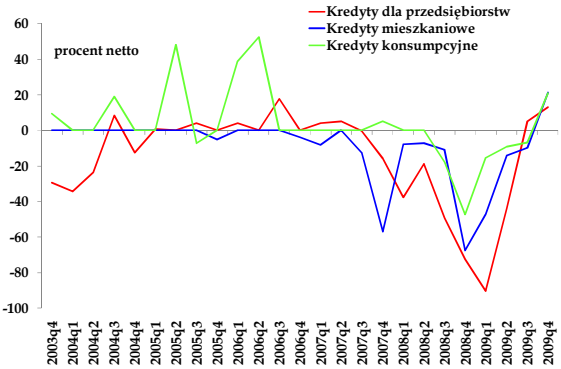
Wykres 2.53
Średnia luka finansowania w sektorze bankowym.



Źródło: Dane NBP.

Luka finansowania - różnica między sumą kredytów dla sektora niefinansowego, rządowego i samorządowego a sumą depozytów przyjętych od tych sektorów, wyrażona jako procent wartości kredytów.

Wykres 2.54
Wpływ bieżącej i przewidywanej sytuacji kapitałowej banku na politykę kredytową (kw/kw, procent netto).



Źródło: Dane NBP.

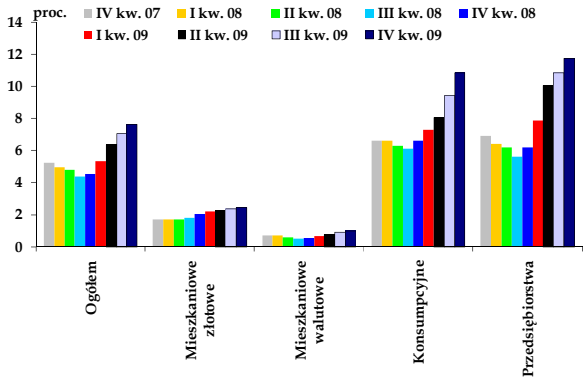
Ważone odpowiedzi banków. Wartość dodatnia oznacza, że sytuacja kapitałowa w większym stopniu przyczyniła się do złagodzenia niż zaostrzenia polityki kredytowej banków.

[46] *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2009 r. oraz prognoz koniunktury na I kw. 2010 r.*, NBP.

[47] Na przejściowe odchylenie tempa wzrostu M3 od trendu w październiku ub. r. złożył się silny przyrost depozytów niemonetarnych instytucji finansowych, związany z deponowaniem przez inwestorów środków na rachunkach domów maklerskich,

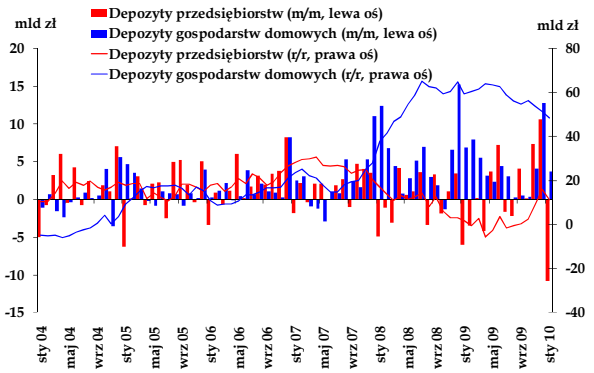
wyraźnie przyspieszyło roczne tempo wzrostu M1, osiągając w styczniu 2010 r. wartość 12,7% (Wykres 2.57). Przyrost M3 w całym 2009 r. wyniósł 55,2 mld zł, wobec średniego przyrostu 64,2 mld zł w latach 2004-2009, zaś M1 zwiększył się o 40,0 mld zł, wobec średniego przyrostu 38,3 mld zł w latach 2004-2009. Stan pieniądza rezerwowego banku centralnego (pieniądz gotówkowy w obiegu oraz rachunki bieżące i rachunki rezerw obowiązkowych banków) [48] zwiększył się w 2009 r. o 11,2 mld zł, wobec średniego przyrostu 11,9 mld zł w latach 2004-2009. Jednocześnie roczna dynamika tego agregatu kształtowała się przede wszystkim pod wpływem zmian poziomu środków na rachunkach bieżących banków. Stan pieniądza gotówkowego w obiegu zmniejszył się w ub. r. o 2,9 mld zł, a roczna dynamika tego agregatu od października 2009 r. była ujemna ze względu na silny dodatni efekt bazy związany ze znaczącym wzrostem gotówki w obiegu w październiku 2008 r.

Wykres 2.55
Wskaźnik kredytów zagrożonych dla poszczególnych kategorii kredytów.



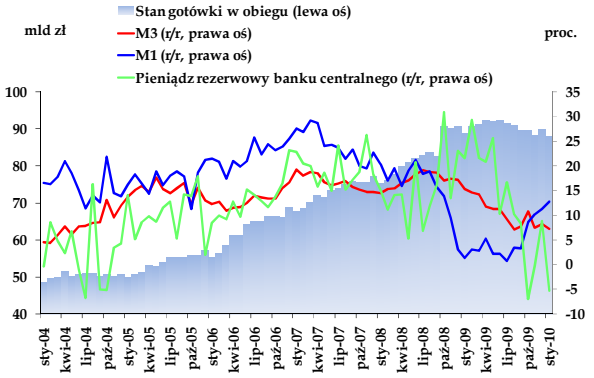
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.56
Depozyty bankowe gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.57
Stan gotówki w obiegu oraz roczna stopa wzrostu M1 i M3.



Źródło: Dane NBP.

przeznaczonych na zakup akcji Polskiej Grupy Energetycznej. Fundusze na zakup akcji w dużej części zostały pozyskane z kredytów na zakup papierów wartościowych i po redukcji zleceń o ponad 90%, wróciły do zleceniodawców.

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

Ramka 2. Analiza wpływu zaostrzenia polityki kredytowej banków komercyjnych na PKB w Polsce

Choć na tle innych krajów polska gospodarka wykazała się relatywnie dużą odpornością na światowy kryzys gospodarczy, wywołane kryzysem spowolnienie wzrostu PKB w Polsce było znaczące. Wśród głównych kanałów wpływu globalnego kryzysu gospodarczego na polską gospodarkę można wyróżnić:

- spadek popytu zagranicznego na dobra i usługi produkowane w Polsce związany z recesją u głównych odbiorców polskiego eksportu;
- wzrost restrykcyjności polityki kredytowej banków komercyjnych związany ze wzrostem postrzeganego ryzyka kredytowego kredytobiorców oraz spadkiem płynności na rynku międzybankowym, skutkujący wzrostem kosztów kredytowania oraz zaostrzeniem kryteriów i warunków przyznawania kredytów;
- wzrost awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych skutkujący wzrostem premii za ryzyko dla polskich papierów dłużnych, który zwiększał koszty finansowania przedsiębiorstw oraz długu publicznego w Polsce i przyczynił się do odpływu kapitału zagranicznego oraz przejściowej silnej deprecjacji kursu złotego, która z jednej strony poprawiała konkurencyjność polskich producentów na rynkach krajowym i zagranicznym, a z drugiej zwiększała złotową wartość zadłużenia podmiotów gospodarczych, posiadających zobowiązania denominowane w walutach obcych.

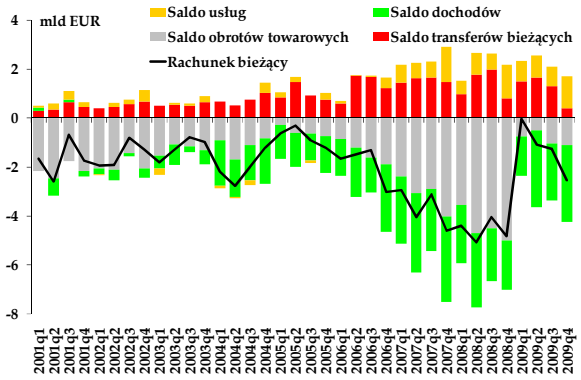
Aby ocenić, jaki wpływ na spowolnienie wzrostu PKB w polskiej gospodarce w okresie światowego kryzysu gospodarczego miały wstrząsy generowane przez krajowy sektor bankowy na tle innych zaburzeń makroekonomicznych, w NBP skonstruowano dynamiczny stochastyczny model równowagi ogólnej (DSGE) uwzględniający sektor bankowy[1]. Parametry modelu zostały oszacowane metodą bayesowską na danych z okresu I kw. 1997 r. – II kw. 2009 r. Z badania wynika, że w efekcie zaburzeń, które wystąpiły w polskim sektorze bankowym w okresie światowego kryzysu gospodarczego poziom PKB był o około 1,3% niższy niż byłby, gdyby zaburzenia te nie miały miejsca. Choć spadek PKB z tytułu zaostrzenia polityki kredytowej przekracza 1%, to należy podkreślić, że wielkość ta jest znacznie mniejsza od wpływu pozostałych czynników makroekonomicznych.

[1] Brzoza-Brzezina, M i K. Makarski, (2010) „Credit Crunch in a Small Open Economy", w druku: National Bank of Poland Working Papers.

2.6. Bilans obrotów bieżących i kapitałowych

Po znaczącej poprawie salda na rachunku obrotów bieżących w I kw. 2009 r., związanej głównie z silnym ograniczeniem importu towarów, w kolejnych kwartałach deficyt na rachunku bieżącym pogłębiał się (Wykres 2.58). W IV kw. 2009 r. deficyt ten wzrósł do 2,5 mld EUR[49] (wobec 1,3 mld EUR w III kw. 2009 r.), przede wszystkim wskutek obniżenia się nadwyżki transferów bieżących oraz pogłębienia się deficytu dochodów. Na kształtowanie się salda transferów i dochodów w tym okresie w znacznym stopniu wpłynęła jednak duża jednorazowa transakcja z listopada 2009 r.

Wykres 2.58
Saldo obrotów bieżących (mld EUR).



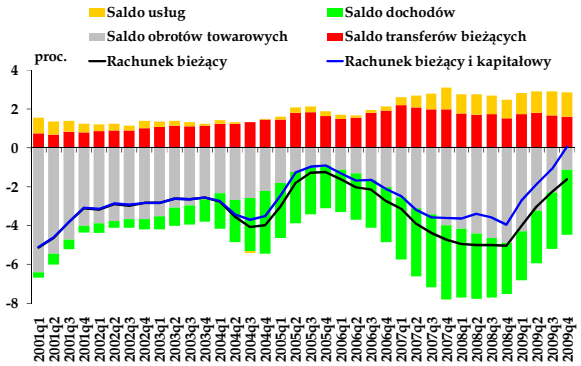
Źródło: Dane NBP.

[49] Zmiany w bilansie płatniczym w IV kw. 2009 r. opisano na podstawie miesięcznych szacunków bilansu płatniczego za okres październik -grudzień 2009 r.

W okresie tym miał miejsce dalszy napływ netto kapitału zagranicznego do Polski, choć jego skala była mniejsza niż w poprzednim kwartale. Nadwyżka na rachunku finansowym wyniosła 4,7 mld EUR (wobec 10,7 mld EUR w III kw. 2009 r.), na co złożył się przede wszystkim dalszy napływ netto inwestycji portfelowych. Inwestycje nierezydentów w polskie dłużne i udziałowe papiery wartościowe zwiększyły się w IV kw. ub. r. o 3,3 mld EUR. Inwestorzy zagraniczni inwestowali głównie w obligacje Skarbu Państwa, emitowane na rynku krajowym oraz na rynkach zagranicznych. W IV kw. 2009 r. utrzymał się także napływ kapitału netto z tytułu bezpośrednich inwestycji zagranicznych. O jego wysokości zadecydowały głównie dodatnie reinwestowane zyski przedsiębiorstw. W warunkach niskiej aktywności gospodarczej na świecie zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce zwiększyły się w całym 2009 r. o 8,3 mld EUR, tj. najmniej od 2005 r.

Wstępne szacunki wskazują, że deficyt na rachunku obrotów bieżących (w ujęciu czterech kwartałów) obniżył się do 1,6% PKB na koniec 2009 r. (wobec 5,1% na koniec 2008 r.), natomiast na rachunku bieżącym i kapitałowym na koniec 2009 r. odnotowano nieznaczną nadwyżkę w wysokości 0,1% PKB (wobec deficytu w wysokości 4,0% na koniec 2008 r.; Wykres 2.59). Deficyt obrotów bieżących w 2009 r. został w całości sfinansowany napływem kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich.

Wykres 2.59
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych w relacji do PKB (4 kwartały krocząco).



Źródło: Dane NBP.

Rozdział 3

Polityka pieniężna w okresie październik 2009 r. - luty 2010 r.

Na posiedzeniach w październiku, listopadzie i grudniu 2009 r. oraz w styczniu i lutym 2010 r. Rada Polityki Pieniężnej postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 3,50% w skali rocznej; stopa lombardowa 5,00% w skali rocznej; stopa depozytowa 2,00% w skali rocznej; stopa redyskonta weksli 3,75% w skali rocznej. Jednocześnie na posiedzeniu w grudniu 2009 r. Rada zadecydowała o wprowadzeniu z dniem 1 stycznia 2010 r. stopy dyskontowej weksli przyjmowanych od banków do dyskonta przez NBP. Rada ustaliła stopę dyskontową weksli na poziomie 4,00% w skali rocznej.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w październiku, listopadzie i grudniu 2009 r. oraz w styczniu 2010 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lutym br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 28 października 2009 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na perspektywach wzrostu gospodarczego na świecie i w gospodarce polskiej, kształtowaniu się bieżących procesów inflacyjnych w Polsce oraz sytuacji na rynku kredytowym. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle październikowej projekcji inflacji i PKB.

Oceniając sytuację w gospodarce światowej, część członków Rady zwracała uwagę, że skala poprawy koniunktury w gospodarce strefy euro jest stosunkowo nieznaczna, a prognozowany wzrost gospodarczy w tym regionie jest nadal znacznie niższy od potencjalnego. Członkowie ci wskazywali także, że poprawa koniunktury w Stanach Zjednoczonych i Chinach jest w dużym stopniu oparta na działaniach pakietów stymulacyjnych, a perspektywa stopniowego ograniczania tych działań powoduje utrzymywanie się niepewności co do trwałości ożywienia w gospodarce światowej. W szczególności członkowie ci zwracali uwagę na niepewność dotyczącą ożywienia konsumpcji prywatnej w Stanach Zjednoczonych w warunkach nadal pogarszającej się sytuacji na amerykańskim rynku pracy. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że spadek konsumpcji prywatnej w Stanach Zjednoczonych związany m.in. z ograniczonymi możliwościami zaciągania kredytów przez gospodarstwa domowe, w tym finansowania konsumpcji przez kredyty hipoteczne, nie zostanie prawdopodobnie zrekompensowany przez wzrost spożycia indywidualnego w krajach wschodzących, nawet gdyby ożywienie wzrostu w tych gospodarkach

okazało się trwałe. W tym kontekście członkowie ci wskazywali na ryzyko utrzymania się niskiej dynamiki wzrostu w gospodarce światowej.

Inni członkowie Rady oceniali, że ożywienie w gospodarkach wschodzących, w tym przede wszystkim w krajach azjatyckich, może być istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku ożywienia w całej gospodarce światowej. Członkowie ci wskazywali, że przyspieszenie wzrostu w gospodarkach wschodzących będzie przekładać się na sytuację w gospodarce światowej głównie poprzez wzrost popytu tych krajów na dobra inwestycyjne, eksportowane w dużej mierze przez kraje rozwinięte Europy Zachodniej. Zdaniem tych członków Rady obecne ożywienie w krajach azjatyckich może oznaczać początek powrotu tych gospodarek na ścieżkę potencjalnego tempa wzrostu, które w związku z dokonującym się w nich procesem realnej konwergencji może kształtować się na relatywnie wysokim poziomie.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, część członków Rady oceniała, że polska gospodarka weszła już w fazę ożywienia, choć niektórzy z nich podkreślali, że ożywienie może być stosunkowo powolne. Wskazywano przy tym, że w październikowej projekcji prognozowane jest jedynie nieznaczne przyspieszenie tempa wzrostu w 2010 r. Zwracano uwagę, że w kierunku utrzymania relatywnie niskiej dynamiki wzrostu PKB oddziaływać będzie spadek realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych związany ze wzrostem bezrobocia i spadkiem płac realnych oraz utrudniony dostęp do kredytu. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że ostatnie dane makroekonomiczne, w tym dane dotyczące eksportu, produkcji i sprzedaży detalicznej, nie wskazują jednoznacznie na początek trwałego ożywienia w polskiej gospodarce.

Omawiając zmiany bieżącej inflacji, wskazywano, że chociaż we wrześniu br. inflacja obniżyła się do 3,4%, tj. poniżej górnej granicy odchyleń od celu inflacyjnego (3,5%), to w najbliższym okresie może się ona utrzymać na podwyższonym poziomie. Przyczyniać się do tego będzie przede wszystkim dodatni efekt bazy związany z silnym spadkiem cen paliw pod koniec 2008 r. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymywanie się relatywnie wysokiego poziomu inflacji bazowej, w tym na nadal wysoką dynamikę cen usług. Zwracano uwagę, że Polska jest jednym z trzech krajów z najwyższą inflacją w Unii Europejskiej. Inni członkowie Rady wskazywali, że różnica w poziomach inflacji między Polską a innymi krajami Unii Europejskiej jest związana z mniejszą skalą osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce oraz z procesem konwergencji cen w polskiej gospodarce do poziomu cen w rozwiniętych gospodarkach Europy Zachodniej.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji w Polsce, odnoszono się do projekcji oraz krótkookresowych prognoz inflacji NBP, które wskazują na jej spadek poniżej celu inflacyjnego 2,5% w połowie 2010 r. Zdaniem części członków Rady taki przebieg przyszłej inflacji będzie wynikał z osłabienia popytu konsumpcyjnego, utrzymującej się niskiej presji płacowej oraz dotychczasowej aprecjacji nominalnego kursu złotego. Członkowie ci zwracali także uwagę, że projekcja październikowa wskazuje na większe ryzyko spadku inflacji w 2010 r. poniżej dolnej granicy odchyleń od celu inflacyjnego NBP (1,5%) niż projekcja czerwcowa.

Inni członkowie Rady wskazywali, że rozbieżność między krótkookresowymi prognozami inflacji bazowej, cen żywności i energii a prognozami tych wielkości w projekcji październikowej wskazuje na znaczącą niepewność co do kształtowania się inflacji w najbliższych kwartałach. W szczególności część członków Rady oceniała, że dynamika cen żywności w najbliższym okresie może być wyższa niż w projekcji październikowej. Członkowie ci zwracali również uwagę na wzrost cen ropy na rynkach światowych w ostatnim okresie i niepewność co do kształtowania się cen gazu w Polsce. Ponadto niektórzy członkowie Rady argumentowali, że ożywienie w gospodarkach wschodzących, w których wzrost gospodarczy powoduje wzrost popytu na surowce, może oddziaływać w kierunku ponownego wzrostu cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych, szczególnie w sytuacji braku limitów na otwarte pozycje inwestycyjne na niektórych terminowych rynkach surowcowych. Zdaniem tych członków Rady może to oddzia-

ływać w kierunku wyższej inflacji na świecie i w Polsce. Na posiedzeniu wskazywano także na ryzyko podwyżek cen regulowanych w 2010 r., w tym cen pozostających w gestii samorządów, w związku z niekorzystną sytuacją sektora finansów publicznych.

Odnosząc się do perspektyw inflacji w 2011 r., część członków Rady zwracała uwagę, że zgodnie z październikową projekcją pod koniec horyzontu projekcji prawdopodobieństwa, że inflacja ukształtuje się poniżej lub powyżej celu inflacyjnego są zbliżone. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że po spadku inflacji do niskiego poziomu w połowie 2010 r., do końca horyzontu prognozy inflacja systematycznie rośnie. Inni członkowie Rady podkreślali, że przez większą część horyzontu projekcji prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu jest większe niż prawdopodobieństwo, że ukształtuje się ona powyżej celu. Członkowie ci wskazywali, że wyższa inflacja w 2011 r. w projekcji październikowej w porównaniu z projekcją czerwcową wynika częściowo z dodatniego efektu bazy związanego z prognozowanym głębszym spadkiem cen żywności w 2010 r. Członkowie ci zwracali także uwagę na kwestię optymalnego horyzontu prognozowania w bankach centralnych prowadzących politykę pieniężną opartą na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, podkreślając, że ograniczony horyzont projekcji zwiększa niepewność dotyczącą trwałości zmian inflacji w końcowym horyzoncie prognozy.

Dyskutując na temat przyszłego kursu walutowego i jego wpływu na inflację w Polsce, wskazywano, że w projekcji przyjmowana jest stopniowa deprecjacja kursu złotego, co jest związane z malejącym dysparytetem realnych stóp procentowych oraz z utrzymującym się wysokim deficytem budżetowym i narastaniem długu publicznego. Część członków Rady zwracała jednak uwagę na możliwość aprecjacji kursu złotego, której sprzyjać mogą relatywnie korzystna sytuacja gospodarcza Polski na tle pozostałych krajów Unii Europejskiej oraz utrzymująca się duża nadpłynność na globalnych rynkach finansowych. Ponadto zdaniem tych członków Rady w przypadku szybszego ożywienia w gospodarkach wschodzących niż w gospodarkach rozwiniętych można oczekiwać aprecjacji kursów walut gospodarek wschodzących, w tym kursu złotego. Członkowie ci podkreślali, że ewentualna aprecjacja złotego będzie oddziaływać w kierunku niższego wzrostu gospodarczego i inflacji w polskiej gospodarce niż w październikowej projekcji.

Inni członkowie Rady oceniali, że aprecjacja kursu złotego, znacząco przekraczająca aprecjację kursu równowagi, jest mało prawdopodobna w przypadku utrzymania się dynamiki wzrostu w gospodarce polskiej na poziomie zbliżonym do październikowej projekcji PKB. Członkowie ci wskazywali, że w kierunku deprecjacji kursu złotego może oddziaływać możliwy wzrost premii za ryzyko, do którego może przyczynić się niekorzystna sytuacja sektora finansów publicznych, brak reform strukturalnych w polskiej gospodarce oraz odsunięcie w czasie perspektywy przystąpienia przez Polskę do strefy euro.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, część członków Rady oceniała, że sytuacja ta nadal się pogarsza, na co wskazuje między innymi dalszy spadek dynamiki kredytu dla gospodarstw domowych oraz bardzo niska dynamika kredytu dla sektora przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że po raz pierwszy od pięciu miesięcy wartość udzielonych kredytów w ujęciu miesięcznym wzrosła we wrześniu br. zarówno w odniesieniu do gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw.

Ponadto niektórzy członkowie Rady podkreślali, że niska dynamika kredytu dla przedsiębiorstw jest związana z relatywnie dobrymi wynikami finansowymi tych podmiotów oraz ograniczeniem ich działalności inwestycyjnej, a ponowne ożywienie akcji kredytowej w odniesieniu do sektora przedsiębiorstw może nastąpić dopiero w momencie znaczącej poprawy perspektyw wzrostu w polskiej gospodarce. Inni członkowie Rady podkreślali, że ograniczenie akcji kredytowej jest z jednej strony związane ze zwiększoną ostrożnością gospodarstw domowych w zaciąganiu zobowiązań w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego oraz rosnącego bezrobocia, a z drugiej strony ze wzrostem postrzeganego przez banki ryzyka kredytowego, na co wskazuje

między innymi dokonane w III kw. br. oraz planowane dalsze zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów w segmencie kredytów konsumpcyjnych.

Dyskutując na temat realnych stóp procentowych w kontekście sytuacji na rynku kredytowym, część członków Rady wskazywała, że kształtowanie się przez zbyt długi okres realnych stóp procentowych na relatywnie niskim poziomie w kraju przechodzącym proces realnej konwergencji może zwiększać ryzyko wystąpienia boomu kredytowego w średnim okresie. Członkowie ci zwracali uwagę, że realne stopy procentowe są obecnie niższe od poziomu stopy równowagi dla polskiej gospodarki. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że oczekiwany spadek inflacji powinien przełożyć się na wzrost realnych stóp procentowych, co powinno sprzyjać wzrostowi oszczędności gospodarstw domowych po ich silnym spadku w I kw. 2009 r. oraz oddziaływać w kierunku ograniczenia ryzyka zbyt silnego wzrostu akcji kredytowej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada uznała, że informacje dotyczące sytuacji gospodarczej, które napłynęły od ostatniego posiedzenia uzasadniają pozostawienie stóp bez zmian na bieżącym posiedzeniu. Część członków Rady była zdania, że w warunkach utrzymującej się niepewności dotyczącej ożywienia w gospodarce światowej i perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce oraz w świetle październikowej projekcji inflacji wskazującej na utrzymywanie się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP przez większość horyzontu projekcji uzasadniona jest ocena, że w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego jest wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu. Inni członkowie argumentowali, że ożywienie w gospodarce światowej i polskiej oraz ryzyko wzrostu cen surowców na rynkach światowych i podwyżek cen regulowanych w Polsce, a także wyrównane prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego pod koniec horyzontu październikowej projekcji uzasadniają ocenę, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego są zbliżone. Większość członków Rady uznała, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego są zbliżone. W ocenie części członków Rady sformułowanie zrównoważonego bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji powinno sygnalizować, że stopy procentowe w najbliższych miesiącach pozostaną na niezmienionym poziomie, co nie wyklucza możliwości ich dostosowania w razie wystąpienia zmian istotnie wpływających na perspektywy inflacji i wzrostu gospodarczego.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 25 listopada 2009 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na perspektywach wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce, kształtowaniu się procesów inflacyjnych w Polsce oraz sytuacji na rynku pracy i rynku kredytowym.

Oceniając sytuację w gospodarkach rozwiniętych wskazywano, że po kilku kwartałach spadku, w III kw. br. wzrósł PKB w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro, w tym w Niemczech, Włoszech i Francji, będących najważniejszymi odbiorcami polskiego eksportu. Podkreślano jednak, że ożywienie w tych gospodarkach jest w znacznej mierze rezultatem rządowych programów stymulujących koniunkturę. Oceniano, że wraz z zakończeniem programów wspierania koniunktury istnieje ryzyko osłabienia aktywności gospodarczej w tych krajach przede wszystkim ze

względu na możliwość obniżenia dynamiki konsumpcji prywatnej. Zwracano uwagę, że na wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych i strefie euro niekorzystnie oddziałuje także spadek kredytów dla przedsiębiorstw, a w dalszej perspektywie – pogarszająca się sytuacja sektora finansów publicznych.

Analizując sytuację gospodarek wschodzących, część członków Rady wskazywała, że ożywienie w tych gospodarkach może nie być wystarczające, aby istotnie zwiększyć dynamikę światowego PKB. Członkowie ci zwracali uwagę, że choć w nadchodzącym okresie można oczekiwać przyspieszenia konsumpcji prywatnej w Chinach, prawdopodobnie nie zrekompensuje to wpływu możliwego osłabienia konsumpcji w Stanach Zjednoczonych na światowy wzrost gospodarczy ze względu na niski – w relacji do globalnego popytu – poziom spożycia indywidualnego w Chinach. Istotnym czynnikiem hamującym wzrost wydatków konsumpcyjnych w tym kraju jest brak powszechnego systemu ubezpieczeń społecznych, co sprawia, że istotna część dochodów gospodarstw domowych jest oszczędzana.

Odnosząc się do perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego oceniano, że polska gospodarka znalazła się w fazie ożywienia, na co wskazuje m.in. rosnąca dynamika produkcji przemysłowej oraz bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw w III kw. 2009 r. Zwracano także uwagę, że poprawa koniunktury za granicą (w szczególności w strefie euro) przyczyniła się do wzrostu polskiego eksportu w III kw. br., na co wskazują dane za ostatnie trzy miesiące. Część członków Rady była zdania, że ożywienie będzie stosunkowo powolne, argumentując, że czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy w Polsce w nadchodzącym okresie może być prawdopodobne ponowne pogorszenie globalnej koniunktury. Zdaniem tych członków Rady, na wzrost polskiego PKB niekorzystnie wpływać będą również: pogarszająca się sytuacja na rynku pracy, w tym wzrost bezrobocia i spadek realnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, oraz spadek kredytów dla przedsiębiorstw i wolniejszy niż w poprzednich latach wzrost kredytu dla gospodarstw domowych, a także trudna sytuacja sektora finansów publicznych.

Inni członkowie Rady byli zdania, że ponowny wyraźny spadek dynamiki PKB w Polsce jest mało prawdopodobny nawet w sytuacji znaczącego pogorszenia światowej koniunktury. Argumentowali oni, że w wyniku globalnego kryzysu finansowego spadek dynamiki PKB w Polsce miał znacznie mniejszą skalę niż w pozostałych krajach Unii Europejskiej i podkreślali, że mimo braku rządowych programów wspierających koniunkturę o skali zbliżonej do tej za granicą, dynamika krajowego PKB pozostała dodatnia. Oceniano, że stosunkowo wysoka odporność polskiej gospodarki na zewnętrzne niekorzystne wstrząsy – zaburzenia na globalnych rynkach finansowych i recesję za granicą – była m.in. efektem niskiej na tle innych krajów UE relacji kredytów do PKB i mniejszej otwartości gospodarki, a także obserwowanego w ostatnich latach dynamicznego rozwoju sektora usług, mniej zależnego od światowej koniunktury. Podkreślano również, że do ograniczenia skali spowolnienia gospodarczego w istotnym stopniu przyczyniło się wyraźne obniżenie stóp procentowych NBP, a także deprecjacja kursu złotego.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano na kontynuację niekorzystnych tendencji, w tym m.in. wzrost bezrobocia rejestrowanego oraz utrzymanie się ujemnej rocznej dynamiki zatrudnienia, jak również spadek realnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w październiku br. Część członków Rady zwracała uwagę, że w świetle październikowej projekcji NBP dynamika nominalnych płac w kolejnych kwartałach ulegnie dalszemu obniżeniu. Ponadto niektórzy członkowie Rady argumentowali, że ze względu na opóźnienia w procesie dostosowywania poziomu zatrudnienia do tempa wzrostu gospodarczego oraz prawdopodobny wzrost podaży pracy, w nadchodzącym okresie można oczekiwać dalszego wzrostu bezrobocia mimo poprawy koniunktury. Oceniali oni, że wzrost bezrobocia będzie oddziaływać w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej poprzez osłabienie popytu konsumpcyjnego i ograniczenie presji płacowej. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady wskazywali, że wzrost bezrobocia może poprzez efekt histerezy negatywnie wpłynąć na wzrost potencjalnego PKB w nadchodzącym okresie.

Analizując zależność między kształtowaniem się inflacji a zmianami na rynku pracy, część członków Rady podkreślała, że podwyższona inflacja przyczyniła się do obniżenia realnych wynagrodzeń, ułatwiając dostosowanie ich poziomu do spadającej dynamiki wydajności pracy. Zdaniem tych członków Rady względnie wysoka elastyczność realnych płac pomogła ograniczyć skalę spadku dynamiki PKB w Polsce w obliczu globalnej recesji. Wskazywali oni także na zjawisko tzw. chomikowania pracy przez przedsiębiorstwa, polegające na niepełnym dostosowaniu zatrudnienia (tj. ograniczaniu zwolnień) w okresie spowolnienia gospodarczego. Z drugiej strony podkreślali oni, że podwyższona inflacja poprzez mechanizm waloryzacji przyczynia się do wzrostu wynagrodzeń w sektorze finansów publicznych oraz rent i emerytur, co w krótkim okresie oddziałuje w kierunku pogłębienia deficytu sektora finansów publicznych. W ocenie tych członków Rady, wywołany waloryzacją wzrost świadczeń społecznych w sytuacji jednoczesnego spadku dynamiki wynagrodzeń w gospodarce zmniejsza atrakcyjność pracy i może niekorzystnie wpływać na aktywność zawodową Polaków. Przywoływali oni też dane o wynagrodzeniach w gospodarce narodowej, które w pierwszych trzech kwartałach 2009 r. – odmiennie niż we wcześniejszym okresie – odnotowały wyższą roczną dynamikę niż płace w sektorze przedsiębiorstw. W ocenie tych członków Rady może to świadczyć o tym, że udział tego sektora w gospodarce narodowej maleje, wobec czego zmiany wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw – w którym płace są w dużym stopniu zależne od stanu koniunktury – mogą w przyszłości w mniejszym niż dotychczas stopniu wpływać na kształtowanie się płac w gospodarce.

Omawiając kształtowanie się inflacji wskazywano, że w październiku br. roczny wskaźnik CPI obniżył się do 3,1%, do czego przyczynił się przede wszystkim spadek dynamiki cen żywności i energii; jednocześnie inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) pozostała na poziomie 2,9%. Część członków Rady zwracała uwagę, że utrzymywanie się inflacji bazowej na podwyższonym poziomie jest efektem m.in. systematycznego wzrostu cen usług. Członkowie ci oceniali, że obserwowany w ostatnich latach stopniowy wzrost popytu na usługi, skutkujący zwiększeniem udziału wydatków na nie w koszyku dóbr i usług konsumpcyjnych, utrzyma się także w kolejnych latach, wobec czego ceny usług będą miały rosnący wpływ na kształtowanie się wskaźnika CPI. Podkreślali oni, że inflacja bazowa nie obniża się mimo wyraźnie ujemnej luki popytowej i wskazywali, że na bieżący poziom rocznego wskaźnika inflacji bazowej może nadal w pewnym stopniu wpływać wysoka presja popytowa obserwowana we wcześniejszym okresie. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że podwyższona inflacja CPI wynika w istotnej mierze z niekorzystnych wstrząsów cenowych, w tym zwłaszcza podwyżek cen regulowanych w 2009 r. Niektórzy członkowie Rady zwracali też uwagę na odnotowane w ostatnich miesiącach zmniejszenie skali spadku cen towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji, co częściowo jest związane z wcześniejszą deprecjacją złotego.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji, zwracano uwagę, że w najbliższym okresie roczny wskaźnik CPI będzie kształtować się w dużym stopniu pod wpływem statystycznych efektów bazy: dodatniego, związanego z silnym spadkiem cen paliw pod koniec 2008 r., a następnie ujemnego, związanego ze znacznymi podwyżkami cen administrowanych oraz wzrostem cen żywności na początku br. (pod warunkiem braku równie silnych podwyżek cen administrowanych w 2010 r.). Ze względu na ten pierwszy efekt w najbliższym okresie inflacja przejściowo wzrośnie, natomiast drugi efekt będzie oddziaływał w kierunku jej obniżenia w przyszłym roku. Część członków Rady podkreślała, że w 2010 r. można oczekiwać spadku inflacji CPI poniżej celu inflacyjnego NBP ze względu na prawdopodobne utrzymywanie się ujemnej luki popytowej. Czynnikiem sprzyjającym obniżaniu się inflacji będzie także dotychczasowa aprecjacja kursu złotego. Inni członkowie Rady wskazywali, że spadek inflacji może być ograniczany przez podwyżki podatków pośrednich i cen administrowanych. Zwracali też uwagę, że inflacja może być wyższa, niż się obecnie oczekuje w przypadku wystąpienia niekorzystnych wstrząsów cenowych na rynkach surowców lub żywności bądź też osłabienia kursu złotego. W opinii tych członków Rady presja inflacyjna w dalszej perspektywie będzie w znacznym stopniu determinowana przez sytuację na rynku pracy i rynku kredytowym.

Odnosząc się do bieżącej sytuacji na krajowym rynku kredytowym, wskazywano na dalsze jej pogorszenie, w tym zwłaszcza na odnotowaną w październiku ujemną – po raz pierwszy od 2004 r. – roczną dynamikę kredytu dla przedsiębiorstw (po korekcie o wpływ wahań kursu złotego) oraz utrzymujące się niższe niż w ubiegłych latach tempo wzrostu kredytu dla gospodarstw domowych. Część członków Rady argumentowała, że ograniczenie podaży kredytu dla przedsiębiorstw przyczynia się do zmniejszenia ich inwestycji, co ma negatywny wpływ na wzrost PKB. Inni członkowie Rady oceniali, że spadek kredytu wynika w znacznym stopniu ze zmniejszenia popytu na kredyt w związku ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego. Podkreślali oni, że w świetle danych o wynikach finansowych przedsiębiorstw w III kw. 2009 r., płynność tego sektora utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie, co pozwala firmom na finansowanie bieżącej działalności w dużej mierze ze środków własnych i ogranicza ich zapotrzebowanie na kredyt. Wskazywali również, że kredyt dla gospodarstw domowych nadal rośnie.

Rada analizowała także rozwój rynku kredytowego w dłuższej perspektywie. Część członków Rady wskazywała, że relacja kredytu do PKB w Polsce w okresie poprzedzającym globalny kryzys finansowy należała do najniższych w UE. Inni członkowie Rady podkreślali, że w ostatnich latach relacja ta istotnie się zwiększyła. Argumentowali oni, że szybka ekspansja kredytowa w latach poprzedzających globalny kryzys wynikała wprawdzie w znacznym stopniu z procesu konwergencji, jednak utrzymanie tak wysokiego tempa wzrostu kredytu w dłuższym okresie mogłoby prowadzić do narastania nierównowagi na rynku kredytowym. Oceniali oni, że obecne spowolnienie akcji kredytowej stanowi w znacznej mierze zjawisko cykliczne oraz, że przyczyni się ono do bardziej zrównoważonego wzrostu kredytu. Członkowie ci argumentowali, że wraz z ożywieniem wzrostu gospodarczego dynamika kredytu ponownie przyspieszy w związku z procesem konwergencji oraz ze względu na zmiany demograficzne prowadzące do rosnącego popytu na kredyty hipoteczne. W ocenie tych członków Rady, obecna sytuacja na rynku kredytowym nie wymaga wprowadzenia dodatkowych instrumentów wspierających wzrost akcji kredytowej.

Dyskutując na temat policy mix za granicą i w Polsce, część członków Rady wskazywała, że ekspansywna polityka fiskalna wielu krajów prowadzi do wzrostu ich długu publicznego, który – w warunkach dążenia do zachowania stabilności cen – będzie mógł zostać zahamowany jedynie poprzez silne zacieśnienie polityki fiskalnej. Jednocześnie jednak niskie realne stopy procentowe na świecie, do których przyczynia się luźna polityka pieniężna, zmniejszają bieżące koszty finansowania długu publicznego, osłabiając bodźce do przeprowadzenia reform mających na celu poprawę pierwotnego salda sektora finansów publicznych. W tym kontekście członkowie ci zwracali uwagę na potrzebę wprowadzenia działań ograniczających narastanie długu publicznego w Polsce.

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

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 23 grudnia 2009 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, polityki pieniężnej prowadzonej przez Radę Polityki Pieniężnej II kadencji oraz uwarunkowań polityki pieniężnej w kolejnych latach.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego na świecie, niektórzy członkowie Rady oceniali, że nadal utrzymuje się duża niepewność dotycząca skali i trwałości ożywienia w gospodarce światowej. Członkowie ci podkreślali, że dotychczasowa poprawa aktywności w największych

gospodarkach rozwiniętych jest w dużym stopniu związana z działaniem fiskalnych pakietów stymulacyjnych. Ponadto członkowie ci zwracali uwagę, że zgodnie z prognozami wzrostu gospodarczego na 2010 r. można oczekiwać silnego wzrostu PKB w gospodarkach Azji i Ameryki Łacińskiej oraz dalszej poprawy aktywności w Stanach Zjednoczonych przy relatywnie niższym wzroście PKB w gospodarkach europejskich.

Odnosząc się do sytuacji w polskiej gospodarce, podkreślano, że napływające dane, w tym dane o eksporcie, produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej, oraz wskaźniki koniunktury obrazujące nastroje przedsiębiorstw i gospodarstw domowych potwierdzają stopniowe ożywienie aktywności gospodarczej. Część członków Rady zwracała jednak uwagę na czynniki ryzyka dla szybkiego i trwałego ożywienia w polskiej gospodarce. W szczególności członkowie ci wskazywali na zmniejszenie się akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i spadek dynamiki kredytu dla gospodarstw domowych oraz nadal niekorzystną sytuację na rynku międzybankowym, odzwierciedloną w podwyższonych spreadach między stopą referencyjną NBP a stawkami WIBOR. Członkowie ci zwracali także uwagę na szybkie narastanie długu publicznego, argumentując, że jego wysoki poziom może niekorzystnie wpływać na wzrost gospodarczy w średnim okresie.

Dyskutując na temat bieżącej i przyszłej inflacji, wskazywano na obniżenie się inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii z 2,9% w październiku do 2,8% w listopadzie 2009 r. Część członków Rady oceniała jednak, że inflacja bazowa utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie, co – w sytuacji prawdopodobnej poprawy globalnej koniunktury, mogącej skutkować wzrostem cen surowców rolnych i energetycznych na świecie – stwarza ryzyko dla utrzymania inflacji na poziomie celu inflacyjnego w średnim okresie. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że w warunkach utrzymującej się ujemnej luki popytowej w polskiej gospodarce można oczekiwać spadku inflacji w kolejnych kwartałach. Ponadto niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że ryzyko wzrostu presji inflacyjnej w polskiej gospodarce w najbliższym okresie będzie dodatkowo ograniczane przez nadal niekorzystną – mimo pewnych sygnałów poprawy w ostatnich miesiącach – sytuację na rynku pracy.

Dyskutując o efektach polityki pieniężnej Rady II kadencji, niektórzy członkowie Rady argumentowali, że podwyższony poziom inflacji CPI w latach 2008-2009 wskazuje, że we wcześniejszym okresie poziom stóp procentowych mógł nie w pełni uwzględniać ryzyka dla przyszłej inflacji. W opinii tych członków Rady wskazuje na to utrzymująca się od kilku kwartałów relatywnie wysoka inflacja bazowa, w tym wysoka dynamika cen usług rynkowych. Zdaniem tych członków Rady, głównymi czynnikami, które oddziaływały w kierunku obniżenia inflacji w latach 2008-2009 – przyczyniając się tym samym do ograniczenia odchylenia inflacji od celu inflacyjnego – była aprecjacja złotego w okresie poprzedzającym wybuch światowego kryzysu finansowego oraz związany z kryzysem spadek cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych.

Inni członkowie Rady wskazywali, że podwyższony poziom inflacji w ostatnich latach był związany głównie z czynnikami pozostającymi poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Członkowie ci zwracali uwagę, że silny wzrost cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych pod koniec 2007 r. i w I poł. 2008 r., który doprowadził do wzrostu inflacji w wielu krajach, w tym w Polsce, był związany między innymi z szybkim wzrostem popytu ze strony gospodarek wschodzących oraz ze zmianami legislacyjnymi w Stanach Zjednoczonych wyłączającymi handel kontraktami terminowymi na rynkach surowców spod kontroli instytucji państwowych. Podkreślali oni także, że w kierunku wzrostu inflacji w Polsce w 2009 r. oddziaływała wywołana kryzysem silna deprecjacja kursu złotego, znacząco przekraczająca deprecjację kursu równowagi. Wśród czynników mających znaczący wpływ na dynamikę cen w polskiej gospodarce, w tym na jej podwyższony poziom w ostatnich latach, członkowie ci wskazywali również na czynniki takie jak liberalizacja cen na niektórych rynkach w kraju oraz podwyżki podatków pośrednich i cen administrowanych. Członkowie ci zwracali również uwagę, że w tym okre-

sie miał miejsce bardzo szybki przyrost kredytów w polskiej gospodarce, który był związany z silnym napływem kapitału do gospodarek wschodzących.

Podkreślano, że wzrost cen usług, który przyczynił się do kształtowania się inflacji w Polsce w latach 2008-2009 na podwyższonym poziomie, był prawdopodobnie związany ze zmianami struktury konsumpcji prywatnej i jest charakterystyczny dla krajów podlegających procesowi konwergencji.

Omawiając politykę pieniężną w latach 2004-2009, zwracano uwagę, że jednym z czynników potwierdzających skuteczność tej polityki jest zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie. Część członków Rady argumentowała także, że biorąc pod uwagę opóźnienia między zmianami stóp procentowych NBP a ich najsilniejszym wpływem na przebieg procesów gospodarczych, pełna ocena polityki pieniężnej RPP II kadencji powinna uwzględniać również kształtowanie się inflacji w latach 2010-2011. W tym kontekście członkowie ci zwracali uwagę, że większość dostępnych prognoz wskazuje na silny spadek inflacji w 2010 r. Ponadto argumentowali oni, że dążenie do pełnego zneutralizowania skutków wstrząsów cenowych na światowych rynkach surowcowych dla inflacji w Polsce doprowadziłoby do nadmiernych wahań PKB w Polsce, w tym prawdopodobnie do jego spadku po wybuchu globalnego kryzysu gospodarczego.

Dyskutując o efektach polityki pieniężnej Rady II kadencji na tle innych krajów, część członków Rady zwracała uwagę, że w latach 2004-2009 oprócz wstrząsów, którym podlegała cała gospodarka światowa, takich jak szoki surowcowe i światowy kryzys gospodarczy, gospodarka polska podlegała także silnym zmianom związanym z procesem akcesji do Unii Europejskiej. Członkowie ci wskazywali, że mimo tych wstrząsów, średnie odchylenie inflacji od celu inflacyjnego (0,3 pkt. proc.), zmienność luki popytowej oraz zmienność stóp procentowych banku centralnego w Polsce w latach 2004-2009 należały do najniższych wśród krajów stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego z ciągłym celem inflacyjnym.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w kolejnych latach, część członków Rady argumentowała, że w dłuższym okresie zagrożeniem dla stabilności cen w polskiej gospodarce może być nadmierny wzrost akcji kredytowej, w szczególności na rynku kredytów hipotecznych. Ponadto członkowie ci podkreślali, że gdyby ryzyko boomu kredytowego wzrosło znacząco, to pomimo utrzymującej się relatywnie niskiej inflacji CPI, polityka pieniężna w Polsce powinna zostać zaostrzona. Ponieważ same podwyżki stóp procentowych nie wyeliminują ryzyka boomu kredytowego, powinny być one uzupełnione odpowiednimi działaniami nadzorczymi.

Odnosząc się do decyzji dotyczących stóp procentowych w kolejnych miesiącach, Rada wskazywała, że wobec niskiej presji inflacyjnej oraz utrzymujących się zagrożeń dla trwałości ożywienia gospodarczego w Polsce, stopy procentowe NBP powinny pozostać w najbliższym okresie na niezmienionym poziomie. Jednocześnie podkreślano, że w przypadku znaczącego ożywienia aktywności w polskiej gospodarce, któremu towarzyszyłby istotny wzrost presji inflacyjnej, może być potrzebna zmiana parametrów polityki pieniężnej. Zbyt silne i zbyt wczesne zacieśnienie polityki pieniężnej w warunkach nadpłynności na światowych rynkach finansowych mogłoby jednak skutkować nadmierną aprecjacją kursu złotego. Ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej będzie sytuacja finansów publicznych.

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

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

Jednocześnie Rada zadecydowała o wprowadzeniu z dniem 1 stycznia 2010 r. stopy dyskontowej weksli przyjmowanych od banków do dyskonta przez NBP. Rada ustaliła stopę dyskontową weksli na poziomie 4,00% w skali rocznej.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 26 stycznia 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała przede wszystkim na temat perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie i w Polsce, sytuacji na rynku pracy i rynku kredytowym oraz kształtowaniu się kursu złotego.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie, stwierdzono, że najnowsze dane dotyczące gospodarek Stanów Zjednoczonych i strefy euro wskazują na utrwalenie tendencji wzrostowych w przemyśle i dalszą poprawę nastrojów wśród przedsiębiorców. Jednocześnie argumentowano, że nadal trudna sytuacja na rynkach pracy w tych gospodarkach może negatywnie wpływać na konsumpcję, co mogą sygnalizować niekorzystne dane o sprzedaży detalicznej. Rada podkreślała utrzymywanie się dużej niepewności co do skali ożywienia w gospodarce światowej. Część członków Rady zwracała uwagę na niepewność co do trwałości ożywienia w warunkach oczekiwanego zakończenia programów stymulacyjnych w wielu krajach. Zdaniem innych członków Rady, ważnym czynnikiem ryzyka pozostaje utrzymujący się znaczny deficyt sektora finansów publicznych i szybkie narastanie długu publicznego w głównych gospodarkach rozwiniętych. Równocześnie Rada oceniła, że dla wzrostu gospodarczego na świecie duże znaczenie będzie miała koniunktura w gospodarkach rozwijających się, których popyt może być istotnym czynnikiem wspierającym ożywienie w gospodarkach rozwiniętych.

Omawiając kształtowanie się inflacji za granicą, zwracano uwagę, że wzrost rocznych wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro w grudniu 2009 r. wynikał głównie z dodatniego efektu bazy związanego z silnym spadkiem cen energii rok wcześniej. Część członków Rady podkreślała, że w świetle większości prognoz w najbliższych latach inflacja w tych gospodarkach utrzyma się na relatywnie niskim poziomie, co będzie obniżało inflację w gospodarce światowej. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na wzrost oczekiwań inflacyjnych w Stanach Zjednoczonych. Ponadto argumentowali oni, że w największych gospodarkach rozwijających się następuje domknięcie luki popytowej, co może ograniczać spadek cen towarów importowanych z tych krajów i jego dezinflacyjny wpływ na inflację na świecie i w Polsce.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu była również sytuacja na światowych rynkach surowców. Oceniano, że ceny surowców w nadchodzących latach mogą kształtować się na relatywnie wysokim poziomie. W tym kontekście część członków Rady wskazywała, że na rynkach surowców mogą występować długie cykle cenowe, ponieważ podaż może być zwiększona jedynie w wyniku podjęcia znaczących inwestycji i dlatego dostosowuje się z dużym opóźnieniem do wzrostu popytu. Ponadto inni członkowie Rady argumentowali, że na ceny surowców wpływają nie tylko popyt i podaż na rynku bazowym, lecz także sytuacja na rynkach instrumentów finansowych powiązanych z cenami surowców, w tym m.in. zakupy tych instrumentów przez zagraniczne fundusze emerytalne. W ocenie tych członków Rady brak uregulowania tej kwestii poprzez wprowadzenie limitów otwartych pozycji może sprzyjać kształtowaniu się cen surowców na wysokich poziomach mimo relatywnie słabego tempa wzrostu gospodarki światowej.

Dyskutując o sytuacji w polskiej gospodarce podkreślano, że napływające dane, w tym stopniowa stabilizacja zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz poprawa wskaźników koniunktury, w tym prognoz produkcji, a także dobra sytuacja płynnościowa i finansowa przedsiębiorstw sygnalizują stopniowe ożywienie aktywności gospodarczej. Niektórzy członkowie Rady wskazy-

wali jednak, że dane o produkcji przemysłowej w grudniu ub. r. okazały się istotnie niższe od oczekiwań. Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, większość członków Rady argumentowała, że wzrost PKB w kolejnych kwartałach może być silniejszy niż wcześniej oceniano. Część członków Rady zwróciła przy tym uwagę, że oceniając przełożenie oczekiwanego przyspieszenia wzrostu PKB na inflację należy brać pod uwagę możliwe obniżenie się tempa wzrostu potencjalnego, w tym w szczególności w związku z zarysowaniem się po 2004 r. tendencji do obniżania się tempa wzrostu produktywności czynników wytwórczych. Ponadto wskazywano, że w świetle badań NBP udział nierentownego eksportu w eksporcie ogółem jest bardzo niski, co oznacza, że przedsiębiorcy mogą utrzymać konkurencyjność cenową nawet w przypadku aprecjacji złotego. Równocześnie podkreślano, że wpływ kursu walutowego na rentowność eksportu jest obecnie mniejszy niż w przeszłości ze względu na wzrost powiązań międzynarodowych przedsiębiorstw oraz dużą importochłonność eksportu. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że ewentualna aprecjacja kursu mogłaby w krótkim okresie silnie negatywnie wpłynąć na wzrost PKB, bo byłaby bodźcem do odbudowy zapasów dóbr importowanych. Inni członkowie Rady zwracali uwagę na oczekiwane utrzymywanie się relatywnie słabego wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski, co może ograniczać tempo wzrostu eksportu, a w konsekwencji tempo wzrostu PKB. Zdaniem tych członków Rady, ze względu na znaczenie popytu zewnętrznego oraz międzynarodowe powiązania przedsiębiorstw wzrost gospodarczy w Polsce jest obecnie w znacznie większym stopniu zależny od koniunktury za granicą niż w okresie poprzedniego spowolnienia wzrostu gospodarczego.

Odnosząc się do czynników wpływających na kształtowanie się inwestycji, część członków Rady podkreślała, że wykorzystanie mocy produkcyjnych w sektorze przedsiębiorstw jest nadal niskie, a inwestycje z opóźnieniem reagują na poprawę koniunktury – tak jak miało to miejsce przy wychodzeniu z poprzedniego spowolnienia wzrostu gospodarczego – wobec czego nie należy oczekiwać szybkiego ich ożywienia. Argumentowano ponadto, że inwestycje w nadchodzącym okresie będą zależeć nie tylko od wolnych mocy produkcyjnych w Polsce, lecz także w krajach, z którymi powiązane są polskie przedsiębiorstwa, w szczególności w Niemczech. Oznacza to, że mimo pozytywnego nastawienia inwestorów do gospodarek wschodzących, w tym do Polski, napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych w najbliższych latach może być – zdaniem tych członków Rady – istotnie niższy niż przed globalnym kryzysem. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że zgodnie z badaniami koniunktury NBP wykorzystanie mocy produkcyjnych w IV kw. 2009 r. było zbliżone do obserwowanego w latach 2003-2004, kiedy po okresie poprzedniego spowolnienia wzrostu gospodarczego inwestycje zaczęły rosnąć, co może sygnalizować szybsze od oczekiwań ożywienie inwestycji.

Analizując dane o rynku pracy, członkowie Rady argumentowali, że skala pogorszenia sytuacji na tym rynku jest znacznie mniejsza niż w okresie poprzedniego spowolnienia wzrostu gospodarczego, czego przejawem jest istotnie wyższy obecnie stosunek wakatów do liczby bezrobotnych. Sytuacja taka zwiększa ryzyko przyspieszenia dynamiki płac szybszego niż miało to miejsce w przypadku wychodzenia z poprzedniego spowolnienia gospodarczego. Część członków Rady wskazywała, że w nadchodzących latach zmiany demograficzne będą negatywnie oddziaływać na podaż pracy, podczas gdy w okresie wychodzenia z poprzedniego spowolnienia łagodziły one presję płacową, a w konsekwencji presję inflacyjną. Ponadto odnotowany w IV kw. 2009 r. spadek udziału przedsiębiorstw obniżających marże oraz prawdopodobny – zdaniem tych członków Rady – wzrost marż w fazie ożywienia koniunktury wskazują, że inflacja w gospodarce może rosnąć nawet gdyby utrzymała się niska dynamika jednostkowych kosztów pracy. Inni członkowie Rady podkreślali, że ze względu na wzrost stopy bezrobocia, umiarkowaną (po oczyszczeniu z wpływu czynników jednorazowych) dynamikę wynagrodzeń w przedsiębiorstwach oraz dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw, w najbliższym okresie nie należy spodziewać się istotnej presji inflacyjnej ze strony rynku pracy. W tym kontekście zwracano uwagę na zjawisko tzw. chomikowania pracy przez przedsiębiorstwa, polegające na ograniczaniu zwolnień w okresie spowolnienia gospodarczego, co w okresie ożywienia powinno umożliwić wzrost

wydajności i zaspokojenie rosnącego popytu bez istotnego wzrostu zatrudnienia, a prawdopodobnie także bez istotnego wzrostu płac. Zdaniem tych członków Rady może to być czynnikiem ograniczającym presję inflacyjną.

Część członków Rady wskazywała, że sytuacja na rynku kredytowym nie uległa poprawie – w dalszym ciągu zmniejsza się akcja kredytowa w sektorze przedsiębiorstw oraz utrzymuje się wyraźnie niższy niż w ostatnich latach wzrost kredytów dla sektora gospodarstw domowych. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że zgodnie ze wstępnymi wynikami prowadzonych przez NBP badań ankietowych banków, w IV kw. 2009 r. zahamowana została tendencja do zaostrzania polityki kredytowej, a w 2010 r. banki przewidują wyraźne zwiększenie akcji kredytowej dla sektora niefinansowego.

Omawiając perspektywy rozwoju akcji kredytowej, część członków Rady zwracała uwagę na znaczący wzrost kredytów udzielanych w walutach obcych, jaki miał miejsce przed rozpoczęciem kryzysu na światowych rynkach finansowych. Członkowie ci podkreślali, że możliwy jest ponowny znaczący wzrost walutowej akcji kredytowej, co może ograniczać siłę oddziaływania zmian stóp procentowych NBP na wielkość kredytu w gospodarce.

Dyskutując na temat kształtowania się inflacji, część członków Rady wskazywała, że w grudniu 2009 r. inflacja CPI wzrosła do 3,5% (do czego przyczynił się przede wszystkim dodatni efekt bazy związany z silnym spadkiem cen paliw w grudniu 2008 r.), a w kolejnych miesiącach można oczekiwać istotnego obniżenia inflacji. Równocześnie podkreślano, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się do 2,6% w związku ze spadkiem dynamiki cen usług.

Odnosząc się do oczekiwań inflacyjnych, część członków Rady wskazywała na wzrost w styczniu 2010 r. większości miar oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych oraz na pogorszenie się struktury odpowiedzi respondentów na pytanie o przewidywane kształtowanie się cen w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Członkowie ci oceniali, że niewielkie powiększenie się rozpiętości prognoz analityków bankowych oraz utrzymywanie się względnie wysokiego zróżnicowania oczekiwań osób prywatnych może wskazywać na niepewność odnośnie do oceny procesów inflacyjnych przez podmioty gospodarcze. Inni członkowie Rady argumentowali, że oczekiwania inflacyjne w Polsce mają charakter adaptacyjny, a więc są w dużym stopniu zależne od przeszłej inflacji, co należy uwzględniać przy interpretacji ich zmian. W kontekście kształtowania się oczekiwań inflacyjnych i ich przełożenia na dynamikę płac Rada dyskutowała także o sile związków zawodowych, które mają istotne znaczenie w negocjacjach płacowych w sektorze publicznym, choć w skali całej gospodarki zrzeszają relatywnie niewielką liczbę pracowników.

Rada dyskutowała też na temat kształtowania się kursu złotego na tle kursu równowagi. Część członków Rady argumentowała, że wysoki stopień integracji polskiej gospodarki ze strefą euro powinien sprzyjać ograniczaniu odchyleń realnego kursu złotego od kursu równowagi. Inni członkowie Rady wskazywali, że inwestorzy zagraniczni w swoich decyzjach dotyczących gospodarek wschodzących kierują się często bardzo ograniczonym zbiorem informacji, co może skutkować odchyleniami kursu od poziomu uzasadnionego czynnikami fundamentalnymi. Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że nierównowaga w finansach publicznych, zarówno w otoczeniu zewnętrznym, jak i w Polsce, jest czynnikiem zwiększającym ryzyko dużej zmienności kursu złotego.

Odnosząc się do decyzji dotyczących wysokości stóp procentowych NBP w kolejnych miesiącach, część członków Rady oceniała, że oczekiwane przyspieszenie wzrostu gospodarczego będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji w średnim okresie. Zdaniem tych członków Rady, może to wskazywać na zbliżanie się momentu, w którym będzie należało rozważyć zmianę oceny prawdopodobieństw ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego, a następnie zacieśnienie polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że wobec niepewności co do trwałości ożywienia w gospodarce światowej i pol-

skiej, a także wpływu przewidywanego zacieśnienia polityki makroekonomicznej za granicą na przyszły wzrost gospodarczy i inflację na świecie nadal prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego są zbliżone, a stopy procentowe NBP w najbliższym okresie powinny pozostać na niezmienionym poziomie.

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

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

Informacja po posiedzeniu RPP w dniach 23-24 lutego 2010 r.

Napływające dane wskazują na dalszy wzrost aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych oraz powolną poprawę koniunktury w strefie euro. W gospodarkach rozwiniętych utrzymuje się jednak niekorzystna sytuacja na rynku pracy, co jest zjawiskiem oczekiwanym. W dalszym ciągu zmniejsza się też akcja kredytowa, choć zmniejszyła się różnica między udziałem banków zaostrzających i łagodzących politykę kredytową w strefie euro. Jednocześnie w największych gospodarkach wschodzących, w tym w Chinach, obserwowane jest przyspieszenie wzrostu PKB. Do ożywienia koniunktury na świecie nadal przyczynia się oparta, zarówno na konwencjonalnych, jak i niestandardowych narzędziach, silnie ekspansywna polityka makroekonomiczna.

W ostatnim okresie na międzynarodowych rynkach finansowych nastąpił wzrost awersji do ryzyka, związany w dużym stopniu z obawami o skutki napiętej sytuacji fiskalnej w części gospodarek strefy euro. Przyczynił się on do spadku cen niektórych aktywów finansowych. Jednocześnie nadal dużą zmiennością charakteryzowały się ceny ropy. Wzrostowi inflacji w gospodarkach rozwijających się towarzyszył niewielki wzrost inflacji w części gospodarek rozwiniętych.

Wstępne dane GUS o PKB w 2009 r. pozwalają oceniać, że w IV kw. 2009 r. miało miejsce dalsze ożywienie aktywności gospodarczej. Również najnowsze dane miesięczne dotyczące polskiej gospodarki wskazują na poprawę koniunktury. Pewna stabilizacja zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw może sygnalizować stopniowe wyhamowywanie niekorzystnych tendencji na rynku pracy, choć nadal rośnie stopa bezrobocia, do czego przyczynia się wzrost aktywności zawodowej. Utrzymuje się niska dynamika kredytów dla sektora niefinansowego, choć banki przewidują wzrost akcji kredytowej dla tego sektora w nadchodzącym okresie.

Według wstępnych danych GUS, w styczniu 2010 r. roczna inflacja CPI wzrosła do 3,6%, kształtując się nieco powyżej górnej granicy pasma odchyleń od celu inflacyjnego, który wynosi 2,5%. Do wzrostu rocznego wskaźnika inflacji przyczynił się przede wszystkim wzrost rocznego wskaźnika cen paliw, wywołany w dużym stopniu dodatnim efektem bazy.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny NBP projekcją inflacji i PKB, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Zgodnie z lutową projekcją – przy założeniu niezmienionych stóp procentowych NBP – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,3–2,2% w 2010 r. (wobec 0,8–2,2% w projekcji październikowej), 1,7–3,1% w 2011 r. (wobec 1,1–3,2%) oraz 2,6–4,6% w 2012 r. Roczne tempo wzrostu PKB zgodnie z lutową projekcją znajdzie się natomiast z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,1–4,1% w 2010 r. (wobec 0,8–2,8% w październikowej projekcji), 1,8–4,0% w 2011 r. (wobec 2,2–4,2%) oraz 1,9–4,3% w 2012 r.

Według dostępnych prognoz, w najbliższych miesiącach roczny wskaźnik inflacji będzie obniżany przez ujemne efekty bazy związane z silnym wzrostem cen administrowanych i cen żywności na początku 2009 r. W kierunku obniżenia inflacji będą oddziaływać także: niska presja popytowa, wcześniejsze umiarkowane tempo wzrostu kosztów pracy oraz dotychczasowa aprecjacja złotego. Spadek inflacji w 2010 r. może być natomiast hamowany przez wzrost cen surowców na rynkach światowych, opłat zależnych od decyzji samorządów terytorialnych, a także cen administrowanych.

Rada ocenia prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego za zbliżone. W ocenie Rady, poprawa globalnej koniunktury i dokonane złagodzenie polityki pieniężnej sprzyjają powrotowi gospodarki na ścieżkę potencjalnego tempa wzrostu. Istotnym źródłem niepewności dla przyszłego wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie, a w konsekwencji również dla krajowej polityki pieniężnej są efekty dotychczasowego prowadzenia, a także przewidywanych zmian ekspansywnej polityki makroekonomicznej za granicą.

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

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

Rada przyjęła *Raport o Inflacji – Luty 2010*.

Rozdział 4

Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Instytucie Ekonomicznym (IE) Narodowego Banku Polskiego. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Mateusz Pipień, Dyrektor Generalny IE NBP. Prace koordynowane były przez Biuro Prognoz i Projekcji IE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD[50]. Projekcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja sporządzana jest przy założeniu stałych stóp procentowych NBP i stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o ich poziomie.

Otoczenie międzynarodowe

W III kw. 2009 r. gospodarki strefy euro i Stanów Zjednoczonych odnotowały wzrost PKB w ujęciu kwartalnym, co potwierdza scenariusz wychodzenia tych gospodarek z fazy recesji. W tym samym okresie PKB Wielkiej Brytanii obniżył się, jednak wstępne dane o PKB za IV kw. 2009 r. wskazują na dodatnią dynamikę PKB w ujęciu kwartalnym. Do ożywienia w tych gospodarkach w istotnym stopniu przyczynia się ekspansywna polityka fiskalna i monetarna. Sytuacja gospodarcza krajów rozwiniętych będzie w nadchodzących latach ulegała poprawie, czemu towarzyszyć będzie wzrost inflacji i stopniowe zaostrzanie polityki pieniężnej.

Pozytywne sygnały płynące z gospodarki światowej w drugiej połowie 2009 r. przyczyniły się do poprawy nastrojów na globalnych rynkach finansowych. Ze względu na odpływ inwestorów od waluty amerykańskiej do bardziej ryzykownych aktywów dolar osłabił się do poziomu 1,48 za euro w IV kw. 2009 r., ale w kolejnych kwartałach oczekiwana jest stabilizacja kursu EUR/USD. Ceny światowych surowców energetycznych, po silnych wzrostach na przełomie 2009 i 2010 r., pozostaną w kolejnych latach w umiarkowanym trendzie wzrostowym, co będzie efektem ożywienia w gospodarce światowej i wzrostu popytu na te surowce. Na światowych rynkach rolnych oczekiwana jest natomiast stabilizacja cen wynikająca z korzystnych uwarunkowań podażowych.

[50] Aktualna wersja dokumentacji modelu dostępna jest w Budnik i in. (2009), An update of the macroeconometric model of the Polish economy NECMOD, *National Bank of Poland Working Paper*, nr 64.

Popyt zagregowany

W latach 2010-2012 istotnej zmianie ulegnie struktura wzrostu gospodarczego w Polsce. Wzrośnie popyt krajowy, natomiast wkład eksportu netto do wzrostu będzie bliski zera lub nieznacznie ujemny. Popyt krajowy będzie stymulowany m.in. przez dalszy napływ środków z funduszy strukturalnych UE i, powiązaną z nimi, wysoką dynamikę inwestycji publicznych. Inwestycje przedsiębiorstw oraz mieszkaniowe inwestycje gospodarstw domowych zaczną powoli rosnąć od 2011 r., natomiast dynamika popytu konsumpcyjnego pozostanie względnie stabilna w horyzoncie projekcji. W latach 2010-2011 znaczący udział we wzroście dynamiki popytu krajowego będą miały także przyrosty zapasów, których stan został przez przedsiębiorstwa silnie zredukowany w ostatnich kwartałach.

W 2009 r. zrealizował się w Polsce dodatni wkład eksportu netto do wzrostu na poziomie 2,7 pkt. proc. Złożyły się na niego silny spadek importu, będący efektem ograniczenia popytu krajowego, oraz względnie słabsza reakcja eksportu na spadek popytu zewnętrznego, do czego przyczyniła się poprawa konkurencyjności cenowej polskich towarów w wyniku istotnej deprecjacji złotego. W 2010 r., po umocnieniu kursu walutowego, eksport netto przestanie być czynnikiem wzrostu polskiej gospodarki, pomimo stopniowej odbudowy popytu zagranicznego związanej z prognozowanym ożywieniem w gospodarce światowej.

W całym 2010 r., ze względu na wciąż niekorzystne perspektywy zbytu oraz relatywnie niski poziom wykorzystania mocy produkcyjnych, dynamika popytu inwestycyjnego przedsiębiorstw prywatnych pozostanie ujemna. W związku z utrzymującą się na wysokim poziomie premią za ryzyko kredytowe (pomimo pewnej poprawy odnotowanej w ostatnim okresie), dostępność kredytu dla przedsiębiorstw, zwłaszcza długoterminowego, pozostanie w krótkim horyzoncie projekcji czynnikiem ograniczającym inwestycje. W latach 2011-2012, nakłady brutto na środki trwałe przedsiębiorstw będą stopniowo rosnąć, do czego przyczyni się dalsza poprawa koniunktury w kraju i za granicą oraz zwiększona dostępność kredytów (skutek łagodniejszej polityki kredytowej banków oraz spadku realnych stóp procentowych będącego konsekwencją przyjęcia w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP pomimo rosnącej inflacji). Dodatkowo pozytywnie na inwestycje prywatne przełoży się wzrost zaufania inwestorów do regionu Europy Środkowo-Wschodniej odzwierciedlony w zwiększonym strumieniu inwestycji bezpośrednich.

Dynamika popytu konsumpcyjnego pozostanie w całym horyzoncie projekcji na względnie stałym poziomie. Czynnikiem ograniczającym wzrost konsumpcji indywidualnej w krótkim horyzoncie projekcji jest utrzymywanie się negatywnych tendencji na rynku pracy i związany z tym niski wzrost realnego funduszu płac. W dłuższym horyzoncie, sytuacja na rynku pracy poprawi się, jednak ze względu na szybszy wzrost cen, dynamika realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych pozostanie niska. Czynnikiem ograniczającym wzrost siły nabywczej konsumentów będzie ponadto bliskie inflacji tempo wzrostu wypłat z tytułu rent i emerytur ze względu na przyjęty mechanizm waloryzacji oraz spadającą liczbę emerytów i rencistów (znaczący odsetek osób wchodzącego w wiek emerytalny wyżu demograficznego uzyskał już prawo do świadczeń m.in. z powodu korzystnego stanu prawnego).

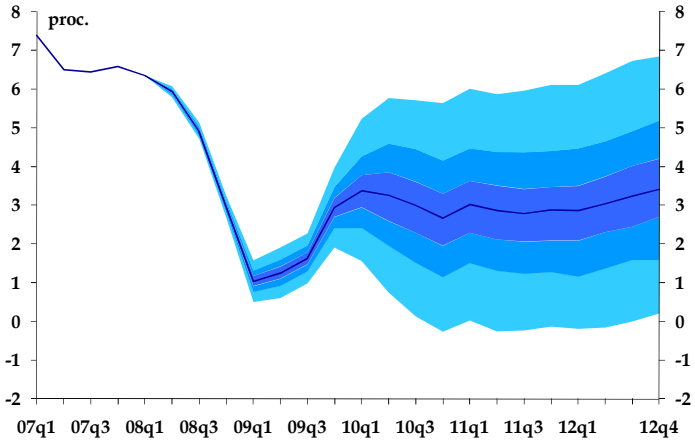
Inwestycje gospodarstw domowych stopniowo zaczną rosnąć od II poł. br., do czego przyczyni się niższy poziom cen mieszkań oraz łagodniejsza polityka banków względem kredytów mieszkaniowych. W krótkim horyzoncie projekcji popyt inwestycyjny gospodarstw domowych będzie ograniczany przez wciąż niską atrakcyjność kredytów walutowych w związku z wyższym poziomem marż dla tych kredytów oraz niepewnością co do kształtowania się kursu walutowego.

Równowaga makroekonomiczna

Tempo wzrostu gospodarczego utrzyma się w całym horyzoncie projekcji na poziomie zbliżonym do 3% r/r, czyli nieco poniżej tempa wzrostu produktu potencjalnego. W konsekwencji ujemna luka popytowa będzie się nadal rozszerzać. Czynnikiem podtrzymującym wzrost produktu potencjalnego będzie szybki wzrost kapitału produkcyjnego związany z intensyfikacją inwestycji infrastrukturalnych. Negatywnie na jego dynamikę wpływać będzie natomiast wzrost stopy bezrobocia równowagi, ograniczenie akcji inwestycyjnej przedsiębiorstw prywatnych w latach 2009-2010 r. oraz wolniejszy wzrost produktywności czynników produkcji.

Do połowy 2011 r. na rynku pracy nadal będą obserwowane opóźnione efekty spowolnienia gospodarczego. Przedsiębiorstwa, dążąc do redukcji kosztów, będą ograniczać wzrost wynagrodzeń oraz zmniejszać zatrudnienie, jednak skala spadku zatrudnienia będzie mniejsza w porównaniu do poprzednich okresów spowolnienia wzrostu w Polsce. Silniejsza odbudowa popytu krajowego i zagranicznego przełoży się na stopniową poprawę sytuacji na rynku pracy w długim horyzoncie projekcji. W całym horyzoncie projekcji będą miały miejsce korzystne zmiany w strukturze demograficznej populacji, tj. wzrost liczby osób w wieku produkcyjnym, w tym zwłaszcza w grupie wiekowej 25-44 lat, charakteryzującej się wysokim współczynnikiem aktywności zawodowej. W efekcie liczba aktywnych zawodowo zwiększy się w ciągu najbliższych trzech lat o ok. 2%, co będzie czynnikiem ograniczającym presję płacową. W całym horyzoncie projekcji dynamika płac realnych pozostanie niższa niż wzrost wydajności pracy, co będzie oddziaływało w kierunku domykania dodatniej luki między realnymi wynagrodzeniami a produktywnością, której źródłem było trwające do 2008 r. ożywienie na rynku pracy.

Wykres 4.1
Centralna projekcja PKB oraz wykres wachlarzowy.



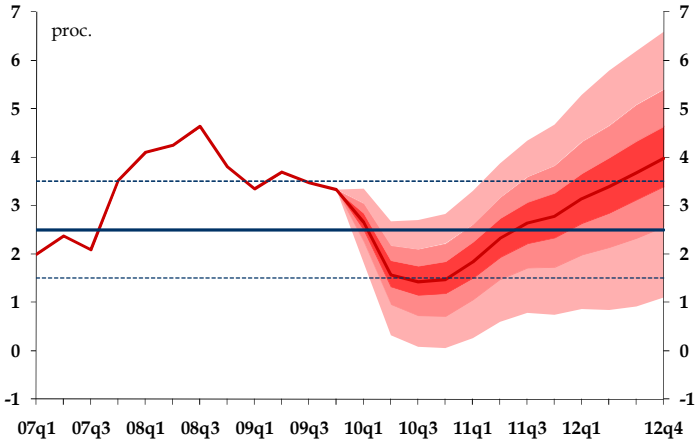
Źródło: NBP.

Do końca 2010 r. wzrost rzeczywistej stopy bezrobocia będzie szybszy niż wzrost stopy bezrobocia równowagi, co prowadzić będzie do domykania się luki na bezrobociu. W latach 2011-2012 w wyniku poprawy sytuacji gospodarczej wzrost stopy bezrobocia zostanie zahamowany i stopa bezrobocia BAEL ustabilizuje się w przedziale 11-12%. Wzrost kosztów produkcji związany m.in. ze wzrostem cen dóbr zaopatrzeniowych z importu przełoży się natomiast na dalsze podniesienie stopy bezrobocia równowagi, co przyczyni się do wzrostu presji płacowej w długim horyzoncie projekcji.

Stopniowa normalizacja sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych, szybka poprawa salda handlowego Polski i korzystny dysparytet stóp procentowych przyczyniły się do aprecjacji kursu złotego, obserwowanej od II kw. 2009 r. W horyzoncie projekcji, pomimo systematycznego umacniania się kursu równowagi (m.in. ze względu na dodatnie saldo transferów związane z napływem funduszy unijnych oraz nadal szybszy niż w strefie euro wzrost produktu potencjalnego w Polsce) kurs złotego ulegnie jednak osłabieniu, co wynikać będzie w dużym stopniu z założeń przyjętych przy konstrukcji projekcji NBP. W kierunku takiego kształtowania się kursu walutowego będą oddziaływać ujemny dysparytet stóp procentowych (związany z założeniem o stałej stopie referencyjnej NBP) oraz utrzymujący się wysoki deficyt finansów publicznych (związany z założeniem braku zmian w polityce fiskalnej).

Po okresie szybkiej poprawy bilansu handlowego w 2009 r., w latach 2010-2011 tendencja ta ulegnie odwróceniu, a deficyt obrotów bieżących i kapitałowych powiększy się do nieco ponad 3% PKB. W długim horyzoncie projekcji rosnący napływ funduszy unijnych przyczyni się jednak do zmniejszenia skali nierównowagi zewnętrznej.

Wykres 4.2
Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny NBP.



Źródło: NBP.

Inflacja

W IV kw. 2009 r. inflacja bazowa ukształtowała się na poziomie 2,7% r/r. W wyniku spadku presji kosztowej, związanej z pogorszeniem sytuacji na rynku pracy, inflacja bazowa obniży się nieznacznie, osiągając poziom 2,6% w połowie 2010 r. Wyższy poziom kursu i przyspieszenie dynamiki cen importu w II poł. 2010 r. zahamuje jednak jej dalszy spadek i wraz z ponownym wzrostem jednostkowych kosztów pracy (poza rolnictwem), wpłynie na podniesienie jej poziomu w kolejnych latach.

Istotna korekta cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych oraz aprecjacja kursu złotego, które dokonały się w 2009 r., wpływać będą z opóźnieniem na dostosowania cen na rynku krajowym. W konsekwencji w krótkim horyzoncie projekcji inflacja cen energii oraz cen żywności na rynku krajowym obniży się. W kolejnych latach, wraz z osłabieniem kursu złotego i wzrostem cen surowców energetycznych na rynkach światowych, tendencja ta ulegnie odwróceniu i ceny żywności oraz energii zaczną ponownie rosnąć.

Inflacja CPI obniży się zatem w krótkim horyzoncie projekcji, od II kw. 2010 r. do II kw. 2011 r. kształtując się poniżej celu inflacyjnego NBP. W długim horyzoncie projekcji, w ślad za ożywieniem na rynku pracy i osłabieniem kursu złotego, inflacja wzrośnie, przekraczając górną granicę odchyleń od celu w II kw. 2012 r. Przy założeniu braku zmian stopy referencyjnej banku centralnego, prawdopodobieństwo ukształtowania się średniorocznej inflacji w przedziale (1,5%-3,5%) spada z około 66% w 2010 r. i 2011 r. do 37% w ostatnim roku projekcji[51].

Tabela 4.1
Prawdopodobieństwa kształtowania się przyszłej inflacji.

	Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:				
	poniżej 1,5%	**poniżej 2,5%**	**poniżej 3,5%**	**poniżej projekcji centralnej**	**w przedziale (1,5%; 3,5%)**
2010q1	0,01	0,35	0,98	0,49	0,97
2010q2	0,44	0,91	1,00	0,48	0,56
2010q3	0,52	0,93	1,00	0,47	0,48
2010q4	0,50	0,90	1,00	0,49	0,49
2011q1	0,35	0,75	0,97	0,48	0,62
2011q2	0,20	0,55	0,89	0,48	0,69
2011q3	0,15	0,44	0,78	0,49	0,63
2011q4	0,15	0,40	0,71	0,48	0,56
2012q1	0,11	0,32	0,60	0,49	0,49
2012q2	0,11	0,26	0,51	0,49	0,40
2012q3	0,10	0,23	0,43	0,49	0,33
2012q4	0,08	0,19	0,37	0,49	0,29

Źródło: NBP.

Projekcja lutowa na tle projekcji październikowej

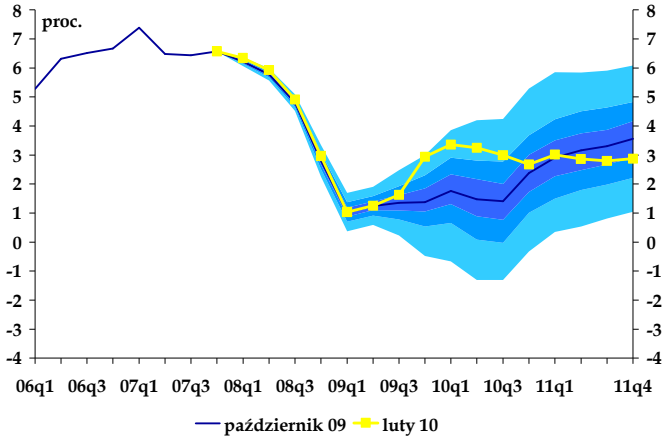
W punkcie startowym bieżącej projekcji (IV kw. 2009 r.) tempo wzrostu PKB ukształtowało się na poziomie 2,9% r/r, o 1,5 pkt. proc. powyżej projekcji październikowej, co wynikało przede wszystkim z wyższego o 1,3 pkt. proc. szacunku wkładu eksportu netto do wzrostu. Konsekwencją korzystniejszego ukształtowania się salda handlowego i słabszego złotego w punkcie startowym projekcji jest wyższa prognoza eksportu netto – a także całego PKB – w krótkim horyzoncie projekcji. Na wyższy przebieg ścieżki wzrostu PKB w krótkim horyzoncie wpływa również rewizja w górę tempa wzrostu konsumpcji, wynikająca z lepszych perspektyw dla wzrostu płac, a w konsekwencji – dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. W długim horyzoncie projekcji, z uwagi na brak znaczącej rewizji skali ożywienia za granicą, efekt wyższego punktu startowego stopniowo wygasa. Ze względu na mocniejszy kurs walutowy oraz efekt statystyczny związany z wyższym punktem odniesienia, w bieżącej rundzie prognostycznej tempo wzrostu jest w II-IV kw. 2011 r. wolniejsze niż w projekcji październikowej.

W punkcie startowym projekcji inflacja CPI ukształtowała się na poziomie 3,3% r/r, tj. o 0,3 pkt. proc. powyżej projekcji październikowej, na co złożył się szybszy od oczekiwań wzrost cen żywności i cen energii. Wyższy przebieg ścieżki inflacji CPI utrzymuje się w całym horyzoncie pro-

[51] W przypadku inflacji CPI rozszerzenie wykresu wachlarzowego w długim horyzoncie wynika przede wszystkim z braku reakcji polityki pieniężnej na zaburzenia w gospodarce i otoczeniu zewnętrznym (zgodnie z założeniem stałych stóp procentowych).

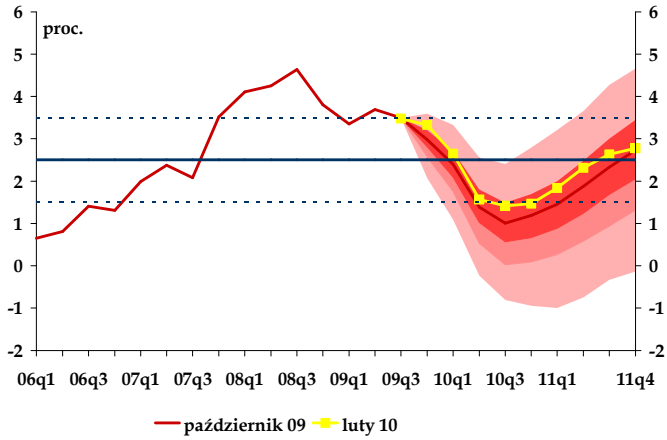
jekcji – tempo wzrostu cen jest o 0,2-0,4 pkt. proc. wyższe niż w poprzedniej rundzie prognostycznej (z wyjątkiem IV kw. 2011 r.). Głównym czynnikiem wpływającym na rewizję w górę projekcji inflacji CPI w krótkim okresie jest wyższy punkt startowy dla cen żywności i cen energii. Ponadto w projekcji lutowej szybciej niż w poprzedniej rundzie prognostycznej rosną ceny surowców energetycznych na rynkach światowych wyrażone w USD. Niższe w bieżącej rundzie prognostycznej ceny surowców rolnych oraz słabszy kurs dolara względem euro oddziałują natomiast w kierunku niższych cen konsumenta. W długim horyzoncie czynnikiem podnoszącym stopę inflacji powyżej ścieżki z projekcji październikowej jest silniejsza presja kosztowa ze strony rynku pracy, która przekłada się na wyższą inflację bazową.

Wykres 4.3
Projekcja lutowa na tle projekcji październikowej: PKB.



Źródło: NBP.

Wykres 4.4
Projekcja lutowa na tle projekcji październikowej: inflacja CPI.



Źródło: NBP.

Główne obszary niepewności

Otoczenie zewnętrzne

Jednym z najważniejszych czynników ryzyka dla obecnej projekcji jest niepewność związana z tempem i skalą ożywienia gospodarki światowej, w tym reakcją gospodarek krajów rozwiniętych na nieuniknione wycofywanie się rządów i banków centralnych z polityki silnej stymulacji fiskalnej i monetarnej. Istotne ryzyko związane jest przy tym z kształtowaniem się kursu EUR/USD, co wynika między innymi z trudności w ocenie reakcji rynków finansowych na narastanie zadłużenia gospodarki amerykańskiej i strefy euro.

Dodatkowym źródłem niepewności pozostaje ocena stopnia przełożenia rosnącego popytu ze strony gospodarki światowej na kształtowanie się cen surowców energetycznych i surowców rolnych, a także – na szybkość odbudowy eksportu przez polskich producentów.

Ceny żywności i energii w Polsce

Utrzymuje się, sygnalizowane w poprzednich rundach prognostycznych, ryzyko związane z kształtowaniem się kursu złotego. Ryzyko innej niż przyjęta realizacji kursu złotego jest dwukierunkowe. Scenariusz słabszego kształtowania się kursu złotego jest wspierany przez ryzyka związane z rozwojem sytuacji w sektorze finansów publicznych, w tym z reakcją rynków finansowych na ewentualne przekroczenie przez dług publiczny kolejnych progów ostrożnościowych. Z drugiej strony, relatywnie wysoki na tle krajów regionu i krajów strefy euro wzrost gospodarczy w Polsce oraz nadwyżka płynności na globalnych rynkach finansowych może zintensyfikować napływ inwestycji bezpośrednich i portfelowych z zagranicy i przyczynić się do umocnienia kursu złotego.

Niepewność związana jest także ze skalą działań regulacyjnych na rynku żywności i energii i ich przełożeniem na kształtowanie się cen. Ryzyka te dotyczą przyszłej polityki Unii Europejskiej w zakresie ochrony środowiska (w tym implementacji standardów dotyczących emisji dwutlenku węgla) oraz działań regulacyjnych na rynku żywności, w tym także działań związanych ze wzrostem skłonności do polityki protekcjonistycznej. Przełożenie działań regulacyjnych UE na krajowe ceny energii związane jest także z polityką taryfową URE wobec zwiększonych potrzeb inwestycyjnych sektora energetycznego w Polsce.

Odbudowa popytu krajowego

W okresie spowolnienia gospodarczego miało miejsce istotne dostosowanie zapasów i inwestycji przedsiębiorstw do bieżącej i oczekiwanej sytuacji gospodarczej, w czym znaczącą rolę odegrał, obok zaostrzenia polityki kredytowej banków, kanał oczekiwań. Niepewność wobec kształtowania się zmian zapasów i inwestycji w horyzoncie projekcji w dużym stopniu związana jest z reakcją sektora bankowego i sektora przedsiębiorstw na oczekiwaną poprawę koniunktury w kraju i za granicą.

Z kolei niepewność wobec kształtowania się popytu konsumpcyjnego dotyczy rozwoju sytuacji na rynku pracy. Wyczerpanie rezerw pozwalających na łatwe zwiększanie wydajności pracy skłoniło przedsiębiorstwa do mniejszej redukcji zatrudnienia w obecnym cyklu koniunkturalnym w porównaniu do poprzednich okresów spowolnienia. Istotne ryzyko związane jest z określeniem w jakim stopniu ta polityka będzie kontynuowana w kolejnych kwartałach. Niepewność tę zwiększają wcześniejsze zmiany uelastyczniające rynek pracy (odzwierciedlone w znaczącym

wzroście udziału osób zatrudnionych na czas określony w latach 2000-2007) ze względu na trudność oszacowania ich wpływu na zmianę funkcjonowania tego rynku.

Polityka fiskalna

Znaczne ryzyko związane jest z reakcją polityki fiskalnej na wzrost deficytu sektora finansów publicznych. Ewentualne uruchomienie przez rząd planu oszczędnościowego może wpłynąć zarówno na stronę popytową (ograniczenie popytu wewnętrznego), jak i podażową (spowolnienie akumulacji kapitału czy efektywnej podaży pracy) gospodarki, prowadząc do ograniczenia tempa wzrostu gospodarczego w horyzoncie projekcji. Stan finansów publicznych określa również postrzeganie naszego kraju przez rynki finansowe, a więc jest czynnikiem wpływającym na poziom inwestycji portfelowych i bezpośrednich oraz kurs złotego.

Omówienie danych, które napłynęły po 18 stycznia 2010 r.

Na przełomie stycznia i lutego zarówno bieżące ceny surowców energetycznych wyrażone w dolarach, jak i notowania kontraktów terminowych uległy obniżeniu. Przyczyniła się do tego przede wszystkim aprecjacja waluty amerykańskiej względem euro oraz pogorszenie nastrojów na rynkach finansowych. W konsekwencji nie zmieniła się znacząco prognoza cen surowców energetycznych wyrażonych w euro, a zatem wpływ korekty tych danych na inflację i PKB w horyzoncie projekcji jest umiarkowany.

Podsumowanie ryzyk projekcji inflacji i PKB

Ocenia się, że w horyzoncie projekcji bilans ryzyk pozaprojekcyjnych jest zrównoważony zarówno dla wzrostu gospodarczego jak i dla inflacji. Głównym ryzykiem w kierunku wyższej inflacji jest szybszy wzrost cen żywności i energii wynikający z działań regulacyjnych, w tym działań Unii Europejskiej, oraz wyższych cen surowców energetycznych na rynkach światowych. Możliwość ukształtowania się inflacji poniżej ścieżki centralnej wiąże się natomiast z realizacją scenariusza silniejszego kursu walutowego, co wynikałoby z lepszego postrzegania przez inwestorów polskiej waluty. Mocniejszy kurs stwarza także ryzyko niższej dynamiki PKB w horyzoncie projekcji. Zmiany polityki fiskalnej ograniczające deficyt SFP również mogą zmniejszyć tempo wzrostu gospodarczego. Wyższe prawdopodobieństwo ukształtowania się PKB powyżej ścieżki centralnej związane jest natomiast głównie z silniejszą reakcją sektora prywatnego na oczekiwaną poprawę koniunktury w kraju i za granicą, odzwierciedloną w szybszej niż pokazuje to projekcja odbudowie stanu zapasów i nakładów na środki trwałe.

Tabela 4.2
Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB.

	2009	2010	2011	2012
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	3,5	1,8	2,4	3,5
Ceny żywności (% r/r)	4,1	-1,3	0,7	3,4
Ceny energii (% r/r)	5,5	3,3	2,5	5,3
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	2,7	2,7	3,0	3,2
PKB (% r/r)	1,7	3,1	2,9	3,1
Popyt krajowy (% r/r)	-1,0	3,0	3,3	3,0
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,4	2,4	2,2	2,0
Spożycie zbiorowe (% r/r)	1,2	2,1	0,8	2,5
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	-1,4	0,9	4,3	5,9
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	2,7	0,0	-0,5	0,1
Eksport (% r/r)	-10,1	4,7	12,0	11,4
Import (% r/r)	-15,3	4,5	13,1	10,9
Płace brutto (% r/r)	5,1	4,1	3,9	5,3
Liczba pracujących (% r/r)	-1,7	-1,6	-0,2	0,2
Stopa bezrobocia (%)	8,2	10,4	11,3	11,3
NAWRU (%)	11,0	12,0	13,0	13,9
Stopa aktywności zawodowej (%)	54,8	55,2	55,5	55,5
Wydajność pracy (% r/r)	3,4	4,7	3,1	3,0
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	2,3	-0,7	0,8	2,3
Produkt potencjalny (% r/r)	4,1	3,4	3,7	3,7
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-0,2	-0,9	-1,6	-2,3
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2007=1,00)	0,95	0,98	0,98	0,99
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2007=1,00)	0,92	1,25	1,35	1,41
Poziom cen za granicą (% r/r)	1,5	1,4	2,0	2,1
PKB za granicą (% r/r)	-3,9	1,3	2,0	2,1
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	-0,7	-2,3	-3,1	-1,9
WIBOR 3M (%)	4,32	3,85	3,70	3,70

Źródło: NBP.

Dane dotyczące liczby pracujących, wydajności pracy i jednostkowych kosztów pracy to szacunki własne IE NBP na podstawie danych 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 wrzesień - grudzień 2009 r.

Poniżej zamieszczono wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od września do grudnia 2009 r.

- **Data:** 29 września 2009 r.

  Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

  Wyniki głosowania członków RPP:

  Za: S. Skrzypek
  J. Czekaj
  D. Filar
  S. Nieckarz
  M. Noga
  S. Owsiak
  M. Pietrewicz
  A. Sławiński
  H. Wasilewska - Trenkner
  A. Wojtyna

  Przeciw:

- **Data:** 30 września 2009 r.

  Przedmiot wniosku lub uchwały:

  Uchwała w sprawie ustalenia *Założeń polityki pieniężnej na rok 2010.*

  Wyniki głosowania członków RPP:

  Za: S. Skrzypek
  J. Czekaj
  D. Filar
  S. Nieckarz
  M. Noga

  Przeciw:

S. Owsiak
A. Sławiński
A. Wojtyna

M. Pietrewicz i H. Wasilewska - Trenkner nie uczestniczyli w głosowaniu.

- **Data:** 28 października 2009 r.

  Przedmiot wniosku lub uchwały:

  Wniosek o utrzymanie dotychczasowego sposobu komunikacji w komunikacie po posiedzeniu decyzyjnym RPP (warianty oceny prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji w relacji do celu).

  Decyzja RPP:

  Wniosek nie uzyskał większości głosów.

  Wyniki głosowania członków RPP:

  Za: S. Skrzypek
  S. Owsiak
  M. Pietrewicz

  Przeciw: J. Czekaj
  D. Filar
  S. Nieckarz
  M. Noga
  A. Sławiński
  H. Wasilewska - Trenkner
  A. Wojtyna

- **Data:** 25 listopada 2009 r.

  Przedmiot wniosku lub uchwały:

  Wniosek o dokonanie zmiany w uchwale RPP nr 20/2008 z 23.12.2008 r. w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku, polegającej na wyszczególnieniu w uchwale rodzaju papierów wartościowych dopuszczonych do zakupu/sprzedaży przez NBP na rynku wtórnym w ramach operacji strukturalnych.

  Decyzja RPP:

  Wniosek nie uzyskał większości głosów.

  Wyniki głosowania członków RPP:

  Za: D. Filar
  M. Noga
  A. Sławiński
  A. Wojtyna

  Przeciw: S. Skrzypek
  J. Czekaj
  S. Nieckarz
  S. Owsiak
  M. Pietrewicz
  H. Wasilewska - Trenkner

- **Data:** 15 grudnia 2009 r.

  Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie zatwierdzenia *Planu Finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2010.*

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: S. Skrzypek
J. Czekaj
D. Filar
S. Nieckarz
M. Noga
S. Owsiak
M. Pietrewicz
A. Sławiński
H. Wasilewska - Trenkner
A. Wojtyna

Przeciw:

- **Data:** 15 grudnia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie zasad rachunkowości, układu aktywów i pasywów bilansu oraz rachunku zysków i strat Narodowego Banku Polskiego.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: S. Skrzypek
J. Czekaj
D. Filar
S. Nieckarz
M. Noga
S. Owsiak
M. Pietrewicz
A. Sławiński
H. Wasilewska - Trenkner
A. Wojtyna

Przeciw:

- **Data:** 23 grudnia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Decyzja RPP:

Rada zadecydowała o wprowadzeniu z dniem 1 stycznia 2010 r. stopy dyskontowej weksli przyjmowanych od banków do dyskonta przez NBP. Rada ustaliła stopę dyskontową weksli na poziomie 4,00% w skali rocznej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: S. Skrzypek
J. Czekaj
D. Filar

Przeciw:

S. Nieckarz
M. Noga
S. Owsiak
M. Pietrewicz
A. Sławiński
H. Wasilewska - Trenkner
A. Wojtyna